

**Eine ökonomische Analyse der Unabhängigkeit von Ratingagenturen**

**– Erkenntnisse aus der Accounting-Forschung –**

Von der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät  
der Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover  
zur Erlangung des Grades

DOKTOR DER WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

– Dr. rer. pol. –

genehmigte Dissertation

von

Dipl. Ökonom Christoph Oliver Gozdowski

2018

Referent: Prof. Dr. Stefan Wielenberg

Korreferent: Prof. Dr. Jens Robert Schöndube

Tag der Promotion: 18. Mai 2017

## **Zusammenfassung**

Die Finanz- und Staatsschuldenkrise ab 2007 hat die Bedeutung von Ratingagenturen für die Stabilität und das Funktionieren der globalen Kapitalmärkte eindrucksvoll aufgezeigt.

Voraussetzung dafür, dass Agenturen bestehende Informationsasymmetrien zwischen den Emittenten von Finanztiteln und Anlegern verringern und ihr Urteil somit entscheidungsnützlichen Wert besitzt, ist ein hoher Grad an Unabhängigkeit der Agenturen gegenüber ihren Auftraggebern.

Gerade aber ihre Unabhängigkeit wird von vielen Seiten angezweifelt, weshalb ein Schwerpunkt der Regulierungsbestrebungen der EU-Kommission auf Maßnahmen zur Stärkung der Unabhängigkeit respektive der Beseitigung von vermuteten Interessenskonflikten liegt.

Aufbauend auf den mannigfaltigen Parallelen von Wirtschaftsprüfungs- und Ratingbranche untersucht die Arbeit zum einen die Frage nach einer generellen Gefährdung der Unabhängigkeit, zum anderen die Anreiz- und Nebenwirkungen einzelner Regulierungsinstrumente sowie Reformvorschläge und analysiert die damit einhergehenden Vor- und Nachteile. Vertiefende Erkenntnisse können u.a. über folgende Themen gewonnen werden: den Einfluss von (Quasi-)Renten und damit indirekt über das System des zahlenden Emittenten; das Ziel, Wettbewerbsstrukturen zu stärken; die Einführung von Umsatzgrenzen sowie von externer Rotation; die Bemühungen, den aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings zu verringern oder auch die Trennung von Beratung und Raterstellung.

**Stichwörter:** Ratingagentur, Wirtschaftsprüfung, Regulierung

## **Abstract**

The subprime crisis 2007/2008 has generated a tremendous interest in the credit rating industry.

Credit rating agencies offer predictions as to the likelihood that an entity (e.g. an issuer of bonds) or a debt instrument will be repaid. To add value to the market by reducing information asymmetry between issuers and investors, it is mandatory that rating agencies are independent from their clients.

But similar to auditors rating agencies generate fees from their rating clients, which has led to widespread beliefs that this can cause a conflict of interest therefore rating agencies may compromise their independence. In response, regulators worldwide made proposals to strengthen the regulatory and supervisory framework for rating agencies.

Using the striking resemblance between credit rating agencies and auditors this study examines the possible independence issue of the agencies as well as the efficiency and the costs of well intentioned regulation in respect to unanticipated effects and unintended consequences. In the course of the study the reader gains a deeper awareness and a better understanding about possible regulatory consequences, particularly with regard to: the impact of quasi-rents and the remuneration model, strengthening the regulatory and supervisory framework, reducing the risk of overreliance, competition and concentration in the rating market or measures like rotation.

**Keywords:** credit rating agency, auditing, regulation

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	V
Abbildungsverzeichnis .....	VIII
Tabellenverzeichnis .....	VIII
Verzeichnis der verwendeten Symbole .....	IX
1 Einleitung.....	1
1.1 Einführung und Zielsetzung der Arbeit .....	1
1.2 Forschungsrichtungen und Einordnung der eigenen Arbeit .....	6
1.3 Aufbau und Vorgehensweise der Arbeit .....	9
2 Wirtschaftsprüfung und Rating: Gemeinsamkeiten .....	10
2.1 Überblick über die Geschäftsmodelle und Marktstrukturen.....	10
2.2 Die Nachfrage nach Prüfungsleistungen und Ratingtätigkeiten.....	17
2.2.1 Ökonomische Begründung der Nachfrage.....	17
2.2.2 Aufsichtsrechtliche Verwendung.....	24
2.3 Regulierungshistorie, derzeitige und geplante Regulierung.....	29
2.4 Zwischenfazit.....	34
3 Prüfungsqualität, Ratingqualität und die Regulierung der Unabhängigkeit.....	36
3.1 Ratingqualität und das Versagen der Agenturen: Empirische Ergebnisse .	36
3.2 Die Begriffsbestimmung von Prüfungs- und Ratingqualität .....	42
3.2.1 Das Kriterium der Objektivität .....	43
3.2.2 Der Qualitätsbegriff und das Unabhängigkeitskonzept .....	44
3.3 Begriff und Gefährdung der Unabhängigkeit.....	47
3.3.1 Prüferunabhängigkeit .....	47
3.3.2 Unabhängigkeit von Ratingagenturen.....	51
3.4 Normativer Rahmen und Vorschläge zur Sicherstellung der Unabhängigkeit .....	54
3.4.1 Wirtschaftsprüfung.....	55
3.4.2 Rating .....	58
3.5 Zwischenfazit.....	63
4 Wirtschaftsprüfung und Rating: Zentrale Unterschiede.....	66
4.1 Profitabilität .....	66

---

4.2	Machtverhältnisse und die Glaubwürdigkeit von Drohungen .....	69
4.3	Objektivität .....	75
4.4	Zwischenfazit.....	77
5	Erkenntnisse der Accounting-Forschung zu Problemen mit der Unabhängigkeit und Anwendung auf Ratingagenturen.....	80
5.1	Begründung der Modellauswahl.....	81
5.2	Quasirentenansätze und die Gefährdung der Unabhängigkeit.....	84
5.2.1	Grundlegende Prämissen der verwendeten Modelle.....	86
5.2.1.1	Beschaffenheit des Prüfungsmarktes .....	86
5.2.1.2	Informationseffizienz des Marktes .....	87
5.2.1.3	Adressaten der Urteile.....	88
5.2.1.4	Konditionen der Vertragsgestaltung und Bestellungskompetenz .....	89
5.2.2	Transaktionskosten als Ursache für Quasirenten – das Modell von DeAngelo .....	90
5.2.2.1	Übertragbarkeit des Basismodells auf Ratingagenturen .....	94
5.2.2.2	Kritik an DeAngelos Modell.....	98
5.2.2.3	Erste Folgerungen bezüglich Fragen der Unabhängigkeit von Ratingagenturen und Beurteilung einzelner Regulierungsmaßnahmen.....	101
5.2.3	Meinungsverschiedenheiten zwischen Mandant und Prüfer – das Modell von Magee/Tseng.....	114
5.2.3.1	Übertragung der Modellergebnisse auf Ratingagenturen .....	118
5.2.3.2	Implikationen aus dem Modell von Magee/Tseng für die Regulierung von Ratingagenturen .....	120
5.2.4	Der kapitalmarktorientierte Ansatz von Stefani.....	128
5.2.4.1	Übertragbarkeit des Modells auf Ratingagenturen .....	129
5.2.4.2	Abzuleitende Aussagen aus dem kapitalmarktorientierten Modell .....	138
5.2.5	Zwischenfazit.....	142
5.3	Quasirentenmodelle und externe Rotation.....	148
5.3.1	Definition und normativer Rahmen .....	149
5.3.2	Pro und Contra externe Rotation.....	153
5.3.3	Die externe Rotation in der modelltheoretischen Forschung.....	160
5.3.3.1	Externe Rotation im Modell von DeAngelo .....	160
5.3.3.2	Externe Rotation im Modell von Stefani .....	163
5.3.3.3	Das Modell von Summer .....	164
5.3.3.4	Das Modell von Chi et al. ....	170
5.3.4	Zwischenfazit: Beurteilung der Einführung von externer Rotation..	176

---

5.4	Quasirentenmodelle und das gleichzeitige Angebot von Prüfungs- und Beratungsleistungen .....	184
5.4.1	Definition und normativer Rahmen .....	186
5.4.2	Pro und Contra Beratungsverbot.....	191
5.4.3	Die simultane Leistungserbringung in der modelltheoretischen Forschung.....	193
5.4.3.1	Erweiterung des Basismodells durch Ostrowski/Söder sowie Bauer .....	194
5.4.3.2	Lerneffekte bei gleichzeitiger Prüfung und Beratung – das Modell von Beck et al.....	197
5.4.3.3	Das Modell von Dunmore/Falk .....	201
5.4.4	Zwischenfazit: Beurteilung der Trennung von Raterstellung und Beratung.....	207
6	Schlussbetrachtung .....	216
	Literaturverzeichnis .....	223
	Rechtsprechungsverzeichnis.....	236
	Quellenverzeichnis .....	237

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BilMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts
BS WP/vBP	Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer/vereidigte Buchprüfer
bspw.	beispielsweise
ca.	circa
CDO	Collateral Debt Obligation
CESR	Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen)
CFA	Certified Financial Analyst
Corp.	Corporation
CRA	Credit Rating Agency (Ratingagentur)
Deloitte	Deloitte Touche Tohmatsu, Limited
d. h.	das heißt
EG	Europäische Gemeinschaft
ESMA	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
ESME	European Securities Markets Expert Group
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EY	Ernst & Young Global, Limited
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission

---

Fitch	Fitch Ratings, Inc.
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GOA	General Accounting Office
GoB	Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung
G20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- u. Schwellenländer
H.	Heft
Hervorh. d. Verf.	Hervorhebung durch Verfasser
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	in der Regel
IFAC	International Federation of Accountants
Inc.	Incorporated
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISA	International Standards on Auditing
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
Jg.	Jahrgang
KPMG	KPMG International Cooperative, Genossenschaft
MAS	Management Advisory/Ancillary Services
Moody's	Moody's Investors Service, Inc.
Mrd.	Milliarden
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NBER	National Bureau of Economic Research
No.	Number
Nr.	Nummer
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
o.J.	ohne Jahr
o.V.	ohne Verfasser
PIE	Public Interest Entity
PWC	PricewaterhouseCoopers International, Limited
RA	Ratingagentur
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities

---

S.	Seite
SEC	U.S. Securities Exchange Commission
Sec.	Section
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
Standard & Poor's	Standard & Poor's Financial Services, LLC
u.	und
u.a.	unter anderem
U.S.	United States
USA	United States of America
v.	vom
vgl.	vergleiche
WPG	Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
WPK	Wirtschaftsprüferkammer
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
z. B.	zum Beispiel

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Umsatz- und Margenentwicklung in den Jahren 2007 - 2014.....	67
---	----

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Marktanteile der in der EU registrierten Ratingagenturen (gemessen am weltweiten Umsatz aus Raterstellung und Nebendienstleistungen) ...	16
Tabelle 2: Gemeinsamkeiten zwischen Wirtschaftsprüfung und Rating.....	35
Tabelle 3: Instrumente zur Sicherung der Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Ratingagenturen.....	65
Tabelle 4: Zentrale Unterschiede zwischen Wirtschaftsprüfung, ‚klassischem Rating‘ und dem Rating strukturierter Finanzprodukte.....	78
Tabelle 5: Beurteilung der zentralen Modellannahmen.....	100

## Verzeichnis der verwendeten Symbole

$A_t$	Laufende Kosten des Prüfers zur Durchführung einer Prüfung in der Periode $t$
$B$	Bonus des Managements in Abhängigkeit vom Unternehmenserfolg
$BL_A$	Kosten für die Erbringung von Beratungsleistungen für einen Abschlussprüfer
$BL_B$	Kosten für die Erbringung von Beratungsleistungen für eine reine Beratungsgesellschaft
$C$	Im Zeitablauf konstante Fixkosten eines Prüferwechsels
$D$	Reputationsverlust
$E$	Disnutzen für einen Prüfer bei unwahrheitsgemäßer Berichterstattung
$F_t$	Prüfungsgebühr in Periode $t$
$K$	Einarbeitungskosten (Start-up-Kosten) bei einer Erstprüfung
$NT$	Finanzierungsnachteil
$P_1$	Prüfertyp, der eine mit dem Management übereinstimmende Auffassung über die normenkonforme Bilanzierung eines spezifischen Sachverhalts vertritt
$P_2$	Prüfertyp, der eine gegenüber dem Management abweichende Auffassung über die normenkonforme Bilanzierung eines spezifischen Sachverhalts vertritt
$\pi$	Barwert des Gewinns eines Prüfers
$Q$	Quasirentenbarwert für einen Prüfer
$R_1$	Ratinganalystentyp, der bei einer Analyse der Einflussfaktoren über einen spezifischen Sachverhalt zu einer gleichen Auslegung wie der Mandant kommt
$R_2$	Ratinganalystentyp, der bei einer Analyse der Einflussfaktoren über einen spezifischen Sachverhalt zu einer gegenüber dem Mandanten abweichenden Auslegung kommt
$r$	Zinssatz
$T$	längste gesetzlich zulässige Amtsdauer eines Prüfers
$t$	Index für die Periode

---

$VT$	Finanzierungsvorteil/Reichtumsverlagerungseffekt
$y$	Signal über die Normenkonformität der Rechnungslegung/Bilanzierungsvariante eines Bilanzierungsgegenstands des Mandanten, etwa ein Investitionsprojekt
$y_1$	nicht-mandantenorientierte Bilanzierungsvariante des Bilanzierungsgegenstands $y$
$y_2$	mandantenorientierte Bilanzierungsvariante des Bilanzierungsgegenstands $y$

*„The very value of an agency’s ratings, like an accountant’s opinions, lies in their **independent**, reliable evaluation of a company’s financial data.”<sup>1</sup>*

## 1 Einleitung

### 1.1 Einführung und Zielsetzung der Arbeit

Seit August 2007 erleben die weltweiten Finanzmärkte eine Vertrauenskrise ungeahnten Ausmaßes. Als Reaktion auf die damit einhergehende Finanz- und Staatsschuldenkrise wurde beim G20-Gipfel in Washington 2008 vereinbart, dafür zu sorgen, dass „kein Institut, kein Produkt und kein Markt – ob auf EU- oder internationaler Ebene – durch die Maschen der Regulierung fällt“<sup>2</sup>. Der Erlass der EU-weit allerersten Verordnung über Ratingagenturen im Jahr 2009 war eine der zentralen Maßnahmen, um das Vertrauen in die Märkte wiederherzustellen und den Anlegerschutz zu stärken.<sup>3</sup>

Ratingagenturen sind für Emittenten auf den globalisierten Finanzmärkten längst von substantieller Bedeutung, wenn es um den Zugang zu Kapital und die langfristige Finanzierung der Wirtschaft geht; Investoren weltweit nutzen Bonitätseinstufungen, um ihre strategischen Anlageentscheidungen bestmöglich zu treffen.<sup>4</sup> Allein zwischen 2002 und 2006 stieg nach Moody’s – der international zweitgrößten Ratingagentur – das Volumen der jährlich ausgegebenen und bewerteten Kreditprodukte von 3.500 auf über 8.000 Milliarden US-\$.<sup>5,6</sup> Anfang 2016 beliefen sich die weltweit ausstehenden Schuldverschreibungen auf über 21,7 Billionen US-\$.<sup>7</sup>

Das Geschäft mit Credit Ratings dominieren allerdings lediglich drei mächtige Agenturen: Fitch Ratings, Moody’s Investor Service und Standard & Poor’s Rating Ser-

---

<sup>1</sup> Husisian (1990), S. 426, Hervorh. d. Verf.

<sup>2</sup> Europäische Kommission (2013a), Pressemitteilung (IP/13/555) vom Juni 2013.

<sup>3</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Begründung Abs. 1.

<sup>4</sup> Vgl. Europäische Kommission (2014), Bericht über die Realisierbarkeit eines Netzes kleinerer Ratingagenturen, S. 2.

<sup>5</sup> Vgl. Moody’s (2006), Annual Report 2006, S. 12.

<sup>6</sup> Die in dieser Arbeit verwendeten Numeralia (Kardinalzahlen) beziehen sich auf den deutschen Sprachgebrauch.

<sup>7</sup> Vgl. Bank for International Settlements (2016), Table C1.

vices.<sup>8</sup> Zwar existieren weitere Agenturen, aber je nach Studie wird dieses Trio für bis zu 95 % aller erstellten Ratings verantwortlich gemacht.<sup>9</sup> Doch die oligopolistische Machtstellung allein würde unter Umständen nicht allzu viel öffentliches Interesse erwecken, würden die Ratings eben dieser drei Agenturen nicht auch als zwingende Voraussetzung für den Zugang zu sowie als Instrument zur Regulierung von weiten Teilen des Kapitalmarktes genutzt, wodurch die Agenturen in den Augen ihrer Kritiker zu einer quasi-staatlichen Macht werden.<sup>10</sup>

Ein anderer Kapitalmarktakteur, der als privatwirtschaftliches Unternehmen ebenso in öffentlich-rechtlicher Funktion zum Schutz von in diesem Fall Abschlussadressaten tätig ist, ist der Wirtschaftsprüfer. Auch hier dominieren nur vier ‚Global Players‘ den Markt und auch ihnen kommt – insbesondere im Zuge einer vermehrt kapitalmarktorientierten Rechnungslegung – durch die Prüfung der Finanzberichterstattung von Unternehmen eine wichtige Aufgabe bei der effizienten Allokation von Ressourcen zu.

Beide Branchen fungieren in erster Linie als ‚Informationsintermediäre‘, indem sie als neutrale Instanz den Wert entscheidungsrelevanter Informationen für die schlechter informierte Marktseite erhöhen sollen. Dieser Aufgabe kommen sie in den Augen vieler Kritiker aber nur sehr unzureichend nach. Gerade nach spektakulären Unternehmenszusammenbrüchen (vgl. zum Beispiel Enron Corp. oder WorldCom Inc.) oder nach volkswirtschaftlichen Schieflogen (bspw. nach der Asienkrise 1997/98) werden ihre Branchen und ihr Handeln regelmäßig misstrauisch beäugt. So erhielt bspw. Enron Corp. noch vier Tage vor der Insolvenz sowohl eine sehr hohe Bonitätseinstufung als auch noch kurz zuvor ein uneingeschränktes Testat.<sup>11</sup> Beides wurde massiv kritisiert, denn beide Akteure hätten – wie oft behauptet – die prekäre Lage des Unternehmens bei einer akkuraten Ausübung ihrer Tätigkeit antizipieren müssen. Der vielfältigen Kritik ungeachtet haben es Ratingagenturen aber über lange Zeit geschickt verstanden, einer staatlichen Regulierung zu entgehen, wohingegen die Wirtschaftsprüferbranche ob ihrer öffentlichen Aufgaben sowie infolge verschie-

---

<sup>8</sup> Im weiteren Verlauf dieser Arbeit werden die Kurzformen Moody's, Fitch und Standard & Poor's verwendet.

<sup>9</sup> Vgl. u.a. Europäische Kommission (2013b), MEMO/13/571, Becker (2010), S. 942 oder auch White (2010), S. 216. Die IOSCO geht gar von 98 % aus, vgl. IOSCO (2013), Reference 2013/GM/GS/G20/72.

<sup>10</sup> Vgl. U.S. Senate (2002), Hearing before the Committee on Governmental Affairs, S. 1.

<sup>11</sup> Vgl. U.S. Senate (2002), Hearing before the Committee on Governmental Affairs, S. 1 sowie Hill (2009a), S. 283.

denster Skandale seit Langem einer intensiven gesetzlichen Regulierung unterliegt.<sup>12</sup> Zwar stehen auch im Nachgang zur Subprime-Krise erneut wieder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der öffentlichen und staatlichen Kritik, der Fokus aber liegt dieses Mal zweifelsohne auf den Agenturen.

So werden seit geraumer Zeit sowohl die Rolle von Ratingagenturen an sich teils hitzig diskutiert als auch verschiedenste Handlungsvorschläge und Regulierungsansätze präsentiert. Die Empfehlungen reichen von der ‚Verramschung‘ der Agenturen bis hin zur Schaffung einer europäischen, halbstaatlichen Ratingagentur.<sup>13</sup> Auch wenn die meisten Vorschläge erfahrungsgemäß nach einiger Zeit wieder in den Schubladen verschwinden, so hat sich in den Jahren nach der Finanzkrise auf Ebene der EU sowie in den USA durchaus eine erhebliche regulative Dynamik entwickelt, erachtet der Gesetzgeber die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte doch als besonderes Schutzgut.<sup>14</sup> Da Ratingagenturen unbestritten einen enormen Einfluss auf unsere Kapitalmärkte besitzen – einzelne Schätzungen in der Literatur gehen davon aus, dass über 80 % der weltweiten Kapitalströme durch Ratings beeinflusst werden –, begründet dies zweifelsohne ein öffentliches Interesse an unabhängiger, objektiver und qualitätsorientierter Aufgabenerfüllung der Ratingagenturen.<sup>15</sup> Dabei setzen vertrauenswürdige Ratingurteile wie auch vertrauenswürdige Prüfurteile die Unabhängigkeit des jeweiligen Dienstleisters voraus. Relevant ist allerdings nicht nur die faktische Unabhängigkeit, sondern vor allem müssen die Akteure auch von den Kapitalmarktteilnehmern als unabhängig wahrgenommen werden. Um die Qualität von und das Vertrauen in Ratings wiederherzustellen, liegt daher ein Schwerpunkt der bereits umgesetzten sowie geplanten Regulierung auf Maßnahmen zur Stärkung der Unabhängigkeit respektive der Beseitigung von vermuteten Interessenskonflikten. Nach Ansicht der EU-Kommission lässt sich so das mutmaßliche ‚Versagen‘ der Ratingagenturen am besten korrigieren. Regulatorische Eingriffe etwa in die ange-

---

<sup>12</sup> Ratingagenturen berufen sich z. B. in den USA im Rahmen ihrer Exkulpationsstrategie auf den ersten Verfassungszusatz, also jenen der Meinungsfreiheit. Ähnlich wie bei Zeitungen seien auch ihre Ratings lediglich eine publizierte Meinung. Dieser Argumentation ist die Rechtsprechung lange gefolgt, vgl. u.a. White (2010), S. 212.

<sup>13</sup> Vgl. Staikouras (2012), S. 95 m.w.N. sowie o.V., Euro-Staaten wollen Rating-Agenturen bestrafen, Spiegel Online vom 03.03.2010 und o.V., Warum Rating-Agenturen verramscht werden müssen, Spiegel Online vom 05.05.2010.

<sup>14</sup> Vgl. Möllers (2009), S. 862.

<sup>15</sup> Vgl. Wieben (2004), S. 9 sowie Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Begründung Abs. 1.

wandten Methoden und/oder statistischen Modelle werden dagegen vorerst explizit ausgeschlossen.<sup>16</sup>

Zur Stärkung der Unabhängigkeit und zur Vermeidung von Interessenskonflikten wird dabei seitens der Regulierer auffallend häufig auf Konzepte und Instrumente aus der Regulierungshistorie und -praxis der Wirtschaftsprüfung zurückgegriffen, sei es bspw. bei der Einführung von Umsatzgrenzen, einer Rotationspflicht oder auch bei der Trennung von Beratung und Raterstellung.

An der teils sehr emotional geführten Debatte um die Regulierung der Ratingagenturen stören zumindest zwei Aspekte: Zum einen scheinen viele Regulierungsvorstöße politisch motiviert zu sein, insbesondere seit sich Regierungen durch den Einfluss der Ratingagenturen auf die Fremdfinanzierungssituation von Staaten nun selbst mit den Folgen von Ratings konfrontiert sehen (sovereign rating), etwa bei den ‚Retungsversuchen‘ angeschlagener Mitglieder in der Euro-Zone. Neben der häufig kritisierten Trigger-Wirkung von Ratings stellen die Ratingherabstufungen und -prognosen indirekt nämlich auch ein Zeugnis über die mit Steuergeldern finanzierten Hilfspakete aus – häufig Ausdruck eher für Versagen als für Verdienst der politischen Entscheidungsträger.<sup>17</sup> Zum anderen – und für die vorliegende Arbeit von speziellem Interesse – ist die Diskussion in Zusammenhang mit der Regulierung der beiden anderen wichtigen Ratingarten, dem klassischen Corporate Bond-Rating sowie dem Rating strukturierter Finanzprodukte, vielfach durch eine mangelnde theoretische Fundierung gekennzeichnet.<sup>18</sup> Es fehlt zumeist an einer positiven Theorie über die Wirkungsweisen der vom Gesetzgeber geplanten und umgesetzten Maßnahmen. Um aber die vermuteten oder auch tatsächlich bestehenden Probleme analysieren und Reformen angemessen beurteilen zu können, bedarf es letztendlich auch einer theoretischen Betrachtung der Unabhängigkeitsthematik. Denn scheinbar nur ‚kleine‘ regulative Eingriffe in Märkte oder rein ‚technische‘ Fragen der Kapitalmarktregulierung können leicht das Kräfteverhältnis zwischen den verschiedenen ökonomischen Interessengruppen verändern.

---

<sup>16</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 23 (1) sowie Credit Rating Agency Reform Act (2006), 120 STAT. 1332.

<sup>17</sup> Vgl. o.V., Rating-Riese zerpfückt Rettungsplan für Griechenland, Spiegel Online vom 04.07.2011.

<sup>18</sup> In Abgrenzung zum Rating strukturierter Finanzprodukte sowie zum Länderrating werden in der vorliegenden Arbeit unter ‚klassischem Rating‘ vor allem das Rating von Unternehmensanleihen (Corporate Bond-Rating) und das Emittentenrating subsumiert.

Anders als bei Ratingagenturen existiert bei Wirtschaftsprüfungen seit Jahrzehnten eine rege politische und vor allem auch eine wissenschaftliche Debatte über die unterschiedlichen Regulierungskonzepte und -instrumente. In zahlreichen modelltheoretischen und empirischen Forschungsarbeiten werden die möglichen Anreizwirkungen untersucht und die mit dem jeweiligen Instrument einhergehenden Vor- und Nachteile erörtert. Diese Diskussion, aber auch die modelltheoretische Forschung, können für eine Beurteilung der Regulierung der Ratingbranche von großem Nutzen sein, denn bei der Herausforderung, die Unabhängigkeit zu wahren, handelt es sich weniger um ein individuelles Problem von Wirtschaftsprüfern; vielmehr ergibt sich eine Bedrohung der Unabhängigkeit als Resultat der spezifischen Anreizwirkungen einer Auftragnehmer-Auftraggeber-Beziehung im Zusammenspiel mit dem institutionellen Umfeld. Wie im weiteren Verlauf dieser Arbeit zudem noch gezeigt wird, gibt es nicht nur bei den Regulierungsinstrumenten und der Bedeutung der Unabhängigkeit für die angebotene Dienstleistung große Parallelen zwischen Ratingagenturen und Wirtschaftsprüfungen, sondern auch auf etlichen anderen Gebieten lassen sich beachtenswerte Analogien identifizieren. Unter Zuhilfenahme der Accounting-Forschung soll daher versucht werden, ein solches ökonomisch-theoretisches Fundament zur Beurteilung der Unabhängigkeitsproblematik bei Ratingagenturen zu entwickeln. Dazu wird zum einen ein theoretischer Bezugsrahmen, basierend auf dem Unabhängigkeitskonzept der Prüfungslehre, abgeleitet, zum anderen werden mittels konkreter modelltheoretischer Arbeiten aus der Accounting-Forschung die Frage nach einer Gefährdung der Unabhängigkeit sowie Anreiz- und Nebenwirkungen von Regulierungsinstrumenten für die Ratingbranche untersucht und die damit einhergehenden Vor- und Nachteile erörtert.

Die Kernfragen der vorliegenden Arbeit sind also die folgenden: Sind aufgrund der Parallelen beider Branchen die Erkenntnisse aus der Accounting-Forschung über Effektivität, Kosten und Nebenwirkungen von Regulierungsvorschlägen auf Fragen der Unabhängigkeitsregulierung von Ratingagenturen übertragbar? Und wenn dem so ist, was kann man daraus für die Branche der Ratingagenturen ableiten und wo führen Branchenunterschiede ggf. zu unintendierten Folgen?

## 1.2 Forschungsrichtungen und Einordnung der eigenen Arbeit

In der politischen und öffentlichen Wahrnehmung, aber auch in weiten Teilen der Wissenschaft, scheint es außer Frage zu stehen, dass es insbesondere in Zusammenhang mit der Subprime-Krise 2007 und der anschließenden Finanz- und Staatsschuldenkrise zu einem eklatanten Versagen der Ratingagenturen gekommen ist. Unterschiedliche Auffassungen dagegen gibt es hinsichtlich der Ursachen, welche zu diesem Versagen geführt haben sollen. Die Bandbreite der Meinungen reicht dabei von ungenügender Aufsicht, fehlendem Haftungsrecht, mangelhafter Unabhängigkeit und unzureichenden Methoden bis hin zu kulturellen Gründen wie einer von maximalem Profitstreben angetriebenen Finanzbranche. So hätten spätestens mit Beginn der ersten Dekade des neuen Jahrtausends und dem starken Aufkommen komplexer, strukturierter Finanzinstrumente „many on Wall Street [...] persuade themselves that “quants” or “rocket scientists” could develop new instruments that would offer reward far greater than the commensurate risk.“<sup>19</sup>

Entsprechend ist im Nachgang zur Krise die Anzahl wissenschaftlicher Publikationen zu dieser Thematik rasant gestiegen, weshalb es nicht zielführend ist, an dieser Stelle näher auf einzelne Arbeiten einzugehen. Umfangreiche und systematische Literaturüberblicke über theoretische und empirische Untersuchungen zum Thema Rating finden sich u.a. bei Frost (2007), Staikouras (2012), Lagner/Knyphausen-Aufseß (2012) oder auch Matthies (2013).<sup>20</sup> Für die vorliegende Arbeit ist es vielmehr von Belang, die Forschungsliteratur zu klassifizieren und die eigene Untersuchung darin einzuordnen:

Grundsätzlich kann man ‚Rating‘ prozessual, funktional oder institutionell betrachten, auch lassen sich die meisten Arbeiten der Ratingforschung einer dieser drei Sichtweisen zuordnen.<sup>21</sup> Publikationen der ersten Kategorie beschäftigen sich meist mit Fragen rund um das Thema Methodologie. Hierbei handelt es sich also um Untersuchungen einer eher anwendungsorientierten Ratingforschung, in der technische Aspekte wie bspw. optimale mathematisch-statistische Ratingverfahren und deren

---

<sup>19</sup> Hill (2009b), S. 597 f.

<sup>20</sup> Siehe Frost (2007), Staikouras (2012), Lagner/Knyphausen-Aufseß (2012) sowie Matthies (2013). Einen Literaturüberblick aus der Zeit vor der Finanzkrise bietet Cantor (2004).

<sup>21</sup> Natürlich sind auch andere Kategorisierungen möglich. Lagner/Knyphausen-Aufseß (2012) etwa bilden folgende 5 Gruppierungen innerhalb der Forschungsliteratur: (1) Yields vs. Cost of Capital, (2) Default and Transition Modeling, (3) Rating Influence, (4) Methodology and Cyclicity sowie (5) Regulation.

Adäquanz im Zentrum stehen, etwa die Suche nach der zuverlässigsten Berechnung des Ausfallrisikos eines strukturierten Finanzinstrumentes (Default and Transition Modeling).<sup>22</sup> Ebenso sind Themen wie ‚accuracy vs. timeliness‘ und damit auch der von Ratingagenturen verfolgte und vielfach kritisierte ‚through-the-cycle‘-Ratingansatz Gegenstand der Untersuchungen.

Funktional dagegen dienen Ratings in erster Linie dazu, Einschätzungen über die Bonität von Finanztiteln oder Kapitalnehmern abzugeben. Ihr tatsächlicher Beitrag zur Informationseffizienz und/oder zur Preisbildung auf den Kapitalmärkten wird allerdings immer wieder kritisch hinterfragt und somit die traditionelle Sichtweise angezweifelt. So lassen sich in dieser Kategorie etwa Forschungsarbeiten darüber finden, ob Ratings überhaupt einen Informationsbeitrag für die Kapitalmärkte leisten oder bloß die bereits bekannten Informationen aggregiert in einer Ratingnote wiedergeben.<sup>23</sup> Ein anderer zentraler Untersuchungsgegenstand der häufig empirischen Studien betrifft den Einfluss von Ratings etwa auf Yield Spreads oder auch auf die Preisbildung von Schuldtiteln. Nicht zuletzt wird der Frage nachgegangen, ob bspw. mit Credit Spreads oder Credit Default Swap-Preisen den Marktteilnehmern nicht weitaus informativere und geeignetere marktbasierende Informationsinstrumente zur Verfügung stehen.<sup>24</sup> Manche Autoren fokussieren sich gar auf einen vermeintlichen Wandel in der Funktion von Ratingagenturen und den dazugehörigen Bonitätsurteilen: Sie bezweifeln die Bedeutung von Ratings hinsichtlich eines Informationswertes für Kapitalmarktakteure an sich und weisen den Urteilen einen rein aufsichtsrechtlichen Wert zu. Werden Ratings dann als Entscheidungshilfe für Investitionen herangezogen, sind – nach Meinung der Vertreter dieser Richtung – Verwerfungen und infolgedessen hohe Kosten auf den Kapitalmärkten, wie sie in der letzten Finanzkrise zu beobachten waren, eine nur folgerichtige Konsequenz.

Eine dritte Gruppe von Forschungsbeiträgen schließlich betrachtet mit einem stärker institutionellen Forschungsansatz die Arbeits- und Funktionsweise von Ratingagenturen. Im Mittelpunkt stehen Themen wie das Bezahlssystem, mögliche Interessenskonflikte, Haftung oder auch Marktstruktur und -eintrittsbarrieren. Daran schließen sich zumeist unweigerlich Fragen über die optimale Regulierung der Agenturen an. Bedenkt man, dass die Ratingbranche vor 2008/2009 weitestgehend unreguliert war,

---

<sup>22</sup> Vgl. hierzu Staikouras (2012), S. 120 ff. m.w.N.

<sup>23</sup> Zu dieser Diskussion siehe Staikouras (2012), S. 111 ff.

<sup>24</sup> Vgl. Partnoy (2009a), S. 15.

überrascht es nicht, dass sich bis dahin nur relativ wenige Arbeiten zum Thema Regulierung finden.<sup>25</sup> So ist nach Meinung der Autoren Lagner/Knyphausen-Aufseß (2012) die akademische Antwort auf Fragen der Regulierung auch noch „very much in a developing stage. [...] To sum up, the regulation of CRAs [Credit Rating Agencies] became a true concern for academic research just within the past five years.“<sup>26</sup> Hinzu kommt, dass die Untersuchungen insgesamt lange Zeit einen stark empirischen Fokus besaßen, die wenigen formalen Beiträge wiederum selten Interessenskonflikte oder Regulierungsfragen zum Thema hatten.<sup>27</sup>

Wie dargelegt geht die vorliegende Arbeit zum einen der Frage nach einer generellen Gefährdung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen nach, zum anderen behandelt sie mögliche Nebenwirkungen, Anreize und Kosten konkreter Regulierungsinstrumente. Neu dabei ist, sich dafür der umfangreichen Accounting-Forschung zu bedienen. Die Idee, die Wirtschaftsprüfungsforschung für Fragestellungen bei Ratingagenturen zu nutzen, lässt sich bisher nur sehr vereinzelt in der Literatur finden, was Frost (2007) zu der Frage veranlasste, warum zum Thema Ratingagenturregulierung eigentlich nicht mehr Beiträge von Accounting-Forschern kämen.<sup>28</sup> Kleinere Rückgriffe gibt es bspw. bei Forster (2008) oder auch bei Sichtmann (2004).<sup>29</sup> Ersterer entwickelt in Anlehnung an ein Modell aus der Wirtschaftsprüfungsforschung ein Modell zur Bestimmung des optimalen Maßes an Regulierung für die Ratingbranche, letzterer nimmt zwar gelegentlich auf Arbeiten und Konzepte aus der Accounting-Forschung Bezug, untersucht jedoch die Beziehungen zwischen Raterstellung und anderen Geschäftsfeldern und geht so der Frage nach, ob solche Verflechtungen als Wettbewerbsstrategie dienen können.

Die vorliegende Arbeit kann daher als direkte Reaktion und Antwort auf Frosts Frage verstanden werden. Mehr noch, es wird zudem explizit auf die existierende Accounting-Literatur zurückgegriffen, um auf diese Weise neue Erkenntnisse und Einsichten über die Auswirkungen der Unabhängigkeitsregulierung auf die Ratingbranche zu gewinnen.

---

<sup>25</sup> Wie u.a. aus einem extensiven Literaturüberblick von Lagner/Knyphausen-Aufseß für die Jahre 1971 bis 2009 hervorgeht, beschäftigten sich weniger als 4 % der Arbeiten mit dem Thema Regulierung, vgl. Lagner/Knyphausen-Aufseß (2012), S. 161 ff.

<sup>26</sup> Lagner/Knyphausen-Aufseß (2012), S. 178.

<sup>27</sup> Vgl. Cantor (2004), S. 2571 f. Einen guten Literaturüberblick über rein empirische Arbeiten bietet Matthies (2013).

<sup>28</sup> Vgl. Frost (2007), S. 471.

<sup>29</sup> Siehe Forster (2008) sowie Sichtmann (2004).

### 1.3 Aufbau und Vorgehensweise der Arbeit

Um die Unabhängigkeitsproblematik und mögliche Interessenskonflikte von Ratingagenturen unter Rückgriff auf die Accounting-Forschung zu untersuchen, werden in Kapitel 2 im Sinne einer industrieökonomischen, institutionellen Analyse zunächst die mannigfaltigen Parallelen zwischen Rating und Wirtschaftsprüfung herausgearbeitet – sind diese doch der Ausgangspunkt für die zugrunde liegende Überlegung, dass ein Theorietransfer sowie ein Übertrag formaler Accounting-Arbeiten von großem Nutzen für eine Beurteilung der Ratingregulierung sein kann. Dazu werden in einem ersten Schritt die jeweiligen Dienstleistungen definiert, deren Geschäftsmodelle gegenübergestellt sowie beide Märkte kurz skizziert, bevor anschließend auf die ökonomische Begründung der Nachfrage eingegangen sowie ein systematischer Überblick über die Regulierungshistorie beider Branchen gegeben wird. Aufbauend auf einer Definition des Begriffes Ratingqualität wird in Kapitel 3 anhand des theoretischen Unabhängigkeitskonzeptes aus der Prüfungslehre ein in der Literatur so noch nicht vorzufindender theoretischer Bezugsrahmen für Ratingagenturen hergeleitet. In Kapitel 4 folgt eine kritische Bestandsaufnahme der wichtigsten Unterschiede zwischen den beiden Branchen. Gerade die dabei gewonnenen Erkenntnisse bestimmen wesentlich darüber mit, inwieweit Ergebnisse aus Accounting-Modellen Aussagekraft auch für Ratingagenturen besitzen, da Modellergebnisse der formalen, entscheidungslogischen Forschungsarbeiten naturgemäß annahmeabhängig sind. In Kapitel 5, dem Hauptteil der Arbeit, werden eine Reihe von Accounting-Modellen vorgestellt und auf Rating übertragen, um so die Unabhängigkeitsproblematik bei Ratingagenturen zu untersuchen sowie Anreiz- und Nebenwirkungen einzelner Regulierungsinstrumente zu beurteilen. Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse in Kapitel 6.

## 2 Wirtschaftsprüfung und Rating: Gemeinsamkeiten

Im nun folgenden Kapitel werden im Sinne einer industrieökonomischen Analyse die wesentlichen Gemeinsamkeiten von Wirtschaftsprüfung und Rating herausgearbeitet. In einem ersten Schritt soll dazu erläutert werden, was unter den Begriffen ‚Wirtschaftsprüfung‘ und ‚Rating‘ zu verstehen und wie die jeweilige Marktstruktur zu charakterisieren ist. Im Anschluss daran werden die zwei zentralen Motive für die Nachfrage nach beiden Dienstleistungen dargestellt, bevor abschließend ein Überblick über die Regulierungshistorie gegeben wird.<sup>30</sup> In der vorliegenden Arbeit geht es um die Frage, ob und inwieweit sich aus der Accounting-Forschung Erkenntnisse auch für die Unabhängigkeitsregulierung von Ratingagenturen gewinnen lassen, weshalb die Ausführungen über die Wirtschaftsprüfungsbranche denen über die Ratingbranche jeweils vorangestellt werden.

### 2.1 Überblick über die Geschäftsmodelle und Marktstrukturen

#### Wirtschaftsprüfung

Bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften handelt es sich um private, gewinnorientierte Unternehmen, welche als Informationsintermediäre im weiteren Sinne vornehmlich den Service ‚Wirtschaftsprüfung‘ für ihre Mandanten anbieten und durchführen. Die Gesellschaft kann in verschiedensten Rechtsformen firmieren, muss aber von der Wirtschaftsprüferkammer anerkannt und von Wirtschaftsprüfern eigenverantwortlich geführt werden.<sup>31</sup> Der Bestellung zum Wirtschaftsprüfer gehen ein recht restriktives Zulassungsverfahren sowie ein als anspruchsvoll geltendes Berufsexamen voraus.<sup>32</sup> Funktional versteht man unter dem Begriff ‚Wirtschaftsprüfung‘ grundsätzlich die gesetzlich vorgeschriebene Prüfung der Jahresabschlüsse bestimmter Unternehmen auf Ordnungsmäßigkeit.<sup>33</sup> Nach § 2 der Wirtschaftsprüferordnung (WPO) haben Wirtschaftsprüfer „die berufliche Aufgabe, betriebswirtschaftliche Prüfungen, insbe-

---

<sup>30</sup> Weitere Aspekte einer industrieökonomischen Analyse, etwa die Profitabilität der Branche, werden in Kapitel 4 ‚Wirtschaftsprüfung und Rating: Zentrale Unterschiede‘ behandelt.

<sup>31</sup> Vgl. Freidank (2007), S. 1167 f.

<sup>32</sup> Vgl. Naumann (2006), S. 15.

<sup>33</sup> Vgl. Naumann (2006), S. 5.

sondere solche von Jahresabschlüssen wirtschaftlicher Unternehmen, durchzuführen und Bestätigungsvermerke über die Vornahme und das Ergebnis solcher Prüfungen zu erteilen.“<sup>34</sup> Die Rechnungslegungsinformationen sollen dabei von einem unabhängigen, qualifizierten und vereidigten Dritten, dem Wirtschaftsprüfer, geprüft werden. Er beurteilt, ob sie ein zutreffendes Bild der Geschäftstätigkeit zeichnen sowie konform mit den jeweils geltenden Bilanzierungs- und Rechnungslegungsstandards sind.<sup>35</sup>

Für Unternehmen stellt Wirtschaftsprüfung die zentrale Institution des externen Prüfungswesens dar.<sup>36</sup> Indem Wirtschaftsprüfer vom jeweiligen Aufsichtsorgan des Unternehmens beauftragt werden, den Informationswert der in einem Jahresabschluss publizierten Informationen zu erhöhen, kommt ihnen am Kapitalmarkt eine besondere Rolle zu, nämlich die eines Sachverständigen und neutralen Dritten – einer Instanz zwischen dem Unternehmensmanagement auf der einen sowie den potenziellen Share- und Stakeholdern auf der anderen Seite.<sup>37</sup> Sowohl Fremd- als auch Eigenkapitalgeber nutzen für ihre Entscheidungen im Sinne einer möglichst effizienten Ressourcenallokation die von einem Unternehmen publizierten Informationen (insbesondere die Finanzberichterstattung) über den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens. Um aber die Effizienz der Kapitalmärkte sicherzustellen, müssen Entscheidungsträger über glaubwürdige und gleichzeitig relevante Informationen verfügen können.<sup>38</sup> Das vornehmliche Geschäftsmodell von Prüfungsgesellschaften besteht darin, eben jene Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensmanagement und Share- sowie Stakeholdern zu verringern. Ohne an dieser Stelle näher darauf einzugehen wird bereits ersichtlich, dass die Unabhängigkeit des Prüfers vom zu prüfenden Unternehmen von zentraler Bedeutung ist, damit dieser seine Aufgaben wirksam erfüllen kann.

International beherrschen vier große, angelsächsisch geprägte Netzwerke von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften oligopolistisch den Markt: Deloitte, PWC, KPMG sowie EY. Diese sogenannten ‚Big Four‘ erzielten im Geschäftsjahr 2014 ein welt-

---

<sup>34</sup> § 2 Abs. 1 WPO.

<sup>35</sup> Vgl. Naumann (2006), S. 1 ff. sowie Grewe (2008), S. 35; nach § 319 Abs. 1 HGB auch ‚Vorbehaltsaufgabe‘ genannt.

<sup>36</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 16.

<sup>37</sup> Vgl. Ballwieser (2008), S. 3, Grewe (2008), S. 35 sowie Paulitschek (2007), S. 8 f.

<sup>38</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 12.

weites Honorareinkommen in der Rekordhöhe von rund 120 Mrd. US-\$. Je nach Land teilten sie somit über 75 % des Gesamtumsatzes der Branche unter sich auf.<sup>39</sup> Das Leistungsangebot der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften umfasst jedoch seit Längerem nicht nur die klassische Abschlussprüfung, sondern wurde kontinuierlich um weitere Prüfungsleistungen, prüfungsnaher Beratung (assurance services) sowie andere finanzielle Serviceleistungen erweitert.<sup>40</sup> Wirtschaftsprüfer im Allgemeinen, insbesondere aber die Big Four, bieten unter ihrem Dach zudem noch Steuerberatung sowie Corporate Finance- und klassische Unternehmensberatung an. Mittlerweile entfallen im Schnitt nur noch etwa 35 % der Umsätze auf originäre Wirtschaftsprüfungsleistungen, knapp 43 % ihrer Umsätze generieren die Big Four bereits aus dem Angebot von Consulting und Corporate Finance-Dienstleistungen.<sup>41</sup> Somit haben sich insbesondere die vier großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften längst zu dominierenden, breit aufgestellten professionellen Finanzdienstleistungsunternehmen entwickelt.

### Rating

Bei Ratingagenturen handelt es sich ebenfalls um private, gewinnorientierte Unternehmen, welche als Finanzintermediäre im weiteren Sinne vornehmlich Credit Ratings erteilen, also Einschätzungen über die Bonität von Finanztiteln oder Kapitalnehmern abgeben.<sup>42</sup> Ratingagenturen analysieren die wirtschaftliche Fähigkeit, die rechtliche Verpflichtung und die Willigkeit eines Schuldners, seinen fälligen Zahlungsverpflichtungen vollständig und rechtzeitig nachzukommen.<sup>43</sup> Im Gegensatz zu

---

<sup>39</sup> Vgl. o.V., The 2014 Big Four Firms Performance Analysis (2014). Für eine intensivere Beschäftigung mit der Thematik der Marktkonzentration in Europa siehe u.a. Ewert (2006), S. 14 ff.

<sup>40</sup> Als weitere Prüfungsleistungen sind, neben gesetzlich vorgeschriebenen Sonderprüfungen (z. B. beim Squeeze-out), Treuhänder- und Gutachtertätigkeiten (etwa im Rahmen der Unternehmensbewertung) sowie freiwillige Prüfungen (z. B. prüferische Durchsicht von Quartalsabschlüssen) zu nennen, vgl. Naumann (2006), S. 5 ff. Prüfungsnaher Beratung beinhaltet Leistungen des Wirtschaftsprüfers, welche im direkten Zusammenhang mit der Qualität des Jahresabschlusses stehen, bspw. die Optimierung und Gestaltung von Rechnungslegungsprozessen oder die Erstellung des Jahresabschlusses, vgl. Grewe (2008), S. 36.

<sup>41</sup> Vgl. Deloitte & Touche Wirtschaftsprüfungsgesellschaft GmbH (2014), Geschäftsbericht 2013/2014, S. 13. Eine ähnliche Verteilung ergibt sich auch aus den Geschäftsberichten der PWC AG, KPMG AG sowie Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

<sup>42</sup> Vgl. Becker (2010), S. 941, Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 3 (1) sowie Everling (1991), S. 21 ff.

<sup>43</sup> Vgl. Richter (2008), S. 49, Everling (1991), S. 23 f. sowie Berblinger (1996), S. 31 f.

anderen Finanzintermediären, die Ratings durchführen, z. B. Banken, verfolgen Ratingagenturen keine eigenen Finanzierungsabsichten.<sup>44</sup>

Das Geschäftsmodell der Ratingagenturen besteht darin, bestehende Informationsasymmetrien zwischen den Emittenten von Finanztiteln und den potenziellen Anlegern zu verringern. Zu diesem Zweck beurteilen die Ratingagenturen die Kreditwürdigkeit bspw. von Wertpapieren, Unternehmen und anderen Akteuren am Finanzmarkt und ersparen Investoren so eine eigene, kostspielige, ressourcenintensive und aufwendige Zusammenstellung von Informationen, auf deren Grundlage sie ihre Anlageentscheidungen treffen.<sup>45</sup> White (2001) spricht in diesem Zusammenhang sehr bildlich davon, dass Ratingagenturen „pierce the fog of asymmetric information that surrounds lending relationships“<sup>46</sup>. Aber nicht nur Kapitalgeber profitieren vom Kreditrating, auch Kapitalnehmer können damit ihre Kreditwürdigkeit glaubhaft signalisieren.<sup>47</sup>

Das vergebene Rating über einen entsprechenden Schuldtitel wird in der Regel am Kapitalmarkt veröffentlicht und hat einen entscheidenden Einfluss auf die Höhe des von den Kapitalgebern verlangten Risikozuschlages. Der Zusammenhang zwischen der Ratingeinstufung und dem Kreditrisiko hat somit einen zentralen Einfluss auf die Fremdkapitalfinanzierungskosten von Unternehmen oder auch ganzer Staaten. Ein Investor wird sich bei der Wahl zwischen zwei Investments nur dann für die risikoreichere der beiden Anlagen entscheiden, wenn er für das höhere Risiko durch eine entsprechend höhere Gewinnchance entschädigt wird. Je schlechter das Rating ausfällt, desto höhere Zinsen müssen Emittenten den Investoren als Risikoprämie zahlen.<sup>48</sup> Ratingagenturen beeinflussen die Zinshöhe natürlich nicht direkt, die Kapitalmarktzinsen ergeben sich aus dem Angebot und der Nachfrage nach dem jeweiligen Schuldtitel. Folglich bestimmen die Kurse die Zinssätze.<sup>49</sup>

---

<sup>44</sup> Vgl. Szczesny (2003), S. 39. Allerdings unterliegen auch Ratingagenturen gegebenenfalls einem ‚multi-period incentive contract‘, bei welchem ihre zukünftigen Einnahmen abhängig sind von ihrer tatsächlichen oder wahrgenommenen Ratingqualität, vgl. Partnoy (1999), S. 633. Die Wirkung von solchen finanziellen Anreizen auf die Berichterstattung der Agenturen ist Gegenstand der Analysen in Kapitel 5.

<sup>45</sup> Vgl. Becker (2010), S. 941 sowie Berblinger (1996), S. 23.

<sup>46</sup> White (2001), S. 4.

<sup>47</sup> Vgl. White (2001), S. 4.

<sup>48</sup> Für eine tiefergehende Auseinandersetzung mit der Funktion von Zinsen, wie der einer Kompensation für den temporären Konsumverzicht, siehe u.a. Gischer et al. (2012), S. 94 ff.

<sup>49</sup> Vgl. Bebczuk (2003), S. 3 ff., Berblinger (1996), S. 45 f. oder auch Serfling et al. (1996), S. 643 f.

Ratings lassen sich nach verschiedenen Kriterien kategorisieren, z. B. nach dem Ratingobjekt, der Ratingart, dem Ratingsubjekt, der Ratinglaufzeit oder auch der Art des Auftragsverhältnisses. Im Rahmen dieser Arbeit sind vor allem die unterschiedlichen Typen von Auftragsverhältnissen sowie von Ratingobjekten und -arten von Bedeutung. Bei Auftragsverhältnissen unterscheidet man zwischen dem ‚solicited‘ und dem ‚unsolicited‘ Rating, bei Ratingobjekten vor allem zwischen dem Emittentenrating und dem Emissionsrating. Neben dem Sovereign Rating, welches in dieser Arbeit nicht betrachtet wird, sind die beiden wichtigsten Ratingarten sicherlich das Corporate Bond-Rating sowie das Rating strukturierter Finanzprodukte.<sup>50</sup>

Beim Solicited Rating – der mit Abstand häufigsten Form des Ratings – wird die Ratingagentur durch den Mandanten beauftragt. Sie führt dann einen standardisierten Beurteilungsprozess durch, der auf den vom Unternehmen zur Verfügung gestellten internen sowie frei verfügbaren Informationen beruht. Auf dieser Grundlage vergibt die Agentur eine Ratingnote, überwiegend dargestellt als Kombination aus Buchstaben, Zahlen und mathematischen Operatoren einer festgelegten Ordinalskala.<sup>51</sup> Neben ihrer Aufgabe, Informationsasymmetrien zu minimieren, reflektiert die Skala durchaus auch so etwas wie den Grad, inwieweit ein Emittent oder eine Emission den Kriterien eines optimalen Investments entspricht.<sup>52</sup> Entsprechend der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit ordnet ein Credit Rating die finanzielle Verpflichtung oder einen Emittenten einer Ratingklasse zu. Eine Ratingeinstufung im sogenannten Investment Grade-Bereich steht für ein verhältnismäßig geringes Risiko, eine Einstufung im Speculative Grade-Bereich für ein eher hohes Ausfallrisiko.<sup>53</sup> Erfolgt die Beurteilung ohne Auftrag und damit auch ohne Bezahlung durch den Kapitalnehmer, spricht man von einem Unsolicited Rating. Unbeauftragte Ratings greifen per definitionem nicht auf interne Unternehmensinformationen zurück, was die Aussagekraft der Beurteilung schmälern, aber dennoch mit steigenden Kapitalkosten für den Emittenten verbunden sein kann.<sup>54</sup> Seit Inkrafttreten der ersten Ratingverordnung im Jahr

---

<sup>50</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008a), Role of Credit Rating Agencies, S. 4.

<sup>51</sup> Vgl. Wieben (2004), S. 6. Für eine genauere Beschreibung der Skala siehe z. B. Rosenbaum (2009), S. 18 oder Chiwitt (2014), S. 393.

<sup>52</sup> Vgl. Lagner/Knyphausen-Aufseß (2012), S. 171.

<sup>53</sup> Vgl. Chiwitt (2014), S. 392.

<sup>54</sup> Vgl. Partnoy (1999), S. 653 u. Rosenbaum (2009), S. 19. Unbeauftragte Ratings wurden in der Vergangenheit von den Agenturen nicht gesondert gekennzeichnet und daher von den Kapitalgebern in gleicher Weise wie beauftragte Ratings bei der Bestimmung der Höhe des geforderten Risikozuschlages für überlassenes Kapital verarbeitet.

2009 müssen unbeauftragte Ratings von den Ratingagenturen gesondert gekennzeichnet werden.<sup>55</sup> Auf die Kritikpunkte und Bedeutung dieser Ratingpraxis wird an späterer Stelle noch ausführlicher eingegangen.

Innerhalb der Ratingobjekte ist zwischen dem Emissionsrating einerseits und dem Emittentenrating andererseits zu unterscheiden. Beim Emissionsrating wird die Zinszahlungs- und Schuldentilgungsfähigkeit während der Laufzeit eines Schuldtitels<sup>56</sup> beurteilt. Hingegen wird beim Emittentenrating die Zinszahlungs- und Schuldentilgungsfähigkeit eines Emittenten in seiner Gesamtheit hinsichtlich seiner erstrangigen Verpflichtungen allgemein oder für Derivatgeschäfte analysiert.<sup>57</sup> Insbesondere durch die Ausweitung der Ratingtätigkeiten auf Produkte von Finanzdienstleistern wie z. B. Versicherungen und Investmentfonds, das Rating von Vorzugsaktien und die Schaffung einer schier endlosen Anzahl neuer, komplexer Finanzinstrumente wächst der Einfluss der Ratingagenturen auf die globalen Finanzmärkte stetig.

International beherrschen drei große, angelsächsisch geprägte Ratingagenturen oligopolistisch den Markt: Fitch, Moody's und Standard & Poor's. Im Geschäftsjahr 2013 erwirtschafteten diese ein weltweites Honorareinkommen in Höhe von rund 5,3 Mrd. Dollar.<sup>58</sup> Zusammen erstellen die ‚Großen Drei‘ rund 95 % aller Ratings (vgl. Tabelle 1), sie raten so bis zu 80 % der weltweiten Kapitalströme.<sup>59</sup> Auch Studien, welche von leicht geringeren Werten ausgehen, charakterisieren sie dennoch unstrittig als Oligopol. Global operieren zwar zwischen 130 bis 150 Ratingagenturen, die wenigsten aber sind registriert und/oder bieten ihre Leistungen weltweit an; viele fokussieren sich zudem auf bestimmte Nischen.<sup>60</sup>

---

<sup>55</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 10 (3).

<sup>56</sup> In der Praxis sind dies vor allem langfristige Anleihen privater und öffentlicher Emittenten wie Unternehmensanleihen, Bankschuldverschreibungen, Kommunalobligationen, kurzfristige Geldmarktpapiere (commercial papers) sowie strukturierte Finanzprodukte, vgl. Richter (2008), S. 50.

<sup>57</sup> Vgl. Everling (1991), S. 29 ff. sowie Wieben (2004), S. 8. Daneben wird aber auch das Länderrating, also die Analyse der Zahlungs- und Schuldentilgungsfähigkeit eines Staates, immer bedeutender und erklärt sicherlich zu großen Teilen die immer stärker werdende politische Brisanz und das Interesse an der Arbeitsweise sowie der Regulierung von Ratingagenturen. Aufgrund der Eigentümlichkeit des Länderratings (Sovereign Rating) wird diese Form der Ratingart in dieser Arbeit nicht näher betrachtet. Zur Vorgehensweise der Ratingagenturen beim Sovereign Rating siehe Rosenbaum (2009), S. 20 ff.

<sup>58</sup> Vgl. ESMA (2015a), Annual report 2015/280, S. 11 f.

<sup>59</sup> Vgl. Becker (2010), S. 942, White (2010), S. 216 sowie Wieben (2004), S. 9.

<sup>60</sup> Vgl. Frost (2007), S. 473 sowie White (2010), S. 216. Für eine Übersicht der angebotenen Ratingarten durch die in der EU registrierten Agenturen siehe ESMA (2015b), Reference document 2015/1879.

**Tabelle 1: Marktanteile der in der EU registrierten Ratingagenturen (gemessen am weltweiten Umsatz aus Raterstellung und Nebendienstleistungen)**

Ratingagentur	Marktanteil [%]
AM Best Europe Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79
ARC Ratings, S.A.	0,02
ASSEKURATA Assekuranz Rating Agentur GmbH	0,21
Axesor S.A.	0,61
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	0,12
CERVED Group S.p.A.	1,20
Creditreform Rating AG	0,50
CRIF S.p.A.	0,33
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	0,02
DBRS Ratings Limited	1,47
Euler Hermes Rating GmbH	0,20
European Rating Agency, a.s.	0,00
EuroRating Sp. Zo.o.	0,00
Feri EuroRating Services AG	0,64
Fitch Group	16,80
GBB Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0,32
ICAP Group SA	0,55
INC Rating SP. Zo.o	0,00
ModeFinance S.A.	0,00
Moody's Group	34,67
Rating-Agentur Expert RA GmbH	0,00
Scope Credit Rating GmbH	0,14
Spread Research SAS	0,11
Standard & Poor's Group	40,42
The Economist Intelligence Unit Ltd	0,87
<b>Total</b>	<b>100,00</b>

Quelle: ESMA (2015b), Reference document 2015/1879, S. 8.

Wie die Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erweitern auch die Ratingagenturen kontinuierlich ihr Leistungsangebot: Neben den klassischen Bonitätsbewertungen bieten die Agenturen unter ihrem Dach auch Beratung sowie diverse andere finanzielle Serviceleistungen an.<sup>61</sup> Verlässliche Daten zur Herkunft der Einkünfte zu bekommen,

<sup>61</sup> Hierbei handelt es sich beispielsweise um Marktprognosen, Einschätzungen der wirtschaftlichen Entwicklung, Preisanalysen und andere Analysen allgemeiner Daten sowie damit zusammenhängende Verteilungsdienste, siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Anhang B, Nr. 4.

gestaltete sich bisher als schwierig, da außer Moody's keine Agentur Geschäftsberichte offenlegen musste. Demnach generierte Moody's im Jahr 2009 69 % seiner Umsätze durch die Raterstellung, den Rest durch andere Dienstleistungen.<sup>62</sup>

## **2.2 Die Nachfrage nach Prüfungsleistungen und Ratingtätigkeiten**

Die Nachfrage nach Wirtschaftsprüfungsleistungen kann zum einen ökonomisch motiviert sein, zum anderen ergibt sie sich aus gesetzlichen Vorschriften und regulatorischen Anforderungen.<sup>63</sup> Gleiches gilt für die Nachfrage nach Ratings. Beide Motive sollen nun im jeweiligen Kontext näher erläutert werden.

### **2.2.1 Ökonomische Begründung der Nachfrage**

Die Prinzipal-Agenten-Theorie als ein Theoriestrang innerhalb der Neuen Institutionenökonomie liefert eine ökonomische Begründung für die Nachfrage sowohl nach Wirtschaftsprüferleistungen als auch nach Ratings. In ihrem Kontext werden Vertragsbeziehungen zwischen einem Auftraggeber (Prinzipal), z. B. Eigen- oder Fremdkapitalgeber, und einem Auftragnehmer (Agent), z. B. Unternehmensleitung oder Kapitalnehmer, untersucht. In einem viel beachteten Aufsatz betrachten Jensen/Meckling (1976) Unternehmen, Organisationen oder auch Märkte als Geflecht von Verträgen (nexus of contract).<sup>64</sup> Darin interagieren verschiedene Akteure, wobei die Umfeldbedingungen durch Informations- und Interessenasymmetrie, divergierende Risikoneigungen und opportunistisches Verhalten charakterisiert sind.<sup>65</sup> Aufgrund unvollständiger Verträge und fehlender Möglichkeiten der Durchsetzung ist es dem in der Regel schlechter informierten Prinzipal nicht möglich, den autonomen Handlungsspielraum des Agenten zu beschränken und ihn anzuhalten, ausschließlich auf eine Maximierung des Erwartungsnutzens des Prinzipals hinzuwirken. In Abhängigkeit des zeitlichen Bezugs ergeben sich aufgrund der asymmetrischen Information verschiedene Vertragsprobleme, die Spremann (1990) wie folgt

---

<sup>62</sup> Vgl. White (2010), S. 216.

<sup>63</sup> Vgl. Watts/Zimmermann (1979), S. 275 ff.

<sup>64</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 310.

<sup>65</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 310 sowie Fama/Jensen (1983), S. 302.

kategorisiert: Hidden Characteristics, Hidden Action und Hidden Intention.<sup>66</sup> Die bekanntesten Konsequenzen aus derartigen Informationsasymmetrien sind Adverse Selektion, Moral Hazard sowie Hold-up.<sup>67</sup> Jensen/Meckling zeigen in ihrer Arbeit, dass der Prinzipal die Abweichung von der First-best-Lösung begrenzen kann, indem er gegenüber dem Agenten optimale Anreize setzt; das können bspw. adäquate, aber kostspielige Monitoring-Anstrengungen oder auch die Implementierung von Bondinginstrumenten sein. Diese teils auf beiden Marktseiten entstehenden Überwachungs- und Informationskosten bilden zusammen mit den Residualkosten – den Kosten aufgrund der Abweichung vom optimalen Zustand aus Sicht des Prinzipals – die sogenannten Agencykosten.<sup>68</sup> Sie sind eine direkte und unvermeidbare Folge aus dem Auseinanderfallen von ‚ownership and control‘, da eine First-best-Lösung nicht erreicht werden kann.<sup>69</sup> Erste Analysen dazu lassen sich bereits 1776 bei Adam Smith und später ausführlich in den Arbeiten von Berle/Means (1932) finden.<sup>70</sup> Sowohl Wirtschaftsprüferleistungen als auch Ratings stellen derartige Monitoring- und Bondinginstrumente dar und eignen sich dazu, Agencykosten zu minimieren.

### Wirtschaftsprüfung

Fallen Eigentum und Leitung, bspw. eines Unternehmens, auseinander, ist eine effiziente Vertragsgestaltung zwischen den Parteien von entscheidender Bedeutung, um eine Interessensharmonisierung zu erreichen und das Problem des Moral Hazard zu vermeiden. Das könnte etwa durch die Implementierung einer erfolgsabhängigen Entlohnung erfolgen. Erschwert wird die Harmonisierung durch die in der Agencytheorie getroffenen Annahmen: Den Akteuren werden eigennütziges, opportunistisches Verhalten sowie Interessendivergenzen unterstellt, zudem liegt annahm gemäß asymmetrische Information vor.<sup>71</sup> Um effiziente Anreizsysteme schaffen zu können, werden meist die Rechnungslegungsinformationen herangezogen, welche allerdings vom Management selbst generiert werden. Für eine optimale Vertrags-

---

<sup>66</sup> Vgl. Spremann (1990), S. 566 u. 572.

<sup>67</sup> Für eine grundlegende Auseinandersetzung mit dem Thema asymmetrischer Information auf Finanzmärkten siehe u.a. Bebczuk (2003).

<sup>68</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308.

<sup>69</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 328.

<sup>70</sup> Vgl. Smith (1776), Book V Chapter I Part III Article I, S. 229 sowie Berle/Means (1932), S. 78 ff u. 112 ff.

<sup>71</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 48 f.

ausgestaltung müssen die Informationen einen hohen Wahrheitsgehalt besitzen. Diesen Wahrheitsgehalt kann ein Wirtschaftsprüfer sicherstellen, indem er die Rechnungslegungsinformationen der vergangenen Periode auf ihre Richtigkeit hin überprüft und diese dann für effiziente Kontraktgestaltungen zur Verfügung stehen.<sup>72</sup>

Derartige Prüfungsleistungen werden als Monitoring bezeichnet.

Unter den Begriff Bonding fallen mehrere denkbare Konstellationen. Nach Jensen/Meckling ergibt sich die Notwendigkeit von Wirtschaftsprüfung auch in Unternehmen, die sich anfangs nicht durch ein Auseinanderfallen von Leitung und Kontrolle auszeichnen. Möchte ein Eigentümer z. B. sein Unternehmen oder Teile davon veräußern, kann er dem Kapitalmarkt die Richtigkeit seiner Angaben aufzeigen, indem er die Finanzberichterstattung freiwillig durch einen neutralen Wirtschaftsprüfer untersuchen lässt (Signalling); der Eigentümer signalisiert damit glaubhaft und objektiv den Wert seiner handelbaren Equity-Titel.<sup>73</sup> Die Prüfung kann so ein eventuelles Marktversagen aufgrund adverser Selektion verhindern.

Für die vorliegende Arbeit von besonderem Interesse ist die externe Rechnungslegung in ihrer Funktion als Informationssystem für Kapitalgeber. Eine Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Fremdkapitalgebern (Prinzipalen) und Unternehmen (Agenten) ergibt sich, weil Unternehmen häufig externes Kapital benötigen, um Investitionsprojekte durchführen zu können. Kapitalgeber fordern – neben der Rückzahlung des geliehenen Geldes – Zinsen für die Überlassung des Kapitals. Die Höhe der Zinsen wiederum hängt von dem mit der Investition verbundenen Risiko ab.<sup>74</sup> Signalling (Bonding) spielt auch eine Rolle in der Fremdkapitalaufnahme. Rechnungslegung, insbesondere nach internationalen Standards, ist zusehends kapitalmarktorientiert und dient einer Reihe unternehmensexterner Adressaten als Informationsmedium, um ein mögliches finanzielles Engagement zu bewerten. Neben der Verwendung von Rechnungslegungsinformationen für Zwecke der Anspruchsbemessung sowie für Vertragsgestaltungen gibt es zunehmend die Anforderung der Entscheidungsnützlichkeit in dem Sinne, dass ein Jahresabschluss vermehrt Informationen über die zukünftige wirtschaftliche Lage des Unternehmens bereitstellen soll (Lagebericht nach § 289 Abs. 1 HGB).<sup>75</sup> Ein Management, welches am Kapitalmarkt

---

<sup>72</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 85 ff.

<sup>73</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 312 ff.

<sup>74</sup> Vgl. Wiemann (2011), S. 16.

<sup>75</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 5 f. sowie § 289 Abs. 1 HGB.

günstige Finanzierungsbedingungen erhalten möchte und im Allgemeinen über die wirtschaftlichen Aussichten des Unternehmens besser als Externe informiert ist, sieht sich mit Anreizen konfrontiert, seine finanzielle Außendarstellung so positiv wie möglich zu gestalten. Dem Wirtschaftsprüfer kommt deshalb die Aufgabe zu, die Glaubwürdigkeit und somit den Wert der publizierten entscheidungsrelevanten Informationen zu erhöhen.<sup>76</sup> Damit nimmt der Wirtschaftsprüfer eine relevante Rolle bei der effizienten Allokation von Ressourcen auf den Kapitalmärkten ein.<sup>77</sup>

Wirtschaftsprüferleistungen können aber auch dem Agenten Nutzen stiften und Signalwirkungen unterstreichen: Verfügt ein Agent über unbeobachtbare, aber für den Eigentümer vorteilbringende Eigenschaften, kann er seine Eignung/Qualifikation glaubhaft signalisieren und den Vertrag zu seinen Gunsten beeinflussen. Dies ist nur möglich, wenn das Signalling Kosten für den Agenten verursacht, welche er im Falle von beabsichtigtem Moral Hazard nicht zu tragen bereit wäre. So kann der Agent z. B. anbieten, den Jahresabschluss freiwillig prüfen zu lassen (Bonding).<sup>78</sup>

### Rating

Den Beurteilungen, die durch Ratingagenturen vorgenommen werden, kommt eine fundamentale Rolle in der Unternehmensfinanzierung zu. In der Fremdfinanzierungssituation herrscht vor wie auch nach Vertragsabschluss eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer. Bei den meisten Finanzierungsentscheidungen kommt es zu zwei typischen Problemen: Diese bestehen zum einen in der Qualitätsunsicherheit vor dem Kauf eines Finanztitels, da dem Investor nicht alle zur Beurteilung notwendigen Informationen zur Verfügung stehen. Zum anderen ergibt sich die Frage, wie Gläubiger sich der Zuverlässigkeit eines Schuldners versichern können, nachdem das Kapital zur Verfügung gestellt wurde.<sup>79</sup>

Die asymmetrische Informationsverteilung betrifft eben auch das Bonitätsrisiko, ein wesentlicher Bestandteil von Finanzierungsentscheidungen.<sup>80</sup>

Der Fremdkapitalnehmer (Agent) kann dieses Bonitätsrisiko vor Vertragsabschluss besser beurteilen als der Fremdkapitalgeber (Prinzipal). So verfügt der Agent über

---

<sup>76</sup> Vgl. Hachmeister (2001), S. 18 ff. sowie Wagenhofer/Ewert (2015), S. 5 f.

<sup>77</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 144 sowie Marten et al. (2015), S. 48 ff.

<sup>78</sup> Vgl. Winkler (2006), S. 21.

<sup>79</sup> Vgl. White (2001), S. 4.

<sup>80</sup> Vgl. Gischer et al. (2012), S. 138 sowie Wieben (2004), S. 21.

weitreichende interne Informationen, die dem Kapitalgeber nicht zur Verfügung stehen (Hidden Information), etwa über die zu erwartende zukünftige Ertragslage des Unternehmens oder die Risikoeinstufung eines geplanten Investments.<sup>81</sup> Zudem ist der Kapitalgeber mit Hidden Characteristics konfrontiert, denn die Eigenschaften und Fähigkeiten des Agenten, z. B. seine Risikoneigung, sind für den Kapitalgeber nicht ohne weiteres erkennbar. Darüber hinaus kommt es auch zu Problemen in der Leistungsbeurteilung, da die Handlungen des Agenten – wie in der Agencytheorie angenommen – unbeobachtbar sind (Hidden Action) und der Erfolg überdies von nicht beeinflussbaren Störgrößen abhängt.<sup>82</sup> Diese drei Probleme gelten als „technologische und informatorische Komponenten des Bonitätsrisikos“<sup>83</sup>.

Ein weiterer Aspekt in der Beziehung zwischen Fremdkapitalgeber- und -nehmer ist das Problem des Moral Hazard. Bei laufender Vertragsbeziehung und unbeobachtbarem Verhalten des Agenten hat letzterer Freiräume, eigennützige Entscheidungen gegen die Interessen des Prinzipals zu treffen. So kann ein Kapitalnehmer Investitionen tätigen, welche den Wert des Eigenkapitals positiv beeinflussen, aus Sicht des Fremdkapitalgebers aber schädlich sind.<sup>84</sup> Auch durch eine gezielt verzögerte Informationspolitik können Investitionsentscheidungen von Anlegern manipuliert werden.<sup>85</sup>

Typischerweise finanziert ein Kapitalnehmer mit dem vom Kapitalgeber überlassenen Geld Investitionsprojekte, deren Ausgang unsicher ist. Nicht nur externe Marktgegebenheiten, sondern gerade auch strategische und operative Entscheidungen der Unternehmensführung bestimmen über den Erfolg oder Misserfolg der Investitionsprojekte und so indirekt über die vereinbarten Zahlungen an den Kapitalgeber. Doch über die Erfolgsaussichten eines Projektes als Summe all dieser Faktoren sind Fremdkapitalgeber in der Regel schlechter informiert als der Fremdkapitalnehmer.<sup>86</sup> Selbst große institutionelle Investoren haben beschränkte Möglichkeiten, an die entscheidungsrelevanten Daten zu gelangen und entsprechend auszuwerten. In jedem

---

<sup>81</sup> Vgl. Bebczuk (2003), S. 3 ff.

<sup>82</sup> Vgl. Gischer et al. (2012), S. 138.

<sup>83</sup> Wieben (2004), S. 21.

<sup>84</sup> Vgl. Chiwitt (2014), S. 397, Jensen/Meckling (1976), S. 323 f. sowie Gischer et al. (2012), S. 138.

<sup>85</sup> Vgl. Steiner/Heinke (1996), S. 607 ff. sowie Richter (2008), S. 65 f.

<sup>86</sup> Vgl. Wieben (2004), S. 21 f.

Fall aber ist es für die unzähligen Kleininvestoren meist zu aufwendig und teuer, sich die notwendigen Informationen zu beschaffen.<sup>87</sup>

Diese dem Prinzipal-Agenten-Verhältnis immanenten Ungleichgewichte und das dadurch entstehende Misstrauen schlagen sich typischerweise in Zuschlägen bei den Renditeforderungen der Anleger nieder. Die Fremdfinanzierung wird dadurch teurer oder kommt im Extremfall des Marktversagens gar nicht erst zustande.<sup>88</sup> Auch dem Prinzipal entstehen finanzielle Nachteile, etwa durch kostspielige, eigene Überwachungsanstrengungen, das Vereinbaren von Kreditsicherheiten oder die Begrenzung seiner Investitionsmöglichkeiten.<sup>89</sup> Das Problem asymmetrischer Information führt letztlich dazu, dass das Kapital nicht seiner bestmöglichen Verwendung zugeführt wird und die ineffiziente Allokation in gesamtgesellschaftliche Wohlstandseinbußen mündet.

Das Instrument Rating kann im Falle der Fremdkapitalfinanzierung das Abweichen von der First-best-Lösung begrenzen, verursacht aber seinerseits auf beiden Marktseiten Überwachungs- und Informationskosten (Agencykosten). Bonding Costs, also die Kosten für Kontrolle und Selbstbindung, könnten im konkreten Anwendungsbeispiel entstehen, wenn der Agent bonitätsrelevante Informationen im Rahmen einer aktiven Informationspolitik bereitstellt, um so den Prinzipal von der Qualität seiner Aktivitäten zu überzeugen. Die aufgrund dieser Zertifizierungs- und Signalfunktion anfallenden Kosten stellen die Gebühren für ein Rating dar. Durch das (freiwillige) Rating des Emittenten verbessert sich der Informationsstand des Kapitalgebers.<sup>90</sup> Indem der Kapitalnehmer seine Bonität zertifizieren lässt, signalisiert er sein Bemühen um Transparenz.<sup>91</sup> Zudem werden vor allem Unternehmen hoher Bonität Ratings trotz der teils beträchtlichen Kosten beantragen, um ihre Finanzierungskosten zu senken. Unternehmen mit geringer Bonität verzichten dagegen meist auf Ratings.<sup>92</sup> Des Weiteren geht von Ratings eine disziplinierende Wirkung aus, da der Agent durch ein Rating seine Handlungsspielräume einschränkt und nicht mehr unbeobachtet z. B. jene Investitionen verfolgt, welche aus Sicht des Kapitalgebers unvorteilhaft

---

<sup>87</sup> Vgl. White (2001), S. 4 f.

<sup>88</sup> Vgl. Chiwitt (2014), S. 397 sowie Steiner/Heinke (1996), S. 609.

<sup>89</sup> Vgl. Gischer et al. (2012), S. 146 sowie Wieben (2004), S. 22.

<sup>90</sup> Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit ist die Beobachtbarkeit am Kapitalmarkt, also die Veröffentlichung.

<sup>91</sup> Vgl. Gischer et al. (2012), S. 146.

<sup>92</sup> Vgl. Richter (2008), S. 67 f. sowie Steiner/Heinke (1996), S. 610 ff.

wären. Denn um ein dauerhaft gutes Rating und günstige Fremdfinanzierungsbedingungen zu erhalten, muss der Agent seine Handlungen langfristig an den restriktiven Vorgaben der Agenturen orientieren und kann etwaige Risiken im Geschäftsverlauf nicht eingehen.<sup>93</sup>

Weitere Kosten stellen die sogenannten Monitoring Costs dar. Diese entstehen, wenn der Prinzipal Überwachungsanstrengungen unternimmt, um relevante Informationen zu erhalten oder die Handlungen des Agenten zu kontrollieren. Ein solches ‚Screening‘ kann auch durch Ratings erfolgen: So war es bis in die 1970er Jahre üblich, dass ein Rating aufgrund von Abonnements- und Subskriptionsgebühren durch den Prinzipal bezahlt wurde. Heutzutage bezahlt i.d.R. der Kapitalnehmer für ein Rating.<sup>94</sup> Aber auch nach dieser weitgehenden Umstellung der Bezahlmodalitäten gewährleistet ein Rating eine längerfristige Überwachungsfunktion, da der Kapitalnehmer unter regelmäßiger Beobachtung der Ratingagentur steht (credit watch).<sup>95</sup>

Der verbleibende Residual Loss stellt definitionsgemäß den Wohlfahrtsverlust gegenüber der Idealkooperation beider Vertragspartner dar. Er ergibt sich aus der Abweichung des tatsächlichen Verhaltens des Agenten von dem für den Kapitalgeber optimalen Verhalten.<sup>96</sup>

Unter der realitätsnahen Prämisse der Neuen Institutionenökonomik, dass keine Informationseffizienz auf den Märkten besteht, sollen Ratingagenturen helfen, die Informationsungleichheiten unter den Marktteilnehmern zu verringern, und dazu beitragen, Agencykosten zu minimieren. Im Gegensatz zum Kapitalgeber greifen Ratingagenturen bei einem beauftragten Rating auch auf schuldnerinterne Informationen zurück. In ihr Urteil über das Ausfallrisiko fließen somit wertvolle Insiderinformationen mit ein, die so für die Anlegerentscheidungen nutzbar werden, ohne dass das jeweilige Unternehmen jedoch Gefahr läuft, sensible Informationen gegenüber Wettbewerbern preiszugeben. Aber auch am Kapitalmarkt frei zugängliche Informationen wie Geschäftsberichte und Jahresabschlüsse werden in Ratings berück-

---

<sup>93</sup> Vgl. Richter (2008), S. 68.

<sup>94</sup> Seit den 1970er-Jahren zahlen die Emittenten für ein Rating, es handelt sich um das sogenannte ‚Issuer-pays-Modell‘. Das Ratingurteil wird in aller Regel am Kapitalmarkt veröffentlicht. Bei dem ‚Subscriber-pay model‘ wird das Ratingurteil dagegen nicht zwingend öffentlich bekannt gegeben, sondern die Kapitalgeber kaufen die Informationen von der Ratingagentur, der Emittent vergibt in diesem Fall keinen Auftrag an die Agentur. Für eine ausführliche Besprechung der Gründe siehe bspw. White (2010), S. 214 f. oder Rosenbaum (2009), S. 18. Für Gefahren, die sich aus dem Investor-pays-System ergeben können, siehe Staikouras (2012), S. 97 f. m.w.N.

<sup>95</sup> Vgl. Meyer-Parpart (1996), S. 118 f.

<sup>96</sup> Vgl. Steiner/Heinke (1996), S. 610 sowie Wieben (2004), S. 23.

sichtigt, eine kostenintensive Verarbeitung der Informationen durch den einzelnen Anleger kann daher entfallen.<sup>97</sup>

Die Verpflichtung, bonitätsrelevante Informationen an die Ratingagentur weiterzuleiten, stellt für den Agenten (Fremdkapitalnehmer) einen Anreiz dar, den Nutzen des Prinzipals durch die Maximierung seines eigenen Nutzen zu erhöhen (Reduzierung der Moral-Hazard-Gefahr). Umgekehrt sendet eine unzureichende Informationsübermittlung ein negatives Signal an den Kapitalmarkt. Darüber hinaus kann auch ohne die Mithilfe des Unternehmens ein Rating erstellt werden, welches dann nur auf öffentlich zugänglichen Informationen basiert und unter Umständen schlechter ausfällt als bei einer Kooperation. Beides wird von den Anlegern auf dem Kapitalmarkt unter Umständen mit höheren Risikoaufschlägen geahndet.<sup>98</sup> Aus diesem Zusammenhang zwischen den Finanzierungskosten und der Bereitschaft, durch ein Rating kapitalmarktrelevante Auskünfte zur Verfügung zu stellen, ergibt sich der Anreiz, Informationen vollständig und richtig zu übermitteln.<sup>99</sup>

Ratingagenturen können diese Funktionen aufgrund ihrer Spezialisierung zudem günstiger erbringen als ein einzelner Kapitalnehmer. Neben den Vorteilen des Signalling können Anleger durch Ratings verschiedenste Investitionsmöglichkeiten sowie deren Bonität einfach und günstig klassifizieren und damit ihre Entscheidungsgrundlage verbessern.<sup>100</sup> Ratings werden daher auf freiwilliger Basis auch sehr häufig in privatrechtlichen Verträgen genutzt.<sup>101</sup>

## 2.2.2 Aufsichtsrechtliche Verwendung

Neben ökonomischen Motiven ist die Nachfrage nach Wirtschaftsprüferleistungen sowie nach Ratings seit etlichen Jahrzehnten auch stark durch eine staatliche Steuerung charakterisiert.

---

<sup>97</sup> Vgl. Richter (2008), S. 66 ff. sowie Meyer-Parpart (1996), S. 117 f.

<sup>98</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 71 f.

<sup>99</sup> Vgl. Richter (2008), S. 68.

<sup>100</sup> Vgl. Chiwitt (2014), S. 397 f.

<sup>101</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 4 sowie Darbellay/Partnoy (2012), S. 1.

### Wirtschaftsprüfung

Gesetzlich vorgeschriebene Prüfungen werden vor allem mit ihrem ökonomischen Wert gerechtfertigt: Prüfungen helfen demnach als ‚vertrauensschaffende Institution‘, eine ineffiziente Ressourcenallokation auf den Kapitalmärkten zu begrenzen.<sup>102</sup> Verpflichtende Jahresabschlussprüfungen stellen dabei eine Vorbehaltsaufgabe dar, dürfen also nur von Wirtschaftsprüfern durchgeführt werden.<sup>103</sup> Das Bundesverfassungsgericht räumt Wirtschaftsprüfern daher sogar eine unabhängige Organstellung in der Rechtspflege ein.<sup>104</sup> Dass trotz der diversen ökonomischen Motive, eine Prüfung nachzufragen, gesetzliche Regelungen bestehen, liegt u.a. darin begründet, dass an geprüften Jahresabschlüssen ein öffentliches Interesse besteht.<sup>105</sup> Die erhöhte Glaubwürdigkeit eines geprüften Abschlusses bzw. der Nutzen aus einem Testat weist zudem Merkmale eines öffentlichen Gutes auf, was eine gesetzliche Verpflichtung notwendig werden lässt.<sup>106</sup> Weitere Gründe sind ein größeres Vertrauen in gesetzliche Normen gegenüber privatrechtlichen Vereinbarungen sowie insbesondere Kosteneinsparungen und Vorteile infolge einer Standardisierung.<sup>107</sup> Grundlage der verpflichtenden Abschlussprüfung ist die im Jahr 1984 verabschiedete 8. EG-Richtlinie, welche wiederum durch das Bilanzrichtliniengesetz aus dem Jahr 1985 in nationales Recht überführt wurde.<sup>108</sup> Abschluss und Lagebericht aller Kapitalgesellschaften (mit Ausnahme kleiner Kapitalgesellschaften i.S.v. § 267 Abs. 1 HGB) sind gemäß § 316 Abs. 1 S. 1 HGB von einem Abschlussprüfer zu prüfen.<sup>109</sup> Ebenfalls einer Prüfungspflicht unterliegt der Konzernabschluss gemäß § 316 Abs. 2 HGB.<sup>110</sup> Das Ergebnis der Abschlussprüfung sind ein Prüfungsbericht und ein Bestätigungsvermerk. Nur letzterer geht den externen Adressaten im Rahmen der Informationsfunktion der Abschlussprüfung zu. Indem testiert wird, dass der Jahresabschluss

---

<sup>102</sup> Vgl. Hachmeister (2001), S. 18.

<sup>103</sup> In einem begrenzten Rahmen dürfen diese Aufgabe auch vereidigte Buchprüfer durchführen, siehe zur Definition des Berufsstandes des Wirtschaftsprüfers Naumann (2006), S. 15 ff.

<sup>104</sup> Siehe Bundesverfassungsgericht (BVerfG), Sozietätsverbot zwischen Anwaltsnotaren und Wirtschaftsprüfern, Beschluss des Ersten Senats vom 08. April 1998, Aktenzeichen 1 BvR 1773/96 - Rn. (1-74), in: Betriebs-Berater (1998), Jg. 53, H. 27, S. 1379-1383, Zitat auf S. 1380.

<sup>105</sup> Vgl. Hachmeister (2001), S. 18.

<sup>106</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 34 f. u. 58.

<sup>107</sup> Vgl. Hachmeister (2001), S. 18 ff.

<sup>108</sup> Siehe EG-Richtlinie (1984) sowie Bilanzrichtliniengesetz (1985).

<sup>109</sup> Siehe § 316 Abs. 1 S. 1 HGB i.V.m § 267 Abs. 1 HGB.

<sup>110</sup> Siehe § 316 Abs. 2 HGB. Ähnliche Rechtsvorschriften finden sich in fast allen Industrienationen weltweit.

den gesetzlichen Anforderungen entspricht, kommt der Abschlussprüfung eine wichtige Kontroll- und Beglaubigungsaufgabe zu.<sup>111,112</sup>

### Rating

Auch im Falle von Ratingagenturen sind es bei Weitem nicht nur die oben dargestellten ökonomischen Gründe, welche die Nachfrage nach Ratings determinieren. Im Zuge einer in den USA schon lange verfolgten sogenannten ‚safety-and-soundness regulation‘ kam es schon früh zu einer kapitalmarktrechtlichen Verwendung von Ratings und in engem Zusammenhang damit zur Schaffung des NRSRO-Status (Nationally Recognized Statistical Rating Organization).<sup>113</sup> Beide Punkte sind neben Gründen wie Skaleneffekte, Reputationsmechanismen, die Bedeutung von Standardisierung sowie Expertise und Erfahrung entscheidende Ursachen dafür, dass sich letztlich die oligopolistischen Strukturen auf dem Ratingmarkt derart massiv herausgebildet und manifestiert haben.<sup>114</sup>

In den ersten Jahren ihres Bestehens stellten Ratingagenturen ihre Einschätzungen über die Bonität von Schuldverschreibungen und deren Emittenten den dafür zahlenden Investoren zur Verfügung.<sup>115</sup> Ganz im Einklang mit der Prinzipal-Agententheorie kauften Kapitalgeber die sogenannten ‚manuals‘, wann immer sie sich davon einen Informationsgewinn erhofften. Ein erster Wandel trat in den Jahren 1930 und 1936 ein, als Regulierungsbehörden in den USA zuerst Banken verpflichteten, nur noch in Schuldverschreibungen zu investieren, welche mindestens eine Ratingnote im Bereich Investment Grade vorzuweisen hatten; zudem musste das Rating von einer Agentur stammen, welche sogenannte ‚recognized rating manuals‘ veröffentlichte, namentlich Moody’s, Standard & Poor’s sowie Fitch.<sup>116</sup> Dies war der Beginn einer Praxis, Ratings einiger weniger Agenturen für aufsichtsrechtliche Zwecke zu nutzen. Nach den Banken mussten als Nächstes Versicherungen ihre Eigenkapitalanforderungen anhand der Ratingnote ihrer Investitionen festlegen. Ziel war es, Eigen-

---

<sup>111</sup> Siehe § 317 Abs. 1 S. 2 HGB.

<sup>112</sup> Vgl. Zimmermann (2008), S. 10.

<sup>113</sup> Vgl. White (2001), S. 23. Siehe dazu auch ausführlich Jeon/Lovo (2013) sowie White (2010).

<sup>114</sup> Vgl. White (2001), S. 11 sowie White (2010), S. 217.

<sup>115</sup> Im Jahr 1909 gründete John Moody in den USA die weltweit erste Ratingagentur, vgl. Rosenbaum (2009), S. 18.

<sup>116</sup> Vgl. White (2010), S. 213, sehr ausführlich bei Partnoy (1999), S. 686 ff.

kapitalbestimmungen auf die Risikostruktur des jeweiligen Portfolios abzustimmen. Auch hier durfte das Rating nur von derselben kleinen Gruppe von Agenturen stammen. Banken, Versicherungen und zusehends weitere Finanzakteure waren nicht länger frei, Informationen von einer ihnen vertrauenswürdig erscheinenden Quelle zu beziehen oder ihr Portfolio gänzlich nach ihren Präferenzen zu gestalten.

Kontinuierlich erließen Regulierungsbehörden in den USA und weiteren Ländern für immer mehr Akteure wie Pensionsfonds, Investmentbanken und andere Wertpapierunternehmen ähnliche Eigenkapitalregeln sowie weitere gesetzliche Bestimmungen, welche den Ratings sowie deren Erstellern eine zentrale Bedeutung auf den Märkten für Obligationen jeglicher Art einräumten.<sup>117</sup> So sind z. B. institutionelle Investoren (Versicherungen, Banken, Pensionsfonds etc.) in den meisten Fällen darauf angewiesen, dass ihr finanzielles Engagement ein gewisses Mindestrating – meist im Investment Grade-Bereich – aufweist.<sup>118</sup> Die Verwendung von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarktes wird landläufig als ‚rating-based regulation‘ bezeichnet. Ein jüngeres, auch über die Fachkreise hinaus bekannt gewordenes Regulierungswerk ist bspw. ‚Basel II‘.<sup>119</sup>

Über viele Jahre war ein genereller Trend bei Regulierungsbehörden zu erkennen, aufsichtsrechtliche Pflichten vermeintlich kostengünstig an einige wenige Ratingagenturen zu delegieren.<sup>120</sup> Allerdings warf die immer intensivere Verwendung von Ratings zur Regulierung von weiten Teilen des Kapitalmarktes letztlich die Frage auf, warum nur die Ratings der drei großen etablierten Agenturen für solche aufsichtsrechtlichen Belange verwendet werden durften, also nur deren Urteile offenbar als ausreichend vertrauenswürdig galten – ohne dass dies jemals anhand objektivierbarer Kriterien begründet wurde. Auf diese Problematik reagierte die Securities Exchange Commission (SEC) in den USA im Jahr 1975 schließlich mit der Schaffung eines eigenen Zulassungsverfahrens zu einer sogenannten NRSRO.<sup>121</sup> Dieser Status setzte sich schnell bei fast allen Regulierungsbehörden durch und ersetzte den bis dahin geltenden Rückgriff auf den erheblich unbestimmten Ausdruck ‚recognized

---

<sup>117</sup> Vgl. Darbellay/Partnoy (2012), S. 3 sowie White (2010), S. 213 f.

<sup>118</sup> Siehe hierzu auch Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 4.

<sup>119</sup> Vgl. Becker (2010), S. 941 sowie Darbellay/Partnoy (2012), S. 1 f. Unter dem Begriff ‚Basel II‘ werden die gesamten Eigenkapitalvorschriften, die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagen wurden, zusammengefasst.

<sup>120</sup> Vgl. Berblinger (1996), S. 50.

<sup>121</sup> Vgl. White (2001), S. 11.

rating manuals‘. Den noch heute existierenden drei großen Ratingagenturen wurde dieser Status umgehend verliehen.

Faktisch schufen Finanzregulierer durch den aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings zum einen eine künstliche Nachfrage, zum anderen waren die zu erfüllenden Vorgaben, um den Status als NRSRO zu erhalten, derart vage, dass letztlich eine schier unüberwindbare Markteintrittsbarriere für kleinere Agenturen geschaffen wurde. Die Folge war eine künstliche Verknappung der Angebotsseite. So war die Gründung einer Agentur zwar möglich, doch das Ratingurteil einer Agentur ohne NRSRO-Status stiftete für einen großen Teil der Kapitalmarktteilnehmer keinen Nutzen, da ihr Rating innerhalb der aufsichtsrechtlichen Nutzung nicht anerkannt wurde.<sup>122</sup> Partnoy (2006) konstatiert daher, dass sich Ratingagenturen weg von ‚gatekeepern‘ hin zu ‚gateopenern‘ entwickelt haben.<sup>123</sup> Er begründet diese Veränderung mit einem Wandel der seiner Meinung nach nützlichsten Funktion der Ratingagenturen für Investoren: Demnach waren Ratingagenturen anfangs Informationsintermediäre, die Investoren dabei halfen, die Produktqualität zu bewerten. Mit der zunehmenden aufsichtsrechtlichen Verwendung sei diese Aufgabe jedoch mehr und mehr in den Hintergrund gerückt, wichtiger wurden Ratings für die Investoren und Emittenten in ihrer Funktion als sogenannte ‚regulatory licenses, keys that unlock the financial markets.‘<sup>124,125</sup>

Durch Akquisitionen der wenigen kleineren Agenturen, die trotz der restriktiven Anerkennung den Status als NRSRO erhielten, blieb es – mit kurzzeitigen Ausnahmen – praktisch durchgängig bis zum Jahr 2003 bei den bekannten großen drei Agenturen.<sup>126</sup> Politischer Druck führte jedoch dazu, dass bis zum Jahr 2015 in den USA nun 10 Ratingagenturen als NRSRO akkreditiert wurden. Sichtbare Effekte auf das System der ‚Big Three‘ hatte dies allerdings nicht.<sup>127</sup> So stammen auch nach neueren

---

<sup>122</sup> Vgl. Partnoy (1999), S. 682 sowie Darbellay/Partnoy (2012), S. 3 f.

<sup>123</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 60.

<sup>124</sup> Darbellay/Partnoy (2012), S. 3.

<sup>125</sup> Ausführlich wird die sogenannte ‚regulatory license view‘ bei Partnoy (1999) entwickelt. Der Wert von Ratings für Investoren liege darin, dass durch Ratings die Kosten, welche sich aus der Regulierung ergeben, reduziert werden können. Dabei handle es sich beispielsweise um Kosten aufgrund der limitierten Investitionsmöglichkeiten eines Investors, wenn dieser wegen der kapitalmarktrechtlichen Vorgaben in seinen Handlungen Beschränkungen unterliegt. Wieder andere theoretische und empirische Arbeiten deuten jedoch darauf hin, dass die von Partnoy und Kollegen vertretene Ansicht zwar nicht falsch, aber zumindest doch recht zugespitzt ist, vgl. hierzu Staikouras (2012), S. 112 ff. m.w.N.

<sup>126</sup> Vgl. White (2001), S. 11 u. 24 sowie White (2010), S. 213 ff.

<sup>127</sup> Vgl. SEC (2015), Office of Credit Ratings sowie Europäische Kommission (2016b), S. 9 ff.

Schätzungen der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) im Jahr 2011 weiterhin bis zu 98 % aller NRSRO-Ratings von den großen Drei.<sup>128</sup>

### 2.3 Regulierungshistorie, derzeitige und geplante Regulierung

#### Wirtschaftsprüfung

Wohl kaum ein anderer Berufsstand ist seit Langem intensiver gesetzlich reglementiert als der des Wirtschaftsprüfers. Sehr anschaulich beschreibt dies folgendes Zitat: „Wie von einer apokalyptischen Vision getrieben hat sich die Geschwindigkeit des gesetzgeberischen Handelns in dem letzten Dezennium so erhöht, dass der durchschnittlich Informierte eine gewisse Zufriedenheit bereits erkennen lässt, wenn er die Gesetze [...] zumindest dem Namen und der jeweiligen – meist attraktiven – Abkürzung nach kennt, nicht aber deren Inhalte.“<sup>129</sup>

So wird nicht nur die Pflicht zur Durchführung einer Prüfung geregelt, sondern in zahlreichen weiteren Gesetzen und Normen auch das ‚Wie‘ (Prüfungsansatz und -anforderungen sowie allgemeine Anforderungen an Wirtschaftsprüfer) und das ‚Was‘ (Prüfungsumfang). Gesetzliche Bestimmungen finden sich bspw. auf nationaler Ebene im Handelsgesetzbuch, dem GmbH- und Aktiengesetz oder auch der Wirtschaftsprüferordnung. Auf Ebene der EU sowie international erlangten z. B. die 8. EG-Richtlinie<sup>130</sup> sowie in den USA der Sarbanes-Oxley Act<sup>131</sup> Bedeutung. Ein weiteres Charakteristikum der Wirtschaftsprüferbranche ist ein traditionell sehr starker Berufsstand mit ebenso weitreichenden berufsständischen Normen. Neben der Berufssatzung, den Verlautbarungen der Wirtschaftsprüferkammer sowie des Instituts der Wirtschaftsprüfer finden sich auch international anerkannte Grundsätze der Wirtschaftsprüfung, allem voran die International Standards on Auditing (ISA) der International Federation of Accountants (IFAC).

Die Regulierungsgebiete, welche nahezu deckungsgleich auch die Kritikfelder an der Wirtschaftsprüfung sind, können grob in vier Teile untergliedert werden: Der bedeu-

---

<sup>128</sup> Vgl. IOSCO (2013), Reference 2013/GM/GS/G20/72. Zu ähnlichen Werten siehe auch z. B. Darbellay/Partnoy (2012), S. 2.

<sup>129</sup> Theisen (2005), zitiert nach Plendl (2009), S. 11.

<sup>130</sup> Siehe EG-Richtlinie (1984).

<sup>131</sup> Siehe Sarbanes-Oxley Act (2002).

tendste und populärste Bereich betrifft Probleme der Wahrung der Unabhängigkeit sowie der Vermeidung von Interessenskonflikten. Hierzu gehören u.a. Fragestellungen und Normen bezüglich der gleichzeitigen Prüfung und Beratung, der Umsatzabhängigkeit oder auch der Prüferrotation. Ein zweiter Themenkomplex behandelt Fragen nach optimalen Anreizstrukturen. Neben externer Qualitätskontrolle und Peer Review bieten sich hier als Instrumente eine intensive Berufsaufsicht mit Möglichkeiten zur Sanktionierung sowie insbesondere Haftung an. Der dritte Regulierungsbereich gilt den Aspekten Diligence und Competence, also der internen und externen Qualitätssicherung. Viertens stehen Fragen der Transparenz und der Disclosure-Praxis im Fokus der Kritik; beidem wurde bereits mit zahlreichen Regulierungen begegnet.

Die wichtigsten neuen Veränderungen stehen in Zusammenhang mit dem durch die EU-Kommission am 13.10.2010 veröffentlichten ‚Grünbuch‘ als Reaktion auf die Finanzkrise ab 2007.<sup>132</sup> Dieses Papier thematisiert insbesondere Fragen der Marktstruktur und damit Instrumente wie verpflichtende Joint Audits oder eine noch strengere Trennung von Prüfung und Beratung. Aus dem Grünbuch gingen inzwischen die geänderte Richtlinie und die neue Verordnung über Abschlussprüfungen hervor.<sup>133</sup> Die Beschlüsse wurden am 27. Mai 2014 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. Darin findet sich neben einer weiteren Beschränkung von Nichtprüfungsleistungen bei Abschlussprüfungen (mit der Einführung eines Kataloges von unzulässigen Nichtprüfungsleistungen) auch erstmalig die verpflichtende externe Rotation nach in der Regel 10 Jahren. Die neuen Regelungen gelten allerdings nicht generell, sondern betreffen ausschließlich Abschlussprüfungen bei Unternehmen von öffentlichem Interesse, sogenannten Public Interest Entities (PIE).<sup>134</sup>

### Rating

Ganz im Gegensatz zur Wirtschaftsprüfung, wo nahezu jeder Bereich reglementiert ist, sah sich die Branche der Ratingagenturen lange Zeit keiner intensiven Regulierung ausgesetzt – obwohl an ihrer Arbeitsweise ähnlich gewichtige Kritik geübt wird

---

<sup>132</sup> Vgl. Europäische Kommission (2010a), Grünbuch ‚Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise‘.

<sup>133</sup> Siehe EU-Richtlinie (2014) sowie Verordnung (EU) Nr. 537/2014.

<sup>134</sup> Für eine nähere Definition einer PIE sowie für eine Besprechung der neuen Regulierungserlasse siehe bspw. Naumann/Herkendell (2014), S. 177 ff.

und sie ebenso öffentliche Regulierungsfunktionen wahrnimmt. In den USA sind erste, zaghafte Regulierungsansätze in dem Registrierungsverfahren der SEC aus dem Jahr 1975 zu erkennen, welches 2006 deutlich überarbeitet wurde.<sup>135</sup> Die Europäische Union sprach sich dagegen lange gegen ein Zulassungsverfahren sowie generell gegen jedwede staatliche Regulierung privatwirtschaftlicher Agenturen aus, man vertraute stattdessen lieber auf die Selbstregulierungskraft der Märkte.<sup>136</sup> Erste globale, aber noch recht abstrakt gehaltene Maßnahmen im Sinne eines selbstregulierenden Verhaltenskodexes wurden im Jahr 2004 durch die IOSCO im Rahmen des ‚Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies‘ veröffentlicht, der 2008 aktualisiert wurde.<sup>137</sup> Erst als Reaktion auf die Finanzkrise wurde durch die G20 im Jahr 2008 gemeinsam vereinbart, international dafür zu sorgen, dass kein Institut, kein Produkt und kein Markt unreguliert bleibt.<sup>138</sup> Eine auf europäischer Ebene gesetzlich kodifizierte Regulierung wurde daraufhin erstmals im Jahr 2009 im Zuge der ‚Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen‘ implementiert, etwas früher im gleichen Jahr (Februar 2009) setzte die SEC insbesondere mit der ‚Release No. 34-59342; File No. S7-13-08‘ die im Jahr 2008 erarbeiteten Vorschläge zur Regulierung abschließend um.<sup>139</sup> Beide Regulierungswerke wurden seitdem mehrfach angepasst und/oder erweitert.<sup>140</sup> Da die Regulierungsbemühungen in den USA und der EU aufgrund der internationalen Koordination des gesetzgeberischen Handelns große Ähnlichkeiten aufweisen und die Bestimmungen der EU-Gesetzgebung im Bereich

---

<sup>135</sup> Siehe Credit Rating Agency Reform Act (2006). Dieses Gesetz hatte insbesondere als Ziel, das Oligopol aufzubrechen und den Markt für weitere Anbieter zu öffnen sowie Haftungsregeln einzuführen. Section 15E schreibt NRSRO-Agenturen zudem vor, Regeln zu implementieren, wie Interessenskonflikte zu vermeiden sind respektive ihnen zu begegnen ist.

<sup>136</sup> Vgl. Möllers (2009), S. 863 f. sowie Europäische Kommission (2005), Communication from the Commission on Credit Rating Agencies, S. 8.

<sup>137</sup> Siehe IOSCO (2004), Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

<sup>138</sup> Vgl. Europäische Kommission (2013a), Pressemitteilung (IP/13/555) vom Juni 2013.

<sup>139</sup> Siehe SEC (2009b), Release No. 34-59342; File No. S7-13-08.

<sup>140</sup> Die anfängliche Verordnung wurde bereits im Jahr 2011 aufgrund der Gründung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), welche seit Juli 2011 die alleinige Aufsichtsbefugnis in Bezug auf Ratingagenturen innehat, durch die ‚Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011‘ abgeändert. Nur zwei Jahre danach kam es insbesondere durch eine weitere Verordnung sowie Richtlinie erneut zu größeren Veränderungen der bestehenden Vorschriften über Ratingagenturen, namentlich durch die ‚Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013‘ sowie durch die ‚Richtlinie 2013/14/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013‘. Für die USA ist als wesentliche Erweiterung der im Juli 2010 erlassene ‚Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act‘ zu nennen.

der Interessenskonflikte über die Regelungen der SEC hinausgehen, fokussiert sich diese Arbeit auf die europäische Gesetzgebung.<sup>141</sup>

Analog zur Regulierung der Wirtschaftsprüfung lassen sich auch bei den Ratingagenturen vier Kritik- und Regulierungsfelder identifizieren. Fragen von Unabhängigkeit bzw. Interessenskonflikten stehen auch hier im Vordergrund. So werden in diesem Zusammenhang u.a. das System des zahlenden Emittenten kritisiert sowie die Praxis, zusätzlich zum Rating Beratungs- und Finanzdienstleistungen anzubieten. Häufig halfen Ratingagenturen Emittenten etwa dabei, ihre Schuldtitel so zu strukturieren, dass diese ein möglichst hohes Ratingurteil erreichten. Nicht selten bewerteten die Agenturen dann noch selbst eben jene Schuldtitel, an deren Ausarbeitung sie gerade zuvor noch beratend tätig gewesen waren.<sup>142</sup> Beides führt in den Augen der Kritiker zu Interessenskonflikten.<sup>143</sup> Aufgrund des Themas der vorliegenden Arbeit erfolgt eine detaillierte Aufarbeitung und Darstellung der gesetzlichen Regulierungsinstrumente zur Sicherstellung der Unabhängigkeit in Kapitel 3.4.2.

Der zweite Bereich betrifft die Problematik optimaler Anreizstrukturen. Als Regulierungsinstrumente bieten sich auch hier insbesondere eine staatliche Aufsicht sowie die gesetzliche Haftung an. Die Urteile der Ratingagenturen stellen für Investoren eine wichtige Entscheidungsgrundlage für ihre Kapitalallokation dar. Es stellt sich daher u.a. die Frage, ob Ratingagenturen für Schäden, die aus nachgewiesenen fehlerhaften Ratings resultieren, haftbar gemacht werden sollten. Neben der grundsätzlichen juristischen Relevanz könnten mit Haftungsregeln nämlich auch Verhaltensanreize geschaffen werden, welche zu einer verbesserten Ratingqualität beitragen. Ratingagenturen beriefen sich in den USA im Rahmen ihrer Exkulpationsstrategie auf den ersten Verfassungszusatz, also jenen der Meinungsfreiheit. Ähnlich wie Artikel in Zeitungen seien auch ihre Ratings lediglich eine publizierte Meinung. Dieser Argumentation ist auch die Rechtsprechung lange gefolgt.<sup>144</sup>

---

<sup>141</sup> Vgl. Darbellay/Partnoy (2012), S. 14. Für eine ausführliche Aufarbeitung der US-Regulierung siehe Bai (2010).

<sup>142</sup> Vgl. dazu z. B. die Rolle der Ratingagenturen bei ‚mortgage-related securities‘, siehe u.a. White (2010), S. 220.

<sup>143</sup> Vgl. Becker (2010), S. 941 f.

<sup>144</sup> Vgl. Partnoy (2009b), S. 13 ff. Erstmals im Jahr 2012 hat in Australien ein Bundesgericht die Ratingagentur Standard & Poor's zur Zahlung von Schadenersatz wegen irreführender Ratings verurteilt, vgl. o.V., Standard & Poor's erstmals für irreführende Ratings verurteilt, Süddeutsche Zeitung online vom 05.11.2012.

Der dritte Kritikpunkt gilt den Aspekten Diligence und Competence der Ratingagenturen. Als privatwirtschaftliches, gewinnorientiertes Unternehmen hat eine Ratingagentur – etwa aufgrund internen Kostendrucks – Anreize, Einsparungen z. B. bei der Qualität und Quantität von Mitarbeitern oder der Adäquanz und stetigen Kontrolle ihrer Ratingtechnologie vorzunehmen, was letztlich zu Lasten der Ratingqualität und Sorgfaltspflicht gehen kann.

Das vierte Kritikfeld behandelt die Themen Transparenz und Disclosure-Praxis. Trotz ihres Einflusses auf die Kapitalmärkte legen Ratingagenturen bisher nur rudimentär die Kriterien dar, die zu einem bestimmten Ratingurteil führen; so schützen sie ihre Methoden und Ratingverfahren als eine Art Betriebsgeheimnis.<sup>145</sup>

Die in den letzten Jahren verabschiedete gesetzliche Regulierung adressiert bei Weitem nicht alle kritisierten Punkte, sondern hatte bisher vorwiegend folgende Ziele: die Unabhängigkeit von Ratingagenturen zu stärken, solide Ratingprozesse und -methoden zu fördern, die mit Länderratings verbundenen Gefahren zu verringern, das Risiko des übermäßigen Rückgriffs der Marktteilnehmer auf Ratings abzubauen, eine europäische Aufsichtsbehörde zu schaffen sowie ein Recht auf Rechtsbehelf für Anleger zu gewährleisten.<sup>146</sup> In verschiedenen sogenannten ‚consultation papers‘ und Prüfaufträgen an die Kommission werden zudem noch bisher ungenügend behandelte oder gänzlich unregulierte Bereiche diskutiert. Politischer wie auch wissenschaftlicher Konsens besteht bspw. in der Frage nach der rechtlichen Haftung, welche als ein noch nicht hinreichend behandeltes Problem ausgemacht ist. Zudem gibt es beim Thema der Interessenskonflikte weiterhin eine generelle Unzufriedenheit mit dem Modell des zahlenden Emittenten. Alternativen zum bisherigen Modell werden auch in einem Konsultationspapier besprochen und zur allgemeinen Diskussion gestellt.<sup>147</sup> Daneben wurden bisher fast keine Vorgaben im Bereich von Ausbildungs- und fachtechnischen Normen erlassen, trotz der Kritik an Diligence und Competence der Ratingagenturen. Ein erklärtes Hauptanliegen der EU-Kommission ist ferner die Ausweitung des Marktes auf der Angebotsseite, um die bestehende, oligopolistische Marktstruktur aufzubrechen. In Artikel 39b Absatz 3 der Ratingverordnung 2013 heißt es etwa dazu, die Kommission solle dem EU-Parlament Bericht erstatten, ob ein Netz kleinerer Ratingagenturen aufgebaut werden könne, um den Wettbewerb am

<sup>145</sup> Vgl. Frost (2007), S. 9 ff. sowie Partnoy (2001), S. 12.

<sup>146</sup> Vgl. Europäische Kommission (2013b), MEMO/13/571.

<sup>147</sup> Vgl. Europäische Kommission (2010c), Public Consultation on Credit Rating Agencies, S. 26 ff.

Markt zu stärken.<sup>148</sup> In diesem Zusammenhang wird zuweilen auch die Idee ins Spiel gebracht, eine europäische Agentur zu gründen. Dazu wurde bis Ende 2015 die Marktlage analysiert und die Sinnhaftigkeit eines solchen Vorschlages geprüft. In ihrem Bericht kam die Kommission jedoch zu dem Ergebnis, dass die Schaffung einer eigenen Agentur mit keinem Zusatznutzen verbunden wäre – nicht zuletzt aus offensichtlichen Bedenken hinsichtlich der Glaubwürdigkeit.<sup>149</sup> In einem letzten, sehr komplexen und weitreichenden Schritt wird die Machbarkeit geprüft, ob und inwieweit künftig auf die mannigfaltigen Bezugnahmen auf Ratings im Kapitalmarktrecht sowie auf die Risikogewichtung von Aktiva mittels Ratings verzichtet werden kann. Der Einfluss und die Bedeutung von Ratings für die Kapitalmärkte soll kontinuierlich zurückgedrängt werden. Allerdings geht die EU-Kommission selbst davon aus, dass solche Maßnahmen frühestens ab dem Jahr 2020 Wirkung zeigen können und Ratingagenturen mittelfristig wichtige Teilnehmer des Finanzmarkts bleiben werden.<sup>150</sup> Derzeitig sieht die Kommission keine realistischen Alternativen, die externe Ratings ersetzen könnten.<sup>151</sup> Aufgrund dessen „sind die *Unabhängigkeit* [Hervorh. d. Verf.] und Integrität der Ratingagenturen und deren Ratingtätigkeiten von besonderer Bedeutung für die Wahrung der Glaubwürdigkeit dieser Einrichtungen gegenüber Marktteilnehmern, insbesondere Anlegern und anderen Nutzern von Ratings.“<sup>152</sup> Summa summarum wurden mittlerweile erste Schritte zur Regulierung der Ratingagenturen unternommen, der Regulierungsumfang und vor allem die Regulierungstiefe bleiben aber in den Augen einiger Kritiker hinter dem eigentlich Notwendigen und Machbaren weit zurück.

## 2.4 Zwischenfazit

Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Ratingagenturen zeichnen sich in ihrer Funktion als Informationsintermediäre durch zahlreiche Gemeinsamkeiten aus. Als sogenannte ‚professional service firms‘ erbringen sie Dienstleistungen, welche überwie-

---

<sup>148</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 39b (3).

<sup>149</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 23 f.

<sup>150</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8).

<sup>151</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 24.

<sup>152</sup> Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8).

gend in immateriellen Prozessen und/oder Produkten bestehen und sich u.a. durch folgende Charakteristika auszeichnen:

- hohe Wissens- und Personenintensität auf Anbieterseite,
- Unternehmensorientierung auf Kundenseite sowie
- ein Prozessfokus, d. h. die Fokussierung auf recht individuelle Leistungserbringungsprozesse und nicht primär auf das Endprodukt.<sup>153</sup>

Humankapital stellt bei Professional Service Firms meist den wichtigsten Produktionsfaktor dar, weshalb der Erstellungsprozess häufig von einer gewissen Subjektivität geprägt ist und Faktoren wie (Fach-)Wissen und Expertise der Mitarbeiter von großer Bedeutung sind. Der Zweck ihrer Tätigkeit besteht in der kundenorientierten Bereitstellung von Informationen und Wissen für Unternehmen und andere Organisationen, ihre Reputation am Markt gilt daher als ein wesentliches Qualitätsmerkmal.<sup>154</sup> In nachfolgender Tabelle 2 sind die wichtigsten Gemeinsamkeiten der beiden in dieser Arbeit betrachteten Professional Service Firms zusammengefasst:

**Tabelle 2: Gemeinsamkeiten zwischen Wirtschaftsprüfung und Rating**

	<b>Wirtschaftsprüfungsgesellschaft</b>	<b>Ratingagentur</b>
<b>Unternehmensart</b>	privatwirtschaftliches, gewinnorientiertes Unternehmen	privatwirtschaftliches, gewinnorientiertes Unternehmen
<b>Originäres Produkt</b>	Abschlussprüfung	Kreditrating, Bonitätsprüfung
<b>Aufgabe und Zweck</b>	Informationsintermediär zwischen Unternehmensmanagement und Share- sowie Stakeholdern; Trend weg von einer reinen Ordnungsmäßigkeitsprüfung hin zu einer kapitalmarktorientierten Lageprüfung	Informationsintermediär zwischen Unternehmen bzw. Emittenten und Fremdkapitalgebern/Kapitalmarktteilnehmern
<b>Weitere Dienstleistungen</b>	Steuerberatung, Corporate Finance und klassische Unternehmensberatung	Beratung sowie weitere finanzielle Dienstleistungen
<b>Marktstruktur</b>	oligopolistische Marktstruktur; 75 % der weltweiten Gesamtumsätze entfallen auf die Big Four	enges Oligopol; die großen Drei erstellen zwischen 90 - 95 % aller Ratings; sie bewerten damit bis zu 80 % der weltweiten Kapitalströme
<b>Nachfragemotiv</b>	ökonomische und aufsichtsrechtliche Nachfrage	ökonomische und aufsichtsrechtliche Nachfrage

Quelle: Eigene Darstellung.

<sup>153</sup> Vgl. Grewe (2008), S. 27 ff.

<sup>154</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 13 u. 15. Vgl. zu den Ausführungen über Professional Service Firms Grewe (2008), S. 27 ff. sowie Rödl/Keller (2004), S. 652 f.

### **3 Prüfungsqualität, Ratingqualität und die Regulierung der Unabhängigkeit**

Das Ziel des durch die EU-Kommission angestoßenen regulativen Prozesses besteht letztlich darin, eine hohe Qualität von Ratings zu gewährleisten respektive wiederherzustellen. Daher wird in diesem Kapitel der Begriff der Ratingqualität definiert sowie ein theoretisches Konzept der Unabhängigkeit von Ratingagenturen entwickelt. Aufgrund der zahlreichen Analogien wird bereits an dieser Stelle auf die Wirtschaftsprüfungsforschung zurückgegriffen. Im Ergebnis steht dann ein theoretischer Bezugsrahmen zur Verfügung, vor dessen Hintergrund die Ratingqualität und die Regulierung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen modelltheoretisch analysiert und beurteilt werden kann. Vorangestellt wird ein Überblick über die Performance der Ratingagenturen, insbesondere anhand empirischer Ergebnisse über die Ratingqualität – wird diese doch gerade im Zuge der letzten Finanzkrise heftig kritisiert.

#### **3.1 Ratingqualität und das Versagen der Agenturen: Empirische Ergebnisse**

Ratings von mangelhafter Qualität sollen mitverantwortlich für das Entstehen und das Ausmaß der letzten Finanzkrise sein. Ratingagenturen wird vielfach grob opportunistisches Verhalten vorgeworfen. Um insbesondere an dem Boom strukturierter Finanzprodukte finanziell zu partizipieren, seien zigtausende Ratings inflationär, also viel zu positiv, vergeben worden.<sup>155</sup> Zu spät hätten die Agenturen das wahre Ausmaß der von ihnen mit verursachten Krise erkannt und diese dann durch massive Herabstufungen in kürzester Zeit noch erheblich verschärft.<sup>156</sup>

Der Einfluss von Ratingagenturen auf die Kapitalmärkte aufgrund ihrer aufsichtsrechtlichen Verwendung, ihre oligopolistische Marktstellung, die Möglichkeit von Unsolicited Ratings oder auch das Issuer-pays-System und die sich daraus ergebenden potenziellen Interessenskonflikte charakterisieren die Ratingbranche aber bereits

---

<sup>155</sup> Interessante Gründe, warum inflationäre Ratings eventuell sogar im Interesse einiger Kapitalmarktakteure waren, bespricht White (2010), S. 218 f.

<sup>156</sup> In Zusammenhang mit Ratingherabstufungen wird häufig von der Gefahr sogenannter Klippeneffekte ('cliff effects') gesprochen. Diese entstehen, wenn Investoren aufgrund regulatorischer Anforderungen, bspw. den Baseler Eigenkapitalvorschriften (Basel II), bei Herabstufungen eventuell mit einer Umschichtung ihres Portfolios reagieren müssen, siehe näher dazu u.a. Chiwitt (2014), S. 394.

seit mehreren Jahrzehnten. Die ersten drei Dekaden nach der Umstellung des Bezahl-systems vom Subscriber-pays- zum Issuer-pays-Modell ging man allerdings davon aus, dass die Sorgen um die eigene Reputation die daraus resultierenden Interessens-konflikte in Schach halten würden.<sup>157</sup> Trotz dieser schon lange schwelenden Konflikte und der damit verbundenen potenziellen Gefährdung der Unabhängigkeit war lan-ge Zeit nur selten der Vorwurf zu hören, Ratingagenturen würden opportunistisch handeln, geschweige denn, dass bspw. hohe Ratingeinstufungen klassischer Corpora-te Bonds ‚erkauft‘ wären.<sup>158</sup> Im Gegenteil, einige Studien sprechen sogar dafür, dass Corporate-Ratings über die Jahre konservativer wurden.<sup>159</sup> Noch im Jahr 2010 be-nutzen Autoren des renommierten National Bureau of Economic Research (NBER) in einem Beitrag im ‚NBER Macroeconomics Annual 2009‘ die „data on *corporate bonds* [...] as a benchmark for the *true* distribution of credit ratings that are based on *economic fundamentals* [Hervorh. d. Verf.]“<sup>160</sup>

Die Hauptvorwürfe gegenüber den Ratingagenturen betrafen lange nicht einen zu sorglosen respektive ‚gekauften‘ Umgang mit tendenziell zu guten Ratingurteilen, sondern dass diese zu streng und zu mächtig seien.<sup>161</sup> Veranschaulicht wird diese Kritik in einem bekannten, aber oft aus dem Kontext gerissenen Zitat des ‚New York Times‘-Kolumnisten Thomas L. Friedman: „There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States, and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by *downgrading* [Hervorh. d. Verf.] your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.“<sup>162</sup> Vorausgegangen war eine Klage des Co-lorado School District gegen Moody’s im Oktober 1995, weil die Agentur – so der Vorwurf – als Reaktion auf eine Nichtbeauftragung vorsätzlich eine ihrer Anleihen mittels eines Unsolicited Ratings zu schlecht bewertet habe.

Die Kritik an den Ratingagenturen hat sich insofern gewandelt: Wurden bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2007 meist die angewandten Methoden, Themen wie Ak-tualität, Klippeneffekte oder zu rigore Ratingnoten i.V.m unbeauftragten Ratings

---

<sup>157</sup> Vgl. White (2010), S. 215.

<sup>158</sup> Vgl. Hill (2009b), S. 595 sowie White (2001), S. 19 f.

<sup>159</sup> Siehe u.a. Alp (2013), Baghai et al. (2014) sowie Blume et al. (1998).

<sup>160</sup> Benmelech/Dlugosz (2010), S. 161.

<sup>161</sup> Vgl. White (2010), S. 216.

<sup>162</sup> Interview mit Thomas L. Friedman, The NewsHour with Jim Lehrer, PBS television broadcast, 13. Februar 1996, zitiert nach Partnoy (2001), S. 2 oder auch Chiwitt (2014), S. 394 f.

kritisiert, wird ihnen nun opportunistisches Verhalten mit der Folge einer inflationären Notenvergabe vorgehalten.

Dass sich die Kritik verändert hat, deutet darauf hin, dass sich auch die Finanzkrise ab 2007 von vorangegangenen Krisen unterscheidet. Ein Blick in die umfangreiche Literatur zu diesem Thema lässt schnell darauf schließen, dass der Unterschied insbesondere in der Rolle der Ratingagenturen beim Boom und Crash strukturierter Finanzprodukte (Verbriefungsmarkt) zu liegen scheint, speziell jenen in Zusammenhang mit Subprime-Krediten auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt.<sup>163</sup> Kreditinstitute und Hypothekenfinanzierer, gerade im angloamerikanischen Raum, vergaben Kredite, ohne die eigentlich übliche Sorgfaltspflicht zu wahren – nicht selten etwa ohne einen Einkommensnachweis zu verlangen.<sup>164</sup> Die vergebenen Kredite wurden dann, in der Regel von wenigen international bedeutenden Investmentfirmen, gebündelt und in Form strukturierter Finanzprodukte (Verbriefung) an Investoren weltweit verkauft.<sup>165</sup> Seit Anfang der 1990er-Jahre des 20. Jahrhunderts wuchs das Geschäft mit strukturierten Finanzprodukten, nicht nur aus Subprime-Krediten, von einem eher untergeordneten, kleinen Markt auf ein globales Volumen von weit über 11 Billionen Dollar.<sup>166</sup> Zwischen den Jahren 1990 und 2008 nahm der Markt für strukturierte Finanzprodukte um das Vierzigfache zu, während sich im klassischen Bond-Markt die Anzahl der bewerteten Anleihen gegenüber 1990 nur vervierfachte.<sup>167</sup>

Die Ursachen der weltweiten Finanzkrise beschäftigen seitdem wissenschaftliche Kreise unterschiedlichster Fachrichtungen. Unzählige Beiträge über die Entstehung, die mannigfaltigen Gründe sowie über die Rolle der Ratingagenturen wurden seitdem publiziert, weshalb an dieser Stelle lediglich auf die zahlreiche Literatur zu diesem Thema verwiesen werden kann.<sup>168</sup> Weitgehende Einigkeit besteht darüber, dass der Erfolg des Verbriefungsgeschäftes u.a. nur möglich war, weil Ratingagenturen

---

<sup>163</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 13 sowie Levin/Coburn (2011), S. 1 ff.

<sup>164</sup> Vgl. z. B. Gorton (2008), S. 5 ff. oder auch Otte (2009).

<sup>165</sup> Für eine Erläuterung einer sogenannten ‚Verbriefungstransaktion‘ siehe u.a. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 57.

<sup>166</sup> Vgl. International Monetary Fund (2009), Global Financial Stability Report October 2009, S. 81 ff., Benmelech/Dlugosz (2010), S. 161 sowie SIFMA (2008), ESF Securitisation Data Report Q4:2008.

<sup>167</sup> Vgl. Benmelech/Dlugosz (2010), S. 173.

<sup>168</sup> Eine intensive Aufarbeitung der Subprime-Krise mitsamt der politischen sowie kulturellen Hintergründe, etwa der laxen Kreditvergabe in den USA, findet sich u.a. bei Sinn (2010), Gorton (2008, 2009), Levin/Coburn (2011), Otte (2009), Diamond/Rajan (2009), Brunnermeier (2009) sowie Coval et al. (2009).

strukturierten Finanzprodukten sehr hohe Ratings, meist Triple-A, gaben, auch wenn ein Großteil der Tranchen aus zweitklassigen Subprime-Krediten bestanden.<sup>169</sup>

Für die Handelbarkeit der Finanzprodukte waren u.a. aufgrund der schon angesprochenen Kapitalmarktregulierung hohe Ratingeinstufungen unerlässlich: Die Mehrzahl der Investoren, bspw. große Pensionsfonds in den USA und andere institutionelle Kapitalgeber, waren und sind an strenge Anlagevorschriften gebunden und dürfen zwecks Risikodiversifikation nur in Produkte investieren, die mindestens ein Rating im Investment Grade-Bereich besitzen, teils gar nur in Triple-A-bewertete Papiere. So wurden viele der Produkte bereits in der Absicht konstruiert, ein vorher definiertes Rating zu erhalten.<sup>170</sup>

Um einen Eindruck von der Qualität von Ratings zu bekommen – anhand von retrospektiven Verfahren über eine ex-post festgestellte Prognosequalität (sogenannten ‚track records‘) wie durchschnittlich kumulierte Zahlungsstörungenquoten, Ausfallstudien oder Ratingherabstufungen –, wird nun die Ratingperformance des ‚klassischen‘ Corporate Bond-Ratings mit dem Rating strukturierter Finanzprodukte verglichen.<sup>171</sup> Der Vergleich verdeutlicht die Sonderrolle, welche strukturierte Finanzprodukte in der Arbeit von Ratingagenturen spielen. Je nach Quelle unterscheiden sich die Werte, ohne jedoch die grundlegende Aussagekraft der kommenden Ausführungen zu schmälern.

Nach einer Studie von Benmelech/Dlugosz (2010) entfielen im Dezember des Jahres 2008 35 % des Wertes des gesamten US-Anleihenmarktes auf strukturierte Finanzprodukte, was ihren Daten zufolge einem Wert von über 11 Billionen US-Dollar entspricht.<sup>172</sup> Der mit Abstand überwiegende Teil wurde dabei von den großen drei Agenturen bewertet. Zwischen den Jahren 2007 und 2008 mussten aufgrund mangelnder Kreditwürdigkeit alleine 36.346 Tranchen von Moody's herabgestuft wer-

---

<sup>169</sup> Vgl. Möllers (2009), S. 866 ff. Zur Funktionsweise strukturierter Finanzprodukte, so bspw. zur Systematik, wie aus der Strukturierung einer Reihe aus B+-Papieren Triple-A-Produkte werden, siehe Benmelech/Dlugosz (2009), S. 164 ff. oder auch Steinkamp (2012), S. 334 ff.

<sup>170</sup> Vgl. Randow (1996), S. 564 f., Levin/Coburn (2011), S. 27 f. sowie Partnoy (1999), S. 664.

<sup>171</sup> In der wissenschaftlichen Literatur gibt es eine rege Diskussion über die Frage nach dem Informationsgehalt und damit dem Wert von Ratings für Kapitalmärkte. So sind Aufzeichnungen darüber, dass Ratings gut mit den durchschnittlichen Ausfallraten korrelieren (hoch eingestufte Titel fallen weniger häufig aus als niedrig eingestufte Titel), noch kein abschließender Beweis dafür, dass Ratings neue und nützliche Informationen bereitstellen. Ratings könnten schlicht die bereits bekannten und in anderen Risikomaßen, etwa Credit Spreads, enthaltenen Marktgeschehnisse wiedergeben. Einen kurzen Literaturüberblick über diesen Forschungsstrang bieten White (2010), S. 219 sowie auch Staikouras (2012), S. 111 ff. Die Frage nach dem Informationsgehalt von Ratings ist jedoch nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit.

<sup>172</sup> Vgl. Benmelech/Dlugosz (2010), S. 161.

den, ein Drittel davon war mit der höchsten Ratingnote versehen gewesen.<sup>173</sup> In ihrer detaillierten Studie arbeiteten die Autoren insbesondere die Daten der Ratingagentur Moody's zu strukturierten Finanzprodukten zwischen 1983 und 2008 auf. Sie untersuchten u.a. die anfänglich vergebene Ratingnote jeder Tranche strukturierter Finanzprodukte sowie deren Veränderung im Zeitablauf, also etwaige Herabstufungen, Ausfallraten etc. Verglichen werden die Daten mit den im gleichen Zeitraum von Moody's vergebenen Ratings für Corporate sowie Sovereign Bonds.

Ein erster zentraler Unterschied liegt in der Höhe des anfänglich vergebenen Ratings. Unabhängig vom Typ des strukturierten Finanzproduktes erhielt der Großteil, typischerweise zwischen 70 % und 80 %, ein Triple-A-Rating.<sup>174</sup> Der Anteil der Unternehmensanleihen mit der höchsten Ratingeinstufung liegt dagegen bei lediglich rund 1 %.<sup>175</sup>

Ein zweiter wesentlicher Unterschied ergibt sich bei einer näheren Betrachtung der Ratingherabstufungen. Die durchschnittliche Veränderung eines Corporate Bond-Ratings, egal ob Herab- oder Heraufstufung, ist recht ausgeglichen und eher schwach ausgeprägt. Unternehmensanleihen sind zwar grundsätzlich auch reaktionsempfindlich gegenüber makroökonomischen Einflüssen, aber selbst in Phasen großer Rezession – bspw. in den Jahren 2000/2001 nach dem Platzen der sogenannten ‚Dotcom-Blase‘, als mehr als 30 % der ausgegebenen Anleihen herabgestuft werden mussten – lag die durchschnittliche Herabstufung lediglich bei -1,8 Notches.<sup>176</sup> Benmelech/Dlugosz kommen daher zu dem Schluss, dass „corporate bond ratings were well calibrated to the underlying economic risk of the issuer.“<sup>177</sup> Im Gegensatz dazu betrug die durchschnittliche Herabstufung strukturierter Finanzprodukte im Jahr 2007 -4,7 und zu Beginn des Jahres 2008 sogar -5,8 Notches.<sup>178</sup> Dies wiederum deutet darauf hin, dass die anfänglich vergebenen Bonitätseinstufungen für strukturierte Finanzprodukte stark inflationär gewesen sind.<sup>179</sup> Nicht nur waren die Ratingherabstufungen krasser, sie betrafen auch zu einem knappen Drittel (31 %) Tranchen, welche

---

<sup>173</sup> Vgl. Benmelech/Dlugosz (2010), S. 161.

<sup>174</sup> Vgl. Benmelech/Dlugosz (2010), S. 165.

<sup>175</sup> Vgl. Coval et al. (2009), S. 4 sowie Levin/Coburn (2011), S. 6.

<sup>176</sup> Notch bezeichnet die Feinabstufung eines Ratings innerhalb einer Ratingklasse bspw. durch Hinzufügung eines Plus- oder Minuszeichens.

<sup>177</sup> Benmelech/Dlugosz (2010), S. 175.

<sup>178</sup> Vgl. Benmelech/Dlugosz (2010), S. 175 f. sowie auch Moody's (2008), Special Comment: Structured Finance Rating Transitions: 1983-2007.

<sup>179</sup> Vgl. Benmelech/Dlugosz (2010), S. 176.

zuvor mit der höchsten Ratingnote beurteilt worden waren. Strukturierte Finanzprodukte, die gar acht oder mehr Downgrades erfuhren, waren in der Mehrzahl Produkte mit der höchsten Einstufung gewesen. Mit einem Triple-A bewertete Unternehmensanleihen dagegen wurden seit 1984 recht selten herabgestuft.

Solche Ergebnisse lassen sich nicht nur für Moody's finden. Die Ratings der anderen Agenturen waren nicht minder überoptimistisch und wurden ebenfalls kurzfristig und in großen Sprüngen herabgesetzt: So mussten bis Juni 2009 ca. 90 % der von Standard & Poor's zwischen den Jahren 2005 und 2007 mit Triple-A-gerateten Tranchen aus Collateralized Debt Obligations (CDO) heruntergestuft werden, davon wiederum 80 % unter Investment Grade. Bei den auch mit einem Triple-A bewerteten Residential Mortgage-backed Securities (RMBS) des gleichen Zeitraumes mussten 63 % heruntergestuft werden, 52 % davon unter Investment Grade.<sup>180</sup> Dagegen zeigt die Veränderungsmatrix über Corporate Bonds von Standard & Poor's auch im Jahr 2008, also inmitten der Krise, verhältnismäßig wenig Herabstufungen. Von den zu Beginn des Jahres mit Triple-A beurteilten Unternehmensemittenten behielten 82,4 % die höchste Ratingeinstufung innerhalb des Jahres, von den verbleibenden 17,6 % wurden 11,8 % auf AA- heruntergestuft. Die Matrix zeigt zudem, dass innerhalb der Triple-A-gerateten Unternehmen die Ausfallrate bei 0 % lag, selbst in der letzten Stufe des Investment-Bereiches (BBB-) lag die Rate bei nur 0,3 %.<sup>181</sup>

Die Daten über diese historisch beispiellose Korrektur von Ratings strukturierter Finanzprodukte werden überwiegend als untrüglicher Beweis des eklatanten Versagens der Ratingagenturen interpretiert. Ratingherabstufungen oder gar Kreditausfälle belegen für sich genommen zwar noch keine eventuelle Minderleistung, doch das Gesamtbild scheint in diesem Fall für sich zu sprechen. Auffällig ist jedenfalls, dass die Qualität des klassischen Ratings und des Ratings strukturierter Finanzprodukte auseinanderfällt: „[T]he ratings for structured credit turned out to be much less robust predictors of future development than were the ratings for traditional single name securities.“<sup>182</sup>

Auf die Frage, wieso es zu diesem Versagen kam, gibt es in der wissenschaftlichen Debatte und öffentlichen Diskussion keine einheitliche Antwort. Manche Autoren

---

<sup>180</sup> Vgl. International Monetary Fund (2009), Global Financial Stability Report October 2009, S. 88 u. 93.

<sup>181</sup> Vgl. Bai (2010), S. 62 f.

<sup>182</sup> Utzig (2010), S. 1.

sehen die Gründe bereits in den zu komplex strukturierten Finanzinstrumenten an sich, manche halten die Ratingmethoden sowie die verwendeten statistischen Ratingmodelle in diesem Geschäftsfeld für unzureichend und fehlerbehaftet, wieder andere konstatieren der Finanzbranche im Allgemeinen eine weit verbreitete Kultur des grenzenlosen Gewinnstrebens gepaart mit einem „general belief that we had entered a brave new world in which risk had, to overstate the case a bit, been conquered.“<sup>183,184</sup>

Die vorliegende Arbeit fokussiert sich – wie auch die Regulierungsbehörden in der EU – auf eine mögliche Gefährdung der Unabhängigkeit sowie opportunistisches Verhalten als Ursache für die Performanceprobleme. Für die Kommission ist dies ein Hauptproblemfeld, welches in der Gesetzgebung entsprechend viel Raum einnimmt.

### **3.2 Die Begriffsbestimmung von Prüfungs- und Ratingqualität**

Wie in Kapitel 2 herausgearbeitet, besitzen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Ratingagenturen aus ökonomischer, kapitalmarktorientierter Sicht eine ähnliche Aufgabe und Funktion: Als Informationsintermediäre und neutrale Instanz sollen sie den Wert entscheidungsrelevanter Informationen für die schlechter informierte Marktseite erhöhen. Eine effiziente Ressourcenallokation ist nämlich ohne verlässliche Informationen (geprüfte Rechnungslegung, Bonitätseinschätzungen) insbesondere auf den Kapitalmärkten nicht denkbar. Allerdings können Nachfrager nach Prüfungs- sowie Ratingleistungen die Qualität der Dienstleistungen nicht direkt beurteilen, da es sich bei beiden um sogenannte Erfahrungs- bzw. Vertrauensleistungen handelt („Vertrauensgüter“).<sup>185</sup>

Damit Wirtschaftsprüfung allerdings einen positiven Beitrag leisten und für die Nachfrager einen Wert darstellen kann, wird in der Literatur gemeinhin eine objekti-

---

<sup>183</sup> Hill (2009b), S. 597.

<sup>184</sup> Sehr pointiert drückt auch folgendes Zitat von Gorton (2008) die Risikoproblematik in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten aus: „The ongoing Panic of 2007 is due to a loss of information about the location and size of risks of loss due to default on a number of interlinked securities, special purpose vehicles, and derivatives, all related to subprime mortgages.“ (Gorton (2008), Abstract).

<sup>185</sup> Vgl. Hachmeister (2008), S. 61, Wiemann (2011), S. 42 sowie Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8).

ve, qualitätsorientierte und unabhängige Aufgabenerfüllung gefordert.<sup>186</sup> Gleiches gilt für Ratings. In der Begründung zur im Jahr 2009 erlassenen Ratingverordnung hebt die Kommission hervor, dass Ratings ebenfalls unabhängig, objektiv und von angemessener Qualität sein müssen, um ihrer Bedeutung für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte gerecht zu werden.<sup>187</sup> Diese Kriterien werden daher im Folgenden näher besprochen.

### 3.2.1 Das Kriterium der Objektivität

Für Kapitalmarktakteure sind einheitliche und vergleichbare Prüfungs- respektive Ratingurteile von zentraler Bedeutung, um unabhängig vom jeweiligen Ersteller die Ergebnisse sachgerecht beurteilen und interpretieren zu können.<sup>188</sup> Eine solche Standardisierungsfunktion (deskriptive Funktion von Normen) erreicht Regulierung, indem bspw. Prüfungsprozesse oder Ratingverfahren sowie insbesondere auch die verwendeten Ergebniskategorien normiert werden. Überdies können so auch Transaktionskosten gesenkt werden.<sup>189</sup>

Die handelsrechtliche Jahresabschlussprüfung durch einen Wirtschaftsprüfer soll die vom Unternehmen publizierten Informationen (Ist-Zustand) auf ihren Wahrheitsgehalt (Soll-Zustand) hin kontrollieren.<sup>190</sup> Der Wahrheitsgehalt der Rechnungslegung wird häufig als Publikationsqualität definiert, was dem Grad an Übereinstimmung der vom Unternehmen publizierten Informationen mit den gesetzlich anzuwendenden Vorschriften entspricht. Ein positives Prüftestat wird dann erteilt, wenn der Jahresabschluss konform mit den jeweils geltenden Bilanzierungs- und Rechnungslegungsstandards ist. Die umfangreichen Regulierungswerke geben einen solchen Soll-Zustand vor, weshalb man in Bezug auf ein Prüfurteil durchaus von einem gewissen Maß an Objektivierbarkeit sprechen kann, auch wenn Auslegungsspielräume verbleiben.

Bei Ratings aber, welche ebenfalls den Anspruch haben, ein standardisiertes Bonitätsurteil zu sein, erscheint es fraglich, ob eine allgemeingültige Normierung erreicht

---

<sup>186</sup> Vgl. z. B. Marten et al. (2015), S. 146.

<sup>187</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Begründung Abs. (1).

<sup>188</sup> Vgl. Ruhnke (2000), S. 31 f.

<sup>189</sup> Vgl. Ruhnke (2000), S. 34.

<sup>190</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 89.

und damit Objektivierbarkeit überhaupt hergestellt werden kann.<sup>191</sup> Ratingagenturen selbst weisen darauf hin, dass ihre Urteile ‚qualitative‘ und ‚judgmental‘ sind.<sup>192</sup> Die Regulierung der Wirtschaftsprüfung geht in allen Bereichen weit über die umgesetzte, aber auch geplante Regulierung der Ratingagenturen hinaus (vgl. Kapitel 2.3). Zwar lassen sich bspw. die Ergebniskategorien oder auch die Verfahren zur Urteilsbildung, im Sinne von Best Practice, normieren, aber da bei Ratings ein Soll-Zustand als Vergleichsgröße, wie sie die Rechnungslegungsvorschriften bei der Wirtschaftsprüfung darstellen, nicht existiert, lässt sich Objektivierbarkeit nur schwer erreichen.<sup>193</sup> Ein Soll-Ist-Vergleich ist nicht möglich, vielmehr stellt ein Rating in hohem Maße ein Expertenurteil über zukünftige Entwicklungen dar.<sup>194</sup> Bonitätsurteile sind Prognosen, in die neben messbaren und nachprüfbaren Faktoren auch persönliche Meinungen und Einschätzungen der Analysten einfließen. Daher wird in der Literatur bisweilen die Meinung vertreten, dass es aus den genannten Gründen ein objektives Rating nicht geben kann.<sup>195,196</sup>

### 3.2.2 Der Qualitätsbegriff und das Unabhängigkeitskonzept

Trotz der Bedeutung der Prüfungsqualität existiert keine allgemeingültige Begriffsbestimmung, weder durch gesetzliche oder berufsständische Normen noch durch eine einheitliche Literaturmeinung.<sup>197</sup> Gleiches gilt für den Begriff der Ratingqualität. Zwar verwendet beispielsweise die EU-Kommission den Begriff der Ratingqualität in nahezu jeder Publikation, eine Legaldefinition bleibt in den diversen Verordnungen und Richtlinien aber aus. Anders als beim Begriff der Prüfungsqualität finden sich in der Literatur zudem wenige theoretische Konzepte und keine Definitionen von Ratingqualität, die sich über die Jahre durchgesetzt haben.

---

<sup>191</sup> Vgl. Crouhy et al. (2001), S. 47 ff.

<sup>192</sup> Vgl. Partnoy (1999), S. 651.

<sup>193</sup> Vgl. Rieg (2004), S. 57.

<sup>194</sup> Vgl. Horsch (2013), S. 297 ff.

<sup>195</sup> Vgl. Rieg (2004), S. 58.

<sup>196</sup> Ratings stellen zudem keine eigentliche Prüfung des Emittenten dar, die vergleichbar mit dem Testat eines Wirtschaftsprüfers wäre, vgl. Everling (1991), S. 30.

<sup>197</sup> Vgl. Bauer (2004), S. 30 sowie Wiemann (2011), S. 42 f. Die Unterschiede in der Forschungsliteratur sollten allerdings nicht überbewertet werden.

In der Accounting-Forschung gibt es zum einen eher anwendungsorientierte Definitionen, wie sie u.a. bei berufsständischen Institutionen gebräuchlich sind.<sup>198</sup> Prüfungsqualität definiert sich dann häufig darüber, inwieweit alle gesetzlichen und berufsrechtlichen Regelungen und Prüfungsnormen durch den Prüfer befolgt und eingehalten werden.<sup>199</sup> Zum andern finden sich zahlreiche wissenschaftliche Definitionen, die sich je nach Forschungsfrage mehr oder weniger unterscheiden.<sup>200</sup> Diesen ist gemein, dass Prüfungsqualität häufig durch das Risiko definiert ist, dass der Abschlussprüfer einen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk erteilt, obwohl der Jahresabschluss materielle Fehler und Falschdarstellungen enthält.<sup>201</sup> Die wohl bekannteste Definition von Prüfungsqualität, welche innerhalb der Prüfungslehre zudem große Verbreitung erlangte, stammt aus einem Aufsatz von Watts/Zimmermann aus dem Jahre 1980.<sup>202</sup> Sie wurde von DeAngelo (1981) in ihren Arbeiten weiterentwickelt.<sup>203</sup> Danach ist Prüfungsqualität vorwiegend durch zwei Faktoren determiniert:

- (1) zum einen durch die ex-ante wahrgenommene Fähigkeit des Abschlussprüfers, Fehler bzw. Falschberichterstattung des Managements in der Rechnungslegung zu erkennen (Urteilsfähigkeit) und
- (2) zum anderen durch die wahrgenommene Ex-post-Bereitschaft des Prüfers, dem Kapitalmarkt über den Fehler, auch bei Druck durch den Mandanten, zu berichten (Urteilsfreiheit).<sup>204</sup>

Der erste Faktor bezieht sich auf die technischen Möglichkeiten des Prüfers, Fehler in der Rechnungslegung zu entdecken.<sup>205</sup> Der zweite Punkt adressiert dagegen kon-

---

<sup>198</sup> Vgl. Wiemann (2011), S. 43.

<sup>199</sup> Vgl. Zimmermann (2008), S. 12.

<sup>200</sup> Eine Übersicht über wissenschaftliche Definitionen von Prüfungsqualität findet sich bei Watkins et al. (2004), S. 153 f.

<sup>201</sup> Vgl. Wiemann (2011), S. 43.

<sup>202</sup> Vgl. Watts/Zimmermann (1980), S. 6 ff.

<sup>203</sup> Siehe DeAngelo (1981a, 1981b).

<sup>204</sup> Vgl. DeAngelo (1981a), S. 115.

<sup>205</sup> In der anwendungsorientierten Prüfungslehre liegt seit Langem ein Schwerpunkt auf diesem Aspekt. Forschungsgegenstand ist dann beispielsweise die Frage nach der optimalen Planung und Durchführung einer Prüfung oder auch Fragen beruflicher Qualifikation, vgl. auch Wiemann (2011), S. 43 f.

kret Probleme mit der Mandantenabhängigkeit, den Anknüpfungspunkt der Forschungsfrage in der vorliegenden Arbeit.<sup>206</sup>

Das obige Qualitätskonzept aus der eher modelltheoretischen und empirischen Literatur lässt sich im Gegensatz zu einer mehr anwendungsorientierten Definition auch auf Ratingagenturen übertragen. Zwar ist es grundsätzlich denkbar, anhand eines Kriterienkataloges eine praxisorientierte Definition zu entwickeln. Demnach würde sich Ratingqualität auch hier daran bemessen, inwieweit Ratingnormen eingehalten werden, d. h. ob alle gesetzlichen und berufsrechtlichen Regelungen vom Ratinganalysten berücksichtigt werden.<sup>207</sup> Allerdings ist eine solche Herangehensweise oder der Versuch einer Übertragung des praxisorientierten Begriffsverständnisses nicht zielführend, da ein vergleichbar intensives, vollumfassendes Qualitätssicherungssystem – sei es durch gesetzliche oder berufsständische Normierung, wie man es in der Wirtschaftsprüfung vorfindet – trotz der jüngeren Bestrebungen zum jetzigen Zeitpunkt bei Weitem noch nicht vorhanden ist. Zudem ist es für wissenschaftliche Untersuchungen mit einem institutionellen Forschungsbezug wie der vorliegenden Arbeit sinnvoll, von konkreten, normierten Merkmalen zu abstrahieren und eine Definition von Prüfungsqualität zu verwenden, welche sich in Modellen auch operationalisieren lässt. Um institutionelle Zusammenhänge hinsichtlich der Unabhängigkeit von Ratingagenturen analysieren zu können, wird daher das bewährte Konzept von Prüfungsqualität nach DeAngelo leicht modifiziert auch auf Ratingagenturen angewandt.<sup>208</sup> Demzufolge ist ein Ratingurteil aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer nur von Wert, wenn

- (1) die Ratingagentur<sup>209</sup> die Fähigkeit besitzt, zu einem qualifizierten, standardisierten sowie aktuellen Ratingurteil mit einem hohen Informationswert und hoher prognostischer Güte zu gelangen (Urteilsfähigkeit) sowie

---

<sup>206</sup> Wie in der vorliegenden Arbeit noch zu sehen sein wird, existieren in der Forschungsliteratur je nach Zweck verschiedenste Definitionen für Wirtschaftsprüferunabhängigkeit. Magee/Tseng ((1990), S. 322) verwenden zum Beispiel den Ausdruck ‚lack of independence‘ dann, wenn „an auditor's decisions are not consistent with his or her beliefs about a reporting policy.“ Im weiteren Verlauf dieser Arbeit wird aber, solange nicht explizit betont, mit der obigen Definition gearbeitet.

<sup>207</sup> Siehe z. B. die Berufsordnung des Bundesverbandes der Ratinganalysten e.V. (o.J.), ‚Code of Conduct‘.

<sup>208</sup> Vgl. hierzu auch Sichtmann (2004), S. 76. Zu den Anforderungen an ein Ratingurteil siehe u.a. Rieg (2004), S. 57 sowie Kley/Everling (2001), S. 173 f.

<sup>209</sup> Der Terminus ‚Ratingagentur‘ wird stellvertretend auch für die handelnden Ratinganalysten verwendet.

- (2) durch die wahrgenommene Ex-post-Bereitschaft der Ratingagentur, dem Kapitalmarkt wahrheitsgemäß über das Ratingurteil, auch bei Druck durch den Mandanten, zu berichten (Urteilsfreiheit).

Wie schon bei der Definition von Prüfungsqualität adressiert die Urteilsfähigkeit die technischen Möglichkeiten eines Ratinganalysten. Allerdings möchten sich die Politik sowie die Regulierer des Themas Methodologie erst einmal nicht annehmen. In den EU-Ratingverordnungen ist ausdrücklich festgehalten, dass trotz der Kritik an teils unzureichend soliden Ratingmethoden und -verfahren politische Eingriffe in die Methodologie nicht gewünscht sind, um Ratings nicht zu beeinträchtigen.<sup>210</sup> Auch die US-amerikanische Regulierung in Form des Credit Rating Agency Reform Acts aus dem Jahr 2006 verbot der SEC ausdrücklich „the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which any [NRSRO] determines credit ratings“<sup>211</sup> zu regulieren. Neben Themen wie Transparenz, Aufsicht und Haftung fokussieren sich die Regulierungsbestrebungen daher weltweit auf die Unabhängigkeitsproblematik und die Beseitigung von vermuteten Interessenskonflikten. Somit bildet der zweite Faktor des soeben auf Ratingagenturen übertragenen Qualitätskonzeptes für Wirtschaftsprüfung – die Urteilsfreiheit – den Ausgangspunkt für die weitere Analyse.

### 3.3 Begriff und Gefährdung der Unabhängigkeit

#### 3.3.1 Prüferunabhängigkeit

Die eigentliche Bestimmung von Prüfungen wird zumeist in der „Gewinnung eines vertrauenswürdigen Urteils über gegebene wirtschaftliche Sachverhalte“<sup>212</sup> gesehen. Vertrauenswürdigkeit ergibt sich aber nur bei einer *unabhängigen* und *unbefangenen* Aufgabenerfüllung durch den Wirtschaftsprüfer.<sup>213</sup> Beides zusammen wiederum ergibt die Urteilsfreiheit, die zweite Komponente des gerade herausgearbeiteten Qualitätsbegriffes. Die Grundsätze der Unabhängigkeit und Unbefangenheit sind interna-

---

<sup>210</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 23 (1).

<sup>211</sup> Credit Rating Agency Reform Act (2006), 120 STAT. 1332.

<sup>212</sup> Leffson (1988), S. 13.

<sup>213</sup> Vgl. Ewert (2002b), S. 2386 f.

tional unter den Begriffen ‚independence in appearance‘ und ‚independence in mind‘ bekannt geworden und gehören weltweit nicht nur zu den zentralen Berufsgrundsätzen der Wirtschaftsprüfer, sondern finden sich so auch in der weltweiten Normierung wieder.<sup>214</sup> Unterschiede in diesem Konzept des Unabhängigkeitsbegriffes betreffen meist nur die verwendete Terminologie der verschiedenen Regulierungsinstanzen, generell liegt ein eher einheitliches Verständnis vor.<sup>215</sup> So spricht etwa der Code of Ethics der IFAC von ‚independence in mind‘ und ‚independence in appearance‘, die SEC/FASB sowie die EU-Kommission differenzieren hingegen zwischen ‚independence in fact‘ und ‚independence in appearance‘.<sup>216</sup>

Unbefangenheit, oder auch innere Unabhängigkeit, bezeichnet hierbei die innere Einstellung des Abschlussprüfers, ohne ‚geistige Bindung‘ sachlich und objektiv tätig zu werden.<sup>217</sup> Die Urteilsfindung muss demnach unbeeinflusst von unsachgemäßen Erwägungen sein. Analog dazu definiert die Europäische Kommission innere Unabhängigkeit in ihrer Empfehlung vom 16. Mai 2002 als „die innere Einstellung, die ausschließlich die zur Erfüllung vorliegenden auftragsrelevanten Aspekte in Betracht zieht“<sup>218</sup>.

In ihrer Rolle als vertrauensschaffende Institution auf den Kapitalmärkten ist es aber ebenso wichtig, dass Wirtschaftsprüfer nicht nur tatsächlich unabhängig sind, sondern von den entsprechenden Kapitalmarktakteuren, für welche sie ihre Schutz- und Ordnungsfunktion ausüben, auch als unabhängig wahrgenommen werden, da, wie erwähnt, davon der Wert ihrer Dienstleistung in hohem Maße abhängt.<sup>219</sup> Schon wenn Zweifel aufkommen, kann dies bereits negative Auswirkungen zur Folge haben. An gleicher Stelle definiert die Kommission äußere Unabhängigkeit daher als „das Nichtbestehen der Besorgnis der Befangenheit [...], d. h. die Vermeidung von Tatsachen und Umständen, die so schwer ins Gewicht fallen, dass ein sachverständiger und informierter Dritter die Fähigkeit des Abschlussprüfers zur objektiven Wahrnehmung seiner Aufgaben in Zweifel ziehen würde.“<sup>220</sup> Solche Tatsachen und

---

<sup>214</sup> Vgl. für Deutschland bspw. die §§ 43 und 56 WPO sowie §§ 2 und 20 der BS WP/vBP (2012).

<sup>215</sup> Vgl. Bauer (2004), S. 41 f.

<sup>216</sup> Ein umfassender Vergleich der einzelnen Definitionen findet sich u.a. bei Bauer (2004), S. 32 ff.

<sup>217</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 173.

<sup>218</sup> Europäische Kommission (2002), Empfehlung der Kommission vom 16. Mai 2002, Anhang A, Nr. 1.

<sup>219</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 173.

<sup>220</sup> Europäische Kommission (2002), Empfehlung der Kommission vom 16. Mai 2002, Anhang A, Nr. 1.

Umstände, die die sogenannte äußere Unabhängigkeit gefährden können, sind bspw. wirtschaftliche, rechtliche sowie anderweitige faktische Sachverhalte, durch die ein zu prüfendes Unternehmen gegebenenfalls Einfluss auf den Wirtschaftsprüfer und seine Urteilsbildung ausüben kann. Da nicht alle Faktoren unmittelbar erkenn- oder messbar sind, muss eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft deshalb eine Tätigkeit nicht nur bei objektiven Interessenskonflikten, sondern auch schon bei bloßem Anschein einer Unabhängigkeitsbeeinträchtigung versagen. Wie schon bei der Definition von Prüfungsqualität müssen beide Komponenten gleichzeitig erfüllt sein: Unabhängigkeit liegt nur dann vor, wenn innere und äußere Unabhängigkeit simultan bestehen. Beeinträchtigungen der Unbefangenheit und Unabhängigkeit können mannigfaltig sein, ebenso können sie nach den unterschiedlichsten Kriterien sowie unter verschiedensten Begrifflichkeiten gruppiert werden. Die Europäische Kommission sowie der ‚Code of Ethics‘ der IFAC subsumieren die Gefahren (englisch ‚threats‘), welche einen Abschlussprüfer zur Aufgabe seiner Unabhängigkeit verleiten könnten, unter die folgenden fünf Kategorien Self-interest Threat, Self-review Threat, Advocacy Threat, Familiarity Threat sowie Intimidation Threat:<sup>221</sup>

- (1) Die Gefährdung durch ein hohes Eigeninteresse wird als Self-interest Threat bezeichnet. Dazu gehören insbesondere finanzielle und sonstige Interessen<sup>222</sup>, welche die professionelle Urteilsfreiheit des Prüfers oder sein beruflich einwandfreies Verhalten konterkarieren könnten. Finanzielle Interessen liegen z. B. vor, wenn Beteiligungen am zu prüfenden Unternehmen oder eine Honorarabhängigkeit des Prüfers vom entsprechenden Mandat bestehen.
- (2) Self-review Threat liegt vor, wenn ein Prüfer einen Sachverhalt beurteilen soll, an dessen Erstellung er selbst oder seine Gesellschaft beratend oder gestaltend mitgewirkt hat. Eine objektive Urteilsfindung auf Grundlage einer Art Selbstkontrolle bzw. Selbstprüfung ist dann stark eingeschränkt oder nicht möglich. Klassische Beispiele für eine derartige Gefährdung sind das gleichzeitige Erbringen von Beratungsleistungen bzw. prüfungsfremden Dienstleistungen und Abschlussprüfung oder auch die Besetzung einer Auf-

---

<sup>221</sup> Vgl. International Federation of Accountants (2013), Handbook of the Code of Ethics for Professional Accountants, S. 13 f., EG-Richtlinie (2006), Art. 22 Abs. 2 oder auch Marten et al. (2015), S. 148 f.

<sup>222</sup> Darunter fallen auch etwaige Schuldverhältnisse zwischen Prüfer und Unternehmen.

sichtsratsposition im Unternehmen durch eine bei der beauftragten Prüfungsgesellschaft beschäftigten Person.

- (3) Der Begriff Advocacy Threat bezeichnet einen Gefahrentatbestand, bei dem die Unabhängigkeit des Prüfers möglicherweise durch eine Interessenvertretung für oder gegen die Interessen des Mandanten eingeschränkt ist (Parteilichkeit). Dies ist zum Beispiel der Fall, wenn sich der Prüfer respektive die Prüfungsgesellschaft mit der Position oder Meinung des beauftragenden Unternehmens oder eines Dritten in einem Maße identifiziert, welches die notwendige Objektivität kompromittiert (Vertretung in Rechtsfragen, Übernahme der Funktion eines Vermögensverwalters usw.).
- (4) Von Familiarity Threat wird gesprochen, wenn die Unabhängigkeit des Prüfers aufgrund bestehender familiärer oder beruflicher Bande zwischen dem Prüfer und dem zu prüfenden Unternehmen gefährdet ist. Eine typische verwandtschaftliche Beziehung ist bspw. die Beschäftigung eines Familienmitgliedes oder auch eines Prüfungsteammitgliedes bei dem zu prüfenden Unternehmen (Angestellter, Tätigkeit in einem Aufsichtsorgan, gesetzlicher Vertreter etc.). Unabhängigkeitsgefährdende personelle Beziehungen können aber auch bereits vorliegen, falls langjährige berufliche und/oder private Beziehungen zwischen dem Prüfungsleiter und dem Führungspersonal des Unternehmens bestehen.
- (5) Wird auf ein Mitglied des Prüfungsteams interner oder externer Druck ausgeübt, seine professionelle Objektivität und/oder beruflichen Sorgfaltspflichten aufzugeben, spricht man von Intimidation Threat. Der tatsächliche oder auch nur empfundene Druck auf den Prüfer kann sowohl vom zu prüfenden Unternehmen (Management, Aufsichtsrat etc.) als auch von Angehörigen der eigenen Prüfungsgesellschaft ausgehen. Ein klassisches Beispiel für externen Druck ist die Drohung seitens des Managements, das Auftragsverhältnis mit der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft nicht zu verlängern, falls der Abschlussprüfer bei strittigen Sachverhalten nicht im Sinne des beauftragenden Unternehmens entscheidet. Aus dieser Motivation heraus kann auf ein Mitglied des Prüfungsteams auch intern, bspw. durch eine Führungsperson der Prüfungsgesellschaft, Druck ausgeübt werden.

### 3.3.2 Unabhängigkeit von Ratingagenturen

Wird das Unabhängigkeitskonzept aus der Wirtschaftsprüfungsforschung auf Ratingagenturen übertragen, ist – frei nach Leffson – die eigentliche Bestimmung des Ratings die Gewinnung eines vertrauenswürdigen Urteils über die Bonität von Kapitalnehmern oder einzelnen Finanztiteln.<sup>223</sup> Wie schon bei der Produktprüfung ergibt sich die Vertrauenswürdigkeit auch hier nur bei einer unbefangenen und unabhängigen Aufgabenerfüllung durch die Ratingagentur. Zwar findet man die Grundsätze der Unbefangenheit und Unabhängigkeit oder eben der Independence in Mind und Independence in Appearance nicht in Form einer allgemeingültigen Definition innerhalb der wenigen existierenden Berufsgrundsätze von Ratinganalysten oder in Gesetzestexten, doch haben diese Kriterien für die Arbeit eines Ratinganalysten im Wesentlichen dieselbe Bedeutung wie für Wirtschaftsprüfer und lassen sich daher auch gut übertragen:

Unbefangenheit, oder auch innere Unabhängigkeit, bezeichnet somit die innere Einstellung des Ratinganalysten, ohne geistige Bindung unvoreingenommen tätig zu werden.<sup>224</sup> Die Urteilsfindung muss unbeeinflusst von unsachgemäßen Erwägungen erfolgen. In ihrer Rolle als vertrauensschaffende Institution auf den Kapitalmärkten ist es aber mindestens ebenso wichtig, dass Ratinganalysten nicht nur tatsächlich unabhängig sind, sondern von den entsprechenden Kapitalmarktakteuren, für welche sie ihre Schutz- und Ordnungsfunktion ausüben, auch als unabhängig wahrgenommen werden, da hiervon in hohem Maße der Wert ihrer Dienstleistung abhängt. Negative Folgen können bereits entstehen, wenn auch nur Zweifel an ihrer Unabhängigkeit aufkommen.<sup>225</sup> Die Definition von äußerer Unabhängigkeit durch die Europäische Kommission eignet sich nach geringen Modifikationen daher auch bestens für Ratingagenturen. Äußere Unabhängigkeit ist demnach das Nichtbestehen der Besorgnis der Befangenheit, d. h. die Vermeidung von Tatsachen und Umständen, die so schwer ins Gewicht fallen, dass ein sachverständiger und informierter Dritter die Fähigkeit des Ratinganalysten zur objektiven Wahrnehmung seiner Aufgaben in Zweifel ziehen würde.<sup>226</sup> Auch im Falle eines Ratinganalysten liegt vollständige Un-

---

<sup>223</sup> Vgl. Leffson (1988), S. 13.

<sup>224</sup> Abgewandelt nach Marten et al. (2015), S. 173.

<sup>225</sup> Vgl. Partnoy (1999), S. 628 ff.

<sup>226</sup> Angelehnt an Europäische Kommission (2002), Empfehlung der Kommission vom 16. Mai 2002, Anhang A, Nr. 1.

abhängigkeit nur vor, wenn innere und äußere Unabhängigkeit simultan erfüllt sind.<sup>227</sup>

Die in der umfangreichen Literatur beschriebenen Gefahrentatbestände für eine unabhängige Arbeitsweise von Ratingagenturen können ebenfalls unter die für die Wirtschaftsprüfung verwendeten Kategorien subsumiert werden. Dabei lässt sich die inhaltliche Bedeutung der Begrifflichkeiten analog zu der bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften beschreiben:

- (1) Self-interest Threat (die Gefährdung durch ein hohes Eigeninteresse): Ratingagenturen sehen sich grundsätzlich auch mit finanziellen und sonstigen Interessen konfrontiert, welche die professionelle Urteilsfreiheit des Analysten oder sein beruflich einwandfreies Verhalten konterkarieren könnten. Finanzielle Interessen liegen z. B. vor, wenn Beteiligungen am zu ratenden Unternehmen bestehen oder der Analyst respektive die Agentur vom Honorar des entsprechenden Auftraggebers abhängig sind.<sup>228</sup>
- (2) Self-review Threat (Gefahr der Selbstkontrolle): Soll eine Ratingagentur bspw. ein Finanzinstrument beurteilen, an dessen Erstellung sie selbst beratend oder gestaltend mitgewirkt hat, ist eine objektive Urteilsfindung aufgrund einer Art Selbstkontrolle bzw. Selbstprüfung stark eingeschränkt oder gar unmöglich. Werden Beratungsleistungen bzw. generell ratingfremde Dienstleistungen und ein Rating gleichzeitig erbracht – wie es gerade im Bereich strukturierter Finanzinstrumente häufig anzutreffen war –, ist dies ein typisches Beispiel für eine solche Gefährdung.<sup>229</sup> Eine ähnliche Gefahr kann sich ergeben, falls ein Ratingagenturmitarbeiter zeitgleich z. B. eine Position im Aufsichtsrat des zu beurteilenden Unternehmens innehat.
- (3) Familiarity Threat (Gefahren für die Unabhängigkeit aufgrund familiärer oder beruflicher Nähe): Auch zwischen Mitarbeitern einer Ratingagentur und dem zu ratenden Unternehmen können verwandtschaftliche oder geschäftliche Beziehungen bestehen, wenn bspw. ein Familienmitglied des beauftragenden

---

<sup>227</sup> Wie sich im weiteren Verlauf noch zeigen wird, finden sich auch in der Ratingverordnung Vorschriften, welche eher unter der Zielsetzung der Sicherstellung von Independence in Fact zu subsumieren sind, andere dagegen dienen dazu, Independence in Appearance zu gewährleisten.

<sup>228</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (23) bis Abs. (26). Eine empirische Studie von Efing/Hau (2015) scheint diese Sorge – allerdings nur bezogen auf das Geschäftsfeld mit strukturierten Finanzprodukten – zu bestätigen. Sie finden in ihrer Arbeit Hinweise darauf, dass mit steigendem Auftragsvolumen auch die Bonitätsbewertungen höher ausfallen.

<sup>229</sup> Vgl. u.a. Möllers (2009), S. 862.

Unternehmens zum Ratingteam gehört oder ein Mitarbeiter des Ratingteams für das Unternehmen tätig ist (Tätigkeit in einem Aufsichtsorgan, gesetzlicher Vertreter etc.). Unabhängigkeitsgefährdende personelle Beziehungen können aber bereits vorliegen, falls sich langjährige berufliche und/oder private Beziehungen zwischen dem betreuenden Ratinganalysten und dem Führungspersonal des Unternehmens entwickelt haben.<sup>230</sup>

- (4) Intimidation Threat (Ausübung internen oder externen Drucks auf einen Ratinganalysten): Ein klassisches Beispiel für externen Druck ist auch im Falle der Ratingagenturen aufgrund des herrschenden Issuer-pay-Modells die Drohung seitens des Managements, das Auftragsverhältnis mit der Ratingagentur nicht zu verlängern, falls der Analyst hinsichtlich des vom Unternehmen favorisierten Ratingurteils zu einer anderen Einschätzung gelangt.<sup>231</sup> Die Drohung, eine Geschäftsbeziehung zu terminieren, kann auch dazu führen, dass auf ein Mitglied des Ratingteams intern, bspw. durch eine Führungsperson der Agentur, Druck ausgeübt wird, seine beruflichen Sorgfaltspflichten zu vernachlässigen.

Im Vergleich zur Branche der Wirtschaftsprüfung kommen Gefahren der Kategorie Advocacy Threat (Parteilichkeit) im Falle von Ratingagenturen im Grunde nicht vor und werden in der Literatur und der Praxis auch nicht diskutiert. Als typische Beispiele für eine solche Gefahr werden in Zusammenhang mit Wirtschaftsprüfern z. B. die Vertretung des zu prüfenden Unternehmens in Rechtsfragen oder die Übernahme der Funktion eines Vermögensverwalters für das Unternehmen durch den Wirtschaftsprüfer genannt. Solche Aufgaben entsprechen allerdings nicht dem Berufsbild eines Ratinganalysten, während sie – wie auch die Treuhänder- oder Gutachtertätigkeit – für einen Wirtschaftsprüfer nach der WPO sehr wohl zum originären Tätigkeitsbereich gehören.<sup>232</sup>

---

<sup>230</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (12).

<sup>231</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 14 f.

<sup>232</sup> Siehe § 2 WPO.

### 3.4 Normativer Rahmen und Vorschläge zur Sicherstellung der Unabhängigkeit

Spätestens seit den Erfahrungen in Zusammenhang mit der jüngsten Finanzkrise verlassen sich Regulierungsverantwortliche nicht mehr allein auf Marktmechanismen wie Reputation und vertrauen auch nicht länger auf eine effektive Selbstregulierung der Branche, um eine ordnungsgemäße Aufgabendurchführung von Ratingagenturen sicherzustellen. Insbesondere die Ausführungen in Kapitel 2.2.2 über die aufsichtsrechtliche Verwendung von Ratings sowie die künstliche Verknappung der Anbieter aufgrund des NRSRO-Status geben einem breiten politischen wie wissenschaftlichen Kreis Anlass zu der Vermutung, dass in der Theorie funktionierende Wirkungszusammenhänge de facto bei Ratingagenturen nicht oder zumindest nicht mehr greifen: „Absent other factors, the consumer of a product will purchase a rating if the expected benefit of the rating minus the actual cost of the rating is both positive and greater than the expected benefit of an independent investigation minus the actual cost of such an investigation.“<sup>233</sup> Nach simplen ökonomischen Grundprinzipien würde ein Emittent die Leistung einer Ratingagentur also dann nicht mehr nachfragen, wenn das Rating, z. B. aufgrund mangelnder Güte oder Zweifeln an der Unabhängigkeit, für diesen keinen Nutzen mehr bringen würde. Die Situationsbeschreibung ‘absent other factors’ charakterisiert aufgrund der vielen staatlichen Eingriffe aber schon lange nicht mehr die tatsächlichen Gegebenheiten auf dem Ratingmarkt. Die Marktverwerfungen, welche durch die Finanzkrise 2007 besonders deutlich erkennbar wurden, sollen nun durch erneute staatliche Eingriffe korrigiert werden.

Im Folgenden werden die wichtigsten gesetzlichen sowie berufsständischen Regelungen zur Sicherung der Unabhängigkeit sowohl von Wirtschaftsprüfern als auch von Ratingagenturen vorgestellt. Aufgrund der Vielzahl an Regelungen erheben die Ausführungen zu den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften nicht den Anspruch auf Vollständigkeit, sondern dienen vielmehr dazu, die mannigfaltigen Parallelen zu den Regelungen und Vorschlägen bezüglich der Ratingagenturen zu verdeutlichen.

---

<sup>233</sup> Partnoy (1999), S. 629.

### 3.4.1 Wirtschaftsprüfung

Aufgrund ihrer zentralen Bedeutung finden sich zahlreiche Vorschriften zur Sicherstellung der Unabhängigkeit im Berufsrecht (WPO; Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer (kurz BS WP/vBP)), im deutschen Handelsrecht sowie im EU-Recht. Da US-amerikanische Vorschriften und Empfehlungen, wie bspw. das bedeutendste jüngste Gesetz, der Sarbanes-Oxley Act<sup>234</sup> vom 30.07.2002, sowie EU-Richtlinien und -Empfehlungen Eingang in die deutsche Gesetzgebung gefunden haben, kann auf eine gesonderte Darstellung amerikanischer Regelungen vollständig, europäischer Regelungen in Teilen verzichtet werden.<sup>235</sup>

Das grundsätzliche Gebot der Unabhängigkeit eines Abschlussprüfers ist in § 43 Abs. 1 WPO verankert. Daraus ergibt sich die Pflicht zur Versagung der Tätigkeit, sofern der jeweilige Prüfer befangen ist oder nach § 49 WPO auch nur die Besorgnis der Befangenheit besteht.<sup>236</sup> In diesem Zusammenhang ist zudem § 55a WPO erwähnenswert, welcher in Absatz 1 das Verbot von Erfolgshonoraren sowie in Absatz 2 das Verbot der Provisionsannahme/-gewährung kodifiziert.<sup>237</sup> Auch § 44 Abs. 1 S. 1 u. 2 WPO dient u.a. dem Ziel, Unabhängigkeit zu gewährleisten, da die Vorschrift den Wirtschaftsprüfer verpflichtet, eigenverantwortlich tätig zu sein, und somit verbietet, auf Weisung ein Urteil abzugeben, welches seiner tatsächlichen Überzeugung widerspricht.<sup>238</sup> Ferner verlangt § 55c von einigen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften die Erstellung und Veröffentlichung eines jährlichen Transparenzberichtes.<sup>239</sup>

Die Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer konkretisiert einzelne Bestimmungen der WPO (z. B. §§ 2, 20 und 21 der Berufssatzung) und formuliert darüber hinaus einzelne Unabhängigkeitsgefährdungen wie das Eigeninteresse finanzieller und sonstiger Art (§ 23 der Berufssatzung), die Selbstprüfung (§ 23a der Berufssatzung), die Interessenvertretung (§ 23b der Berufssatzung) sowie die persönliche Vertrautheit (§ 24 der Berufssatzung).<sup>240</sup>

---

<sup>234</sup> Siehe Sarbanes-Oxley Act (2002).

<sup>235</sup> Vgl. Zimmermann (2008), S. 21.

<sup>236</sup> Siehe § 43 Abs. 1 u. § 49 WPO.

<sup>237</sup> Siehe § 55a Abs. 1 u. 2 WPO.

<sup>238</sup> Siehe § 44 Abs. 1 S. 1 u. 2 WPO.

<sup>239</sup> Siehe § 55c WPO. Danach muss ein Wirtschaftsprüfer in dem Transparenzbericht u.a. alle im Kalenderjahr geprüften Unternehmen des öffentlichen Interesses auflisten, erklären, welche Maßnahmen zur Wahrung der Unabhängigkeit getroffen wurden, sowie aufschlüsseln, welche Dienstleistungsart in welcher Höhe zum Gesamtumsatz beigetragen hat, vgl. Marten et al. (2015), S. 177.

<sup>240</sup> Siehe BS WP/vBP (2012).

Im deutschen Handelsgesetzbuch finden sich zudem in den §§ 319 und 319a konkrete Ausschlussgründe, auf welche die Berufssatzung in § 22a verweist. Genannte Ausschlussgründe sind beispielsweise<sup>241</sup>:

- der Besitz von Anteilen an der zu prüfenden Gesellschaft,
- die Tätigkeit des Prüfers als gesetzlicher Vertreter, Aufsichtsratsmitglied oder Arbeitnehmer der zu prüfenden Gesellschaft oder bei Unternehmen, die mit der zu prüfenden Gesellschaft verbunden sind oder von dieser Gesellschaft mehr als 20 Prozent der Anteile besitzen,
- die Mitwirkung an der Buchführung und der Jahresabschlusserstellung über die eigentliche Prüfungstätigkeit hinaus,
- wenn eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in den letzten fünf Jahren Einnahmen<sup>242</sup> aus Prüfung und Beratung hatte, die jeweils mehr als dreißig vom Hundert der Gesamteinnahmen aus ihrer beruflichen Tätigkeit von der zu prüfenden Kapitalgesellschaft und von Unternehmen, an denen die zu prüfende Kapitalgesellschaft mehr als zwanzig vom Hundert der Anteile besitzt, bezogen hat und dies auch im laufenden Geschäftsjahr zu erwarten ist.

Besondere Ausschlussgründe nach § 319a HGB ergeben sich, falls das zu prüfende Unternehmen kapitalmarktorientiert im Sinn des § 264d HGB ist. Dann

- reduziert sich die obige Einnahmengrenze von 30 % auf 15 %,
- gelten auch Rechts- und Steuerberatungsleistungen als Ausschlussgründe, sofern sie über das Aufzeigen von Gestaltungsalternativen hinausgehen und wesentlichen Einfluss auf die Darstellung der Lage haben,
- gelten auch Tätigkeiten für die Einrichtung von Rechnungslegungsinformationssystemen (falls nicht von untergeordneter Bedeutung) als Ausschlussgründe,
- darf ein Wirtschaftsprüfer ein Unternehmen nicht prüfen, wenn er in wenigstens sieben Fällen den Bestätigungsvermerk beim Unternehmen erteilt hat;

---

<sup>241</sup> Siehe § 319 u. § 319a HGB.

<sup>242</sup> Mit der Verwendung des Begriffes ‚Gesamteinnahmen‘ wird implizit eine Vereinbarkeit weiterer Tätigkeiten mit Prüfung, z. B. auch Beratung, durch den Gesetzgeber signalisiert, vgl. u.a. Marten et al. (2015), S. 186.

dies gilt nicht, wenn seit dem letzten Testat zwei oder mehr Jahre vergangen sind.<sup>243</sup>

Bereits wenn einer der in §§ 319, 319a HGB aufgeführten Tatbestände vorliegt, wird die Besorgnis der Befangenheit unwiderlegbar vermutet.<sup>244</sup> Eine jüngere und bekannte Regulierungsinitiative ist das ‚Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts‘ (BilMoG), welches u.a. die Anforderungen an die interne Rotation verschärfte.<sup>245</sup>

Weitere Normen zur Förderung der Unabhängigkeit sind der § 318 HGB, welcher einen unberechtigten Entzug eines bereits erteilten Prüfauftrages verhindern soll, ohne dass gewichtige Gründe vorliegen, sowie die Normen §§ 285 S. 1 Nr. 17 sowie 314 Abs. 1 Nr. 9 HGB zur Publizität der Honorare.<sup>246</sup>

Auf europäischer Ebene sind vor allem die modifizierte 8. EG-Richtlinie und die hierin enthaltenen Maßnahmen zur Stärkung der Unabhängigkeit sowie die Richtlinie 2006/43/EG vom 17.05.2006 mit Regelungen zur Gewährleistung der Prüfungsqualität von Bedeutung.<sup>247</sup> Darin werden nicht nur unabhängigkeitsgefährdende Sachverhalte benannt, sondern auch zahlreiche Schutzmaßnahmen aufgeführt. Darüber hinaus sorgte das letzte Grünbuch mit dem Titel ‚Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise‘ der Europäischen Kommission vom 13. Oktober 2010 für Aufsehen in der Branche.<sup>248</sup> In diesem Konsultationspapier diskutierte die Kommission die Rolle der gesetzlichen Abschlussprüfung – auch als Reaktion auf die jüngste Finanzmarktkrise. Wie bereits erwähnt, mündete das Grünbuch zwischenzeitlich in die geänderte Richtlinie und die neue Verordnung über Abschlussprüfungen.<sup>249</sup> Beide wurden am 27. Mai 2014 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. Wichtigste Neuerungen sind sicherlich die Einführung einer externen Pflichtrotation nach i.d.R. zehn Jahren sowie weitere Beschränkungen beim Angebot von Nichtprüfungsleistungen i.V.m. Abschlussprüfungen. Dazu wurde eine Liste von unzulässigen Nichtprüfungsleistungen veröffentlicht. Die neuen Rege-

---

<sup>243</sup> Siehe § 319a u. § 264d HGB.

<sup>244</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 154 f.

<sup>245</sup> Siehe Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts.

<sup>246</sup> Siehe § 318 u. § 285 S. 1 Nr. 17 sowie § 314 Abs. 1 Nr. 9 HGB.

<sup>247</sup> Siehe EG-Richtlinie (1984) sowie EG-Richtlinie (2006).

<sup>248</sup> Vgl. Europäische Kommission (2010a), Grünbuch ‚Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise‘.

<sup>249</sup> Siehe EU-Richtlinie (2014) sowie Verordnung (EU) Nr. 537/2014.

lungen betreffen allerdings ausschließlich Abschlussprüfungen bei Unternehmen von öffentlichem Interesse, sogenannte Public Interest Entities (PIEs).<sup>250</sup>

### 3.4.2 Rating

In Europa vollziehen sich die Bestrebungen, die Ratingbranche zu regulieren, primär auf Ebene der Europäischen Union.<sup>251</sup> Wie in Kapitel 2.3 herausgearbeitet, ist für die gesetzliche Kodifizierung insbesondere die ‚Verordnung (EG) Nr. 1060/2009‘ über Ratingagenturen aus dem Jahr 2009 von Bedeutung.<sup>252</sup> Die EU-Verordnung schreibt darin den Agenturen Verhaltens- und Organisationsregeln vor, um etwaigen Interessenskonflikten vorzubeugen, die Unabhängigkeit zu stärken und für Ratings sowie deren Erstellung eine hohe Qualität und Transparenz zu gewährleisten. Auf die Regelungen des privatwirtschaftlichen Verhaltenskodex ‚Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies‘ der IOSCO muss nicht gesondert eingegangen werden, da der Kodex mittlerweile nur noch eine untergeordnete Rolle spielt. Seine Inhalte finden sich weitestgehend in den Verordnungen wieder.<sup>253</sup>

Das oberste Ziel der Ratingverordnung wird bereits in Artikel 1 formuliert: Hiernach sollen die Voraussetzungen für die Abgabe und Erstellung von Ratings sowie Organisations- und Verhaltensregeln für Ratingagenturen festgelegt werden, die die Unabhängigkeit von Agenturen sowie die Vermeidung von Interessenskonflikten fördern sollen.<sup>254</sup> Nur so kann nach Ansicht der EU das Funktionieren der Märkte sowie das Vertrauen von Anlegern und Verbrauchern wieder sichergestellt werden.<sup>255</sup>

Artikel 6 der Ratingverordnung konkretisiert diese Zielsetzung, indem ausgeführt wird, dass eine Ratingagentur alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen habe, damit „die Abgabe eines Ratings oder eines Ratingausblicks nicht von bestehenden oder potenziellen Interessenskonflikten oder Geschäftsbeziehungen der Ratingagen-

---

<sup>250</sup> Für eine nähere Besprechung des Grünbuches mitsamt der neuen Regulierungserlasse siehe u.a. Humphrey et al. (2011).

<sup>251</sup> Die amerikanischen Unabhängigkeitsregulierungen werden nicht gesondert behandelt, da sie einerseits große Parallelen zu den in der europäischen Union erlassenen Regelungen aufweisen, andererseits auch hinter den Bestimmungen der EU zurückbleiben, vgl. Darbellay/Partnoy (2012), S. 14. Für eine ausführliche Aufarbeitung US-amerikanischer Vorschriften siehe Bai (2010).

<sup>252</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009.

<sup>253</sup> Vgl. IOSCO (2004), Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

<sup>254</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 1.

<sup>255</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Begründung Abs. (1).

tur, die das Rating oder den Ratingausblick abgibt, ihrer Anteilseigner, ihrer Geschäftsleitung [oder] ihrer Ratinganalysten [...] beeinflusst wird.“<sup>256</sup> Artikel 6 Satz 2 verweist in diesem Zusammenhang auf die umfangreiche Auflistung konkreter organisatorischer sowie operationeller Anforderungen in Anhang, I Abschnitte A und B, wobei der Anhang auffallende Ähnlichkeit mit der Aufzählung des § 319 HGB zu den Wirtschaftsprüfungen aufweist. Danach muss bspw. gewährleistet sein, dass:<sup>257</sup>

- Ratingtätigkeiten unabhängig sind – auch von jeglicher politischen und wirtschaftlichen Einflussnahme oder Restriktion – und Interessenskonflikte ordnungsgemäß ermittelt, gehandhabt und offengelegt werden,
- eine Ratingagentur auf eine Art und Weise organisiert ist, die gewährleistet, dass ihre Geschäftsinteressen die Unabhängigkeit und Korrektheit der Ratingtätigkeiten nicht gefährden,
- eine Ratingagentur zweckmäßige und wirksame organisatorische und administrative Vorkehrungen trifft, um alle in den Anhängen genannten Interessenskonflikte zu verhindern, zu erkennen, zu beseitigen oder zu bewältigen und offenzulegen,
- eine Ratingagentur die Namen der bewerteten Unternehmen oder verbundenen Dritten veröffentlicht, von denen sie mehr als 5 % ihrer Jahreseinnahmen erhält,
- eine Ratingagentur kein Rating abgibt oder erteilt, wenn ein Ratinganalyst direkt oder indirekt eine wie auch immer geartete wirtschaftliche Verbindung zu dem zu bewertenden Unternehmen unterhält,
- eine Ratingagentur kein Rating abgibt oder erteilt, wenn zwischen Mitarbeitern oder Anteilseignern der Ratingagentur persönliche Verbindungen zu dem zu bewertenden Unternehmen bestehen, indem diese bspw. Mitglied des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des bewerteten Unternehmens sind,
- eine Ratingagentur für das bewertete Unternehmen oder einem mit ihm verbundenen Dritten keine Beratungsleistungen erbringt,<sup>258</sup>

---

<sup>256</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 6, geändert durch Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 6.

<sup>257</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 6 (2) i.V.m. Anhang I, Abschnitt A u. B.

<sup>258</sup> Eine Ratingagentur kann neben der Abgabe von Ratings auch andere Dienstleistungen erbringen („Nebendienstleistungen“). Eine detaillierte Beschäftigung mit dem Verbot simultaner Raterstellung und Beratung erfolgt in Kapitel 5.4.

- eine Ratingagentur sicherstellt, dass ihre Ratinganalysten oder Personen, die Ratings genehmigen, weder formell noch informell Vorschläge unterbreiten oder Empfehlungen abgeben, die die Konzeption strukturierter Finanzinstrumente betreffen, zu denen von der Ratingagentur ein Rating erwartet wird.

Artikel 7 der Ratingverordnung 2009 verlangt zudem, dass

- eine Ratingagentur sicherstellt, dass die relevanten Personen mit bewerteten Unternehmen, mit ihnen verbundenen Dritten oder Personen, die über ein Kontrollverhältnis direkt oder indirekt mit dem bewerteten Unternehmen verbunden sind, keine Verhandlungen über Entgelte oder Zahlungen einleiten und auch nicht an solchen Verhandlungen teilnehmen,
- eine Ratingagentur ein geeignetes graduelles Rotationssystem für Ratinganalysten und Personen, die an dem Rating beteiligt sind, führt. Diese interne Rotation erfolgt gestaffelt und betrifft einzelne Analysten und nicht ein Team insgesamt,
- die Vergütung und Leistungsbewertung von Mitarbeitern, die an der Erstellung von Ratings oder Ratingausblicken beteiligt sind, sowie von Personen, die Ratings oder Ratingausblicke genehmigen, nicht von den Einnahmen abhängen, die die Ratingagentur mit den bewerteten Unternehmen oder den mit ihnen verbundenen Dritten erzielt.<sup>259</sup>

Weitere die Unabhängigkeit fördernde Normen sind z. B. der Artikel 10, welcher ähnlich wie § 318 HGB darauf abzielt, einen unberechtigten Entzug eines bereits erteilten Auftrages zu verhindern. So muss eine „Ratingagentur [...] alle Ratings und Ratingausblicke sowie jede Entscheidung zum Abbruch eines Ratings unterschiedslos und rechtzeitig bekannt [geben]. Im Falle einer Entscheidung zum Abbruch eines Ratings umfassen die bekanntgegebenen Informationen auch eine vollständige Begründung der Entscheidung.“<sup>260</sup>

Analog zu § 55c WPO muss eine Ratingagentur zudem nach Artikel 12 einen jährlichen Transparenzbericht veröffentlichen, welcher verpflichtend die in Anhang I,

---

<sup>259</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 7, geändert durch Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 7.

<sup>260</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 10 (1), geändert durch Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 10 (1).

Abschnitt E, Teil III genannten Angaben enthält.<sup>261</sup> Hierbei handelt es sich bspw. um:

- alle aktuellen und potenziellen Interessenskonflikte im Sinne von Abschnitt B Nummer 1,
- ein Verzeichnis ihrer Nebendienstleistungen,
- die allgemeinen Grundsätze für die Vergütung ihrer Mitarbeiter,
- eine Liste der 20 größten Kunden der Ratingagentur, aufgeschlüsselt nach den mit ihnen erzielten Umsatzerlösen,
- eine Liste all der Kunden der Ratingagentur, deren Beitrag zur Wachstumsrate der Umsatzerlöse der Ratingagentur im letzten Geschäftsjahr die Wachstumsrate der Gesamtumsatzerlöse der Ratingagentur in diesem Jahr um mehr als das 1,5-fache überstieg. Jeder derartige Kunde wird nur dann in die Liste aufgenommen, wenn er in jenem Geschäftsjahr mehr als 0,25 % der Gesamtumsatzerlöse der Ratingagentur weltweit ausmachte,
- eine Liste der Gebühren, die den einzelnen Kunden für individuelle Ratings und Nebendienstleistungen in Rechnung gestellt wurden,
- das Ergebnis der jährlichen internen Überprüfung ihrer unabhängigen Compliance-Funktion,
- eine Beschreibung der Geschäftsführung und der Rotationspolitik für Ratinganalysten,
- Finanzinformationen über die Einnahmen der Ratingagentur, aufgeschlüsselt nach Honoraren für Rating- und für Nicht-Ratingtätigkeiten, wobei diese ausführlich zu beschreiben sind.

Aus Sicht der EU-Kommission wurden mit der Verordnung aus dem Jahre 2009 erste notwendige Schritte unternommen, um die Ratingqualität zu sichern.<sup>262</sup> Doch die Kommission sah weiterhin eine Reihe von Problemen, welche in der ersten Verord-

---

<sup>261</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 12 i.V.m. Anhang I, Abschnitt E, Teil III.

<sup>262</sup> Seit ihrer Erstveröffentlichung wurde die ‚Verordnung (EG) Nr. 1060/2009‘ mehrmals überarbeitet, u.a. durch die ‚Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen‘. Als wichtigste Veränderung dieser Überarbeitung wurde der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) die alleinige Aufsicht über die in der EU registrierten Ratingagenturen übertragen, um die Registrierung und Beaufsichtigung auf europäischer Ebene zu zentralisieren und zu vereinfachen, siehe Verordnung (EU) Nr. 513/2011.

nung über Ratingagenturen nicht hinreichend beachtet worden waren. Nach einem informellen Treffen am 30. September und 1. Oktober 2010 gab der Rat für Wirtschaft und Finanzen daher bekannt, dass er weiterreichende Maßnahmen für notwendig erachte. Zu diesen Problemen gehören etwa das Risiko eines übermäßigen Rückgriffs auf Ratings sowie das Risiko von Interessenskonflikten, die aus dem Vergütungsmodell des zahlenden Emittenten (Issuer-pays-Modell) erwachsen.<sup>263</sup> Darüber hinaus sieht die Kommission ein Risiko der Vertrautheit, welches sich aus den meist langlebigen Geschäftsbeziehungen zwischen Mandant und Agentur ergibt.<sup>264</sup> Aufgrund dessen erließ das europäische Parlament im Jahr 2013 die ‚Verordnung (EU) Nr. 462/2013‘ mit wesentlichen Neuerungen wie der Einführung einer externen Rotation, Regelungen über Besitzverhältnisse sowie erweiterten Haftungsregeln.<sup>265</sup>

Der neue Artikel 6b der Verordnung aus dem Jahr 2013 regelt die Höchstlaufzeit der vertraglichen Beziehungen zu einer Ratingagentur und normiert so erstmalig die externe Rotation.<sup>266</sup> Eine genauere Besprechung der erlassenen Rotationsregeln erfolgt in Kapitel 5.3.

Eine letzte wesentliche Neuerung, welche im Zusammenhang mit Maßnahmen zur Sicherung der Unabhängigkeit steht, betrifft mit Artikel 35a Bestimmungen zur zivilrechtlichen Haftung. Demzufolge kann ein Anleger oder Emittent von einer Ratingagentur für den ihm entstandenen Schaden Ersatz verlangen, falls die Agentur vorsätzlich oder grob fahrlässig eine in Anhang III der Verordnung näher spezifizierte Zuwiderhandlung begangen und sich dieser Verstoß auf das Rating ausgewirkt hat.<sup>267</sup> Erschwert wird den Anlegern eine solche Schadenersatzforderung jedoch aufgrund der Beweislast, welche gänzlich bei den Anlegern angesiedelt ist. So kann ein Anleger nach Artikel 35a Schadenersatz nur dann verlangen, wenn er nachweist, dass er sich bei seiner Entscheidung, in ein Finanzinstrument, auf das sich dieses Rating bezieht, zu investieren, dieses Instrument weiter zu halten oder zu veräußern, in ver-

---

<sup>263</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011b), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, S. 2.

<sup>264</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011b), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, S. 5.

<sup>265</sup> Art. 6a der Verordnung (EU) Nr. 462/2013 behandelt Interessenskonflikte in Zusammenhang mit Investitionen in Ratingagenturen. Zudem wurden auch umfangreiche Maßnahmen sowie ein Aktionsplan zur Reduzierung von Rückgriffen auf Ratings in anderen Regulierungswerken beschlossen.

<sup>266</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 6b.

<sup>267</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 35a.

tretbarer Weise im Einklang mit Artikel 5a Absatz 1 oder in sonstiger Weise mit gebührender Sorgfalt auf das entsprechende Rating verlassen hat. Er muss ferner belegen, dass das Rating sich auf ihn oder seine Finanzinstrumente bezieht und die Zuwiderhandlung nicht darauf zurückzuführen ist, dass der Emittent die Ratingagentur direkt oder aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen irreführend oder falsch informiert hat. Es liegt in der Verantwortung des Anlegers oder Emittenten, genaue und detaillierte Informationen vorzulegen, aus denen hervorgeht, dass die Ratingagentur gegen die Verordnung verstoßen und sich diese Zuwiderhandlung auf das abgegebene Rating ausgewirkt hat.<sup>268</sup> Es sind die entsprechenden nationalen Gerichte, die letztlich zuständig sind und die Sachverhalte bewerten.

### 3.5 Zwischenfazit

Die Ausführungen des Kapitels 3 zeigen, dass ein Rückgriff auf die Accounting-Forschung erlaubt, anhand der Begriffsbestimmung von Prüfungsqualität eine geeignete und in formalanalytischen Modellen operationalisierbare Definition des Begriffes Ratingqualität abzuleiten. Überdies ist es aufgrund der zahlreichen Analogien zwischen beiden Branchen möglich, auch das theoretische Unabhängigkeitskonzept der Wirtschaftsprüfungsforschung auf das Themenfeld Rating bzw. Ratingagenturen zu übertragen und die in Zusammenhang mit Ratingagenturen identifizierten Gefahrenatbestände bezüglich der Unabhängigkeit inhaltlich in weitgehend identische Gruppen zu subsumieren, wie sie in der Literatur über Wirtschaftsprüfung bereits Verwendung finden.

Sowohl die Regulierung der Wirtschaftsprüfung als auch jene der Ratingagenturen wurden auch aus der Sichtweise eines externen Adressaten konzipiert, welcher zu Recht ein vertrauenswürdiges Urteil erwartet. Die EU-Kommission weist explizit darauf hin, dass Ratings nicht nur tatsächlich unabhängig sein, sondern eben von den Marktteilnehmern auch so wahrgenommen werden müssen und unterstreicht damit nochmals die hohe Sensibilität der angebotenen (Vertrauens-) Dienstleistungen.<sup>269</sup> Dementsprechend lassen sich die Normen und Vorschläge zur Regulierung von Ra-

---

<sup>268</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 35a i.V.m. Art. 5a. Zu einer kritischen Besprechung der Beweislast siehe z. B. Staikouras (2012), S. 134 f.

<sup>269</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8).

tingagenturen auch danach einteilen, ob sie eher die innere Unabhängigkeit sicherstellen sollen (bspw. einer zu starken Vertrautheit entgegenwirken) oder mehr dazu geeignet sind, die äußere Unabhängigkeit zu gewährleisten (z. B. durch das Verbot personeller und familiärer Verbindungen zum Mandanten). Einige der Regulierungsinstrumente knüpfen dabei an beobachtbare Faktoren an, etwa die Regeln zur Umsatzabhängigkeit, was schlicht einer einfacheren Kontrolle der späteren Durchsetzung der Regelwerke geschuldet ist. Die Gesetzgeber versuchen so, dem Konzept Unabhängigkeit Operationalität zu verleihen. Liegen ebensolche Faktoren vor, begründen sie die Besorgnis der Befangenheit.<sup>270</sup> Da die faktische Unabhängigkeit aber auch stark von nicht-beobachtbaren Faktoren wie der persönlichen Einstellung oder den individuellen Eigenschaften der Analysten abhängt, setzen die Regulierungsvorschläge ferner an den Erwartungen der unterschiedlichen Kapitalmarktakteure an und versuchen, die vielgestaltigen Gefahrentatbestände bestmöglich zu minimieren.

Durch den Rückgriff auf die Accounting-Forschung konnte auch für Ratingagenturen ein geeigneter theoretischer Bezugsrahmen entwickelt werden, vor dessen Hintergrund die Wirkungsweisen der erlassenen Regulierungsinstrumente modelltheoretisch besser beurteilt und eingeordnet werden können. Dabei ist es kein Zufall, dass im Zuge des regulativen Prozesses seit dem Jahr 2009 durch die Normgeber auf gleichartige Instrumente zurückgegriffen wird. So wurde in EU-Arbeitsgruppen und Gesprächsrunden wiederholt darauf hingewiesen, dass bekannte Instrumente aus der Wirtschaftsprüfungsregulierung gegebenenfalls als Vorbild für die Ratingregulierung dienen könnten.<sup>271</sup> Die nachfolgende Tabelle 3 fasst die wichtigsten Instrumente zur Regulierung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen und zur Vermeidung von Interessenskonflikten zusammen und stellt sie den entsprechenden Instrumenten aus der Wirtschaftsprüfungsregulierung gegenüber.

---

<sup>270</sup> Vgl. Schindler/Rosin (2001), S. 119 f.

<sup>271</sup> Vgl. z. B. Europäische Kommission (2011a), Protokoll zum Roundtable on Credit Rating Agencies.

**Tabelle 3: Instrumente zur Sicherung der Unabhängigkeit von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Ratingagenturen**

<b>Wirtschaftsprüfung</b>	<b>Rating</b>
Verbot von Erfolgshonoraren sowie das Verbot der Provisionsannahme/-gewährung	Die Vergütung und Leistungsbewertung von Analysten und Personen, die Ratings genehmigen, dürfen nicht von den Einkünften abhängen, die die Ratingagentur von den bewerteten Unternehmen erhält
Pflicht zur Erstellung eines jährlichen Transparenzberichtes	Pflicht zur Erstellung eines jährlichen Transparenzberichtes
Ausschlussgründe gemäß dem Kriterienkatalog der §§ 319 und 319a HGB, bspw.: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Verbot der Abschlussprüfung bei gleichzeitiger Mitwirkung an der Buchführung/der Jahresabschlusserstellung (Selbstprüfungsverbot)</li> <li>• Einnahmengrenze zwischen 30 % und 15 %</li> <li>• Verbot wirtschaftlicher, personeller (familiärer) oder beruflicher Verbindungen zwischen Prüfer und zu prüfendem Unternehmen</li> </ul>	Anhang I Abschnitte A u. B der Ratingverordnung enthalten einen Kriterienkatalog konkreter organisatorischer sowie operationeller Anforderungen, bspw.: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Raterstellungsverbot, falls beratend an der Konstruktion bspw. strukturierter Finanzprodukte teilgenommen wurde (Selbstprüfungsverbot)</li> <li>• Veröffentlichungspflicht der Namen der bewerteten Unternehmen, von denen die Ratingagentur mehr als 5 % ihrer Jahreseinnahmen erhält</li> <li>• Verbot wirtschaftlicher, personeller (familiärer) oder beruflicher Verbindungen zwischen Analysten und zu bewertendem Unternehmen</li> </ul>
§ 318 HGB, welcher einen unberechtigten Entzug eines bereits erteilten Prüfauftrages verhindern soll, ohne dass gewichtige Gründe vorliegen	Art. 10 der Ratingverordnung, nach dem eine Ratingagentur alle Ratings sowie jede Entscheidung zum Abbruch eines Ratings unterschiedslos und rechtzeitig bekannt geben muss samt der umfassenden Gründe für die Entscheidung
Teilweise Publizität der Honorare	Teilweise Publizität der Honorare im jährlichen Transparenzbericht
Trennung von Beratung und Abschlussprüfung durch einen Katalog unzulässiger Nichtprüfungsleistungen	konkrete Auflistung zu- und unzulässiger Beratungsleistungen
Ziel der Marktöffnung für kleinere Prüfungsgesellschaften	Ziel der Marktöffnung für kleinere Ratingagenturen
Interne Rotation nach 7 Bestätigungsvermerken (3 Jahre cooling-off)	Pflicht zur Schaffung eines graduellen, internen Rotationssystems
Externe Rotation i.d.R. nach 10 Jahren bei sog. PIE	Externe Rotation nach 4 Jahren bei Originatoren strukt. Finanzprodukte
Haftungsrecht	Haftungsregeln

Quelle: Eigene Gegenüberstellung.

## 4 Wirtschaftsprüfung und Rating: Zentrale Unterschiede

Die Ergebnisse der modelltheoretischen Analyse hängen naturgemäß entscheidend von den zugrunde gelegten Annahmen ab, weshalb nun nach der intensiven Beschäftigung mit den zahlreichen Parallelen zwischen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Ratingagenturen die für diese Arbeit zentralen Unterschiede beider Branchen herausgearbeitet werden. Dabei sind besonders jene Unterschiede von Bedeutung, welche eine veränderte Modellierung bedingen und/oder zu einer abweichenden Evaluierung der Modellergebnisse und somit auch zu einer unterschiedlichen Beurteilung der Regulierungsinstrumente führen könnten.<sup>272</sup> Die folgenden Ausführungen unterstreichen zudem nochmals die Notwendigkeit, innerhalb der Ratingarten zwischen dem klassischen Rating und dem Rating strukturierter Finanzprodukte zu differenzieren.

### 4.1 Profitabilität

Ein erster Unterschied besteht in der Profitabilität beider Branchen. Diese war bei Ratingagenturen im Gegensatz zu den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften über lange Zeit lediglich mäßig. Sind Letztere aber seit vielen Jahren einem hohen Preis- und Margendruck ausgesetzt, der die Rentabilität sinken lässt, verbesserte sich die Profitabilität der Ratingagenturen infolge der Umstellung auf das heute aktuelle Bezahlungssystem, des Booms der strukturierten Finanzprodukte sowie insbesondere der Verwendung von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarkts und der damit einhergehenden Schaffung des NRSRO-Status.<sup>273</sup> Das durch den NRSRO-Status staatlich manifestierte Oligopol sowie die staatlich gesteuerte Nachfrage aufgrund der Rating-based Regulation ermöglichen es den Agenturen, unabhängig von ihrer eigentlichen Leistung und ihrem Beitrag zur Informationseffizienz, ökonomische Renten zu erzielen.<sup>274</sup> Zahlen von Moody's aus dem Jahr 2000 weisen eine Gesamtkapitalrentabilität von 52,8 % aus, was selbst für renditestarke Wirtschaftszweige abnorm ist.<sup>275</sup> Dies

---

<sup>272</sup> Andere Unterschiede, etwa im Urteilsfindungsprozess, spielen keine Rolle für die Fragestellung der vorliegenden Arbeit.

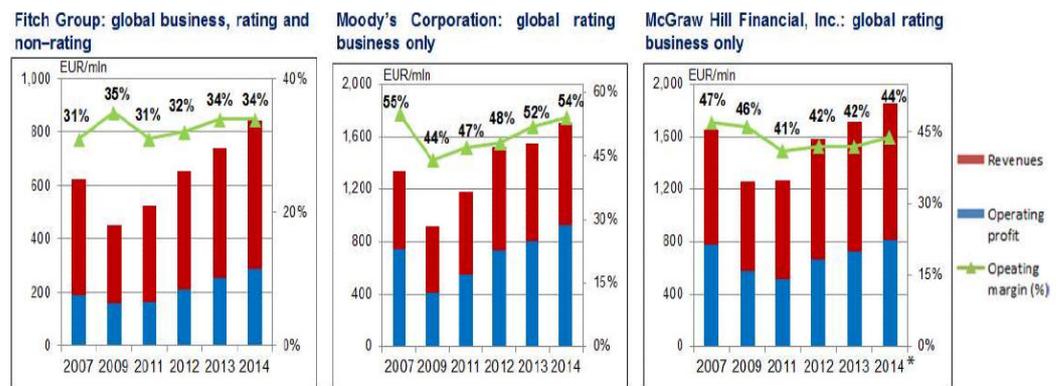
<sup>273</sup> Vgl. für Ratingagenturen Partnoy (2006), S. 62 ff., für Prüfungsgesellschaften WPK (2012), S. 27.

<sup>274</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 62 ff.

<sup>275</sup> Vgl. White (2001), S. 17 f.

änderte sich auch nicht durch die erhebliche Kritik an ihrer Arbeit und dem damit verbundenen Druck der vergangenen Jahre. Aktuelle Erhebungen der ESMA für die Jahre 2007 - 2014 belegen weiterhin Margen zwischen 35 % und 54 %. Die neuesten Zahlen zeigen außerdem, dass Umsatz und Marge der großen drei Agenturen – nach einem nur kurzen Einbruch in den Jahren direkt nach Ausbruch der Krise 2007 – bereits im Jahr 2013 wieder das Vorkrisenniveau erreicht hatten oder dieses gar übertrafen.<sup>276</sup>

Abbildung 1: Umsatz- und Margenentwicklung in den Jahren 2007 - 2014<sup>277</sup>



Quelle: ESMA (2016), Annual report 2016/234, ESMA supervision of Credit Rating Agencies and Trade Repositories, S. 46.

Aufgrund ihrer aufsichtsrechtlichen Verwendung stellen allein die Ratings akkreditierter Agenturen für viele Kapitalmarktteilnehmer einen Wert dar.<sup>278</sup> Die starke Nutzung von Ratings in der Kapitalmarktregulierung erklärt nach Partnoy dann auch das, was er als ‚the paradox of credit ratings‘ bezeichnet, nämlich dass diese für Investoren wertvoll sein können, ohne aber unbedingt einen Informationswert besitzen zu müssen.<sup>279</sup> Seiner Meinung nach sind Ratingagenturen weniger aufgrund ihrer originären Aufgabe als Informationsintermediäre so erfolgreich, als vielmehr wegen ihrer Funktion als Händler von sogenannten ‚regulatory licences‘, welche vielen Kapitalmarktakteuren erst den Zugang zu Finanzmärkten ermöglichen. Dies hat sich auch Jahre nach Beginn der Krise nicht geändert – der regulatorische Rückgriff auf Ra-

<sup>276</sup> Vgl. ESMA (2016), Annual report 2016/234, S. 46 f.

<sup>277</sup> McGraw Hill Financial Inc., seit April 2016 S&P Global Inc., ist der Mutterkonzern der Ratingagentur Standard & Poor's.

<sup>278</sup> Vgl. Randow (1996), S. 563 f.

<sup>279</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 81.

tings wird nach übereinstimmender Einschätzung von Experten und Regulatoren mangels Alternativen auch mittelfristig bestehen bleiben.<sup>280</sup>

Der Funktionswechsel der Ratingagenturen weg von reinen ‚gatekeepern‘ zu ‚gateopenern‘ steht zudem in direkter Verbindung mit der engen Verstrickung der Ratingagenturen und der letzten Finanzkrise. Erst durch die vorwiegend positiven Beurteilungen der Ratingagenturen war der seit den 1990er-Jahren aufkommende Boom des Verbriefungsmarktes respektive der strukturierten Finanzprodukte möglich. Zugleich gehören die Agenturen auch mit zu den Hauptprofiteuren, da die in diesem Geschäftsfeld zu erzielenden Margen, verglichen mit dem klassischen Corporate Bond-Rating, überdurchschnittlich hoch waren und noch immer sind. Für Corporate Bond-Ratings werden üblicherweise Preise in Höhe von 3 - 6,15 Basispunkten bezogen auf das Emissionsvolumen verlangt, bei strukturierten Finanzprodukten liegen die Preise bei bis zu 12 Basispunkten.<sup>281</sup> Die Einnahmen aus Ratings für strukturierte Finanzprodukte trugen in Spitzenzeiten bis zu 50 % zum Gesamtumsatz bei.<sup>282</sup> So stammten im Jahr 2008 rund 44 % der Einnahmen von Moody's aus dem Geschäft mit strukturierten Finanzprodukten, nur noch etwa 32 % aus dem Geschäft mit Corporate Bonds.<sup>283</sup>

Ratingagenturen wird in diesem Zusammenhang zudem vorgeworfen, riesige Mengen an immer neuen, komplexen Finanztiteln beurteilt zu haben, ohne aber über die entsprechend notwendige Expertise und Erfahrung sowie eine ausgereifte Rating-Methodologie zu verfügen; die dafür notwendigen und kostspieligen Investitionen in die erforderliche Infrastruktur wie eine angemessen hohe Anzahl an Mitarbeitern seien unterblieben, sodass die Flut an Aufträgen nicht mit der notwendigen Sorgfalt bewältigt werden konnte.<sup>284</sup>

Schließlich darf nicht unerwähnt bleiben, dass auch das fehlende Haftungsrecht, die unzureichende Aufsicht sowie die fehlenden Sanktionsmöglichkeiten den Preis des Produktes Rating verzerrten.<sup>285</sup> Demgegenüber ist das Überwachungs- und Sank-

---

<sup>280</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8), Partnoy (2009b), S. 2 sowie Europäische Kommission (2016b), S. 24.

<sup>281</sup> Vgl. Standard & Poor's (2015), U.S. Ratings Fees Disclosure sowie Partnoy (2006), S. 69.

<sup>282</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 10.

<sup>283</sup> Vgl. Coval et al. (2009), S. 4 f.

<sup>284</sup> Vgl. SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 10 ff.

<sup>285</sup> So wurde das Thema der zivilrechtlichen Haftung erstmalig durch die im Jahr 2013 erlassene Ratingverordnung Nr. 462/2013 adressiert.

tionssystem bei Wirtschaftsprüfungen seit Langem hoch entwickelt. So müssen Prüfungsgesellschaften etwa für ihre Verfehlungen finanziell einstehen, eventuelle Haftungskosten wie auch die Kosten aus den regulatorischen Anforderungen sind eingepreist.<sup>286</sup> Während also die Branche der Wirtschaftsprüfungen mit einem sehr volatilen wirtschaftlichen Umfeld konfrontiert ist und die Profitabilität u.a. aufgrund des zunehmenden Preiswettbewerbs seit Langem sinkt, wuchsen die Umsätze und die Profitabilität der Ratingagenturen insbesondere durch das Rating strukturierter Finanzprodukte überdurchschnittlich stark. Trotz ihrer häufig kritisierten Leistung gerade in diesem Bereich erlebten die großen drei Agenturen ihre bei weitem profitabelsten Jahre seit Beginn der Jahrtausendwende.<sup>287</sup> Zwischen den Jahren 2002 und 2007 konnten sie ihre Einnahmen sprunghaft verdoppeln, von ungefähr 3 Mrd. auf etwa 6 Mrd. US-Dollar.<sup>288</sup>

#### **4.2 Machtverhältnisse und die Glaubwürdigkeit von Drohungen**

Entscheidend bei einer Beurteilung, ob und vor allem weshalb es zu einer Beeinträchtigung der Unabhängigkeit kommen kann, ist letztlich die Frage nach den Machtverhältnissen zwischen den Akteuren. Welche Partei hat in der Beziehung zwischen Auftragnehmer und Auftraggeber die Möglichkeit, eine glaubwürdige Drohung auszusprechen? Zu den Faktoren, welche die Machtverhältnisse determinieren, zählen insbesondere

- (1) das Bezahlssystem,
- (2) die Anzahl der Marktteilnehmer,
- (3) der Anteil von Beratungsleistungen am Gesamtumsatz und
- (4) die Möglichkeit unlauteren Geschäftsgebarens.

---

<sup>286</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 66. Ein Extrembeispiel für Kosten in Zusammenhang mit Haftung ist sicherlich der Fall der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Arthur Anderson.

<sup>287</sup> Vgl. SEC (2009a), Speech of Commissioner Kathleen L. Casey of the U.S. Securities and Exchange Commission.

<sup>288</sup> Vgl. Levin/Coburn (2010), S. 31. Die Zahlen der ESMA ergeben leicht abweichende Werte, so lagen die Gesamteinkünfte 2007 bei rund 5,3 Mrd. US-Dollar, vgl. ESMA (2015a), Annual report 2015/280, S. 11 f.

### (1) Das Bezahlssystem

Ratingagenturen generieren ihre Umsätze mittlerweile hauptsächlich durch Gebühren, welche dem Emittenten abhängig vom Emissionsvolumen für das Rating berechnet werden.<sup>289</sup> Wirtschaftsprüfungen werden vom zu prüfenden Unternehmen bezahlt.<sup>290</sup> Sowohl Wirtschaftsprüfungsgesellschaften als auch Ratingagenturen werden also für ihre Dienstleistungen vom Auftraggeber bezahlt. Ein Unterschied besteht allerdings bei dem beauftragenden Organ. Im Rahmen einer Pflichtprüfung, bspw. einer Aktiengesellschaft, wird der Wirtschaftsprüfer nicht vom Management bestellt, sondern gemäß §§ 119 Abs. 1 Nr. 4 i.V.m § 124 Abs. 3 S. 1 AktG von der Hauptversammlung auf Vorschlag des Aufsichtsrats, im Idealfall also von einem unabhängigen Element der Aufsicht im System der Corporate Governance.<sup>291</sup> Ungeachtet dessen wird gemeinhin dem Management eines Unternehmens ein bestimmender Einfluss bei der Auswahl der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zugesprochen.<sup>292</sup> Im Unterschied dazu vergibt den Auftrag für ein Rating rechtlich wie faktisch das Management eines Unternehmens oder der Originator eines strukturierten Finanzproduktes. Prinzipiell wird in einem System, in welchem der Auftraggeber für die Leistung bezahlt, eine Gefährdung der Unabhängigkeit vermutet. Der Mandant einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder Ratingagentur hätte so etwa die Möglichkeit, mit der Terminierung zukünftiger Aufträge zu drohen, falls das Testat oder das Ratingurteil nicht in seinem Sinne ausfällt.

Ein weiterer Unterschied in Zusammenhang mit dem Bezahlssystem besteht auf den ersten Blick in der Ausgestaltung der Entlohnungssystematik. Ratingagenturen berechnen zumeist zwischen 3 und 6,15 Basispunkte auf Grundlage der Höhe einer Emission.<sup>293</sup> Daneben gibt es einzelverhandelte Sätze, z. B. für wiederkehrende Kunden oder auch eine Einmalgebühr für Erstkunden.<sup>294</sup> Die Entlohnung eines Prüfers dagegen wird üblicherweise nach Zeit- und Wertgebühren bemessen.<sup>295</sup> Zeitgebühren ergeben sich aus dem geschätzten Stundenanfall für die Prüfung eines Man-

---

<sup>289</sup> Vgl. Kapitel 2.2.1.

<sup>290</sup> Vgl. Ballwieser (2008), S. 4.

<sup>291</sup> Siehe §§ 119 Abs. 1 Nr. 4 u. 124 Abs. 3 S. 1 AktG.

<sup>292</sup> Vgl. Quick (2004), S. 494.

<sup>293</sup> Für komplexere Produkte wie strukturierte Finanzprodukte liegen die Gebühren deutlich höher, teils bei 10 - 12 Basispunkten, siehe Standard & Poor's (2015), U.S. Ratings Fees Disclosure sowie Partnoy (2006), S. 60 u. 69.

<sup>294</sup> Vgl. White (2001), S. 14.

<sup>295</sup> Die Erstattung von Auslagen wie Fahrtkosten, Spesen etc. können für die Zwecke dieser Arbeit für beide Anbieter natürlich vernachlässigt werden.

danten multipliziert mit einem Stundensatz. Wertgebühren richten sich nach weiteren auftragsabhängigen Faktoren, bspw. der Bilanzsumme oder dem Umsatz des Unternehmens, und gleichen damit eher einer Pauschale.<sup>296</sup> Zeitgebühren haben allerdings nur den Anschein einer Variabilität. Denn die anfallenden Arbeitsstunden werden bei Auftragsvergabe vom Prüfer geschätzt und dienen als Grundlage für das Angebot. Spätere Abweichungen von dem ursprünglichen Angebot sind zwar generell möglich, aber in der Praxis äußerst selten. Solange nicht gravierende mandantenverschuldete Umstände dazu führen, dass der Arbeitsaufwand für den Prüfer steigt, können Kostensteigerungen aufgrund einer ungenauen Angebotserstellung dem Mandanten äußerst selten in Rechnung gestellt werden. Ewert spricht in Zusammenhang mit Zeitgebühren daher auch von einer ‚Quasi-Pauschale‘.<sup>297</sup> Bei einer genaueren Betrachtung unterscheidet sich somit die Vergütungssystematik von Wirtschaftsprüfern und Ratingagenturen nur unwesentlich. Vertragsinhalte wie die Vereinbarung von Erfolgshonoraren sind in beiden Branchen berufsrechtlich und/oder gesetzlich untersagt.

## (2) Die Anzahl der Marktteilnehmer

Neben der schon angesprochenen Marktstruktur auf der Angebotsseite erweist sich die Struktur auf der Nachfragerseite als ebenso wichtig für die Beurteilung der Machtverteilung in der Beziehung zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer. Um die in dieser Arbeit betrachteten Märkte zu klassifizieren, eignet sich die in der Mikroökonomie gängige Einteilung nach von Stackelberg. Danach werden Märkte sowohl anhand ihrer Größe als auch quantitativ nach der Zahl der Anbieter und Nachfrager unterschieden.<sup>298</sup>

Demzufolge handelt es sich beim Wirtschaftsprüfungsmarkt um ein (Angebots-) Oligopol. Diese Marktform zeichnet sich durch wenige Anbieter, aber viele Nachfrager aus. Die Prüfungspflicht, die in den meisten Ländern gesetzlich verankert ist, sowie die zahlreiche Verwendung von Testaten in privatwirtschaftlichen Verträgen, bspw. Klauseln in Kreditverträgen, sorgen für eine breite und konstante Nachfrage durch unzählige potenzielle Kunden. Dagegen dominieren auf der Angebotsseite weltweit die Big Four den Markt. Allerdings können andere Anbieter durchaus Sub-

---

<sup>296</sup> Vgl. Ewert (1993), S. 728.

<sup>297</sup> Vgl. Ewert (1993), S. 728.

<sup>298</sup> Vgl. Stackelberg (1951), S. 234 ff. u. Gawel (2009), S. 327 f.

stitute darstellen, insbesondere wenn ein internationales Netzwerk an Partnergesellschaften für den Mandanten von untergeordneter Bedeutung ist.<sup>299</sup>

Beim Ratingmarkt stellt sich die Situation je nach betrachteter Ratingart unterschiedlich dar. Am ehesten vergleichbar mit der Struktur des Prüfungsmarktes ist die Marktstruktur beim klassischen Rating. Auch hier treffen sehr wenige Anbieter auf „thousands of corporate and government bond issuers“<sup>300</sup>, also unzählige Auftraggeber. Im Unterschied zu kleineren Wirtschaftsprüfungsgesellschaften stellen nicht als NRSRO akkreditierte Ratingagenturen für einen Mandanten jedoch kein Substitut für eine der großen drei Agenturen dar.<sup>301</sup>

Anders gestaltet sich die Marktstruktur beim Rating strukturierter Finanzprodukte. Diese lässt sich am ehesten als ein bilaterales Oligopol charakterisieren. Den nur drei dominierenden Agenturen Standard & Poor's, Moody's sowie Fitch stehen im Verbriefungsgeschäft ebenfalls nur wenige wichtige Originatoren sowie sogenannte Arrangers – meist große Investmentbanken mit einem sehr großen Handelsvolumen – gegenüber.<sup>302</sup> Weniger als 30 Originatoren haben im Geschäftsfeld strukturierter Finanzprodukte Bedeutung, und von diesen wiederum sind es lediglich nur etwa 12 Akteure, die zwischen 80 % und 92 % der geschäftlichen Transaktionen durchführen.<sup>303</sup>

### (3) Der Anteil von Beratungsleistungen am Gesamtumsatz

Das Drohpotenzial, welches sich daraus ergeben kann, dass der Auftraggeber für die Dienstleistung bezahlt, könnte zudem durch das simultane Angebot weiterer Dienstleistungen verstärkt werden. Seit vielen Jahren wird in der Debatte über Wirtschaftsprüfungen das gleichzeitige Angebot von Prüfungsleistungen und weiteren Dienstleistungen, insbesondere Beratungsleistungen, kontrovers diskutiert. Es wird in diesem Zusammenhang befürchtet, dass der Mandant nicht nur mit einer Beendigung des Prüfauftrages drohen, sondern durch die Vergabe lukrativer Beratungsaufträge den Dienstleister zusätzlich mit Anreizen konfrontieren kann, seine Unabhängigkeit

---

<sup>299</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 37 ff.

<sup>300</sup> Vgl. White (2010), S. 215.

<sup>301</sup> Mittlerweile, Stand 2016, gibt es in der EU 27 anerkannte Agenturen, vgl. Europäische Kommission (2015), Liste der registrierten und zertifizierten Ratingagenturen (2015/C 33/04).

<sup>302</sup> Vgl. SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 32, White (2010), S. 221 sowie Steinkamp (2012), S. 333 ff.

<sup>303</sup> Vgl. Frenkel (2015), S. 251 sowie SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 32.

zu Gunsten des Auftraggebers aufzugeben.<sup>304</sup> Dieser potenzielle Interessenskonflikt liegt zwar bei beiden Branchen vor, der Anteil, den Beratungsleistungen am Gesamtumsatz ausmachen, unterscheidet sich jedoch deutlich. So erzielten Ratingagenturen vor dem Boom strukturierter Finanzprodukte über 90 % ihrer Umsätze durch die Erstellung von Ratings, bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften dagegen machen die Prüfungsgebühren mittlerweile weniger als die Hälfte am Gesamtumsatz aus.

Die Ausweitung der Dienstleistungen spielt bei Ratingagenturen im Vergleich zu Wirtschaftsprüfungen zumindest beim klassischen Rating eine eher untergeordnete Rolle, ebenso ihr Beitrag zum wirtschaftlichen Erfolg einer Ratingagentur. Anders sieht es beim Rating strukturierter Finanzprodukte aus. Mit dem Boom der Finanzprodukte stieg auch der Anteil von Beratungsleistungen am Gesamtumsatz auf bis zu 31 %.<sup>305,306</sup> Häufig waren die Agenturen nämlich an der Konstruktion dieser Produkte mitbeteiligt – Produkte, für die sie anschließend sogar noch einen Ratingauftrag erhielten.<sup>307</sup> Bonitätsbewertungen für strukturierte Finanzprodukte sind insoweit eine Besonderheit, als dass die Ratings geradezu konstitutive Bestandteile derartiger Finanzinstrumente sind. Verbriefungstransaktionen, also die Bündelung von Forderungstiteln entsprechend ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit zu Tranchen und ihr anschließender Handel, ist ohne ein Rating durch eine der anerkannten Ratingagenturen kaum durchführbar. Eine nähere Besprechung der möglichen Folgen des simultanen Leistungsangebotes für die Anreizwirkungen auf den Auftragnehmer erfolgt in Kapitel 5.4.

#### (4) Die Möglichkeit unlauteren Geschäftsgebarens

Einen entscheidenden Unterschied zwischen beiden Branchen in Bezug auf eine Gefährdung der Unabhängigkeit bringt der Vorwurf des unlauteren Geschäftsgebarens durch unbeauftragte Ratings (Unsolicited Ratings) mit sich. Ein vergleichbares Mittel steht Wirtschaftsprüfern nicht zur Verfügung. Eine Prüfung und infolgedessen ein Testat ohne Prüfauftrag gibt es nicht. Der Anteil der Unsolicited Ratings an der Ge-

---

<sup>304</sup> Für Ratingagenturen vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15 sowie Bai (2010), S. 10, für Prüfungsgesellschaften vgl. u.a. Quick (2006), S. 44.

<sup>305</sup> Vgl. White (2010), S. 216 u. 220 f.

<sup>306</sup> Ein Teil des Anstiegs lässt sich sicherlich auch schlicht auf eine durch die Agenturen grundsätzlich verfolgte Angebotsdifferenzierung aufgrund betriebswirtschaftlicher Motive zurückführen, der Großteil jedoch entfällt auf ihre beratende Rolle in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten.

<sup>307</sup> Vgl. White (2010), S. 220 f. sowie Chiwitt (2014), S. 395.

samtheit aller erstellten Ratings liegt nach Schätzungen zwar lediglich bei etwa 1 %, doch reicht bereits die Möglichkeit, ein unbeauftragtes Rating zu erstellen und zu veröffentlichen, aus, um die Anreizmechanismen entscheidend zu verändern.<sup>308</sup> Gerade in Bezug auf das viel kritisierte Bezahlssystem reduziert sich der Unterschied zur Branche der Wirtschaftsprüfung dann nicht mehr nur noch auf das bestellende Organ. Vielmehr führt die Möglichkeit unbeauftragter Ratings auch zu deutlichen qualitativen Unterschieden: Anstatt nämlich – wie bei den Wirtschaftsprüfern angenommen – ein unangemessen gutes Rating zu erteilen (opportunistisches Verhalten zugunsten des Auftraggebers), um weitere Aufträge von einem Mandanten zu erhalten, bedeutet die Möglichkeit der Agenturen, unbeauftragte Ratings durchführen zu können, für die betroffenen Unternehmen eine Art Zwang, entgegen ihrer eigentlichen Absicht doch einen Ratingauftrag zu vergeben, weil beauftragte Ratings in der Regel höher eingestuft werden. Ratingagenturen können so mittels eines übertrieben schlechten Ratingurteils oder bereits durch dessen Androhung einen Emittenten dazu bringen, ein Rating zu beauftragen und dafür natürlich auch zu bezahlen.<sup>309</sup> Das Drohpotenzial des Auftraggebers, zukünftige Ratingaufträge nicht mehr an die amtierende Agentur zu vergeben, falls diese nicht zu einem von ihm präferierten Urteil gelangt, ist daher nicht in gleicher Weise glaubwürdig, wie es etwa eine derartige Drohung in der Beziehung zwischen Auftraggeber und Wirtschaftsprüfer ist.<sup>310</sup> Darüber hinaus mindert die Möglichkeit unbeauftragter Ratings auch den Druck auf die Agenturen, aus wirtschaftlichen Motiven zu mandantenpräferierten Ratingurteilen zu gelangen.<sup>311</sup>

Allerdings ist auch hier wieder zwischen den betrachteten Ratingarten zu differenzieren. Wurde zwar von dem Instrument eines unbeauftragten Ratings beim klassischen

---

<sup>308</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 71.

<sup>309</sup> In einer empirischen Studie von 2003 untersucht Poon das Standard & Poor's Rating von 256 Firmen aus 15 Ländern zwischen den Jahren 1998 - 2000 und kommt zu dem Ergebnis, dass Unsolicited Ratings systematisch niedriger ausfallen als beauftragte Ratings, vgl. Poon (2003), S. 613. Siehe zu dieser Diskussion auch Staikouras (2012), S. 88 m.w.N.

<sup>310</sup> Vgl. Bai (2010), S. 10 u. 15.

<sup>311</sup> Die starke Machtposition der Agenturen kommt auch in den Ergebnissen mehrerer empirischer Befragungen zum Ausdruck: So glauben beispielsweise nach einer Befragung von Emittenten nur 2,7 % von diesen, dass das Bezahlssystem Agenturen dazu verleitet, zu höheren Ratingeinstufungen zu kommen, um das Geschäftsverhältnis zu den Mandanten nicht zu belasten, vgl. Baker/Mansi (2002). In einer anderen Befragung des CFA Institutes aus dem Jahr 2008 gaben nur rund 11 % der befragten Investmentmanager an, Kenntnis davon zu haben, dass eine Ratingagentur ihre ursprüngliche Bonitätseinstufung aufgrund von externem Druck geändert habe. Innerhalb dieser Fälle war der Grund der Notenanpassung zu 51 % die Drohung mit der Beendigung des Geschäftsverhältnisses; zitiert nach Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15.

Rating wenig Gebrauch gemacht oder war in letzter Konsequenz eben nicht nötig, stand und steht dieses Druckmittel beim Rating strukturierter Finanzprodukte erst gar nicht zur Verfügung, denn ohne die nicht-öffentlich zugänglichen, aber notwendigen Hintergrundinformationen des Originators zu den Finanzprodukten ist eine Beurteilung durch eine Agentur schlicht nicht durchführbar.<sup>312</sup>

### 4.3 Objektivität

Weitere Aspekte, die Auswirkungen auf die Machtverhältnisse in der Auftraggeber-Auftragnehmer-Beziehung haben können, lassen sich grob unter dem Begriff der Objektivität subsumieren: Regulierungstiefe, Zukunftsorientierung, Komplexität sowie die Praxis, zwei verschiedenen Agenturen einen Ratingauftrag für ein und dieselbe Emission zu erteilen. Da das Thema der Objektivität bereits in Kapitel 3.2.1 angesprochen wurde, fallen die Ausführungen an dieser Stelle entsprechend kürzer aus und konzentrieren sich vor allem auf den Einfluss, den die genannten Aspekte auf die Möglichkeit einer glaubhaften Drohung ausüben können.

In Zusammenhang mit der Regulierungstiefe und der damit verbundenen Frage, inwieweit Ratingurteile oder Prüfungstestate objektiv sein können, ist von besonderem Interesse, ob die erbrachte Qualität eines Ratingurteils von Kapitalmarktakteuren und Aufsichtsbehörden nachzuvollziehen ist. Nur dann nämlich ist ein Fehlverhalten auch effektiv zu sanktionieren. Wie beschrieben, regeln bei den Wirtschaftsprüfern unzählige Gesetze, Normen und Verordnungen fast vollumfänglich den Prüfungsansatz, die diversen Anforderungen sowie den Prüfungsumfang. Zudem definieren die weltweiten Rechnungslegungsstandards und handelsrechtlichen Bestimmungen eine Bezugsgröße (Soll-Ist-Vergleich) für die von einem Unternehmen zu publizierenden Informationen. All dies stellt ein gewisses Maß an Prüfungsqualität sicher und ermöglicht es Aufsichtsbehörden wie Berufsverbänden, die Prüfungsqualität einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zu bewerten und, falls nötig, auch zu sanktionieren. In der Ratingbranche gab und gibt es ein derart ausgeprägtes internes wie externes Qualitätssicherungssystem nicht. Ratings stellen bei Weitem kein so vergleichbares, standardisiertes und nachvollziehbares Urteil dar – ein Soll-Ist-

---

<sup>312</sup> Vgl. SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 32 sowie Staikouras (2012), S. 90.

Vergleich ist nur eingeschränkt möglich. Vielmehr war und ist ein Rating in hohem Maße ein Expertenurteil. Aufgrund der starken Zukunftsorientierung sind es Prognosen, die neben messbaren und nachvollziehbaren Faktoren auch persönliche Einschätzungen und Anschauungen der Analysten beinhalten.

Im Falle strukturierter Finanzprodukte kommt erschwerend die hohe Komplexität der Produkte hinzu. Bei den Bonitätsbeurteilungen über die künftige Zahlungsfähigkeit ging es über Jahrzehnte um Sachverhalte, deren Funktionsweise allen Kapitalmarktakteuren bekannt war und die in ihrer Komplexität verstanden wurden, bspw. Unternehmensanleihen.<sup>313</sup> Anders bei strukturierten Finanzprodukten. Waren es zu Beginn etwa mit Mortgage-backed Securities noch recht einfach konstruierte Produkte, welche von den Agenturen gewöhnlich auch zuverlässig geratet wurden, entwickelten ‚financial engineers‘ mit der Zeit immer mehr, immer komplexere Finanzvehikel.<sup>314,315</sup> Die Entwicklung gipfelte in der Schaffung von synthetischen Instrumenten wie CDO (Collateralized Debt Obligations) und CDS (Credit Default Swaps) – letztlich Produkte, über die sich mehrheitlich die Einschätzung herausgebildet hat, „that even by the standards of financial engineering, these structures are highly complex and, ultimately, not well understood.“<sup>316</sup> Kritiker kommen daher zu dem Schluss, dass die Agenturen mit der Bewertung der verschlungenen Produkte – auch inhaltlich – teils schlicht überfordert waren.<sup>317</sup> Weil die strukturierten Finanzprodukte sowie deren Konstruktion neu am Markt waren, fehlte ihnen auch eine ‚Vergangenheit‘ in dem Sinne, dass Erfahrungen und Track Records über die Ausfallwahrscheinlichkeiten dieser neuartigen Produkte nicht existierten.<sup>318</sup> Für Parteien, welche nicht unmittelbar an der Transaktion beteiligt waren, also selbst für erfahrene Investoren oder Aufsichtsbehörden, war die Überprüfbarkeit der Qualität des Ratingurteils somit eine besondere Herausforderung.<sup>319</sup> Die Wahrscheinlichkeit, der mangelnden Qualität – auch im Sinne von opportunistischen Bonitätseinschätzungen – überführt zu

---

<sup>313</sup> Vgl. Coval et al. (2009), S. 3.

<sup>314</sup> Vgl. Hill (2009b), S. 588 ff. sowie Partnoy (2006), S. 73 ff.

<sup>315</sup> Für die Entstehung der Finanzkrise mitverantwortlich war zudem, dass zunehmend Hypothekenkredite von Schuldnern mangelhafter Bonität verbrieft wurden; das Transaktionsvolumen erreichte bald exorbitante Höhen mit Subprime-Emissionen im Wert von dreistelligen Milliardenbeträgen, vgl. Hill (2009b), S. 590.

<sup>316</sup> Hill (2009b), S. 590.

<sup>317</sup> Vgl. Chiwitt (2014), S. 395.

<sup>318</sup> Vgl. z. B. Kolchinsky (2010), S. 2 sowie Möllers (2009), S. 867.

<sup>319</sup> Vgl. SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 32 u. Strier (2008), S. 563 sowie Staikouras (2012), S. 81.

werden, war daher bei strukturierten Finanzprodukten um einiges niedriger als beim klassischen Rating und um ein Vielfaches geringer als im Vergleich zu mangelhaften Prüfstaten.<sup>320</sup>

Ein letzter Unterschied zwischen Prüfungsgesellschaften und Ratingagenturen ist, dass sich Emittenten – meist auf Verlangen der Investoren – zuweilen ein Rating von mindestens zwei verschiedenen Agenturen einholen müssen. Die in dieser Form in der Abschlussprüfung unbekannte Praxis stärkt die Position der Agenturen, einem eventuellen Druck durch den Mandanten nicht nachzugeben.<sup>321,322</sup>

#### 4.4 Zwischenfazit

Die Beschäftigung mit den Unterschieden zwischen den beiden Branchen zeigt, dass so manches Problemfeld, welches bei Ratingagenturen sowie bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften identifiziert wird, nur auf den ersten Blick gleich, bei einer genaueren industrieökonomisch-institutionellen Analyse aber durchaus anders zu beurteilen ist. Dies betrifft etwa die Kritik am Bezahlssystem (Issuer-pays-Modell). In beiden Fällen beauftragt und bezahlt der Auftraggeber sowohl für den Prüf- als auch für den Ratingauftrag. Doch die Unterschiede beider Branchen führen zu unterschiedlichen Machtverhältnissen zwischen den Akteuren: Hat in der Beziehung zwischen Wirtschaftsprüfung und Auftraggeber eher letzterer die stärkere Position, sind es beim klassischen Rating die Agenturen.<sup>323</sup> Daher ergibt sich für den Emittenten oder allgemeiner für den Auftraggeber trotz des an sich gleichen Bezahlsystems nicht die Möglichkeit, eine glaubwürdige Drohung auszusprechen. Im Gegenteil, alles spricht dafür, dass es die Agenturen sind, die die Möglichkeit für eine glaubwürdige Drohung besitzen. Es zeigte sich allerdings auch, dass die Machtposition beim Ra-

---

<sup>320</sup> Vgl. White (2010), S. 215 sowie Staikouras (2012), S. 81.

<sup>321</sup> Vgl. Bai (2010), S. 15.

<sup>322</sup> Eine ähnliche Intention bei Prüfungsgesellschaften liegt dem Instrument der Gemeinschaftsprüfung, einem sogenannten Joint Audit, zugrunde. Dabei wird die Abschlussprüfung durch zwei Prüfungsgesellschaften zusammen durchgeführt und über das Ergebnis ein gemeinsamer Prüfbericht sowie Bestätigungsvermerk erstellt, vgl. Marten et al. (2015), S. 194 f. Etwas Vergleichbares wird zum jetzigen Zeitpunkt für Ratingagenturen nicht diskutiert.

<sup>323</sup> Vgl. dazu auch White (2010), S. 215. Eine empirische Untersuchung von Covitz/Harrison (2003) kommt ebenfalls zu dem Schluss, dass Interessenskonflikte beim Corporate Bond-Rating keine signifikanten negativen Auswirkungen auf das Verhalten der Agenturen haben. Die Autoren halten aber die Sorgen der Agenturen um eine gute Reputation für die maßgebliche Kraft, weshalb die Agenturen im Interesse der Investoren handeln.

ting strukturierter Finanzprodukte weit weniger eindeutig zugunsten der Agentur verteilt ist. Auch sind die Anreize zu opportunistischem Verhalten beim Rating strukturierter Finanzprodukte größer als beim klassischen Rating.<sup>324</sup>

Tabelle 4 fasst die wichtigsten Ergebnisse des vorangegangenen Kapitels über die zentralen Unterschiede zusammen. Diese spielen bei der Übertragung der modelltheoretischen Forschung und der kritischen Besprechung im nächsten Kapitel eine wichtige Rolle, da sie die Anreize zu opportunistischem Verhalten der Akteure entscheidend mit definieren.

**Tabelle 4: Zentrale Unterschiede zwischen Wirtschaftsprüfung, ‚klassischem Rating‘ und dem Rating strukturierter Finanzprodukte**

	Prüfungsleistungen	'klassisches' Rating	Rating strukt. Finanzprodukte
<b>Beauftragung</b>	Aufsichtsrat	Management	Management
<b>Profitabilität</b>	marktüblich, mäßig erträglich	marktüblich, erträglich	sehr hoch
<b>Überprüfbarkeit der Qualität</b>	relativ leicht, hohe Regulierungstiefe, lange Erfahrung	gut, flache Regulierungstiefe, lange Erfahrung	schwer, flache Regulierungstiefe, hochkomplex und 'neu' am Markt
<b>Machtverteilung:</b>			
• Bezahlssystem	durch den Geprüften	System des zahlenden Emittenten	System des zahlenden Emittenten
• Anzahl der Marktteilnehmer Nachfrageseite	unzählige Kunden	unzählige Kunden	wenige Originatoren
• Möglichkeit eines Unsolicited Rating bzw. unbeauftragte Testaterstellung	nicht möglich	gegeben	nicht möglich
<b>Anteil Beratungsleistungen/Gesamtumsatz</b>	bis zu 50 %	≈ 10 %	bis zu 31 %
<b>Bedeutung eines</b>			
• uneingeschränkten Testates	sehr wichtig		
• hohen Ratings		wichtig vor allem in Bezug auf die Risikoprämie	sehr wichtig, ohne Triple-A-Rating fast keine Handelbarkeit der Papiere
<b>Performance</b>	gut	gut	schlecht

Quelle: Eigene Darstellung.

Ähnlich wie sich die Beurteilung des Bezahlsystems vor dem Hintergrund der Analyse der Machtposition verändert, ändern die Machtverhältnisse auch die Argumentationskette hinsichtlich des simultanen Angebotes von Beratungsleistungen. So sieht sich ein Wirtschaftsprüfer mit Anreizen konfrontiert (oder wird aktiv vom Mandanten gelockt), ein uneingeschränktes Testat auch bei wesentlichen Mängeln im Jahresabschluss zu erteilen, um so an die lukrativeren Beratungsaufträge zu gelangen.<sup>325</sup> Eine Drohung seitens des Wirtschaftsprüfers, z. B. bei einer Nicht-Beauftragung mit der Beratungsleistung das Prüftestat einzuschränken, ist dagegen nicht glaubwürdig: Dem Prüfer würde in der nachfolgenden Periode der Prüfauftrag durch den Mandan-

<sup>324</sup> Vgl. zu dieser Einschätzung u.a. auch SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 31 f. sowie Kolchinsky (2010), S. 1 ff.

<sup>325</sup> Vgl. u.a. Quick (2006), S. 44.

ten entzogen. Auch wirkt das bestehende, strenge Berufsrecht mit Möglichkeiten der Ahndung eines solchen Verhaltens abschreckend. In der Beziehung zwischen dem Mandanten und dem Wirtschaftsprüfer stehen dem Prüfer keine geeigneten Druckmittel zur Verfügung.

Demgegenüber liegt das Machtpotenzial, eine glaubwürdige Drohung auszusprechen, im Falle der Ratingagenturen weniger beim Mandanten als bei der Agentur. Diese hat die Möglichkeit, durch eine glaubwürdige Drohung mit einem niedrigen Ratingurteil Druck auszuüben und den Mandanten dazu zu bringen, auch Beratungsleistungen bei ihr einzukaufen.<sup>326</sup> Zudem kann eine Agentur ihre Ratingeinstufung bereits um ein paar Notches nach unten korrigieren und müsste nicht wie ein Prüfer gleich mit einer Testateinschränkung oder gar Verweigerung drohen. Aus Sorge vor einem schlechten Rating und um die daraus resultierenden kostspieligen Konsequenzen zu vermeiden, wird das Unternehmen die Agentur beauftragen. Die Glaubwürdigkeit einer Drohung seitens der Ratingagentur ergibt sich u.a. aus der Möglichkeit, unbeauftragte Ratings durchführen zu können, welche die Kapitalmarktteilnehmer im Zuge der Ermittlung der Risikozuschläge auch verarbeiten. Ferner kann eine Agentur mit der Aussicht auf eine sehr positive Ratingeinstufung aktiv locken. Nicht zuletzt kommt schließlich auch hier wieder das schwach entwickelte Aufsichts- und Sanktionsumfeld zum Tragen. Negative Konsequenzen aus einem aufgedeckten und sanktionierten Fehlverhalten waren für Ratingagenturen höchst unwahrscheinlich.

---

<sup>326</sup> Zu einer ähnlichen Einschätzung kommen auch White (2007), S. 50 sowie Staikouras (2012), S. 103.

## **5 Erkenntnisse der Accounting-Forschung zu Problemen mit der Unabhängigkeit und Anwendung auf Ratingagenturen**

In der vorliegenden Arbeit wird auf wissenschaftliche Untersuchungen aus dem weiten Feld der ökonomischen Theorie der Prüfungslehre zurückgegriffen, um eine mögliche Gefährdung sowie die Instrumente zur Sicherstellung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen zu beurteilen.<sup>327</sup> Dabei versprechen vor allem formalanalytische Forschungsarbeiten einen Erkenntnisgewinn auch für Ratingagenturen; erfahrungswissenschaftliche Analysen spielen aufgrund einer mangelnden Übertragbarkeit dagegen keine Rolle. Aber auch innerhalb der umfangreichen formaltheoretischen Forschung erweisen sich manche Forschungsstränge naturgemäß für den Zweck dieser Arbeit als mehr, andere als weniger geeignet. So besitzen etwa Arbeiten aus dem traditionelleren Bereich der eher betriebswirtschaftlich und prozessual orientierten Forschung über die optimale Prüfungsplanung und -durchführung keine Relevanz.<sup>328</sup> Weder befasst sich dieser Forschungsstrang mit einer möglichen Gefährdung der Unabhängigkeit, noch weisen der Prüfungs- und Urteilsbildungsprozess zwischen den beiden hier betrachteten Informationsintermediären hinreichend Ähnlichkeiten auf.<sup>329</sup> Arbeiten dieses Typs wurden daher von vornherein von einer näheren Betrachtung ausgeschlossen.

---

<sup>327</sup> In der vorliegenden Arbeit können sicherlich nicht alle verabschiedeten Normen anhand ökonomischer Modelle bewertet werden. So werden Regelungen, deren Befolgung – auch unter Gesichtspunkten moderner Corporate Governance – selbstverständlich scheint oder die sich nicht formal modellieren lassen, nicht berücksichtigt. Zu nennen sind beispielsweise das Verbot, dass ein Ratinganalyst persönliche oder familiäre Verbindungen zu dem zu bewertenden Unternehmen unterhält oder auch die Vorschrift, dass die Vergütung und Leistungsbewertung von Ratinganalysten und Personen, die Ratings und Ratingausblicke genehmigen, nicht von den Einkünften abhängen dürfen, die die Ratingagentur von den bewerteten Unternehmen erhält. Auch Regelungen wie die Pflicht zur Erstellung eines jährlichen Transparenzberichtes oder die öffentliche Bekanntmachung, falls ein beauftragtes Rating abgebrochen wird, werden nicht singular betrachtet. Vielmehr werden solche und ähnliche Pflichten bspw. unter dem Stichwort gestiegener Transaktionskosten zusammenfassend beurteilt.

<sup>328</sup> Vgl. Ballwieser (2002), S. 1825.

<sup>329</sup> Für Prüfungsgesellschaften siehe Wagenhofer/Ewert (2015), Kapitel II, für Ratingagenturen siehe Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 211 ff.

## 5.1 Begründung der Modellauswahl

Je nach Forschungsziel und der betrachteten Funktion der Abschlussprüfung kommen in der Prüfungslehre verschiedene formalanalytische Forschungsmethoden zur Anwendung. Die in dieser Arbeit verwendete Klassifizierung der Modelle orientiert sich an der in der deutschsprachigen Literatur häufig zu findenden Einteilung:<sup>330</sup>

- (1) Modelle der Prinzipal-Agenten-Theorie/Agencymodelle
- (2) Formale Analysen der freiwilligen Publizität und deren Prüfung
- (3) Spieltheoretische Ansätze im engeren Sinne

Wird Abschlussprüfung als Monitoringinstrument zwischen Eigentümern und Management interpretiert, steht meist die Bestimmung des optimalen Kontraktes zwischen den Parteien im Vordergrund, da eine effiziente Vertragsgestaltung direkte Auswirkungen auf die Qualität der Jahresabschlussinformationen haben kann.<sup>331</sup> Bei dieser Art der Prüfung handelt es sich um eine sogenannte Ordnungsmäßigkeitsprüfung. Dabei geht es um die Beurteilung, ob die vom Manager erstellte Rechnungslegung bezüglich des Erfolgsausweises der vergangenen Periode mit den gesetzlichen Regeln in Einklang steht und als Bemessungsgrundlage für den Managerkontrakt Verwendung finden kann. Prüfung als ein Instrument im Sinne einer perfekten Prüfungstechnologie im Rahmen der optimalen Bestimmung von anreiz- und risikoeffizienten Vertragsgestaltungen zwischen Management und Eigentümern wird üblicherweise im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie thematisiert.<sup>332</sup> Daneben kann in einem Prinzipal-Agenten-Modellrahmen aber auch der Prüfer als rationaler, nach eigenen ökonomischen Zielsetzungen handelnder Agent modelliert werden. In diesem Fall ist das Ziel der Ansätze vorwiegend die Beantwortung von Fragen der effizienten Vertragsgestaltung zwischen Eigentümern und Prüfern.<sup>333</sup> Allerdings ergibt sich modelltheoretisch meist – wie zuvor schon beim Kontrakt zwischen Management und Eignern – als beste Lösung eine erfolgsabhängige Entlohnung des

---

<sup>330</sup> Die Ausführungen über die Klassifizierung der häufig angewandten formalanalytischen Forschungsmethoden sowie über deren Eignung bezüglich spezifischer Frage- und Problemstellungen orientieren sich insbesondere an Stefani (2002a) sowie Ewert (1999).

<sup>331</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 38 sowie Meinhövel (2005), S. 69 f.

<sup>332</sup> Vgl. Summer (1998), S. 329 f.

<sup>333</sup> Der Prüfer soll z. B. angehalten werden, ein hohes Prüfungsniveau anzuwenden, oder eine Kollusion zwischen Prüfer und Management soll unterbunden werden.

Prüfers.<sup>334</sup> Einen solchen Agencyansatz unter Berücksichtigung von Moral-Hazard Problemen verfolgt bspw. Mukhopadhyay (2004) für Ratingagenturen und kommt sodann auch zu dem wenig zufriedenstellenden Ergebnis, dass Regulierungsverantwortliche das erwünschte Verhalten am besten mittels einer erfolgsabhängigen Entlohnung der Agentur durchsetzen könnten.<sup>335</sup> Eine berichtsabhängige Entlohnung ist jedoch nach § 55a Abs. 1 WPO aus guten Gründen verboten, ebenso die Vergütung einer Ratingagentur in Abhängigkeit des Ratingurteils.<sup>336</sup>

Agencymodelle könnten im Hinblick auf die Zielsetzung dieser Arbeit gegebenenfalls Relevanz besitzen, wenn der Abschlussprüfer als Bondinginstrument modelliert wird. Das Management beauftragt in einem solchen Fall einen Abschlussprüfer, um die Eigner von seiner Qualität sowie Loyalität zu überzeugen. Auch lassen sich mit Hilfe der Agencytheorie mögliche Gefährdungen der Unabhängigkeit bspw. durch Nebenzahlungen des Mandanten erklären.<sup>337</sup> Allerdings sind Effekte wie Reputation, Erwartungsrevisionen rationaler Kapitalmarktakteure oder deren meist interdependente Interaktion in einen solchen Modellrahmen nur spärlich zu integrieren, weshalb agencytheoretische Modelle – insbesondere wenn institutionelle Ausprägungen des Prüfungsmarktes analysiert werden sollen – als weniger geeignet angesehen werden.<sup>338</sup>

Im Zuge einer zunehmend kapitalmarktorientierten Rechnungslegung kommt dem Abschlussprüfer vermehrt die Funktion eines Informationsintermediärs zu. Ausgehend von den angelsächsisch geprägten Ländern sollen Jahresabschlussinformationen für Adressaten zunehmend eine ‚decision usefulness‘ in dem Sinne besitzen, dass sie zwecks Bildung oder Revision von Erwartungen in Bezug auf die Vorteilhaftigkeit eines finanziellen Engagements im betrachteten Unternehmen beitragen können, also im Rahmen ihrer Informationsfunktion den Adressaten der Unternehmenspublizität zukunftsorientierte Daten liefern (auf deren Grundlage die Kapitalgeber wiederum ihre Vermögensdisposition vornehmen).<sup>339</sup> Bei dieser Art der Abschlussprüfung handelt es sich daher weniger um eine Ordnungsmäßigkeitsprüfung als vielmehr um eine

---

<sup>334</sup> Vgl. Ewert (2002a), S. 1911 ff.

<sup>335</sup> Vgl. Mukhopadhyay (2004), S. 327.

<sup>336</sup> Für Wirtschaftsprüfer siehe § 55a Abs. 1 WPO, für Ratinganalysten siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 7.

<sup>337</sup> Vgl. Quick (2004), S. 493.

<sup>338</sup> Vgl. Summer (1998), S. 330, Ewert (2002a), S. 1913 sowie Stefani (2002a), S. 223 ff.

<sup>339</sup> Vgl. Stefani (2002a), S. 212.

Lageprüfung.<sup>340</sup> Wie die Ausführungen der vorherigen Kapitel zeigen, sind die Analogien zwischen einem Abschlussprüfer und einer Ratingagentur in diesem Fall besonders zahlreich. Verwendung finden hier zum einen formale Analysen der freiwilligen Publizität und deren Prüfung, zum anderen spieltheoretische Ansätze im engeren Sinne. Der Fokus der erst genannten Ansätze liegt allerdings auf der Interaktion zwischen Unternehmen und Kapitalgebern mittels der externen Rechnungslegung, die Interaktion der beiden Parteien mit dem Prüfer spielt dagegen eine nur untergeordnete Rolle. Auch hier wird der Prüfer faktisch als perfekte, immer wahrheitsgemäß berichtende Prüfungsinstanz ohne Eigeninteressen modelliert.<sup>341</sup>

Die Notwendigkeit, den Prüfer als weitere rational handelnde dritte Partei in die Modelle zu integrieren, führt zum letzten Modelltyp, hier in Konsistenz mit der Literatur als spieltheoretische Ansätze im engeren Sinne bezeichnet. Das dabei betrachtete Setting ähnelt dem der Modelle zur freiwilligen Publizität und kommt auch den institutionellen Gegebenheiten beim Rating außerordentlich nahe.<sup>342</sup> Die spieltheoretische Modellierung erlaubt es weiterhin, einzelne Modellparameter exogen einzubeziehen, aber auch strategische Zusammenhänge wie bspw. das individuell optimale Verhalten der Akteure sowie die sich ergebende Interaktion zu untersuchen. Die spieltheoretischen Ansätze sind für die vorliegende Arbeit von Interesse, weil im Gegensatz zu einer agencytheoretischen Modellierung auch institutionelle Ausprägungen des Prüfungsmarktes berücksichtigt werden können, bspw. Regelungen im Bereich der Haftung und den davon ausgehenden Auswirkungen auf das Verhalten des Abschlussprüfers. Der sicherlich prominenteste Forschungsgegenstand innerhalb der spieltheoretischen Ansätze ist jedoch die Beschäftigung mit den Anreizwirkun-

---

<sup>340</sup> Vgl. Stefani (2002a), S. 213.

<sup>341</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 39.

<sup>342</sup> Den Ansätzen liegt meist eine dem Rating sehr ähnliche Sachlage zugrunde: ein Unternehmen benötigt zur Durchführung eines Investitionsprojektes mit meist unsicheren Zahlungsüberschüssen zusätzliches Kapital, bspw. durch die Emission neuer Aktien oder Schuldscheine. Das Management des jeweiligen Unternehmens unterliegt grundsätzlich dem Anreiz, ein Projekt als sicheres Projekt im Jahresabschluss darzustellen, um möglichst gute Konditionen am Kapitalmarkt aushandeln zu können, da diese wiederum Einfluss auf den Erfolg des Projektes haben. Rationale Kapitalgeber wissen, dass sie vor Vertragsschluss u.a. mit Hidden Information konfrontiert sind, weshalb sie dem Projekt nur eine vorsichtige Erfolgswahrscheinlichkeit einräumen und etwa den von ihnen geforderten Risikozuschlag entsprechend anpassen. Es kommt mithin zu Finanzierungsbedingungen, welche dem tatsächlichen Projekt nicht angemessen sind. Das Management möchte mit einer tendenziell eher zu positiven Eigendarstellung im Rahmen des externen Rechnungswesens den Risikozuschlag gering halten. Die publizierten Informationen ändern das Verhalten der Kapitalgeber aber nur, wenn eine unabhängige und verlässliche dritte Partei die Informationen verifiziert und ihnen so einen Wert verleiht. Vgl. dazu bspw. das Setting bei Summer (1998), Stefani (2002b), S. 183 ff. oder auch Chi et al. (2004).

gen auf den Prüfer, seine Unabhängigkeit zu wahren bzw. aufzugeben. Die Modelle sind im Allgemeinen mehrperiodig und erlauben es daher auch, Aspekte wie Erwartungsrevisionen der Spieler oder Reputationsauswirkungen mit einzubeziehen.<sup>343</sup> Ob, inwieweit und unter welchen Umständen das Aufgeben der Unabhängigkeit für einen Prüfer rational ist, hängt im Zuge der Modellierung von einer ganzen Reihe möglicher Einflussgrößen sowie dem Verhalten und den Reaktionen der übrigen Spieler ab. Grundsätzlich gibt es natürlich denkbar viele Gründe, warum ein Auftragnehmer sich in einer spezifischen Situation in einer ganz bestimmten Weise verhält. Dies können neben ökonomischen auch psychologische oder sonstige Beweggründe sein. Da nicht alle Aspekte in die Analyse mit einbezogen werden können, modellieren die hier betrachteten Accounting-Modelle einen primär nach ökonomischen Anreizen handelnden Agenten und bauen häufig auf der sogenannten ‚Quasirententheorie‘ auf. An dieser Annahme, dass letztlich ökonomische Anreize, sprich finanzielle Vorteile, die treibende und dominante Kraft für die Erklärung des Verhaltens sind, wird in dieser Arbeit auch in Bezug auf Ratingagenturen festgehalten.

## 5.2 Quasirentenansätze und die Gefährdung der Unabhängigkeit

Aufgrund der Möglichkeit, eine Vielzahl institutioneller Regelungen zu integrieren, bilden in der Prüfungsforschung seit den 1980er Jahren meist Quasirententheorien den Anknüpfungspunkt für die Analyse von Problemen mit der Mandantenabhängigkeit.<sup>344</sup>

Das Modell, auf welches in der aktuellen Accounting-Forschung und in Standardwerken noch immer Bezug genommen wird, stammt von DeAngelo aus dem Jahr 1981. Dieses Quasirentenmodell erlangte sicherlich die größte Bekanntheit und übte nicht nur großen Einfluss auf weitere, auch jüngere Forschungsarbeiten aus, sondern auch auf konkrete Regulierungsverordnungen. Der Fokus liegt deshalb bei den folgenden Ausführungen auf diesem Forschungsstrang und den sich daraus ergebenden Implikationen.<sup>345</sup>

---

<sup>343</sup> Vgl. Stefani (2002a), S. 231 ff.

<sup>344</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 39.

<sup>345</sup> Da sich die in den kommenden Abschnitten besprochenen Ansätze zumindest dem Wesen nach an DeAngelos Basismodell orientieren, wird letzteres etwas ausführlicher und unter Zuhilfenahme einfach gehaltener mathematischer Ausdrücke innerhalb eines 2-Perioden-Modells vorgestellt. Bei

Grundsätzlich beschäftigen sich die Quasirentenansätze mit potenziellen ökonomischen Vorteilen, die ein amtierender Prüfer durch die Beibehaltung eines Mandats generieren kann und die gegebenenfalls dazu verleiten, eine Prüfung im Sinne des Mandanten durchzuführen. Der ökonomische Vorteil ist dabei die Folge einer Preisgestaltung, bei der es, beginnend ab der zweiten Periode, stets zu einer Differenz zwischen Prüfungsgebühren und Prüfungskosten kommt.<sup>346</sup> Die Quasirentenmodelle sind für diese Arbeit auch deswegen von großem Interesse, weil – wie bereits erwähnt – die EU-Kommission davon ausgeht, dass die Unabhängigkeit von Ratingagenturen aufgrund von Interessenskonflikten, die durch das Modell des zahlenden Emittenten verursacht wurden, potenziell beeinträchtigt ist.<sup>347</sup> Den grundsätzlichen Anknüpfungspunkt der Forschung wie auch der Regulierungsbestrebungen bildet also die Sorge, eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft respektive eine Ratingagentur erwäge bei der Wahl ihres Urteils nicht nur berufsethische, sondern auch ökonomische Gründe.<sup>348</sup>

Ausgangspunkt der folgenden Analysen stellt dabei meist das ebenfalls von DeAngelo verwendete Konzept von Prüfungsqualität dar, welches in Kapitel 3.2 vorgestellt und für eine Definition von Ratingqualität herangezogen wurde.<sup>349</sup> In Analogie hierzu wurde ein Ratingurteil als wertvoll für Kapitalmarktteilnehmer definiert, wenn auch bei den Ratingagenturen Urteilsfähigkeit und Urteilsfreiheit gegeben sind, sprich: Ratingurteile mit einem hohen Informationsgehalt sowie mit hoher prognostischer Güte erstellt werden und über diese auch wahrheitsgemäß berichtet wird.

Wie zu zeigen sein wird, stellen DeAngelos Ansatz mit der Betonung des Einflusses von Quasirenten im Hinblick auf Fragen der Unabhängigkeit sowie die darauf aufbauende Forschung auch bezüglich Ratingagenturen einen attraktiven Bezugsrahmen dar, in dem sich diverse Gesichtspunkte der Unabhängigkeitsdebatte wie auch so mancher Regulierungsvorschlag diskutieren lassen. Jedoch handelt es sich bei den

---

den weiteren, teils recht komplexen Modellen wird aus Gründen der Zweckmäßigkeit meist auf eine detaillierte formale Ableitung verzichtet und die Darstellung auf die wesentlichen Annahmen und Aussagen beschränkt, bevor in einem nächsten Schritt die Relevanz und Aussagekraft dieser Modellansätze für Ratingagenturen analysiert wird.

<sup>346</sup> Vgl. Summer (1998), S. 328.

<sup>347</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011b), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, S. 4.

<sup>348</sup> Für Wirtschaftsprüfungen scheint diese Befürchtung inzwischen wissenschaftlich gut belegt zu sein, vgl. Stefani (2002b), S. 92 m.w.N.

<sup>349</sup> Wie in Kapitel 3.2 beschrieben, definiert sich Prüfungsqualität über Urteilsfähigkeit und Urteilsfreiheit.

frühen Ansätzen zunächst einmal um Erklärungsmodelle verschiedener Preisgestaltungsphänomene.<sup>350</sup> Es geht um die qualitative Untersuchung bestehender Wirkungszusammenhänge, weshalb meist argumentative Schlussfolgerungen notwendig sind, um konkrete Handlungsempfehlungen ableiten und bestehende institutionelle Gegebenheiten beurteilen zu können.<sup>351</sup>

### **5.2.1 Grundlegende Prämissen der verwendeten Modelle**

Die in dieser Arbeit verwendeten Modelle gehen meist von einigen gleichen grundlegenden Prämissen aus, die daher im Folgenden gebündelt vorgestellt werden. Abweichungen davon oder weiterführende Annahmen werden dann direkt im Rahmen des jeweiligen Modells besprochen. Hierbei kommen gerade die in Kapitel 4 herausgearbeiteten Unterschiede zwischen den beiden Informationsintermediären zum Tragen, da sie Einfluss auf die spätere Diskussion über eine Anwendbarkeit der Prüfungsforschung auf Fragen der Regulierung von Ratingagenturen haben können.

#### **5.2.1.1 Beschaffenheit des Prüfungsmarktes**

Eine der Prämissen von Quasirentenmodellen ist die Annahme des vollkommenen Wettbewerbes auf dem Markt für Prüfungsleistungen und daraus resultierend die Modellierung einer Null-Gewinn-Bedingung.<sup>352</sup> Zwar besteht in der Branche der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften eine starke Dominanz der Big Four, dennoch wird die Modellierung, dass ex-ante kein positiver Gewinn aus einem Prüfungsmandat generiert werden kann, allgemein als durchaus realistisch eingeschätzt.<sup>353</sup>

Auch in der Ratingbranche dominieren nur drei große Agenturen. Diesen ist es in dem bisherigen institutionellen Umfeld – insbesondere durch das staatlich manifestierte Oligopol sowie die staatlich gesteuerte Nachfrage – de facto jedoch sehr wohl

---

<sup>350</sup> Bei den Preisgestaltungsphänomenen handelt es sich um Lowballing, Quasirenten und Fee-Cutting, vgl. Ewert (1999), S. 50. Eine inhaltliche Erklärung folgt in Kapitel 5.2.2.

<sup>351</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 37 u. 50 sowie Stefani (2002b), S. 95 f.

<sup>352</sup> Vgl. z. B. DeAngelo (1981a), S. 118 ff. oder auch Magee/Tseng (1990), S. 318.

<sup>353</sup> Vgl. WPK (2012), S. 27.

möglich, ökonomische Renten zu erzielen.<sup>354,355</sup> Von einem vollständigen Wettbewerb und der daraus resultierenden Null-Gewinn-Bedingung ist derzeit daher noch nicht auszugehen, auch wenn es erste Bemühungen und Regulierungen gibt, den Markt auf der Angebotsseite zu öffnen.<sup>356</sup> Auf diesen möglichen Konflikt in der Modellierung wird bei der späteren Anwendung der Wirtschaftsprüfermodelle auf die Ratingbranche näher eingegangen. Dieser Aspekt spielt allerdings dann keine Rolle mehr, sollte sich der Ratingmarkt mittelfristig zu einem Wettbewerbsmarkt verändern – ein Hauptanliegen der Regulierungsbehörden.<sup>357</sup>

### 5.2.1.2 Informationseffizienz des Marktes

Eine weitere Annahme, welche sowohl für den Prüfungs- als auch für den Ratingmarkt hohe Relevanz besitzt, ist die der Informationseffizienz von Kapitalmärkten im halbstrengen Sinne.<sup>358</sup> Das bedeutet, dass im Marktpreis, bspw. von Unternehmensanteilen, zu einem betrachteten Zeitpunkt lediglich die öffentlich zugänglichen Informationen enthalten sind, diese Informationen dann aber auch direkt in die Kurse eingepreist werden, sobald sie den Investoren bekannt werden.<sup>359</sup>

Im Falle der Wirtschaftsprüfungen nutzen Fremd- wie auch Eigenkapitalgeber für ihre Entscheidungen im Sinne einer möglichst effizienten Ressourcenallokation die von einem Unternehmen publizierten Informationen über den wirtschaftlichen Erfolg, die insbesondere in der Finanzberichterstattung zu finden sind. Das Testat des Wirtschaftsprüfers dient den Adressaten als Signal für die Glaubwürdigkeit der publizierten Informationen.<sup>360</sup> Ebenso helfen Ratingagenturen, die Informations-

---

<sup>354</sup> Vgl. White (2001), S. 19.

<sup>355</sup> Vgl. die Ausführungen in Kapitel 4.1.

<sup>356</sup> Für manche Modelle ist es zudem wichtig, dass eine Mindestanzahl an möglichen Prüfern existiert, in dem Modell von Magee/Tseng (1990) beispielsweise müssen es mindestens vier Akteure sein. Diese Modellbedingung steht einer Übertragung auf Ratingagenturen nicht im Wege. Zwar dominieren die drei großen Agenturen die Branche, akkreditiert als NRSRO waren aber meist zwischen sechs und sieben Agenturen, siehe u.a. SEC (1994), Release Nos. 33-7085; 34-34616; IC-20508; International Series Release No. 706 sowie White (2010), S. 211 ff. Im Jahr 2015 waren 10 Agenturen als NRSRO anerkannt, vgl. SEC (2015), Office of Credit Ratings.

<sup>357</sup> Mittelfristig geht die EU-Kommission jedoch davon aus, dass die oligopolistische Marktstruktur bestehen bleibt, vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 19 u. 24.

<sup>358</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 93 ff. Bzgl. der Informationseffizienz und der Efficient Capital Markets Hypothesis siehe Fama (1970 u. 1991).

<sup>359</sup> Vgl. Jansen (2005), S. 102 ff. u. 114, Stefani (2002b), S. 102 oder auch DeAngelo (1981a), S. 117.

<sup>360</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 12.

asymmetrie bspw. zwischen den Emittenten von Wertpapieren und potenziellen Anlegern durch die Beurteilung der Kreditwürdigkeit zu überwinden.<sup>361</sup> Das vornehmliche Geschäftsmodell beider in dieser Arbeit betrachteten Akteure besteht also gerade darin, bestehende Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensmanagement und Share- sowie Stakeholdern zu verringern – erst diese Prämisse verleiht den beiden Dienstleistungen ihren ökonomischen Wert.

### 5.2.1.3 Adressaten der Urteile

Die Adressaten eines Jahresabschlusses sind der Theorie nach vor allem Shareholder, aber auch Stakeholder eines Unternehmens – etwa Kunden, Lieferanten oder ganz generell die Öffentlichkeit. Trotz dieser weiten Auslegung von möglichen Adressaten richtet sich die Unternehmenspublizität erstrangig an die Eigentümer sowie zunehmend auch an die aktuellen und künftigen Fremdkapitalgeber und Investoren eines Unternehmens. Gerade im Zuge der immer mehr an Bedeutung gewinnenden Lageprüfung gelangen über den Jahresabschluss (Anhang/Lagebericht) entscheidungsrelevante Informationen des Unternehmens an die Kapitalmarktteilnehmer.<sup>362</sup> Der Adressatenkreis eines Ratingurteils kann grundsätzlich ebenso weit gefasst werden, allerdings liegt der Fokus zweifelsfrei auf aktuellen und künftigen Gläubigern, also auf den Investoren eines Unternehmens oder irgendeines anderen Schuldtitels.<sup>363</sup> In der vorliegenden Arbeit werden daher Accounting-Modelle besprochen, welche eine Kapitalmarktorientierung in dem Sinne aufweisen, dass die Interaktion zwischen Management, Kapitalgebern und Prüfer Gegenstand der Analyse ist, da dieses Setting jenem des Ratings am nächsten kommt. Folglich werden Forschungsarbeiten, in denen etwa das strategische Verhalten zwischen Prüfer, Management und Eigentümern oder auch einem Audit Committee analysiert werden, nicht behandelt.

---

<sup>361</sup> Vgl. Becker (2010), S. 941, Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 3 (1) sowie Everling (1991), S. 21 ff.

<sup>362</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 49 sowie Marten et al. (2015), S. 1 f.

<sup>363</sup> Vgl. Becker (2010), S. 941 sowie Berblinger (1996), S. 23.

#### 5.2.1.4 Konditionen der Vertragsgestaltung und Bestellungskompetenz

Hinsichtlich des Prüfungsvertrages werden mehrere Annahmen getroffen, welche so auch uneingeschränkt für einen Raterstellungungsvertrag gelten. Erstens gehen die Modelle davon aus, dass es keine erfolgsabhängige Entlohnung des Prüfers gibt, also eine Entlohnung nicht davon abhängt, ob das Prüftat erteilt oder versagt wird.<sup>364</sup> Gleiches gilt auch für Ratinggebühren, deren Höhe nicht an eine bestimmte Ratingeinstufung gebunden sein darf.<sup>365</sup>

Zweitens können keine bindenden, mehrjährigen Verträge geschlossen werden. So wird ein Abschlussprüfer nach § 318 Abs. 1 S. 3 HGB für jeweils nur ein Geschäftsjahr bestellt.<sup>366</sup> Ebenfalls wird in Verträgen über Ratingdienstleistungen, z. B. für eine Emission, das beauftragende Unternehmen nicht verpflichtet, die gleiche Agentur für künftige Emissionen heranzuziehen.<sup>367</sup> Ist einer der beiden Dienstleister erst einmal beauftragt, so ist es nur erschwert möglich, eine vorzeitige Beendigung des Auftragsverhältnisses herbeizuführen.<sup>368</sup>

Drittens gehen die hier verwendeten Quasirentenmodelle von der Annahme aus, dass die faktische Kompetenz zur Bestellung des Abschlussprüfers beim Vorstand bzw. dem Management liegt. Rechtlich betrachtet ist diese Kompetenz allerdings beim Aufsichtsrat bzw. den Gesellschaftern angesiedelt.<sup>369</sup> Dieses Auseinanderfallen von rechtlichen Vorgaben und der Modellierung tritt im Fall der Ratingagenturen nicht auf: Sowohl rechtlich als auch faktisch wird die Ratingagentur durch den Vorstand oder von ihm autorisierten Personen beauftragt.<sup>370</sup>

<sup>364</sup> Siehe z. B. DeAngelo (1981a) i.V.m. § 55c WPO.

<sup>365</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 6 i.V.m. Anhang I, Abschnitt A, (1) und Art. 7.

<sup>366</sup> Siehe § 318 Abs. 1 S. 3 HGB. Anders ist dies bspw. in Italien, wo der Bestellzeitraum für Abschlussprüfer von börsennotierten Unternehmen drei Jahre beträgt, vgl. Marten et al. (2015), S. 192.

<sup>367</sup> Davon unberührt sind Verträge, die eine mehrjährige Ratingüberwachung von ein und derselben Emission vereinbaren, vgl. Standard & Poor's (2015), U.S. Ratings Fees Disclosure. Aber auch deren rechtliche Bindung ist, wie üblich, durch die geltende Rechtslage des landesüblichen Privatrechts begrenzt.

<sup>368</sup> Eine vorzeitige Beendigung des Auftragsverhältnisses ist bei Ratingagenturen allerdings einfacher möglich als bei Prüfaufträgen. Neuere gesetzliche Vorgaben für Ratingagenturen verlangen mittlerweile aber eine öffentliche Bekanntgabe sowie die Nennung der Gründe, siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 10 (1). Überdies kann ein Auftraggeber zwar ein Vertragsverhältnis aufkündigen, nicht aber verhindern, dass mittels eines Unsolicited Ratings die gekündigte Ratingagentur dennoch ein Urteil abgibt. Daher kann an der Prämisse auch in Bezug auf Ratingagenturen festgehalten werden.

<sup>369</sup> Siehe § 318 Abs. 1 S. 1 HGB und § 124 Abs. 3 S. 1 AktG.

<sup>370</sup> Vgl. Kapitel 4.2.

Die vielleicht wichtigste Prämisse betrifft allerdings die Frage, welche Partei die Verhandlungsmacht über die Höhe der Gebühren innehat. Die meisten der hier betrachteten Modelle unterstellen, dass diese in den Händen des Prüfers liegt. Diese Annahme wird in der Accounting-Literatur zuweilen stark kritisiert.<sup>371</sup> Im späteren Verlauf dieser Arbeit wird auch ein Modell vorgestellt, in welchem die Verhandlungsmacht über die Gebühren nicht mehr ausschließlich beim Prüfer liegt. Im Hinblick auf die Festsetzung der Ratinggebühren sprechen die industrieökonomischen Analysen der vorangegangenen Kapitel allerdings dafür, dass die Verhandlungsmacht in der Auftragnehmer-Auftraggeber-Beziehung tatsächlich zu Gunsten der Ratingagentur verteilt ist. Zwar gibt es immer wieder Versuche – zuletzt bspw. mittels zweier ‚Brandbriefe‘ von zwölf deutschen DAX-Konzernen sowie einigen Finanzinstituten –, Einfluss auf die Gebührenpolitik der Ratingagenturen zu nehmen.<sup>372</sup> Diese Versuche waren aber bisher nicht nur nicht erfolgreich, sie sind vielmehr noch ein Beleg für die starke Verhandlungsposition der Agenturen gegenüber ihren Kunden.

### **5.2.2 Transaktionskosten als Ursache für Quasirenten – das Modell von DeAngelo**

Nach DeAngelo ist es die Existenz von mandantenspezifischen Quasirenten, die eine unabhängige Berichterstattung des Wirtschaftsprüfers über sein Prüfungsergebnis konterkarieren kann.<sup>373</sup> Damit unterschied sich das Modell zum damaligen Zeitpunkt von der vorherrschenden Meinung, Lowballing sei die Ursache der Unabhängigkeitsgefährdung. Lowballing ist eine auch in der Realität zu beobachtende Form der Gebührengestaltung, bei welcher der Preis für eine Erstprüfung unterhalb der Durchführungskosten angesetzt wird, etwa um für ein Mandat den Zuschlag zu erhalten.<sup>374</sup> Dagegen stellen Quasirenten wirtschaftliche Vorteile eines Prüfers dar, welcher bereits eine Erstprüfung durchgeführt hat und nun um die Honorare für eine Folgeprüfung verhandelt. Der ökonomische Vorteil ist die Folge einer Preisgestaltung, bei der es beginnend mit den Folgeprüfungen (Prüfungen nach der Erstprüfung) stets zu ei-

---

<sup>371</sup> Ausführlicher nochmals an späterer Stelle in Kapitel 5.2.2.2.

<sup>372</sup> Vgl. o.V., Deutsche Banken meutern gegen S&P, manager magazin online vom 16.08.2012.

<sup>373</sup> Siehe DeAngelo (1981a).

<sup>374</sup> Vgl. DeAngelo (1981a), S. 114.

ner positiven Differenz zwischen Prüfungsgebühren und Prüfungskosten kommt. Mandantenspezifische Quasirenten entsprechen „the excess of revenues over *avoidable* costs, including the opportunity cost of auditing the next-best alternative client.“<sup>375</sup> DeAngelo modelliert das Zustandekommen von Quasirenten und deren Effekte unter folgenden Annahmen:

- (1) Mehrere rational handelnde Prüfer konkurrieren um Mandate bei vollkommener Konkurrenz auf dem Prüfermarkt sowie unbegrenztem Zeithorizont ( $t = 1, 2, \dots, \infty$ ).
- (2) Prüfung wird als homogene Technologie angesehen.<sup>376</sup>
- (3) Die Kostenstrukturen sind für alle Prüfer gleich; für die Kosten der Folgeprüfung gilt:  $A_2 = A_3 = \dots = A_\infty = A$ .
- (4) Erstprüfungen verursachen auf Seiten des Prüfers Zusatzkosten ( $K$ ), es ergeben sich demnach Kosten in Höhe von  $A_1 = A + K$ .
- (5) Ein Prüferwechsel verursacht bei dem Mandanten Transaktionskosten ( $C$ ).
- (6) Es wird von einem konstanten Honorar  $F = F_2 = F_3 = \dots = F_\infty$  ausgegangen.

Zwei Faktoren determinieren die Nachfrage nach einem bestimmten Prüfer: technologische Faktoren sowie Kostenfaktoren. Da davon ausgegangen wird, dass technologische Vorteile nicht von langfristiger Dauer sind, sind es die Kostenstrukturen, welche den Ausschlag bei der Auswahl einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft geben (siehe auch Annahme 2). DeAngelo modelliert sodann eine intertemporale Prüferauswahl-Entscheidungssituation in Abhängigkeit der jeweiligen Prüfungskosten.<sup>377</sup> In diesem Kontext lässt sich zeigen, dass sich trotz weitgehender Konkurrenz auf dem Prüfungsmarkt positive Gebührenbarwerte bei Folgeprüfungen realisieren lassen, ohne dass der amtierende Prüfer Gefahr läuft, das Mandat zu verlieren. Grund sind die Annahmen, dass ein Prüferwechsel mit Transaktionskosten beim Unternehmen und Erstprüfungskosten beim neuen Prüfer verbunden ist.<sup>378</sup> Die auf beiden Seiten aufkommenden Kosten ergeben eine Differenz, die der amtierende Prüfer zu sei-

---

<sup>375</sup> DeAngelo (1981a), S. 116.

<sup>376</sup> Darüber hinaus geht DeAngelo von einer perfekten Prüfungstechnologie aus, d. h. die Wahrscheinlichkeit, dass die Prüfer einen Fehler in der Rechnungslegung aufdecken, ist stets positiv.

<sup>377</sup> Vgl. Beck et al. (1988a), S. 51.

<sup>378</sup> Ein Mandant, welcher einen neuen Auftragnehmer bestellen möchte, muss diesem in den Folgeperioden sowohl die eigentlichen Kosten, inklusive der Opportunitätskosten eines anderweitigen Ressourceneinsatzes, als auch die ergänzend entstehenden Kosten einer Erstprüfung erstatten, vgl. Ewert (2003), S. 530.

nen Gunsten ausnutzen kann. Da die ex-post entstehenden Vorteilsströme zum Zeitpunkt der sich anbahnenden Mandatsannahme auf einem Wettbewerbsmarkt wegkonkurriert würden, bedingt dies ein Preissetzungsverhalten, bei dem die Honorare der Erstprüfung unterhalb der gesamten, kostendeckenden Erstprüfungskosten angesetzt werden, genannt Lowballing.

Zu Beginn des Auftragsverhältnisses in  $t = 1$  ist aufgrund der vollkommenen Konkurrenz auf dem Prüfungsmarkt der Barwert des Gewinns  $\pi$  aus dem Mandat für den Prüfer bei einem Diskontierungszinssatz von  $r$  ( $r > 0$ )

$$\pi = (F_1 - A_1) + (F - A) \times \frac{1}{r} = 0 \quad (1)$$

unter der Bedingung  $(F - A) \geq 0$ . Es wird ersichtlich, dass die Kosten  $A$  der Folgeprüfungen sogleich auch die Untergrenze der Gebührenforderung darstellen.<sup>379</sup>

Die Obergrenze der zukünftigen Honorare ist dagegen abhängig von dem Angebotspreis der konkurrierenden Prüfer sowie den Transaktionskosten eines Prüferwechsels. Aufgrund homogener Fähigkeiten der konkurrierenden Prüfer wird das Unternehmen solange nicht wechseln, solange die Gesamtkosten unterhalb der Summe aus dem Angebot des Wettbewerbers sowie der mit einem Wechsel aufkommenden Transaktionskosten liegen, also der Barwert der zukünftigen Honorarforderungen des amtierenden Prüfers niedriger ist als die Summe aus dem Barwert der Honorarforderungen eines neuen Prüfers zuzüglich der durch den Wechsel bedingten Kosten  $C$  auf Seiten des Mandanten:

$$F + F \times \frac{1}{r} \leq A + K + A \times \frac{1}{r} + C \quad (2)$$

Die Gebühr des nutzenmaximierenden amtierenden Prüfers für die zweite Periode (Obergrenze) wird demnach wie folgt lauten:

$$F \leq A + (C + K) \times \frac{r}{1+r} \quad (3)$$

---

<sup>379</sup> Die Darstellung orientiert sich an DeAngelo (1981a) sowie Stefani (2002b), S. 110 ff.

Unterstellt man vereinfachend, dass der Mandant selbst bei Indifferenz den Prüfer nicht wechselt, ist Ungleichung (3) als Gleichung erfüllt. Aufgrund der Transaktionskosten ergibt sich für den amtierenden Prüfer somit die Möglichkeit, bei den Folgeprüfungen Gebühren zu fordern, welche bis zu einer Höhe von  $(C + K) \times \frac{r}{1+r}$  über seinen Prüfungskosten liegen, und das Mandat in den Folgeperioden dennoch zu behalten, im Modell gar ad infinitum. Der Gegenwartswert der ‚Überschüsse‘ ( $Q$ ) beträgt zu Beginn der Periode 2:

$$Q^\infty = F - A + (F - A) \times \frac{1}{r} = (C + K) \times \frac{r}{1+r} + (C + K) \times \frac{1}{1+r} = C + K \quad (4)$$

Hierbei handelt es sich um die bereits erwähnte Quasirente, welche sich aus dem Kostenvorteil ergibt, amtierender Prüfer zu sein. Es ist ferner nur eine *Quasirente*, da dieser ab Periode  $t = 2$  entstehende Vorteil bereits bei der Gebührengestaltung in der ersten Periode antizipiert wird. Mit dem Wissen, in Folgeperioden Gebühren oberhalb der Kosten durchsetzen zu können, senken die Prüfer in Periode  $t = 1$  ihre Erstprüfungsgebühr so weit, dass bei Vorliegen eines Konkurrenzmarktes der Kapitalwert aus einem Mandat gerade bei Null liegt (vollkommener Wettbewerb), was einer optimalen Preissetzung entspricht. Es muss demnach  $F_1 - A_1 < 0$  gelten, die Kosten der Erstprüfung werden durch die Gebühren nicht gedeckt. Für die Gebühr der Erstprüfung ergibt sich folglich:

$$F_1 = A_1 - (C + K) \times \frac{1}{1+r} \quad (5)$$

Ausdruck (5) zeigt, dass im Gleichgewicht die Gebühr der Erstprüfung in einem Ausmaß von  $-(C + K) \times \frac{1}{1+r}$  unterhalb der Kosten einer Erstprüfung liegen – besagtes Lowballing.<sup>380</sup> Entscheidend für die vorliegende Forschungsarbeit ist dabei, dass Lowballing lediglich die wettbewerbliche Folge (englisch ‚competitive response‘) aufgrund der Existenz zukünftiger ökonomischer Vorteile eines amtierenden Prüfers ist. Der nicht durch die Erstprüfungsgebühren gedeckte Teil der Prüfungskosten stellt

<sup>380</sup> Vgl. DeAngelo (1981a), S. 119.

in den Folgeperioden Sunk Costs dar und beeinträchtigt somit die Unabhängigkeit nicht direkt.<sup>381</sup>

Die auf beiden Seiten auftretenden Transaktionskosten schützen den amtierenden Prüfer vor der Auswechslung. Nicht nur können Quasirenten generiert werden, zusätzlich schafft der dadurch entstehende Quasirentenstrom eine ökonomische Verbindung (im weiteren Verlauf dem englischen Sprachgebrauch folgend als ‚Economic Bonding‘ bezeichnet) zwischen dem Prüfer und dem Unternehmen: Beide Parteien haben Anreize, die Geschäftsbeziehung aufrecht zu erhalten, da beide Seiten der jeweils anderen mit Beendigung der Geschäftsbeziehung Kosten aufbürden.<sup>382</sup>

Schließlich kann durch Vergleich der Ausdrücke (5) und (3) auch das sogenannte Fee-Cutting gezeigt werden, d. h. das Ansteigen der Prüfungsgebühren in den Folgeperioden:<sup>383</sup>

$$F_1 - F = A_1 - (C + K) \times \frac{1}{1+r} - \left( A + (C + K) \times \frac{r}{1+r} \right) = -C \quad (6)$$

Die potenziellen Auswirkungen, welche Quasirenten hinsichtlich einer möglichen Gefährdung der Unabhängigkeit besitzen, werden in Kapitel 5.2.2.3 besprochen. Zuvor soll in einem nächsten Schritt die Quasirenentheorie der Prüfungslehre daraufhin untersucht werden, ob und inwieweit diese auf Ratingagenturen übertragen werden kann.

### 5.2.2.1 Übertragbarkeit des Basismodells auf Ratingagenturen

Das Phänomen des Lowballing wurde bisher in der Geschäftspraxis von Ratingagenturen nicht beobachtet, zumindest lassen sich in der Literatur diesbezüglich keine Hinweise finden. Wie die kommenden Ausführungen zeigen werden, gefährdet dieser Umstand allerdings einen Theorietransfer aus folgenden Gründen nicht:

---

<sup>381</sup> Simon/Francis (1988) wenden dagegen ein, dass auch Forschungsergebnisse vorliegen, die darauf hindeuten, dass Sunk Costs durchaus zukünftige Entscheidungen beeinflussen. Danach würde Lowballing den Anreiz des Prüfers erhöhen, den Mandanten zu halten, vgl. Simon/Francis (1988), S. 266 f.

<sup>382</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 174.

<sup>383</sup> Der empirische Nachweis von Lowballing bei Prüfungsgesellschaften gestaltet sich allerdings aufgrund schwer zugänglicher Daten als schwierig, einfacher konnte dagegen Fee-Cutting empirisch nachgewiesen werden, siehe bspw. Simon/Francis (1988) oder auch Turpen (1990).

Häufig wurde fälschlicherweise im Lowballing die eigentliche Ursache der Unabhängigkeitsgefährdung eines Prüfers gesehen. Wie oben beschrieben zeigt DeAngelo in ihrer Arbeit jedoch, dass nicht Lowballing, sondern die Möglichkeit, Quasirenten zu generieren, der Grund für die Gefährdung der Unabhängigkeit ist. Dabei unterstellt sie Prüfern rationales und eigennutzmaximierendes Verhalten sowie individuelle ökonomische Ziele. Ihrem Modell zufolge ergibt sich Lowballing auf einem Konkurrenzmarkt lediglich als Folge von Quasirenten. Lowballing kann somit als ein ‚vorab Zurückgeben‘ der Quasirenten an das Unternehmen interpretiert werden, der Kapitalwert aus Erstprüfungserlösen (Lowballing) und Folgeprüfungen (Quasirenten) muss im Modell Null ergeben.<sup>384</sup> Für eine Gefährdung der Unabhängigkeit reicht allein schon das Auftreten von Quasirenten aus, da der Auftraggeber in die Lage versetzt wird, mit einem Prüferwechsel zu drohen, und so dem Auftragnehmer wirtschaftliche Vorteile in Form der Quasirenten verloren gingen. Nur wenn keine mandantenspezifischen Quasirenten „are expected from a given client relationship, an auditor is indifferent to termination of that relationship; consequently he has no economic incentive to conceal a discovered breach.“<sup>385</sup> Allein in diesem Fall wäre der Prüfer komplett unabhängig in Bezug auf den betrachteten Mandanten. Aus diesem Grund sind Regelungen, welche darauf abzielen, Lowballing zu verbieten, auch nicht zielführend, denn die Möglichkeit Quasirenten zu erzielen, bleibt unverändert bestehen. Regelungen dieser Art eliminieren nicht die Möglichkeit eines Prüfers, künftig Honorare zu erwirtschaften, die höher als seine Kosten sind, sobald er einmal amtierender Prüfer ist. In einem solchen Szenario ist es Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vielmehr möglich, echte Renten zu generieren.<sup>386</sup>

Möchte man nun diese Theorie auf Ratingagenturen übertragen, stellt sich die Frage, welche Verhältnisse bei Ratingagenturen vorliegen.<sup>387</sup> Erwirtschaftet eine Ratingagentur die Erträge von den zu Beurteilenden selbst, wird landläufig davon ausgegangen, dass Anreize bestehen, zur Beibehaltung oder Neugewinnung von Mandanten Gefälligkeitsratings zu erteilen.<sup>388</sup> Wie in Kapitel 2 beschrieben, gehen einzelne

---

<sup>384</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 51.

<sup>385</sup> DeAngelo (1981a), S. 116.

<sup>386</sup> Vgl. DeAngelo (1981a), S. 123 sowie Wagenhofer/Ewert (2015), S. 524.

<sup>387</sup> Siehe dazu auch Sichtmann (2004), S. 96 ff.

<sup>388</sup> Vgl. bspw. Europäische Kommission (2011b), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, S. 5.

Schätzungen in der Literatur davon aus, dass 90 % der Einnahmen von Ratingagenturen aus eben jenem Issuer-pays-Modell stammen, lediglich etwa 10 % noch aus Subskriptionsgebühren.<sup>389</sup> Wie DeAngelo in ihren Arbeiten zeigt, stellen aber nicht die Einnahmen, sondern die mandantenspezifischen Quasirenten das Maß zur Unabhängigkeitsgefährdung dar. Aus der Modelldefinition einer Quasirente lässt sich durch einen einfachen Umkehrschluss ableiten, dass bspw. Wirtschaftsprüfer nur dann unabhängig sind, wenn perfekte Substitute für einen Mandanten vorliegen, da eben nur dann keine mandantenspezifischen Quasirenten zu erwirtschaften sind.<sup>390</sup>

Angewendet auf Ratingagenturen könnte ein Mandat nun zwar hohe Gebühren, aber gegebenenfalls keine kundenspezifische Quasirente generieren, weil für dieses ein perfektes Substitut existiert. Im Falle einer Ratingagentur hieße das konkret, dass der Periodengewinn für ein Folgerating eines bereits existierenden Mandanten genauso hoch sein muss wie der Periodengewinn aus einem Erstrating; zudem muss der Neukunde auch ohne zusätzlichen Aufwand vorhanden sein.<sup>391</sup> Tatsächlich jedoch ist der Arbeitsaufwand bei einem Erstrating höher als bei Folgeratings.<sup>392</sup> Zum einen sind in der Praxis diverse Extra-Fees, z. B. für Erstbeauftragungen, zu beobachten, zum anderen werden Gebührenreduktionen bei einer wiederholten Bestellung angeboten.<sup>393</sup> Die Kosten eines Erst- und Folgeratings unterscheiden sich somit in der Regel. Darüber hinaus gibt es zahlreiche anekdotische Evidenz und dokumentierte Aussagen von Mitarbeitern der Agenturen, wonach Ratinggebühren bei der Bewertung jeder zusätzlichen Anleihe eines Emittenten fast einen Reingewinn darstellen.<sup>394</sup> All dies sind gewichtige Anhaltspunkte dafür, dass zumindest Quasirenten vorliegen. Auch die Ausführungen über die Umsatz- und Ertragslage in Kapitel 4.1 stützen diese Annahme.

Daneben fallen auch auf Seiten des Mandanten Transaktionskosten bei einem Agenturwechsel an.<sup>395</sup> Nicht nur hat der Mandant Suchkosten und/oder erhebliche Kosten

---

<sup>389</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 69.

<sup>390</sup> Dies würde u.a. bedeuten, dass keinerlei Transaktionskosten bei einem Prüferwechsel entstehen dürfen und ein Alternativmandant ohne Kosten, z. B. Suchkosten, direkt vorhanden ist, vgl. DeAngelo (1981a), S. 116 f.

<sup>391</sup> Vgl. Sichtmann (2004), S. 96.

<sup>392</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. 13 sowie Monro-Davies (1996), S. 177.

<sup>393</sup> Vgl. u.a. Standard & Poor's (2015), U.S. Ratings Fees Disclosure, Partnoy (2006), S. 69 sowie White (2001), S. 14.

<sup>394</sup> Vgl. Monro-Davies (1996), S. 177.

<sup>395</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016a), Study on the State of the Credit Rating Market Final Report – Executive Summary, S. 7 sowie Strobl/Xia (2012), S. 2.

der Einarbeitung<sup>396</sup> zu tragen, verschiedenen Studien zufolge kann es unter bestimmten Umständen zusätzlich zu erhöhten Kapitalkosten kommen, falls ein Unternehmen die Ratingagentur wechselt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn der Wechsel von einer der großen Drei zu einer der kleineren Agenturen erfolgt.<sup>397</sup>

Auf dem Markt für Ratings ist demnach nicht von perfekten Substituten auszugehen, da auf beiden Seiten mit Transaktionskosten zu rechnen ist. Auf die Praxis des Lowballing kommt es dabei nicht an, zumal dieses Preisfestsetzungsverhalten, wie bereits erläutert, eine Folge der vollkommenen Konkurrenz auf dem Markt für Prüfungsleistungen ist. Den Ratingmarkt dagegen charakterisiert – zumindest noch – ein enges Oligopol, er unterscheidet sich in mehreren Merkmalen vom Markt für Prüfungsleistungen.<sup>398</sup>

Einige Accounting-Forscher weisen in ihren Quasirentenmodellen auch explizit darauf hin, dass ihre Modelle nicht nur Relevanz im Hinblick auf Wirtschaftsprüfungen besitzen. So sprechen bspw. die Autoren Kanodia/Mukherji ihrem Quasirentenmodell Aussagekraft für andere Berufszweige zu, sofern die folgenden Marktcharakteristika anzutreffen sind:<sup>399</sup> Erstens muss die angebotene Dienstleistung ausschließlich für einen bestimmten, individuellen Mandanten von Wert sein. Ein Ratingurteil erfüllt diese Bedingung, da es für ein bestimmtes Produkt eines spezifischen Mandanten erstellt wird. Zweitens wird das unternehmensspezifische Wissen, das dem Prüfer einen Informationsvorsprung verleiht, hauptsächlich während der Durchführung der Dienstleistung aufgebaut. Drittens muss dieses Wissen dem Prüfer in Folgeperioden weiterhin dienlich sein. Beide zuletzt genannten Charakteristika treffen gleichermaßen auf Ratingagenturen zu. Zudem muss viertens die Annahme gelten, dass in einer Welt unvollständiger Verträge agiert wird, es insbesondere nicht möglich ist, alle Eventualitäten zukünftiger Perioden verpflichtend festzuschreiben. Dieser Punkt ist ebenfalls für die Ratingbranche zu bejahen, wie in dieser Arbeit bereits mehrfach diskutiert wurde.<sup>400</sup> Als letztes gehen die Autoren von einem Wettbewerbsmarkt aus. Letztere Annahme trifft bekanntlich noch nicht für Ratingagenturen zu. Allerdings ist es das Ziel der EU-Kommission, das bestehende Oligopol aufzu-

---

<sup>396</sup> Vgl. u.a. Strobl/Xia (2012), S. 2. Solche Kosten entstehen zum Beispiel bei der mandantenseitigen Erstellung eines Ratinghandbuchs, vgl. Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 213.

<sup>397</sup> Vgl. Han et al. (2012), S. 849 ff.

<sup>398</sup> Vgl. Kapitel 4.

<sup>399</sup> Vgl. Kanodia/Mukherji (1994), S. 607.

<sup>400</sup> Vgl. u.a. Kapitel 2.2.1.

brechen. Die Modellergebnisse sind daher auch für eine Folgenabschätzung, was durch die neue Regulierung nach der erhofften Marktöffnung zu erwarten ist, geeignet. Die Modelle sind aber auch für eine retrospektive bzw. Status quo-Betrachtung der Ratingbranche von Nutzen, da die Annahme eines Wettbewerbsmarktes eben nicht schädlich ist.<sup>401</sup> Auf diese Differenzierung und die sich daraus ergebenden Implikationen wird in der kommenden Analyse der Modelle wiederholt eingegangen.

### 5.2.2.2 Kritik an DeAngelos Modell

In der wissenschaftlichen Literatur finden sich durchaus auch kritische Stimmen zum Basismodell DeAngelos. Typischerweise knüpft die Kritik meist an den zugrunde liegenden Modellannahmen an, da diese die Realität nur unzureichend beschreiben und die Modellaussagen deswegen nur eine eingeschränkte Aussagekraft für die Wirtschaftsprüferbranche besitzen würden. Kritisiert werden vorwiegend folgende Annahmen:

- Die Verhandlungsmacht über die Honorare liegt bei den Prüfern.<sup>402</sup>
- Das Management des zu prüfenden Unternehmens hat den maßgeblichen Einfluss auf die Wahl des Prüfers und kann diesem die Quasirenten entziehen, falls dieser ein ‚unerwünschtes‘ Testat abgibt.<sup>403</sup>
- Das Modell unterstellt einen unendlichen Planungshorizont sowie Prüfer mit homogenen Fähigkeiten und identischen Kostenstrukturen.<sup>404</sup>

Interessant für die vorliegende Arbeit – die Übertragung der Wirtschaftsprüfungsforschung auf Ratingagenturen – ist hierbei, dass die genannten Kritikpunkte an den

---

<sup>401</sup> Dass dies nicht schädlich ist, ergibt sich auch aus den Modellergebnissen der Autoren Lee/Gu (1998). Diese modellieren die Konsequenzen von Lowballing sowie zusätzlich Haftungsregeln auf Unabhängigkeit, wobei Lowballing in ihrem Modell nicht bedeutet, dass die Kosten einer Erstprüfung nicht gedeckt werden, sondern lediglich, dass die Gebühren der Folgeprüfung über jenen der Erstprüfung liegen. Sie betonen, dass diese Definition auch in weitere bekannte Modelle, beispielsweise von DeAngelo, integrierbar ist. Die Prüfungsgebühren der ersten Periode decken in den Modellen die Kosten nur deswegen nicht, weil von einem perfekten und vollkommenen Wettbewerb ausgegangen wird, vgl. Lee/Gu (1998), S. 537.

<sup>402</sup> Vgl. Dye (1991), S. 348 f.

<sup>403</sup> Vgl. Lee/Gu (1998), S. 535, siehe hierzu auch Ballwieser (2001), S. 107.

<sup>404</sup> Vgl. Ballwieser (2001), S. 106.

Annahmen obsolet werden, wenn das Quasirentenmodell auf Ratingagenturen angewandt wird.

Die Folgen und letztlich die gesamten Schlussfolgerungen in DeAngelos Modell basieren auf der impliziten Annahme, dass in der Beziehung zwischen Prüfer und Mandant der Prüfer die gesamte Verhandlungsmacht über die Prüfungsgebühren innehat. Würde dagegen der Mandant die Verhandlungsmacht besitzen, böte er dem amtierenden Prüfer für Folgeprüfungen einen Preis an, der gerade dem Barwert der zukünftigen Prüfungskosten entspräche. Ein rationaler Prüfer wüsste darum und wäre daher in der ersten Periode nicht bereit, die Erstprüfung unterhalb der anfallenden Kosten durchzuführen. Es käme demnach nicht zu Lowballing und noch wichtiger, auch nicht zu unabhängigkeitsgefährdenden Quasirenten.<sup>405</sup> Allerdings verwendet DeAngelo die Annahme über die Machtverteilung innerhalb des Modells nicht konsistent. Der Prüfer soll zwar jegliche Verhandlungsmacht über die Prüfungsgebühren haben, aber dennoch wird eine Null-Gewinn-Bedingung modelliert. Mehr noch, der Mandant hat im Modell ausreichend Macht, glaubwürdig mit der Terminierung des Auftragsverhältnisses zu drohen.

Im Gegensatz zu Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ist aufgrund der aufsichtsrechtlichen Notwendigkeit eines Ratingurteils sowie insbesondere der Machtkonzentration bei den großen drei Agenturen in der Beziehung zwischen Ratingagentur und Unternehmen hingegen davon auszugehen, dass die Verhandlungsmacht über Honorare in der Regel tatsächlich bei den Ratingagenturen liegt.<sup>406</sup> Des Weiteren wurden in Kapitel 4.2 jene Faktoren identifiziert, die in der Beziehung zwischen Mandant und Ratingagentur die Machtverhältnisse und damit die Möglichkeit einer glaubwürdigen Drohung determinieren. Die industrieökonomisch-institutionelle Analyse ergab bereits, dass die Drohung eines Mandanten – entgegen der Einschätzung der EU-Kommission – als nicht glaubwürdig einzustufen, zumindest aber weitaus differenzierter und in Abhängigkeit der jeweiligen Ratingart zu beurteilen ist. Der gewichtigste Kritikpunkt an DeAngelos Modell verfängt bei einer Anwendung auf Ratingagenturen daher nicht.

Ferner geht DeAngelo in ihrem Modell davon aus, dass das Management über die Bestellung des Abschlussprüfers entscheidet. Zumindest technisch liegt – wie bereits

---

<sup>405</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 518 f.

<sup>406</sup> Vgl. die Ausführungen in Kapitel 5.2.1.4.

ausgeführt – die Entscheidung allerdings beim Aufsichtsrat respektive den Gesellschaftern. Im Zuge der kontinuierlichen Weiterentwicklung des Systems der Corporate Governance kommt gerade dem Aufsichtsrat eine zentrale Überwachungsrolle in Bezug auf das Management zu. Angewandt auf Ratingagenturen trifft die Modellannahme, die Entscheidung über die Auswahl einer Ratingagentur werde vom Management getroffen, hingegen zu. Somit greift bei einer Anwendung der modelltheoretischen Prüfungsforschung auf Ratingagenturen auch der zweite Kritikpunkt nicht.

An der Annahme eines unendlichen Planungshorizontes, identischer Kostenstrukturen sowie einheitlicher Fähigkeiten wird auch bei der Übertragung auf Ratingagenturen festgehalten. Folgende Tabelle fasst die wichtigsten Modellannahmen und deren Beurteilung nochmals zusammen:

**Tabelle 5: Beurteilung der zentralen Modellannahmen**

	Annahme in den Modellen	Beurteilung hinsichtlich einer Anwendung auf Wirtschaftsprüfung	Beurteilung hinsichtlich einer Anwendung auf Rating
<b>Bestellungskompetenz</b>	Management	nicht zutreffend; in einem fortschreitenden System der Corporate Governance Aufgabe des Aufsichtsorgans	zutreffend
<b>Verhandlungsmacht über Gebühren</b>	Prüfer	widersprüchlich; Verhandlungsmacht über Gebühren beim Prüfer, aber effektives Drohpotential beim Unternehmen	Ratingagentur, keine Widersprüche
<b>weitere Konditionen der Vertragsgestaltung</b>	keine erfolgsabhängige Entlohnung; keine bindenden, mehrjährigen Verträge	zutreffend	zutreffend
<b>Informationseffizienz</b>	Kapitalmarkteffizienz im halbstrengen Sinne	zutreffend; Prüfer agiert als Informationsintermediär	zutreffend; Agentur agiert als Informationsintermediär
<b>Adressaten des Urteils</b>	Share- und Stakeholder	zutreffend; im Zuge der Lageberichtserstattung vermehrt Fremdkapitalgeber	insbesondere Fremdkapitalgeber
<b>Beschaffenheit des Prüfungsmarktes</b>	oligopolistische Marktstruktur, dennoch Null-Gewinnbedingung	zutreffend	enges Oligopol, Agenturen generieren Renten
<b>Urteils-Abstufungen</b>	Testatserteilung vs. -verweigerung	zutreffend; die Modellierung eines eingeschränkten Bestätigungsvermerkes kann vernachlässigt werden	Investment Grade vs. Non-investment Grade

Quelle: Eigene Darstellung.

### **5.2.2.3 Erste Folgerungen bezüglich Fragen der Unabhängigkeit von Ratingagenturen und Beurteilung einzelner Regulierungsmaßnahmen**

Bereits das Basismodell der Quasirentenansätze eignet sich, um erste Aussagen sowohl über eine mögliche Abhängigkeit von Ratingagenturen als auch über einzelne Regulierungsinstrumente abzuleiten. Insbesondere folgende Gefährdungstatbestände und Regulierungsinstrumente lassen sich einer ersten Beurteilung unterziehen:

- (1) Die Kritik am Bezahlssystem
- (2) Instrumente, welche die Transaktionskosten steigern
- (3) Die Einführung von Umsatzgrenzen
- (4) Die Einführung von Aufsichts- und Sanktionsmöglichkeiten
- (5) Die Stärkung der Wettbewerbsstrukturen

Manche der Schlussfolgerungen, bezogen auf Wirtschaftsprüfungen, behandelt DeAngelo in ihrem zweiten Aufsatz aus dem Jahr 1981, welcher inhaltlich nahtlos an den ersten anknüpft.<sup>407</sup> Die Ergebnisse werden nun dargelegt, deren Aussagegehalt für Ratingagenturen erörtert sowie die sich daraus ergebenden Implikationen kritisch diskutiert.

- (1) Die Existenz von (Quasi-)Renten kann die Unabhängigkeit negativ beeinflussen – Kritik am System des zahlenden Emittenten

Die zentrale Aussage von DeAngelos Modell unterstützt zunächst die weitverbreitete und auch von der EU-Kommission geteilte Sorge, dass das System des zahlenden Emittenten zu einer Gefährdung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen führen kann. Dazu sei nochmals die Definition von Unabhängigkeit aus DeAngelos Modell wiederholt: Unabhängigkeit liegt vor, wenn der Prüfer dem Kapitalmarkt über einen Fehler, auch bei Druck durch den Mandanten, wahrheitsgemäß berichtet.<sup>408</sup> Die Berichterstattung eines Prüfers, welcher annahmegemäß nutzenmaximierend handelt, ist allerdings beeinflusst von eigenen ökonomischen Überlegungen. Da es in dem vorgestellten ökonomischen Modell trotz intensiven Wettbewerbs bereits ab der ersten

---

<sup>407</sup> Siehe DeAngelo (1981b).

<sup>408</sup> Vgl. DeAngelo (1981a), S. 116. Für Ratingagenturen definiert sich Urteilsfreiheit über die wahrgenommene Ex-post-Bereitschaft der Ratingagentur, dem Kapitalmarkt wahrheitsgemäß über das Ratingurteil, auch bei Druck durch den Mandanten, zu berichten.

Folgeprüfung zu echten ökonomischen Vorteilen in Form von Quasirenten kommt, wird ein Prüfer – so die Argumentation – die Folgen seines abgegebenen Prüfergebnisses hinsichtlich einer möglichen Wiederwahl abwägen, vor allem, wenn es sich um eine für den Mandanten ‚unangenehme‘ Berichterstattung handelt. Ein amtierender Prüfer „lose[es] the wealth equivalent of the client-specific quasi-rent stream“<sup>409</sup>, falls der Mandant das Auftragsverhältnis nicht verlängert. Deshalb sieht sich ein amtierender Prüfer Anreizen ausgesetzt, Fehler in der Finanzberichterstattung nicht bekanntzumachen, der Prüfer ist somit nicht vollkommen unabhängig gegenüber Mandanten.<sup>410</sup> Leffson (1988) stellt dazu fest, dass die Drohung einer Nichtwiederwahl nicht offen kommuniziert zu werden braucht: Die Gefahr, dass ein Wirtschaftsprüfer nicht wieder bestellt wird, falls er bei einem strittigen Sachverhalt nicht einlenkt, sei allen Akteuren bewusst.<sup>411</sup> Die Höhe der finanziellen Einbußen bei Mandatsverlust ist dabei von verschiedenen Faktoren abhängig, bspw. den Prüfungskosten, den Folgeprüfungen oder auch der Intensität des Wettbewerbs. Wie der regulative Rahmen deutlich zeigt, gehen auch die Normgeber davon aus, dass die gleichen Kräfte, welche Lowballing und Fee-cutting entstehen lassen, dem amtierenden Prüfer – solange dieser das Mandat behält – einen wirtschaftlichen Vorteil in Form der Quasirenten zukommen lassen und dieser zukünftige Quasirentenstrom die Unabhängigkeit eines Prüfers gefährden kann.

Grundsätzlich führt die Quasiretentheorie erst einmal zu dem gleichen Ergebnis, wenn sie auf Ratingagenturen angewandt wird: Obwohl es in der Praxis nicht zu Lowballing kommt, ist aufgrund der bei einem Agenturwechsel auf beiden Marktseiten anfallenden Transaktionskosten modelltheoretisch davon auszugehen, dass es auch einer Ratingagentur möglich ist, Quasirenten zu generieren. Da aus derselben Argumentation wie bei Prüfern heraus allein das Vorkommen von Quasirenten für eine Gefährdung der Unabhängigkeit ausreicht, ist bei Ratingagenturen prinzipiell ebenso mit einer potenziellen Abhängigkeit zu rechnen. Ökonomische Vorteile, die eine Ratingagentur durch die erneute Beauftragung erhalten kann, verleiten einen Ratinganalysten möglicherweise dazu, ein Ratingurteil im Sinne des Mandanten zu erteilen. Soweit unterstützen DeAngelos Analysen die weitverbreitete Vermutung,

---

<sup>409</sup> DeAngelo (1981b), S. 188.

<sup>410</sup> Vgl. DeAngelo (1981b), S. 189.

<sup>411</sup> Vgl. Leffson (1988), S. 82.

dass das System des zahlenden Emittenten grundsätzlich eine Gefährdung der Unabhängigkeit begünstigt.

Im Unterschied zur Branche der Wirtschaftsprüfung tragen der NRSRO-Status und damit zusammenhängend das enge Oligopol auf dem Ratingmarkt sowie die intensive kapitalmarktrechtliche Verwendung von Ratings zudem dazu bei, dass es sich im Falle der Ratingagenturen nicht um Quasirenten, sondern um Renten handelt.<sup>412</sup> Dieses Ergebnis ergibt sich auch formalanalytisch aus DeAngelos Modell. Lowballing ist in diesem nämlich lediglich eine ‚competitive response‘ auf den vollkommenen Wettbewerb. Da aber auf dem Ratingmarkt ein Oligopol besteht, ist ein ‚vorab Zurückgeben‘ der Renten ab Periode 2 eben nicht die gleichgewichtige Lösung des Modells. Aus dieser Argumentation heraus würde es z. B. durch ein Verbot der Preissetzungsstrategie Lowballing auch Wirtschaftsprüfungsgesellschaften möglich sein, Renten zu erwirtschaften. Ein positiver Effekt auf deren Unabhängigkeit wäre damit allerdings nicht verbunden.<sup>413</sup>

Ganz entscheidend aber im Hinblick auf die Regulierung der Ratingbranche ist die Erkenntnis aus DeAngelos Analysen, dass für eine Gefährdung der Unabhängigkeit bereits Quasirenten ausreichend sind. Sollte sich also der Ratingmarkt zukünftig tatsächlich wie erhofft zu einem Wettbewerbsmarkt entwickeln, muss prinzipiell weiterhin – solange Transaktionskosten vorliegen – mit einer Gefährdung der Unabhängigkeit aufgrund des Bezahlsystems gerechnet werden. Die hohen Erwartungen der Regulierer, dass ein Wettbewerbsmarkt mit einer deutlichen Stärkung der Unabhängigkeit einhergeht, sind daher sicherlich zu optimistisch.

## (2) Steigende Transaktionskosten erhöhen die Unabhängigkeitsgefährdung

Anhand des Modells lassen sich ferner Normen beurteilen, welche neben ihrer eigentlichen Intention letztlich auch das Potenzial haben, die Transaktionskosten zu erhöhen. Beispiele für solche Regelungen sind Artikel 10 und 12 der Ratingverordnungen von 2009/2013.<sup>414</sup>

Artikel 12 verpflichtet Ratingagenturen analog zu § 55c WPO, einen jährlichen Transparenzbericht zu veröffentlichen, welcher eine ganze Reihe von Angaben ent-

<sup>412</sup> Vgl. Partnoy (2006; 2009) sowie die Ausführungen in Kapitel 4.1.

<sup>413</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 51.

<sup>414</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 sowie Verordnung (EU) Nr. 462/2013.

halten muss. Kapitalmarktteilnehmer sollen so etwaige Gefährdungspotenziale leichter erkennen und bei ihren Anlageentscheidungen verarbeiten können.<sup>415</sup> Artikel 10 soll helfen, einen unberechtigten Entzug eines bereits erteilten Auftrages zu verhindern. So muss eine „Ratingagentur [...] alle Ratings sowie jede Entscheidung zum Abbruch eines Ratings unterschiedslos und rechtzeitig bekannt [geben]. Bei einer Entscheidung zum Abbruch eines Ratings enthalten die bekannt gegebenen Informationen auch die umfassenden Gründe für die Entscheidung.“<sup>416</sup> Die Bestimmungen dieses Artikels sollen in der Beziehung zwischen Mandant und Agentur die Machtposition der Ratingagentur bei Meinungsverschiedenheiten gegenüber dem Auftraggeber stärken. Auch die Möglichkeit des Mandanten, Rating-shopping zu betreiben, soll so erschwert werden. Allerdings kodifizierten die Gesetzgeber weder ein Verbot noch die Notwendigkeit einer gerichtlichen Verfügung, ein bestehendes Auftragsverhältnis zu kündigen. Außerdem verhindert die Norm nicht, eine amtierende Ratingagentur künftig nicht erneut zu beauftragen und damit auch zu drohen.<sup>417</sup> Aus beiden Vorschriften können sich aber unintendierte Nebenwirkungen ergeben, denn beide Normen besitzen das Potenzial, die Transaktionskosten zu erhöhen. So lassen Regelungen, welche einen Agenturwechsel bzw. den Abbruch eines erteilten Ratingauftrages erschweren, im Modell die Kosten  $C$  steigen, was wiederum die mandantenspezifischen Quasirenten und somit das Drohpotenzial der Unternehmen erhöht.<sup>418</sup> Dies führt nicht nur zu einer allgemeinen Steigerung der Ratingkosten für die Auftraggeber, sondern eben auch zu einer stärkeren Bedrohung der Unabhängigkeit. Der Gesetzgeber überschätzt daher möglicherweise die mit einer verbesserten Überwachung durch den Kapitalmarkt verbundenen Effekte, zumindest aber ist der Nettoeffekt der Vorschriften auf die Unabhängigkeit nicht ohne weiteres bestimmbar.

---

<sup>415</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 12 i.V.m. Anhang I, Abschnitt E, Teil III sowie Kapitel 3.4.2.

<sup>416</sup> Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 10 (1).

<sup>417</sup> Grundsätzlich besteht in diesem Punkt wieder eine starke Parallele zur Regulierung der Wirtschaftsprüfung. Bei Wirtschaftsprüfungen soll § 318 HGB sicherstellen, dass es nicht durch einen unberechtigten Entzug eines bereits erteilten Auftrages zum sogenannten ‚opinion-shopping‘ kommen kann. Unter beiden Sachverhalten versteht man die Suche eines Mandanten nach einer Prüfungsgesellschaft oder einer Agentur, die willig ist, das vom Mandanten favorisierte Urteil oder einen Bilanzierungsgegenstand entgegen seiner eigentlichen Überzeugung mitzutragen. Allerdings ist ein einmal erteilter Prüfauftrag an den Wirtschaftsprüfer nur durch eine gerichtliche Neubestellung wieder aufzuheben, siehe § 318 Abs. 1 S. 5 i.V.m. Abs. 3 HGB.

<sup>418</sup> Geht man allerdings davon aus, dass die Erhöhung der Wechselkosten sich gleichmäßig auf alle Mandate auswirkt, und folgt man zudem DeAngelos These der Relation der Quasirenten (näheres siehe Punkt (3)), hätten erhöhte Wechselkosten keine negative Auswirkung auf die Unabhängigkeit.

(3) Große Ratingagenturen sind unabhängiger – die Einführung von Umsatzgrenzen

Häufig geübte Kritik an Prüfungsgesellschaften sowie Ratingagenturen betrifft deren Größendominanz, die oligopolistische Marktstruktur sowie die damit in Verbindung gebrachten negativen Auswirkungen auf den Wettbewerb.<sup>419</sup> Gerade in Bezug auf Prüfungsgesellschaften liegt dieser Kritik die Annahme zugrunde, Prüfungsqualität sei meist homogen – insbesondere durch die Schaffung allgemeingültiger Standards im externen Prüfungswesen –, zumindest sei sie aber unabhängig von der Größe einer Gesellschaft. Die Entscheidung für oder gegen die Beauftragung einer bestimmten Prüfungsgesellschaft sollte sodann auch nicht von der Größe abhängig gemacht werden.<sup>420</sup> DeAngelo kommt dagegen zu anderen Schlussfolgerungen. Hiernach ist zur Beurteilung der Unabhängigkeitsgefährdung die Relation von Quasirenten aus einem Mandat zu den Quasirenten aus den verbleibenden Mandaten einer Gesellschaft ausschlaggebend. Daraus leitet sich die Hypothese ab, dass größere Wirtschaftsprüfungen unabhängiger sind als kleinere, da sie in Relation mehr anderweitige Quasirenten, sprich Klienten, zu verlieren haben.<sup>421</sup> Sollte ein Prüfer dem Druck eines Mandanten nachgeben und ein ‚falsches‘ Testat ausstellen, läuft er Gefahr, entdeckt zu werden und im Zuge dessen weitere Mandate und die dazugehörigen Quasirenten einzubüßen. Quasirenten fungieren demzufolge als eine Art ‚collateral‘ (englisch für Sicherheit).<sup>422,423</sup> In ihrer Wirkung sind Quasirenten also weitaus differenzierter zu betrachten, denn ‚client-specific quasi-rents lower auditor independence with respect to a *particular client* [Hervorh. d. Verf.] in future periods. On the other hand, the quasi-rents specific to other current clients of a given auditor provide a disincentive to ‘cheat’ ‘<sup>424</sup>.

<sup>419</sup> Vgl. bspw. Europäische Kommission (2011c), Pressemitteilung (IP/11/1480) vom 30. November 2011.

<sup>420</sup> Vgl. DeAngelo (1981b), S. 183 ff.

<sup>421</sup> Vgl. DeAngelo (1981b), S. 189 f.

<sup>422</sup> Vgl. DeAngelo (1981b), S. 184.

<sup>423</sup> Diese Argumentation geht davon aus, dass die Adressaten, bspw. die Eigentümer, Einfluss auf die Wahl des Prüfers haben. Wählt dagegen das Management den Auftragnehmer aus, könnten ein zu strenger Ruf und damit verbunden eine sehr hohe Unabhängigkeitswahrnehmung des Auftragnehmers auch zu Auftragsverlusten führen. Das Management nimmt dann eventuell Abstand von einer Beauftragung, vgl. u.a. Quick (2004), S. 494 f. sowie Stefani (2002b), S. 131.

<sup>424</sup> DeAngelo (1981b), S. 190. Diese Argumentation bleibt nicht ohne Kritik: Zum einen sollen die Quasirenten, die sich aus einem Auftragsverhältnis generieren lassen, die Unabhängigkeit des Dienstleisters bedrohen, zum anderen aber die Summe der Quasirenten aus den übrigen Mandaten

Ausschlaggebend ist allerdings nicht nur die reine Größe einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft – gemessen an der Anzahl der weiteren Mandate –, sondern die bisherige Argumentation unterstützt auch die landläufige Meinung, dass die Unabhängigkeit zunimmt, je geringer der Honoraranteil eines Mandanten an den Gesamteinnahmen ist. Aus diesem Grund wird eine Umsatzgrenze für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auch vom Gesetzgeber als sinnvoll erachtet und wurde entsprechend gesetzlich verankert.<sup>425</sup> Da Quasirenten nicht öffentlich zu beobachten sind, wird allgemein aus Gründen der einfacheren Operationalität auf Einnahmen als Proxy zurückgegriffen.<sup>426</sup>

DeAngelos Überlegungen liefern auch interessante Anhaltspunkte bei einer Anwendung auf Ratingagenturen. Demnach können auch in diesem Falle die Renten anderer Mandate als Sicherheit gegen eine mögliche Einflussnahme durch den Mandanten dienen. Der Theorie nach läuft eine Ratingagentur, deren Urteil käuflich ist, Gefahr, bei Bekanntwerden der Verfehlung andere Mandate zu verlieren. Dabei reicht es bereits aus, wenn die Fremdkapitalgeber eine Agentur mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit als opportunistisch identifizieren können. Ein Teil der potenziellen wie bestehenden Klienten würde eine solche Agentur künftig meiden, da das abgegebene Ratingurteil von den Kapitalmarktteilnehmern als weniger seriös eingestuft werden würde. Die Beauftragung einer unseriösen Agentur hätte weiter zur Folge, dass der Emittent am Markt zu hohe Risikoaufschläge für Fremdkapital zahlen müsste, verglichen mit einem Rating einer als seriös eingestuften Ratingagentur.<sup>427</sup> Analog zu Wirtschaftsprüfungsgesellschaften kann bei Ratingagenturen daher die gleiche Wirkungsweise hinsichtlich der ‚collateral‘-Funktion der verbleibenden (Quasi-)Renten gelten. Danach hätten große Ratingagenturen einen stärkeren Anreiz als kleine Agenturen, ihre Unabhängigkeit zu wahren; die Ausführungen über die Bedeutung des relativen Honoraranteils treffen bezogen auf Ratingagenturen grundsätzlich in der-

---

als Sicherheit dienen, dass wahrheitsgemäß Bericht erstattet wird. Eindeutige Aussagen hinsichtlich der Wirkung von mandantenspezifischen Quasirenten auf die Unabhängigkeit können daher nur schwer gewonnen werden, vgl. Böcking/Locke (1997), S. 471 ff.

<sup>425</sup> Siehe die §§ 319 Abs. 3 Nr. 5 und 319a Abs. 1 Nr. 1 HGB.

<sup>426</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 525. Neben Größe als Sicherheit (collateral) werden in der Literatur noch weitere Merkmale mit gleicher Funktion diskutiert, beispielsweise Reputation, vgl. DeAngelo (1981b), S. 193.

<sup>427</sup> Im Gegensatz zu der Diskussion bei Wirtschaftsprüfungen spielt es bei Ratingagenturen daher auch keine Rolle, wer den Auftrag erteilt.

selben Weise zu. Mit dieser Argumentation verneinen auch die Ratingagenturen mögliche Gefahren aus dem Issuer-pays Modell.<sup>428</sup>

Dieser Argumentation scheint auch der europäische Gesetzgeber zu folgen, weshalb die Ratingverordnung Agenturen nach einem ähnlichen Muster wie seinerzeit Prüfungsgesellschaften verpflichtet, „die Namen der bewerteten Unternehmen oder verbundenen Dritten, von denen sie mehr als 5 % ihrer Jahreseinnahmen erhält“<sup>429</sup>, zu veröffentlichen.<sup>430</sup> Die Implementierung einer Veröffentlichungspflicht, sozusagen einer ‚weichen‘ Honorargrenze, ist nach den Erkenntnissen aus DeAngelos Modell eine durchaus sinnvolle Maßnahme zur Stärkung der wahrgenommenen Unabhängigkeit. Ob allerdings die Schwelle von 5 % optimal ist oder gar ein striktes Verbot wie in den USA wirkungsvoller wäre, lässt sich mit dem Modell nicht beantworten.<sup>431,432</sup>

#### (4) Schaffung einer europäischen Aufsichtsbehörde sowie Sanktionsmöglichkeiten

Die Bemühungen der EU-Kommission, eine effiziente und zentrale Aufsichtsbehörde für Ratingagenturen sowie Sanktionsmöglichkeiten zu schaffen, werden bereits durch die obigen Ausführungen nicht nur als richtig, sondern auch als notwendig unterstützt. Wie aus der Argumentation DeAngelos hervorgeht, hängt die Höhe eines möglichen Verlustes von Quasirenten bei Fehlverhalten zum einen vom relativen Anteil oder eben der Anzahl anderweitiger Quasirenten ab, zum anderen aber auch ganz entscheidend von der Wahrscheinlichkeit, dass ein solches Fehlverhalten überhaupt entdeckt, entsprechend geahndet und an die Kapitalmarktteilnehmer kommuniziert wird. Dies bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit des ‚Entdeckt-Werdens‘ nicht

<sup>428</sup> Vgl. Staikouras (2012), S. 96.

<sup>429</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 6 (2) i.V.m. Anhang I, Abschnitt B, Nr. 2.

<sup>430</sup> Für Prüfungsgesellschaften besteht bei Überschreiten der Grenze jedoch nicht nur eine Veröffentlichungspflicht, sondern ein Verbot, siehe §§ 319 u. 319a HGB.

<sup>431</sup> Vgl. Möllers (2009), S. 864.

<sup>432</sup> Das Argument der Größe als Surrogat für Unabhängigkeit wird allerdings häufig singular betrachtet, ohne eventuell entgegenlaufende Argumente mit einzubeziehen. So könnte der Ertrag aus der Kollusion von der Größe einer Agentur abhängen. Bei Ratingagenturen war dies bspw. in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten zu beobachten, bei denen enorme Gewinne zu erwirtschaften waren. Zudem werden Manipulationen, wenn überhaupt, häufig erst sehr zeitverzögert entdeckt. Kollusionsgewinne könnten daher den Verlust der anderweitigen Quasirenten übertreffen – insbesondere dann, wenn wie bei den Agenturen keine Konsequenzen bei einem Fehlverhalten zu befürchten waren, da eine effektive Aufsicht sowie Sanktionsmöglichkeiten fehlten, vgl. Partnoy (2006), S. 81 ff.

Null sein darf. Aus dem Modellrahmen ergibt sich daher, dass eine funktionsfähige und schlagkräftige Überwachungsinstitution letztlich unerlässlich ist. Gleiches gilt selbstverständlich auch für Ratingagenturen. Alle bisherigen Regulierungsbemühungen sind letzten Endes wirkungslos, wenn es keine Institution gibt, welche sowohl die Mittel als auch die Befugnis hat, die Einhaltung der erlassenen Normen und Verordnungen zu überprüfen und bei Zuwiderhandlungen entsprechende Sanktionen zu verhängen.

#### (5) Aufbrechen des Oligopols durch die Stärkung der Wettbewerbsstrukturen

Folgt man der bisherigen Argumentation, können die eben besprochenen Umsatzgrenzen bei einer ersten Betrachtung zu einem Zielkonflikt innerhalb der EU-Regulierung führen: Einerseits ist es ein Hauptanliegen der Kommission, den Wettbewerb zu stärken und Maßnahmen zur Förderung der Inanspruchnahme kleinerer Agenturen zu ergreifen.<sup>433</sup> Andererseits sprechen die Umsatzgrenzen aber dafür, dass die EU-Kommission bei kleineren Agenturen von einer erhöhten Unabhängigkeitsgefährdung ausgeht. Darüber hinaus ist anzunehmen, dass die Veröffentlichungspflicht der Namen von bewerteten Unternehmen, von denen die Ratingagentur mehr als 5 % ihrer Einnahmen erhält, in der Praxis für die großen drei Agenturen kaum Relevanz besitzt. Anders kann es sich allerdings bei einer neu gegründeten Agentur verhalten und deren Etablierung am Markt möglicherweise erschweren. Dem Ziel der EU, den Markt für kleinere Agenturen zu öffnen, würde eine starre Umsatzgrenze daher eher entgegen wirken.

Die EU-Kommission stellt zwar offenbar einen Zusammenhang zwischen Größe bzw. der relativen Höhe des Honoraranteils eines Mandanten und einer möglichen Unabhängigkeitsgefährdung her, weshalb Ratingagenturen den Kapitalmarktteilnehmern die Kunden mit einem hohen Honoraranteil offenlegen müssen. Nach Einschätzung der Kommission überwiegen allerdings die Vorteile aus dem Größenkriterium nicht die Gefahren, welche gemeinhin mit einem engen Oligopol in Verbindung gebracht werden. Die Öffnung des Marktes ist und bleibt daher eines der Hauptanliegen der Gesetzgeber. Deshalb wurde auch kein Raterinstellungsverbot bei Überschreiten einer festgesetzten Umsatzgrenze von 5 % beschlossen. Um die

---

<sup>433</sup> Siehe z. B. Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (11) sowie Art. 39b (3).

Etablierung neuer Mitbewerber nicht unnötig zu erschweren, wird die finale Einschätzung über mögliche Unabhängigkeitsgefährdungen den im Idealfall frei und rational agierenden Kapitalmarktakteuren überlassen.

Aus DeAngelos Arbeiten ergibt sich aufbauend auf dem Argument, dass große Agenturen unabhängiger sind, noch ein weiterer Aspekt hinsichtlich der Diskussion über die Marktstruktur: So könnte – trotz aller Bemühungen durch die EU – das Ziel, das Ratingmarktligopol aufzubrechen, möglicherweise nicht erreicht werden, da rationale Kapitalmarktakteure auch im Falle der Ratingagenturen nach einem einfachen und kostengünstig zu beobachtenden Surrogat suchen könnten, welches analog zur Branche der Prüfungsgesellschaften eben in dem Kriterium der Größe zu finden sein kann.<sup>434</sup> Zwar gibt es mittlerweile 27 anerkannte Agenturen in der EU und durch die erhöhten Veröffentlichungspflichten sowie die sogenannte Ratingplattform für Konsumenten von Ratings auch zunehmend Möglichkeiten, sich über einzelne Komponenten der Ratingqualität von Agenturen zu informieren.<sup>435</sup> Dennoch ist davon auszugehen, dass dies weiterhin sehr aufwendig und kostspielig sein wird, zumindest aber ein hohes Maß an Informationsverarbeitungskompetenz erfordert. Erschwerend kommt hinzu, dass im Gegensatz zur Branche der Wirtschaftsprüfung bei Ratingagenturen fast keine Vorgaben, bspw. im Bereich von Ausbildungs- und fachtechnischen Normen, existieren. Der Konsument eines Ratings kann bisher weder die konkrete Arbeitsweise und den Umfang der Handlungen beobachten, noch verfügt er über ausreichende Informationen, um die internen Anreizgefüge sowie Beweggründe in der Beziehung zwischen Agentur (Auftragnehmer) und Mandant (Auftraggeber) bewerten zu können. Auch nach der politisch forcierten Aufbrechung

---

<sup>434</sup> In der Prüfungsforschung, aber auch in der Forschung über Ratingagenturen, ist dieses Verhalten durchaus zu beobachten: So zeigt eine empirische Studie von Teoh/Wong (1993), dass gemäß der Annahme, große Prüfungsgesellschaften würden bessere Prüfungsqualität erbringen, der Kapitalmarkt auf Prüferinformationen der damals noch bestehenden ‚Big Eight‘ stärker reagierte als auf Informationen kleinerer Gesellschaften, vgl. Teoh/Wong (1993), S. 360 ff. Zudem konnte man empirisch beobachten, dass Unternehmen nach einem Börsengang häufig zu einer der großen Gesellschaften wechseln, vgl. Ostrowski (2003), S. 180 ff. Für eine Übersicht weiterer Studien siehe Hachmeister (2001), S. 112 f. Auch messen Kapitalmarktteilnehmer Ratings verschiedener Agenturen einen unterschiedlichen Wert bei. Obwohl die Ratings der drei global agierenden Agenturen häufig niedriger ausfallen als die Bonitätseinstufungen einer lokal operierenden Agentur, konnten einer Studie von Han et al. (2012) zufolge Unternehmen den Risikozuschlag auf ihre Anleihen durch die Beauftragung einer der großen drei Agenturen im Schnitt um 11-14 Basispunkte senken, vgl. Han et al. (2012), S. 851 u. 871. Eine andere Studie von Li et al. (2006) zeigt, dass der Aktienwert japanischer Unternehmen mehr auf Herabstufungen durch eine der drei großen Agenturen reagierte als durch eine kleinere, lokale Agentur, vgl. Li et al. (2006), S. 1020.

<sup>435</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 11a.

des Marktes könnten die Beweggründe ökonomisch rationaler Investoren, welche in der Größe eben ein einfaches und kostengünstiges Surrogat zur Einschätzung der Ratingqualität finden, Konzentrationstendenzen hin zu den großen drei Agenturen bedingen.<sup>436</sup> Das Entstehen respektive das Festhalten an wenigen großen Ratingagenturen kann daher auch als Marktreaktion auf das Unabhängigkeitsproblem interpretiert werden. Lagen in der Vergangenheit die Gründe für die Größe und Dominanz der Big Three noch hauptsächlich in dem restriktiven SEC-Akkreditierungsprozess und der damit erst möglichen kapitalmarktrechtlichen Verwendung von Ratings, ist trotz der Öffnung des Marktes und des Fehlverhaltens der Agenturen bisher tatsächlich auch kein großer Abwanderungstrend zu beobachten.<sup>437,438</sup> Ein Vergleich der Daten über die Entwicklung des Marktanteils der großen drei Agenturen scheint dies zu bestätigen: Allein zwischen 2012 und 2014 stieg dieser, nach einem kurzzeitigen Rückgang infolge der Krise, wieder von 87,02 % auf 91,89 % an.<sup>439,440</sup>

In der vorliegenden Arbeit konnte bisher gezeigt werden, dass das Quasirentenmodell grundsätzlich auf Ratingagenturen angewandt werden kann und mit einer solchen Übertragung zudem weiterführende Erkenntnisse zu gewinnen sind. Es lässt sich sowohl die Frage nach einer möglichen Bedrohung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen näher analysieren als auch konkret einzelne Regulierungsinstrumente bewerten. Dennoch stellt DeAngelos Ansatz in erster Linie ein Erklärungsmodell für verschiedene Preisgestaltungsphänomene wie z. B. Lowballing dar. Das Berichtsverhalten des Auftragnehmers etwa wird nicht direkt modelliert, weshalb argumen-

---

<sup>436</sup> Vgl. auch Europäische Kommission (2016b), S. 13 u. 24.

<sup>437</sup> Trotz der bisherigen Bemühungen sind keine nennenswerten Nachfrageveränderungen festzustellen, vgl. u.a. Europäische Kommission (2016a), Study on the State of the Credit Rating Market Final Report – Executive Summary, S. 5 f., Europäische Kommission (2014), Bericht über die Realisierbarkeit eines Netzes kleinerer Ratingagenturen, S. 2 oder White (2010), S. 222. Diese Argumentationskette kann zudem eine Erklärung dafür liefern, weshalb auch vor der Schaffung des NRSRO-Status auf dem Ratingmarkt nur sehr wenige Anbieter miteinander konkurrierten, vgl. dazu auch White (2001), S. 11 f.

<sup>438</sup> Für eine ausführliche Analyse der Konzentrationstendenzen auf dem Prüfermarkt siehe Hachmeister (2001), zu den bisherigen Übernahmen auf dem Ratingmarkt siehe White (2010), S. 211.

<sup>439</sup> Vgl. ESMA (2013), Reference document 2013/1933 sowie ESMA (2015b), Reference document 2015/1879.

<sup>440</sup> Mit Größe können typischerweise noch weitere Kosten sowie Vorzüge einhergehen. So kann die Größe einer Agentur Auswirkungen etwa auf die Reputation oder auch die internen Anreiz- und Organisationsstrukturen und damit auf die internen Agency-Kosten haben. Gerade letztere Aspekte zu erörtern würde den Rahmen dieser Arbeit jedoch übersteigen, vgl. DeAngelo (1981b), S. 192 f.

tative Schlussfolgerungen vor dem Hintergrund des jeweiligen institutionellen Umfeldes unerlässlich bleiben:

So zeigt die Übertragung der Modellergebnisse zwar, dass grundsätzlich auch Ratingagenturen ökonomischen Anreizen unterliegen, opportunistisch zu handeln und ihre Unabhängigkeit gegenüber dem Mandanten einzuschränken; unter den bisherigen institutionellen Gegebenheiten verlieren sie bei einem Agenturwechsel nicht nur Quasirenten, sondern gar Oligopolrenten. Daraus nun aber abzuleiten, dass das Unabhängigkeitsproblem bei Ratingagenturen schwerer wiegt als bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, hieße allerdings, die Gesamtheit der institutionellen Unterschiede zwischen beiden Branchen zu vernachlässigen. Denn entscheidend dafür, ob die Unabhängigkeit eines Auftragnehmers tatsächlich gefährdet ist, sind vor allem die Machtverhältnisse zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer. Wie die Ergebnisse aus Kapitel 4.2. zeigen, besitzen – im Gegensatz zur Wirtschaftsprüferbranche – beim klassischen Rating die Auftraggeber gerade keine Möglichkeit für eine glaubwürdige Drohung, wohl aber die Agenturen. Die gleichen Kräfte, die die Agenturen echte Renten erwirtschaften lassen, schützen sie ebenso vor einer glaubwürdigen Drohung durch die Auftraggeber.<sup>441</sup> Das Bezahlssystem bzw. die Tatsache, dass Agenturen derzeit noch Renten erzielen können, muss für sich genommen also noch keine unmittelbare Gefährdung der Unabhängigkeit darstellen. Insofern ergeben sich durch die (Quasi-)Renten zwar grundsätzlich Gefahren für die Unabhängigkeit, jedoch solange nicht, wie die Macht auf Seiten der Ratingagenturen liegt. Aufgrund dieser Machtverhältnisse führen auch echte Renten nicht zwangsläufig zu einer erhöhten Abhängigkeitsproblematik.

Anders verhält es sich bei strukturierten Finanzprodukten. Hier finden sich die Agenturen gegenüber den Originatoren in einer deutlich weniger überlegenen Machtposition wieder.<sup>442</sup> Aufgrund dessen sowie weiterer Unterschiede zwischen den Ratingarten können (Quasi-)Renten nach den bisherigen Ergebnissen dieser Arbeit dann zu einer Bedrohung für die Unabhängigkeit werden und so auch eine naheliegende

---

<sup>441</sup> Bei diesen Kräften handelt es sich um das enge Oligopol in Verbindung mit dem NRSRO-Status, die Rating-based Regulation sowie Unsolicited Ratings, vgl. dazu Kapitel 4.2.

<sup>442</sup> Im Unterschied zum klassischen Rating besitzt die Drohung seitens einer der wenigen mächtigen Originatoren, die enorm lukrativen Aufträge anderweitig zu vergeben, eine weit höhere Glaubwürdigkeit, vgl. dazu die Ausführungen sowie die Gegenüberstellung des institutionellen Rahmens beider Ratingarten in Kapitel 4.

Erklärung für die deutlichen Qualitätsunterschiede zwischen den Ratingarten sein.<sup>443</sup> In Kapitel 3.1. wurde bereits gezeigt, dass die Agenturen beim klassischen Rating durchaus solide gearbeitet haben, es dagegen bei strukturierten Finanzprodukten massiv zu inflationären Ratingeinstufungen und Mängeln in der prognostischen Güte (krasse und schnelle Herabstufungen) kam.

Ein regulativer Prozess, der in erster Linie darauf abzielt, die starke Machtposition der Agenturen zurückzudrängen, verkennt oder unterschätzt daher möglicherweise den Nutzen, der mit einer überlegenen Machtposition verbunden sein kann – zumindest scheinen nicht alle Aspekte der Auftraggeber-Auftragnehmer-Beziehung in die Bewertung mit einzufließen. Sollten sich Agenturen künftig unabhängig von der Ratingart in einer deutlich schwächeren Verhandlungsposition wiederfinden – dann etwa vergleichbar mit der eines Abschlussprüfers – ist zu vermuten, dass es dann auch beim klassischen Rating die Auftraggeber sein werden, die über die Möglichkeit einer glaubwürdigen Drohung verfügen. In der Folge könnte sich insbesondere die Qualität der klassischen Ratings spürbar verringern, da der vermeintliche Vorteil eines gesteigerten Wettbewerbs die Möglichkeit der Agenturen, (Quasi-)Renten zu erwirtschaften, eben nicht eliminiert – eine zentrale Erkenntnis aus der Anwendung von DeAngelos Modell auf Ratingagenturen. Solange Transaktionskosten vorliegen, können auf dem Ratingmarkt trotz allem noch Quasirenten generiert werden. Und bereits diese versetzen den Auftraggeber in die Lage, mit deren Wegfall zu drohen.<sup>444</sup>

Die Interpretation der Modellergebnisse vor dem tatsächlichen institutionellen Umfeld führt auch zu einem weiteren Aspekt bei der Beurteilung der Umsatzgrenze. Deren Wirkung hängt zum einen davon ab, inwieweit das Instrument rationalen Marktteilnehmern hilft, eine mögliche Unabhängigkeitsgefährdung zu erkennen, zum anderen insbesondere davon, wie ‚frei‘ Investoren nach der Evaluation einer Agentur in ihren Handlungen tatsächlich sind. In der Logik der Quasirenentheorie gelten große Gesellschaften deswegen als unabhängiger, weil sie mehr zu verlieren haben. Der Markt, so die dahinterstehende Argumentation, bekommt Fehlverhalten und/oder

---

<sup>443</sup> Vgl. Tabelle 4 für die zentralen Unterschiede zwischen dem klassischen Rating und dem Rating strukturierter Finanzprodukte.

<sup>444</sup> Auch andere Autoren äußern die Sorge, dass verstärkter Wettbewerb auf dem Ratingmarkt unter Umständen mit unintendierten, negativen Folgen in Bezug auf die Unabhängigkeit von Ratingagenturen und damit die Ratingqualität einhergehen könnte. Für eine ausführlichere Diskussion siehe das kommende Kapitel 5.2.5.

Abhängigkeit mit und quittiert dies entweder durch einen Anbieterwechsel oder eine Anpassung der Risikoprämie. Das Nachfragemotiv, aber auch der Mechanismus der Risikoprämie, sind durch die vielen regulativen Eingriffe – allem voran die aufsichtsrechtliche Verwendung von Ratings – jedoch verzerrt.<sup>445</sup> Damit eine Umsatzgrenze, vor allem weil es sich ‚nur‘ um eine Veröffentlichungspflicht handelt, ihren ganzen Nutzen entfaltet, sollten Ratings weitestgehend wieder auf ihre originäre Funktion reduziert werden. Die Bemühungen der Gesetzgeber, den übermäßigen aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings zu reduzieren, sind unter diesem Gesichtspunkt daher als richtig zu bewerten.<sup>446</sup>

Die bisherigen Ausführungen machen deutlich, dass mittels der Übertragung von DeAngelos Modell auf Ratingagenturen zwar bereits interessante und nutzbringende Erkenntnisse und Hypothesen zu gewinnen sind. Für tiefer- und weitergehende Fragestellungen aber reicht das Modell nicht aus. Insbesondere erscheint es notwendig, Fragen der Berichterstattung explizit zu modellieren.<sup>447</sup> Ein Modell, welches das Berichtsverhalten des Auftragnehmers sowie die Frage nach der Glaubwürdigkeit einer Drohung durch das Management explizit in die Analyse mit einbezieht, stammt von Magee/Tseng (1990).<sup>448</sup>

---

<sup>445</sup> Beispielsweise war lange Zeit eine Substitution durch einen anderen Anbieter aufgrund des NRS-RO-Status für einen Mandanten schlicht nicht ohne weiteres möglich. Die Renten der Agenturen waren aufgrund des institutionellen Rahmens deshalb bei einem Fehlverhalten auch nicht gefährdet.

<sup>446</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8), Partnoy (2006) sowie White (2010).

<sup>447</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 531 f.

<sup>448</sup> Siehe Magee/Tseng (1990).

### 5.2.3 Meinungsverschiedenheiten zwischen Mandant und Prüfer – das Modell von Magee/Tseng

Nach den Ergebnissen von Magee/Tseng (1990) ist die Gefahr einer quasirentenbedingten Unabhängigkeitsgefährdung deutlich geringer einzuschätzen, als es gemeinhin, auch nach DeAngelos Arbeiten, scheint.<sup>449</sup> Letztere zeigen zwar auf, dass transaktionskostenbedingte Quasirenten das Potenzial besitzen, die Unabhängigkeit eines Prüfers zu gefährden; Faktoren, wann bspw. dieses Potenzial ausgenutzt werden kann, analysiert DeAngelo jedoch nicht.

Aufbauend auf DeAngelos Basismodell modellieren auch Magee/Tseng ein quasirentenbedingtes Abhängigkeitsproblem, integrieren zusätzlich aber noch die Möglichkeit von Meinungsverschiedenheiten über ein strittiges Rechnungslegungsthema zwischen Mandant und Prüfer, einen möglichen Nutzen des Mandanten bei einer für ihn positiven Berichterstattung sowie einen Disnutzen für einen opportunistisch urteilenden Prüfer.<sup>450</sup> Sie zeigen so modelltheoretisch auf, dass Quasirenten allein für eine Gefährdung der Unabhängigkeit nicht ausreichend sind.

In ihrer Arbeit halten sich die Autoren explizit an die meisten der im Basismodell getroffenen Annahmen:<sup>451</sup>

- (1) Gebühren sind unabhängig vom Prüfurteil (auch keine Bestechung etc.).
- (2) Es sind keine bindenden, mehrperiodigen Kontrakte möglich.
- (3) Alle Prüfer besitzen die gleichen Kostenstrukturen und Fähigkeiten.
- (4) Die Verhandlungsmacht über die Gebühren liegt beim Prüfer.
- (5) Die Bestellung des Prüfers erfolgt durch das Management.

Als wesentliche Neuerung integrieren sie Auslegungsspielräume in der Bilanzierung eines spezifischen Sachverhaltes, weshalb es bei den am Markt agierenden Wirtschaftsprüfern auch zu unterschiedlichen Bewertungen kommen kann, ob ein betrachtetes Bilanzierungsproblem in Einklang mit den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung steht oder nicht.<sup>452</sup> Die neue Modellprämisse führt zudem zu einer etwas veränderten Definition von Unabhängigkeit. Magee/Tseng definieren einen Prü-

---

<sup>449</sup> Vgl. Ewert (2002b), S. 2392 f.

<sup>450</sup> Ohne die Erweiterungen kommen die Autoren in ihrem Modell letztlich zu den gleichen Ergebnissen wie zuvor bereits DeAngelo.

<sup>451</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 316 f.

<sup>452</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 317.

fer als unabhängig, wenn er ein Prüfurteil abgibt, welches seinen *Überzeugungen* entspricht. Vice versa ist er nur abhängig, wenn er dem Mandanten einen strittigen Sachverhalt durchgehen lässt, der seiner Auffassung nach nicht mit den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung vereinbar ist. Im Unterschied zu DeAngelos Definition, dass ein Prüfer die Bereitschaft besitzen muss, dem Kapitalmarkt über einen Fehler, auch bei Druck durch den Mandanten, zu berichten, integrieren Magee/Tseng zusätzlich einen Beurteilungsspielraum für den Prüfer, ob ein strittiger Sachverhalt im Einklang mit den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung (GoB) bzw. den Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) steht. Unabhängigkeit definiert sich dann im Sinne einer „proper application of GAAP to the client’s financial statements.“<sup>453</sup> Sie gehen aber ebenfalls davon aus, dass ein Prüfer, der möglicherweise eine abweichende Meinung hat, ökonomische Nutzenabwägungen in seine finale Entscheidungsfindung mit einbezieht.

In dem betrachteten Modell tritt ein Bilanzierungsgegenstand auf, bei welchem zwei Ausprägungen möglich sind,  $y_1$  und  $y_2$ . Das für den Finanzbericht verantwortliche Management wird in Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs in Form eines Bonus  $B$  entlohnt, wobei der erstellte Finanzbericht die Grundlage zur Bewertung der Managementleistung ist. Der Mandant möchte daher unabhängig von der tatsächlich vorliegenden Situation die Bilanzierungsvariante  $y_2$  anwenden, da diese Vorgehensweise ein besseres Bild der Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens vermittelt. Bevor es jedoch zur Beurteilung dieses Sachverhaltes kommt, muss das Management einen Prüfer bestellen. Die Prüfer lassen sich in zwei Typen,  $P_1$  und  $P_2$ , unterteilen:  $P_1$  stimmt mit der Auffassung des Managements im Hinblick auf den spezifischen strittigen Sachverhalt überein oder vertritt zumindest die Ansicht, dass beide Bilanzierungsmethoden den anzuwendenden Standards entsprechen.  $P_2$  dagegen kommt in seiner Beurteilung zu einem anderen Ergebnis als das Management, seiner Meinung nach muss der Sachverhalt gemäß der Bilanzierungsvariante  $y_1$  abgebildet werden. Prüfertyp  $P_2$  antizipiert sodann auch mögliche Kosten, bspw. Haftungskosten, sollte er einen Bericht mit der Ausprägung  $y_2$  abgeben, tatsächlich aber die Ausprägung  $y_1$  beobachtet haben. Magee/Tseng sprechen von einem Disnutzen  $E$  für den Fall, dass  $P_2$  – trotz seiner im Grunde abweichenden Beurteilung des strittigen Sachverhaltes – die Auslegungsweise des Mandanten mitträgt. Die Höhe des

---

<sup>453</sup> Magee/Tseng (1990), S. 332.

Disnutzens  $E$  wiederum ist abhängig von der Bedeutung des zu beurteilenden Sachverhaltes. Aufgrund der vorangegangenen Definition von Unabhängigkeit kann  $P_1$  somit nie abhängig sein.<sup>454</sup> Nur  $P_2$  kann seine Unabhängigkeit aufgeben, wenn er trotz gegenteiliger Überzeugung die Sichtweise des Mandanten unterstützt. Ob der nutzenmaximierende Prüfer dies letztlich auch macht, hängt hingegen auch in diesem Modell von seinen individuellen ökonomischen Überlegungen ab. Für die weitere Analyse steht deshalb Prüfertyp  $P_2$  im Fokus.<sup>455</sup>

Das Modell startet mit der Bestellung eines Prüfers durch das Management, wobei der Prüfertyp anfangs nicht erkennbar ist. Der Prüfer wählt dann, ob er eine mandantenorientierte Bilanzierungspolitik betreibt oder nicht. Er beobachtet zunächst das Signal  $y$  und informiert darüber je nach Auswahl seiner Berichtspolitik. In Abhängigkeit der gewählten Berichtspolitik erhalten am Schluss sowohl das Management seine Entlohnung, eventuell mit Bonus, als auch der Prüfer sein Honorar. Annahm gemäß gibt es zwar für den Prüfer keine erfolgsabhängige Entlohnung, aber die Entscheidung für seine Wiederwahl als Prüfer hängt von seiner gewählten Berichtspolitik ab. In der folgenden Analyse ist insbesondere der Fall von Interesse, wenn ein Prüfer des Typs  $P_2$  die Bilanzierungsvariante  $y_1$  beobachtet. Es sind sodann zwei Situationen zu unterscheiden: Für den Fall, dass sich der amtierende Prüfer  $P_2$  bei Vorliegen von  $y_1$  für eine nicht-mandantenorientierte Berichtspolitik  $y_1$  entscheidet, erhält er Auszahlungen in Höhe von  $F - A + \frac{1}{1+r} Q_{t+1}(y_1)$ . Verfolgt er allerdings eine mandantenorientierte Berichtspolitik  $y_2$ , fließt ihm  $F - A - E + \frac{1}{1+r} Q_{t+1}(y_2)$  zu. Die nicht-mandantenorientierte Berichtspolitik, sprich Unabhängigkeit gegenüber dem Mandanten, ist für den Prüfer nur dann die dominante Strategie, also die Strategie mit der höheren Auszahlung, wenn

$$\frac{1}{1+r} Q_{t+1}(y_1) > -E + \frac{1}{1+r} Q_{t+1}(y_2) \quad \text{bzw.} \quad (7)$$

$$E > \frac{1}{1+r} (Q_{t+1}(y_2) - Q_{t+1}(y_1)) \quad (8)$$

<sup>454</sup> Darin sehen manche Autoren auch einen Kritikpunkt an dem Modell, da Unabhängigkeit eigentlich immer auch zu höherer Qualität führen soll. Wenn aber  $P_1$  immer unabhängig ist, ist ein Zusammenhang mit Qualität nicht direkt gegeben, vgl. Stefani (2002b), S. 176 f.

<sup>455</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 320 ff.

Der Prüfer des Typs 2 muss sich also zwischen dem entstehenden Disnutzen  $E$  und der Differenz der Barwerte der künftigen Quasirenten in Abhängigkeit der von ihm gewählten Berichtspolitik entscheiden.<sup>456</sup> Folglich ist ein Prüfer bspw. immer dann unabhängig, wenn die Rentenbarwerte unabhängig von der gewählten Berichtsstrategie gleich hoch sind und zudem  $E > 0$  gilt.<sup>457</sup>

Aufbauend auf DeAngelos These, dass „the existence of client-specific quasi-rents to incumbent auditors [...] lowers the optimal amount of auditor independence“<sup>458</sup>, identifizieren Magee/Tseng mittels ihrer Modellierung darüber hinaus fünf notwendige Bedingungen, damit eine mandantenspezifische Quasirente auch zu einer Gefährdung für die Unabhängigkeit werden kann:<sup>459</sup>

- (1) Es muss zwei Typen von Prüfern am Markt geben: Prüfertyp  $P_1$  bestätigt die Konformität einer benutzten Bilanzierungsmethode des Mandanten über einen spezifischen Sachverhalt,  $P_2$  dagegen hat Störgefühle bei der vorgenommenen Auslegung. Unabhängigkeit ist also gegeben, wenn  $P_2$  vom gewünschten Urteil des Mandanten abweicht.  $P_1$  ist immer unabhängig, weil er den Auslegungsspielraum wie der Mandant interpretiert. Wären alle Prüfer vom Typ 2, könnte der Mandant – wie Magee/Tseng zeigen – kein Opinion-shopping betreiben und somit auch nicht mit der Terminierung des Auftragsverhältnisses drohen: Jeder Prüfer würde die nicht-mandantenorientierte Bilanzierungsvariante verfolgen.
- (2) Zum Zeitpunkt der ersten Auftragsvergabe kennt ein Prüfer seine Position zu dem Sachverhalt noch nicht, erst nach Auftragsannahme. Andernfalls wäre eine Signalisierung seines Typs bspw. über die Gebührenpolitik denkbar.
- (3) Kommt es zu dem strittigen Sachverhalt, darf der Mandant die Meinung des Prüfers vorab nicht kennen, da der Mandant ansonsten wiederum effektiv Opinion-shopping betreiben könnte. Dies gilt allerdings nur, falls der Nutzenzuwachs aufgrund eines Wechsels zu einem ggf. allseits bekannten Prüfertyp 1 die damit verbundenen Kosten, bspw. eventuelle Kapitalmarktreaktionen rationaler Abschlussadressaten, übersteigen würde.

---

<sup>456</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 324.

<sup>457</sup> Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass die Unabhängigkeit natürlich auch dann nicht gefährdet wird, wenn keine Transaktionskosten existieren, da es dann keinen ökonomischen Vorteil in Form von Quasirenten zu verlieren gibt.

<sup>458</sup> DeAngelo (1981a), S. 113.

<sup>459</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 327 ff.

- (4) Der strittige Sachverhalt muss Auswirkungen über die aktuelle Periode hinaus haben. Allerdings ist dies nur von modelltheoretischer Bedeutung. Es ist unwahrscheinlich, dass ein Streitpunkt mit dem Prüfer, selbst wenn dieser nur eine Periode betrifft, den Mandanten im darauf folgenden Jahr nicht mehr tangiert, insbesondere weil – wie auch Magee/Tseng ausführen – es bereits ausreicht, dass der betreffende Bilanzierungssachverhalt Hinweise liefert, wie der Prüfer zukünftig bei ähnlich gearteten Fragestellungen Position beziehen wird.
- (5) Der Mandant muss von seiner bevorzugten Strategie profitieren, auch bei einem eventuellen Prüferwechsel zu Typ 1 (siehe Punkt 3).<sup>460</sup>

### 5.2.3.1 Übertragung der Modellergebnisse auf Ratingagenturen

Das Modell von Magee/Tseng hält sich explizit an die meisten der im Basismodell getroffenen Annahmen, deren Übertragbarkeit und Gültigkeit in Bezug auf Rating bereits in Kapitel 5.2.2.1 hergeleitet wurden. Magee/Tseng integrieren in ihr Modell darüber hinaus die drei oben angesprochenen Annahmen, deren Gültigkeit für Ratingagenturen ebenfalls untersucht werden muss, nämlich die Möglichkeit von Meinungsverschiedenheiten über einen strittigen Sachverhalt, die Modellierung eines Nutzens für den Mandanten in Abhängigkeit der Berichterstattung sowie einen eventuell auftretenden Disnutzen des Prüfers.

Mehr noch als bei der Betrachtung der Wirtschaftsprüfungsbranche, bei der es in der Tat auch zu Auslegungsspielräumen in der Bilanzierung kommen kann, erweist sich die erste Neuerung in der Modellierung bei der Anwendung auf Ratingagenturen als besonders zutreffend. Gerade das Produkt Rating ist im Vergleich zum Produkt Prüfung bei weitem nicht so reglementiert und standardisiert.<sup>461</sup> Vorgaben, bspw. bezüglich des Ratingprozesses und dessen Inhalt und/oder Methodik, gibt es nur sehr wenige. In ein Ratingurteil fließt zu einem noch größeren Teil als bei Testaten individuelles Expertenwissen des zuständigen Analysten ein, was dem Urteil auch seinen immer wieder kritisierten subjektiven Charakter verleiht.<sup>462</sup> Auf Seiten des Emitten-

<sup>460</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 317.

<sup>461</sup> Vgl. hierzu Kapitel 3.2.1.

<sup>462</sup> Vgl. Rieg (2004), S. 58 sowie Partnoy (1999), S. 651.

ten gibt es ebenfalls keine Regelwerke wie etwa GAAP, die die weiterzugebenden Informationen an die Agenturen gesetzlich näher definieren. Daher kann die Unabhängigkeitsdefinition bei einer Übertragung des Modells auf Ratingagenturen auch nicht als eine ‚proper application of GARP‘ im Sinne von ‚general accepted rating principles‘ definiert, sondern muss für einen entsprechenden Transfer modifiziert werden: Ratingagenturen sind dann unabhängig, wenn sie nach der Analyse und Verdichtung aller Informationen innerhalb des Ratingprozesses ein Urteil veröffentlichen, das ihrer tatsächlichen Überzeugung entspricht.<sup>463</sup> Umgekehrt sind Agenturen als abhängig zu bezeichnen, wenn sie die Beurteilungsspielräume des wenig standardisierten Ratingprozesses dafür ausnutzen, eine Bonitätseinstufung vorzunehmen, die nicht ihre Überzeugungen widerspiegelt, aber im Sinne des Auftraggebers ist.

Als zweite Erweiterung modellieren die Autoren explizit auch den Vorteil des Managements in Abhängigkeit der gewählten Berichterstattung. Auf Grundlage des Prüfberichts – respektive des Ratingurteils – kann das Management einen Bonus  $B$  erhalten. Auch diese Neuerung steht einer Anwendung des Modells auf Ratingagenturen nicht im Wege. Denn im Rahmen der Modellierung kann  $B$  nicht nur als Bonuszahlung, sondern auch als Vorteil des Mandanten im Rahmen einer Kreditvergabe interpretiert werden, bspw. in Form eines Zinsvorteils.<sup>464</sup>

Die dritte Neuerung ist die Modellierung eines möglichen Disnutzens  $E$  für einen opportunistisch berichtenden Prüfer. Eine derartige Modellerweiterung ist auch im Falle von Ratingagenturen möglich und sinnvoll. Zu Zeiten vor der ersten Ratingverordnung konnte  $E$  schlicht ein Unbehagen eines Ratinganalysten aufgrund persönlicher Ethik- und Moralvorstellungen sein, etwaige Reputationsverluste der Agentur oder auch mögliche ökonomische Nachteile bei Bekanntwerden eines Fehlverhaltens. Wie auch schon DeAngelo anmerkte, könnten eventuell verbleibende Mandanten von einem zukünftigen Geschäftsverhältnis Abstand nehmen, sollten sie Kenntnis über eine Verfehlung erlangen. Seit Verabschiedung der ersten Ratingverordnung 2009 kann der Disnutzen  $E$  aber auch ganz konkret etwa als juristisches Nachspiel mit eventuellen Strafzahlungen interpretiert werden oder anderweitige Sanktionen durch eine Aufsichtsbehörde beschreiben.<sup>465</sup>

---

<sup>463</sup> Vgl. dazu auch Krahn/Weber (2001), S. 3 ff.

<sup>464</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 320 sowie Stefani (2002b), S. 178.

<sup>465</sup> Vgl. die Ausführungen des Kapitels 2.3.

### 5.2.3.2 Implikationen aus dem Modell von Magee/Tseng für die Regulierung von Ratingagenturen

Einige der Ergebnisse aus dem Modell von DeAngelo ergeben sich auch aus dem Modell von Magee/Tseng. Bspw. besitzen Renten, bzw. auf einem Wettbewerbsmarkt Quasirenten, weiterhin das Potenzial, die Unabhängigkeit negativ zu beeinflussen. Die Sorgen über das System des zahlenden Emittenten sind daher weiterhin grundsätzlich erst einmal berechtigt. Der Grund, Quasirenten erwirtschaften zu können, liegt nach wie vor an den Transaktionskosten. Regelungen, welche die Transaktionskosten erhöhen, sind deshalb in Bezug auf die Wahrung der Unabhängigkeit kontraproduktiv, zumindest ist der Nettoeffekt nicht ohne weiteres zu bestimmen.

Allerdings erhalten manche der Schlussfolgerungen, die aus dem Übertrag von DeAngelos Modell auf Ratingagenturen meist nur durch die verbal-argumentative Einordnung der Modellergebnisse in den tatsächlichen institutionellen Rahmen gewonnen wurden, durch Magee/Tseng nun auch modelltheoretische Unterstützung. Deren Arbeit konkretisiert DeAngelos Ergebnisse, was sich auch auf die Beurteilung von Ratingagenturen sowie einzelne Regulierungsinstrumente auswirkt. So lassen sich aus den Modellergebnissen fünf Bedingungen ableiten, die vorliegen müssen, damit eine mandantenspezifische (Quasi-)Rente auch zu einer Gefährdung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen führen kann:

- (1) Es muss zwei Typen von Ratinganalysten,  $R_1$  und  $R_2$ , am Markt geben:  $R_1$  kommt bei einer Analyse der Einflussfaktoren zu einer ähnlich oder gleich positiven Auslegung wie der Mandant,  $R_2$  dagegen beurteilt die vom Mandanten kommunizierten Informationen anders und kommt zu einer pessimistischeren Beurteilung eines spezifischen Sachverhaltes. Unabhängigkeit ist gegeben, wenn  $R_2$  in seiner Interpretation eines Sachverhalts von der Einschätzung des Mandanten abweicht und seine eigentliche Auslegung auch in sein Bonitätsurteil einfließen lässt.<sup>466</sup> Wären alle Ratinganalysten des gleichen Typs, bspw. vom Typ 2, wären Rating-shopping und damit die Dro-

---

<sup>466</sup> Umgekehrt ist  $R_2$  also abhängig, wenn er den weiten Beurteilungsspielraum eines Ratingprozesses nutzt, um der positiven Beurteilung des Mandanten mittels einer besseren Ratingnote zu folgen, obwohl er abweichender Auffassung ist. Wie schon bei der Anwendung auf Prüfungsgesellschaften ist  $R_1$  immer unabhängig, weil er den Sachverhalt stets wie der Mandant interpretiert.

hung, die Agentur künftig nicht mehr zu beauftragen, nicht möglich und ceteris paribus die Unabhängigkeit nicht gefährdet.

- (2) Zum Zeitpunkt der ersten Auftragsvergabe kennt ein Analyst seine Position zu dem Sachverhalt noch nicht, erst nach Auftragsannahme.<sup>467</sup>
- (3) Kommt es zu einem strittigen Beurteilungsgegenstand, kennt der Mandant die Meinung der Ratingagentur im Vorhinein nicht.<sup>468</sup>
- (4) Das strittige Thema hat Auswirkungen über die aktuelle Periode hinaus. Um diese Bedingung zu erfüllen, reichen bereits Hinweise aus, wie der Analyst zukünftig bei ähnlich gearteten Fragestellungen urteilen wird.
- (5) Der Mandant muss auch bei einem eventuellen Wechsel zu einem Typ 1-Analysten von seiner bevorzugten Strategie profitieren.

Aus dem Modell von Magee/Tseng ergeben sich des Weiteren fünf Aussagen, wann der ökonomische Anreiz für einen Typ 2-Ratinganalysten, seine Unabhängigkeit aufzugeben, steigt. Diese Aussagen lassen sich nutzen, um Regulierungsziele und -instrumente der EU-Kommission eingehender zu bewerten. Danach steigt die Bedrohung der Unabhängigkeit, wenn

- (1) die (Quasi-)Renten hoch sind.

Die nicht-mandantenorientierte Berichtspolitik, also Unabhängigkeit gegenüber dem Mandanten, ist für die Agentur nur dann die dominante Strategie, wenn gilt:

$$\frac{1}{1+r} Q_{t+1}(y_1) > -E + \frac{1}{1+r} Q_{t+1}(y_2) \quad \text{bzw.} \quad (9)$$

---

<sup>467</sup> Ansonsten wäre bspw. über die Gebührenpolitik eine Signalisierung seines Typs denkbar.

<sup>468</sup> Diese Bedingung berührt eine vergangene Geschäftspraxis der Agenturen in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten. Um für das Finanzprodukt ein möglichst hohes Rating zu erhalten, versorgten die Agenturen die Originatoren zuweilen mit vorläufigen Bonitätsurteilen im Zuge eines sogenannten ‚indicative ratings‘. Der Auftraggeber konnte dann entweder noch Anpassungen vornehmen oder auch aktiv Rating-shopping betreiben. Wenn ein Originator sich eine vorläufige Meinung aller NRSRO-Agenturen einholte, konnte er sich auf Basis des besten ‚Angebots‘ für eine entsprechende Agentur entscheiden und dann erst das offizielle Rating in Auftrag geben, vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 16 f. sowie Chiwitt (2014), S. 395. Diese Geschäftspraxis ist seit Inkrafttreten der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 durch Anhang 1, Abschnitt D, Teil II (4) jedoch untersagt, was auch zu unterstützen ist. Allerdings läge in einem solchen Fall nach der Unabhängigkeitsdefinition von Magee/Tseng eben gerade keine Abhängigkeit vor, da die letztlich beauftragte Agentur vom Typ 1 wäre.

$$E > \frac{1}{1+r} (Q_{t+1}(y_2) - Q_{t+1}(y_1)) \quad (10)$$

Der Ratinganalyst des Typs 2 muss sich also zwischen dem entstehenden Disnutzen  $E$  und der Differenz des Barwertes der künftigen Quasirenten in Abhängigkeit der von ihm gewählten Berichtspolitik entscheiden. Bei hohen (Quasi-)Renten steigt demnach der Anreiz, seine Unabhängigkeit einzuschränken. Daher sind Regelungen, welche die Transaktionskosten und damit auch die erzielbaren (Quasi-)Renten erhöhen, weiterhin kritisch zu beurteilen. Auch im Hinblick auf die schon angesprochene Unterscheidung zwischen dem klassischen Rating und dem Rating strukturierter Finanzprodukte ist dies ein wesentliches Ergebnis, welches zudem von den empirischen Analysen unterstützt wird: Eine stark unterdurchschnittliche Leistung war bei strukturierten Finanzprodukten festzustellen – die Ratingart, in der die erzielbaren Margen außergewöhnlich hoch waren und auch heute noch um ein Vielfaches über denen des klassischen Ratings liegen.<sup>469</sup> Sollten die Margen eines Geschäftsfeldes, wie bspw. beim Rating strukturierter Finanzprodukte, überdurchschnittlich hoch sein bzw. bleiben, sollte die dadurch erhöhte Unabhängigkeitsgefährdung auch in Regulierungsbestrebungen mehr Gewicht finden.

Negative Auswirkungen auf die Unabhängigkeit ergeben sich auch, wenn

- (2) der erwartete Nutzen des Mandanten aus einem von ihm präferierten Rating recht hoch ist.<sup>470</sup>

Diese Aussage bestärkt ebenfalls die Ergebnisse der industrieökonomischen Analyse dieser Arbeit, den Ratingmarkt und damit letztlich auch die Regulierungsanstrengungen differenziert zu betrachten. Denn neben dem grundsätzlichen Zusammenhang zwischen Ratingnote und Risikozuschlag war der Nutzen einer hohen Ratingeinstufung insbesondere für die Handelbarkeit strukturierter Finanzprodukte entscheidend.

---

<sup>469</sup> Vgl. Kapitel 3.1 u. 4.1.

<sup>470</sup> Aus dem Modell ergibt sich eine Höchstgrenze für den Vorteil  $B$ . Die Obergrenze  $B$ , ab wann ein Vorteil zu groß ist für Unabhängigkeitsbeschränkungen, ergibt sich aus der Summe der Transaktionskosten. Die Autoren folgern aus der Höchstgrenze, dass – wenn der Sachverhalt zu bedeutend für Mandant oder Prüfer/Analyst ist – es zu keiner Beeinträchtigung der Unabhängigkeit eines Typ 2-Auftragnehmers kommt. Nach Überschreiten der Höchstgrenze ist es im Modell möglich, über Preissignalisierung den Prüfertyp 1 zu erkennen und entsprechend zu wechseln. Typ 1 aber ist per definitionem unabhängig, vgl. Magee/Tseng (1990), S. 331.

Ohne Triple-A-Rating waren die Produkte des Marktsegmentes, in dem empirisch eine inflationäre Notenvergabe zu beobachten war, schlicht nicht marktfähig.<sup>471</sup>

Der Nutzen aus einem Rating ergab und ergibt sich nicht nur aus seinem Informationswert, sondern steigt ‚künstlich‘ durch die aufsichtsrechtliche Verwendung. Deswegen unterstützt der zweite Punkt jene Literaturmeinungen sowie Bemühungen der Gesetzgeber, die den exzessiven aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings reduzieren wollen, um ihnen so wieder ihren eigentlichen Wert zukommen zu lassen.<sup>472</sup> Dieser solle wieder darin bestehen, Kapitalmarktakteuren zu helfen, ihre Investitionsentscheidungen optimal zu treffen, indem bestehende Informationsasymmetrien verkleinert werden. In der Vergangenheit spielte dieser Aspekt eine zunehmend untergeordnete Rolle, waren Ratings doch häufig nur Mittel zum Zweck, Finanzprodukte aufgrund der aufsichtsrechtlichen Anforderungen handelbar zu machen.<sup>473</sup>

Drittens ist mit einer Verschärfung der Unabhängigkeitsproblematik zu rechnen, wenn

(3) der Disnutzen für die Ratingagentur gering ist.

Diese Modellaussage trifft mit Sicherheit auf Ratingagenturen zu und ist unabhängig von der betrachteten Ratingart. Ein Disnutzen kann jedwede Art von Sanktion sein, zum Beispiel ein effektives Haftungsrecht; zugleich muss für eine wirksame Kontrollinstitution gesorgt sein.

Die Bemühungen der Kommission, eine zentrale Aufsichtsbehörde mit schlagkräftigen Instrumenten für Sanktionen zu schaffen, sind daher nach den Ergebnissen dieser Arbeit uneingeschränkt zu unterstützen.<sup>474</sup> Nachdem bereits in den vergangenen Jahren Gerichte zusehends mit der lange praktizierten Rechtsprechung brachen und Ratingagenturen für mangelhafte Ratings haftbar machten, wurde 2013 erstmalig auch die zivilrechtliche Haftung offiziell in der europäischen Ratingverordnung ver-

---

<sup>471</sup> Vgl. hierzu Kapitel 3.1 u. 4.3.

<sup>472</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8), Partnoy (2006) sowie White (2010).

<sup>473</sup> Vgl. Darbellay/Partnoy (2012), S. 3.

<sup>474</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009. Im Jahr 2011 ging die alleinige Aufsichtsbefugnis durch die ‚Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011‘ vom Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen (CESR) auf die neu gegründete ESMA über.

ankert.<sup>475</sup> Vor der Finanzkrise existierte ein Disnutzen meist nur in ‚weichen‘ Kriterien wie bspw. persönlichem Unbehagen oder Reputationsverlusten. Allerdings brachten selbst Letztere aufgrund der bereits skizzierten institutionellen Gegebenheiten keine, insbesondere keine monetären, negativen Folgen mit sich.<sup>476</sup>

Aus der folgenden, vierten Aussage des Modells lässt sich die neue und zentrale Erkenntnis für die Regulierung von Ratingagenturen gewinnen, die aus dem Modell von DeAngelo so nicht abzuleiten war: Die Bedrohung der Unabhängigkeit nimmt zu, wenn

- (4) keine klaren Vorgaben bezüglich Ratingprozess und anzuwendender Methodologie existieren.

Angenommen, alle Analysten würden aufgrund streng standardisierter Ratingmethoden sowie engmaschiger und unmissverständlicher Vorgaben zu einer identischen Auffassung über den zu ratenden Sachverhalt kommen (müssen), weil es keinerlei Ermessensspielräume gäbe, wäre die Androhung eines Agenturwechsels – mit dem Zweck Rating-shopping zu betreiben – durch den Mandanten wirkungslos. Am Markt wäre keine andere Meinung zu finden, die Unabhängigkeit daher auch nicht gefährdet. Für das regulative Ziel, die Unabhängigkeit zu stärken, wären also präzise Vorgaben für den Ablauf eines ‚optimalen‘ Ratingprozesses sowie insbesondere auch für die anzuwendenden Methoden förderlich. Subjektive Ratingkriterien, wie sie momentan noch reichlich in den Ratingprozessen der etablierten Agenturen vorzufinden sind, sollten danach auf ein Mindestmaß reduziert werden.<sup>477,478</sup>

Dass es solche konkreten Vorgaben bisher nicht gibt, wurde bereits hinreichend dargelegt. Auch künftig planen weder die EU-Kommission noch die SEC diesen Weg zu

<sup>475</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 35a sowie Staikouras (2012), S. 133.

<sup>476</sup> Vgl. Darbellay/Partnoy (2012), S. 6.

<sup>477</sup> Außer Acht gelassen werden im Modell dabei positive Aspekte wie ein etwaiger Innovationswettbewerb, im Fall dieser Arbeit etwa im Bereich von optimalen Ratingmethodiken. Aufgrund dessen sehen sowohl die SEC als auch die EU-Kommission bisher von direkten methodischen Vorgaben und strikten Transparenzbestimmungen ab, vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 38 sowie Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Begründung Abs. (25).

<sup>478</sup> Ähnlich verhält es sich bei Wirtschaftsprüfern: Die Erweiterung ihrer Aufgaben um die Beurteilung des Lageberichtes, der zutreffenden Darstellung künftiger Risiken oder gar der Geschäftsführung sind nach den Modellergebnissen für die Unabhängigkeit daher kontraproduktiv. Auch GoB oder GAAP, welche einen weiten Auslegungsspielraum zulassen, schaffen einen Rahmen, in dem man von einer weitaus größeren Gefährdung der Unabhängigkeit ausgehen muss.

verfolgen, wie sie in der Gesetzgebung explizit betonen.<sup>479</sup> Zugleich aber findet sich im ‚Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen‘ deutliche Kritik über eben jene „unzureichend solide[n] Ratingmethoden und -verfahren“<sup>480</sup>. Um bspw. den Innovationswettbewerb nicht zu behindern, könnte eine Lösung nun darin bestehen, zwar keinen direkten Einfluss auf den Ratingprozess sowie die statistischen Methoden zu nehmen, zumindest aber die Transparenzbestimmungen im Hinblick auf die verwendeten Ratingmethoden und -modelle sowie die wichtigsten Annahmen deutlich auszuweiten. Maßnahmen der EU im Bereich Transparenz, wie die unlängst beschlossene Ratingplattform, wären daher eher positiv zu bewerten, auch wenn dadurch Transaktionskosten steigen könnten. Strengere Transparenzbestimmungen sind zudem gegen die Gefahr abzuwägen, dass ein Mandant dadurch eventuell leichter Rating-shopping betreiben kann. Die Regulierungsverantwortlichen sollten Wege finden, welche Marktteilnehmern einerseits mittels einer erhöhten Transparenz verbesserte Informationen über die Ratingqualität zukommen lassen, andererseits aber nicht offenbaren, welche Agentur eher zu einer weniger strengen Ratingnotenvergabe tendiert. Aufgrund dieser Überlegung finden daher die erlassenen Normen, die sowohl die Praxis des Indicative Rating untersagen als auch den Wechsel einer bereits beauftragten Agentur erschweren, Unterstützung. Ein Wechsel oder die Suche nach einem Typ 1-Analysten würde dem Modell nach zwar nicht mit einer erhöhten Unabhängigkeitsgefährdung einhergehen, doch liegt dies rein an der spezifischen und auch kritisierten Definition von Unabhängigkeit innerhalb des Modellrahmens. Fehlende Vorgaben im Bereich des Ratingprozesses sowie der Ratingmethoden erschweren überdies eine effektive Aufsicht und Kontrolle über die Agenturen. So muss eine opportunistisch handelnde Agentur nur mit einer geringen Wahrscheinlichkeit rechnen, dass ihr Fehlverhalten aufgedeckt und auch nachgewiesen wird. Auch das Instrument der Haftung, bei welchem obendrein die Beweisspflicht allein beim Kläger liegt, wird in seiner Anreizwirkung geschwächt. Gerade bei strukturierten Finanzprodukten, die in ihrer Konstruktion und Funktionsweise ohnehin sehr komplex sind, lassen sich ohne konkrete Vorgaben ein eventuelles Fehlverhalten von

---

<sup>479</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Begründung Abs. (23).

<sup>480</sup> Europäische Kommission (2011b), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, S. 4.

Ratinganalysten und/oder mangelhaft erstellte Ratings nur schwer erkennen, geschweige denn durch einen Kläger nachweisen.<sup>481</sup>

Die letzte, abzuleitende Aussage baut in gewisser Hinsicht auf der vorherigen auf: Aus dem Modell von Magee/Tseng lässt sich zudem eine erhöhte Unabhängigkeitsgefährdung eines Typ 2-Analysten identifizieren, wenn

(5) die Wahrscheinlichkeit, am Markt einen Typ 1-Analysten zu treffen, steigt.

Mittels dieser Modellaussage lässt sich das Ziel, den Markt für Wettbewerber zu öffnen, eingehender beurteilen. Im Zuge der Akkreditierung immer weiterer Agenturen ist davon auszugehen, dass sich auch die Wahrscheinlichkeiten, einen bestimmten Typ von Agentur am Markt vorzufinden, ändern werden. Gerade neue Agenturen, die sich am zusehends hart umkämpften Markt noch etablieren müssen, könnten versucht sein, Marktanteile hinzuzugewinnen, indem sie gerade nicht durch besonders strenge Ratingeinstufungen und/oder im Falle von Meinungsverschiedenheiten durch eine klare Positionierung auch gegen die Interessen des Mandanten auffallen. Der Anteil an Agenturen, die weniger streng urteilen, könnte daher steigen.<sup>482</sup>

Anknüpfend an die Ausführungen zu Aussage (4) sollte es für einen Mandanten bei Vorliegen eines engen Oligopols zudem schwieriger sein, unbeobachtet eine Agentur zu finden, welche eine ‚lasche‘ Ratingvergabe praktiziert. Ein großes Angebot an Ratingagenturen erhöht hingegen die Möglichkeit für Mandanten, die Agenturen untereinander auszuspielen und aktiv Rating-shopping zu betreiben – wie es bei Prüfungsgesellschaften zu beobachten war/ist.<sup>483</sup>

Die Modellergebnisse unterstützen damit einmal mehr die bereits geäußerte Sorge, dass ein gesteigerter Wettbewerb eventuell mit negativen Folgen für die Unabhängigkeit einhergehen könnte – ein Punkt, auf den im Zwischenfazit ausführlicher eingegangen wird. Die Machtposition und damit die Unabhängigkeit der Agenturen könnte durch den angestoßenen regulativen Prozess empfindlich geschwächt wer-

---

<sup>481</sup> Siehe dazu auch SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 32, Strier (2008), S. 563 sowie White (2010), S. 215.

<sup>482</sup> Vgl. zu dieser Einschätzung auch Hill (2009b), S. 605 f.

<sup>483</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15 sowie Hill (2009b), S. 605.

den.<sup>484</sup> Der bisher eingeschlagene Weg der EU-Kommission, durch regulative Eingriffe vornehmlich die Machtposition der Agenturen zu schwächen, demgegenüber aber nur sehr wenige Vorgaben im Bereich der ausbildungs- und fachtechnischen Normen zu erlassen, sollte also nach Anwendung des Modells von Magee/Tseng auf die Ratingbranche kritisch überdacht werden.

Das Modell von Magee/Tseng führt nach Ewert zu einer guten Präzisierung und Relativierung des Quasirentenmodells.<sup>485</sup> So sind Quasirenten auch nach Magee/Tseng grundsätzlich geeignet, die Unabhängigkeit zu gefährden; zusätzlich identifizieren die Autoren aber noch fünf notwendige Bedingungen, die für eine Gefährdung vorliegen müssen – woraus wiederum interessante und wertvolle Erkenntnisse und Hypothesen für die Regulierung von Ratingagenturen abgeleitet werden konnten. Doch auch unter Berücksichtigung dieser neu gewonnen Bedingungen müssen die Ergebnisse im Kontext des tatsächlich vorzufindenden institutionellen Umfelds analysiert werden, wie dies zuvor auch schon bei DeAngelo erfolgte. In der Praxis nämlich reichen Quasirenten aufgrund der überlegenen Machtposition der Agenturen, gerade im Bereich des klassischen Ratings, eben nicht aus, die Unabhängigkeit zu gefährden. Trotz Quasirenten kann der Mandant keine glaubwürdige Drohung gegenüber der Agentur aussprechen. Betrachtet man aber die durch die EU angestrebten Marktstrukturen, in welcher die Machtverhältnisse zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer durch die regulativen Eingriffe zugunsten der Auftraggeber verändert werden sollen, besitzen die Ergebnisse des Modells nach wie vor eine hohe Relevanz im Hinblick auf die Beurteilung der Regulierung der Ratingbranche.

In den beiden bisher behandelten Modellen wurden die Reaktionen der übrigen Kapitalmarktteilnehmer, insbesondere jene der Fremdkapitalgeber, nicht berücksichtigt. Dabei lautet aber eine der durch Magee/Tseng identifizierten Bedingungen, dass der Mandant bei einem eventuellen Agenturwechsel zu Typ 1 von seiner bevorzugten Strategie profitieren muss, damit eine mandantenspezifische (Quasi-)Rente auch zu einer Gefährdung für die Unabhängigkeit werden kann.<sup>486</sup> Dies bedeutet jedoch implizit, dass die von den Kapitalmarktakteuren verlangten Risikozuschläge selbst bei

---

<sup>484</sup> Ähnliche Bedenken werden, ohne sich dafür aber eines Rückgriffs auf die Accounting-Forschung zu bedienen, zum Beispiel auch bei Darbellay/Partnoy (2012), S. 18 f. oder auch Hill (2004), S. 92 geäußert.

<sup>485</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 58.

<sup>486</sup> Vgl. Magee/Tseng (1990), S. 331.

einem Wechsel zu einer allseits bekannten opportunistischen Agentur nicht bedeutend sein dürfen. Mag das unter dem ‚alten‘ System noch denkbar gewesen sein, legen die in dem begonnenen regulativen Prozess eingeschlagenen Maßnahmen eine Erweiterung der Modelle nahe. Eine Arbeit, welche die Reaktionen rationaler Kapitalgeber mit in die Modellierung einbezieht, stammt von Stefani aus dem Jahr 2002.<sup>487</sup>

#### 5.2.4 Der kapitalmarktorientierte Ansatz von Stefani

Mittel- bis langfristig strebt die EU-Kommission eine Veränderung des institutionellen Rahmens des Ratingmarktes an: Der Wert, den ein Rating für Kapitalgeber darstellt, soll sich in erster Linie wieder aus seinem Informationsgehalt ergeben und nicht aufgrund seiner aufsichtsrechtlichen Verwendung in Gesetzen und Verordnungen.<sup>488</sup>

Wenn aber das aufsichtsrechtliche Nachfragemotiv in den Hintergrund tritt, ist es geboten, auch die Kapitalmarktteilnehmer als rationale dritte Partei in die Betrachtung einzubeziehen und vor allem deren Entscheidungsverhalten in Abhängigkeit ihrer Wahrnehmung der Agenturen zu modellieren. Zwar konnte der Nutzen  $B$  des Mandanten in dem Modell von Magee/Tseng bereits als Vorteil im Rahmen einer Kreditvergabe interpretiert werden, allerdings modellieren sie diesen Vorteil aus einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk noch unabhängig von möglichen Einschätzungen der Kapitalmarktteilnehmer über die Seriosität des Prüfers.<sup>489</sup> Auf diesen Überlegungen aufbauend erweitert Stefani (2002b) das Basismodell von DeAngelo sowie die Arbeit von Magee/Tseng, indem sie ergänzend die Reaktionen rationaler Investoren berücksichtigt.<sup>490</sup> Durch die Integration der Kapitalgeber als aktive Spieler eignet sich das folgende Modell insbesondere für eine Einschätzung künftiger Wirkungszusammenhänge und eine Beurteilung von Regulierungsinstrumenten in dem durch die Gesetzgeber angestrebten institutionellen Rahmen.

---

<sup>487</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 179 ff.

<sup>488</sup> Vgl. Europäische Kommission (2010b), Pressemitteilung (IP/10/1471) vom 5. November 2010 sowie Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8).

<sup>489</sup> Für eine solche Auslegung spricht, dass der Jahresabschluss zunehmend eine zukunftsorientierte Informationsfunktion zugewiesen bekommt und nicht mehr eine lediglich retrospektive Rechenschaftsfunktion übernimmt.

<sup>490</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 179 ff.

Wie bei den beiden zuvor diskutierten Modellen bleiben auch in Stefanis Arbeit die Entstehung von Quasirenten, deren Einfluss auf die Berichtspolitik sowie die Interaktion zwischen Mandant und Prüfer Gegenstand der Analyse. Für die vorliegende Arbeit ist dieser Ansatz auch deshalb besonders geeignet, da im Mittelpunkt der Untersuchung explizit eine Investitionsproblematik steht, das betrachtete Setting eine typische Rating-Situation daher sehr passend beschreibt – insbesondere vergleichbar mit der Emission eines Corporate Bonds. Dazu wird ein Unternehmen betrachtet, welches in jeder der beiden Perioden externes Kapital zur Durchführung risikobehafteter Investitionsprojekte mit unsicheren Zahlungsüberschüssen benötigt. Jedes Projekt fällt dabei in eine von zwei Risikoklassen: Es kann sich entweder um eine ‚sichere‘ oder eine ‚riskante‘ Investition handeln. Die Klassifizierung erfolgt über die Informationen im Jahresabschluss und ist entscheidend für die Höhe der Rückzahlungsansprüche der Investoren. Das Management des jeweiligen Unternehmens sieht sich daher mit Anreizen konfrontiert, ein Projekt im Jahresabschluss stets als sichere Investition darzustellen, um auf dem Kapitalmarkt eine günstige Finanzierung zu erhalten. Insofern sind die Informationen des Managements für die Kapitalgeber erst einmal wertlos. Letztere bestehen darum auf einer unabhängigen, externen Prüfung der Informationen. In Stefanis Modell kommt diese Aufgabe dem Wirtschaftsprüfer zu, dessen Bericht als Entscheidungsgrundlage bei der Festlegung der Rückzahlungsansprüche der Kapitalgeber dient.<sup>491</sup> Wie bereits bei den vorherigen beiden Modellen kann diese Aufgabe aber auch jedem anderen Informationsintermediär zufallen, solange die Modellprämissen die Situation in der Realität weiterhin zutreffend charakterisieren.

#### **5.2.4.1 Übertragbarkeit des Modells auf Ratingagenturen**

In Stefanis Modell erfüllt eine Abschlussprüfung nicht die Funktion einer Ordnungsmäßigkeitsprüfung, sondern die einer Lageprüfung. Dabei unterstellt Stefani, dass die Kapitalgeber das Testat des Prüfers nutzen können, um Informationen über die Risikoklasse eines spezifischen Investitionsprojektes zu erhalten.<sup>492</sup> Ob dem tatsächlich so ist, ist zwar kritisch zu hinterfragen, aber für die vorliegende Arbeit nicht von

---

<sup>491</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 183 ff.

<sup>492</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 178 u. 188.

Bedeutung.<sup>493</sup> Wesentlich ist vielmehr, dass die in dem Modell betrachtete Ausgangslage sehr treffend eine typische Ratingsituation beschreibt, u.a. weil ein Rating per Definition eine Einschätzung über die zukünftige wirtschaftliche Fähigkeit und Willigkeit eines Schuldners ist, seinen fälligen Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Kapitalgebern vollständig und rechtzeitig nachzukommen. Folgerichtig ist der Ratingprozess – anders als die Prüfungshandlungen eines Abschlussprüfers – vor allem auf die Beurteilung zukünftiger Einflussfaktoren ausgerichtet. An den übrigen Modellannahmen DeAngelos und Magees/Tsengs hält das Modell von Stefani ausdrücklich fest. Hierzu zählen insbesondere die Annahmen über beidseitig auftretende Transaktionskosten bei einem Wechsel des Dienstleisters, über die Verteilung der Verhandlungsmacht, die Bestellungskompetenz oder auch über das Verbot erfolgsabhängiger Entlohnung; die Gültigkeit dieser Prämissen im Hinblick auf Ratingagenturen wurde bereits gezeigt.<sup>494</sup>

Wird das oben beschriebene Setting auf Ratingagenturen übertragen, erfolgt die Klassifizierung, ob ein Projekt eine sichere oder riskante Investition darstellt, über sämtliche am Markt verfügbaren sowie internen Informationen und drückt sich aggregiert im Bonitätsurteil über das Unternehmen bzw. die Unternehmensanleihe aus.<sup>495</sup> Im Gegensatz zu einem Modell für Wirtschaftsprüfungen sind diese Informationen dann nicht nur im Jahresabschluss enthalten, sondern ergeben sich – wie in Kapitel 2 ausgeführt – aus allen relevanten Unternehmensinformationen, welche in einem Ratingprozess und/oder einem Ratinghandbuch zum Tragen kommen. Die Informationen über und vom Emittenten beeinflussen entscheidend die Höhe der

---

<sup>493</sup> Im Zuge einer vermehrt kapitalmarktorientierten Rechnungslegung gelangen zwar über den Jahresabschluss auch zukunftsbezogene und damit entscheidungsrelevante Informationen des Unternehmens an die Kapitalmarktteilnehmer, die diese wiederum bei ihren Investitionsentscheidungen verwerten. Allerdings sollte insbesondere das Testat eines Prüfers nicht dahingehend überschätzt werden, dass über dieses gezielt Informationen über Risikoklassen eines einzelnen Investitionsprojektes zu erhalten wären. Zwar wird u.a. geprüft, ob die Finanzberichterstattung unter Annahme der Unternehmensfortführung (Going-Concern-Prinzip) aufgestellt wurde, die Prüfungshandlungen eines Abschlussprüfers konzentrieren sich jedoch weiterhin auf einen retrospektiven Soll-Ist-Vergleich, ob die Finanzberichterstattung eines Unternehmens in Einklang mit den jeweils geltenden Rechnungslegungsstandards ist (Prüfung auf Normenkonformität), vgl. Leffson (1988), S. 13 u. Quick (2004), S. 497. Der Abschlussprüfer prüft i.d.R. nicht die Lage eines Unternehmens, sondern nur ihre Abbildung in Abschluss und Lagebericht. Für eine nähere Auseinandersetzung mit der Going-Concern-Annahme siehe u.a. Schmidt (2004), S. 224 ff. sowie Adam/Quick (2010), S. 250 ff.

<sup>494</sup> Vgl. u.a. die Kapitel 5.2.1 sowie 5.2.2.1.

<sup>495</sup> Da der Ausgang des mit dem Fremdkapital finanzierten Projektes wesentlich mit über die Schuldentilgungsfähigkeit des Unternehmens entscheidet, wird bei der Bonitätsprüfung indirekt auch über die Erfolgswahrscheinlichkeit des Projektes und allen damit in Verbindung stehenden Faktoren geurteilt.

Rückzahlungsansprüche potenzieller Investoren. Bei einem sicheren Projekt fallen immer hohe Zahlungsüberschüsse an, bei einem riskanten Projekt hingegen kommt es mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit entweder zur Ausprägung des Merkmals ‚kein Überschuss‘ oder des Merkmals ‚hoher Überschuss‘. Wie oben in Zusammenhang mit Wirtschaftsprüfung schon beschrieben, wird in dieser Situation eine externe Prüfung der Bonität nötig, da das Management Anreizen ausgesetzt ist, ein Projekt gegenüber potenziellen Investoren stets als sicher zu kommunizieren. In Stefanis Modell ist es der Bericht des Wirtschaftsprüfers, übertragen auf Ratingagenturen ist es entsprechend das Ratingurteil der Analysten. Wie schon Prüfung wird auch Rating im Sinne einer perfekten Technologie interpretiert, so dass nach dem Ratingprozess sowohl das Management als auch der Ratinganalyst Kenntnis über die tatsächliche Risikoklasse besitzen. Da die Ratingagentur vor Bekanntwerden der Risikoklasse beauftragt wird, ist diese zunächst eine private Information des Managements.

Analog zu einem positiven und negativen Bestätigungsvermerk können die verschiedenen Feinabstimmungen eines Ratingurteils für eine Übertragung des Modells auf die wichtige Unterscheidung in Investment Grade und Speculative Grade (Non-investment Grade) reduziert werden.<sup>496</sup> Da das Ratingurteil für die Finanzierungsbedingungen des Unternehmens mitentscheidend ist, präferiert das Management ein Ratingurteil im Bereich Investment Grade. Rationale Investoren antizipieren bei ihren Entscheidungen jedoch, dass auch eine Ratingagentur die ökonomischen Konsequenzen ihrer Handlungen berücksichtigt. Im Modell wird deshalb zwischen zwei Ratinganalystentypen unterschieden: Der integrale Analystentyp kommt zu einem Ratingurteil im Speculative-Bereich, falls das Management ein risikoreiches Projekt in der externen Kommunikation als sicher ausweist. Der opportunistische Typ hingegen trifft sein Ratingurteil in Abhängigkeit der persönlichen ökonomischen Konsequenzen. Neben den Ratinggebühren kann er nämlich auch an möglichen Zinsvorteilen des Mandanten partizipieren, muss aber bei Bekanntwerden seines Typs mit Reputationsverlusten in Höhe von  $D$  rechnen.<sup>497</sup> Diese Zinsvorteile sind eine Form von

---

<sup>496</sup> Natürlich könnten auch feinere Unterschiede in den Ratingnoten modelliert werden, so kann es bspw. auch um die Entscheidung A- oder BBB+ gehen oder jedwede andere Kombination.

<sup>497</sup> Die Reputationsverluste beziehen sich bei Stefani allerdings explizit nicht auf das betrachtete Auftragsverhältnis, stellen auch keine Haftungssummen dar oder haben eine Verbindung zu der collateral-Wirkung anderweitiger Quasirenten (vgl. dazu DeAngelo (1981a)). Vielmehr ist der modellierte Reputationsverlust  $D$  eine Art Imageschaden, „Kosten, die der Prüfungsgesellschaft entstehen, wenn negative Berichte in den Medien auftauchen, oder Sanktionen aufgrund eines etwa im

„Reichtumsverlagerung“ von den Kapitalgebern hin zu dem Mandanten.<sup>498</sup> Ein eventueller Imageschaden aber spielt annahmegemäß in der letzten Periode keine Rolle mehr. Über die Ausprägung des jeweiligen Analystentyps herrscht zu Beginn der Vertragsbeziehung asymmetrische Information, nur der Analyst selbst kennt seinen eigenen Typ. Diese Typenunsicherheit wiederum hat Einfluss auf die Glaubwürdigkeit des erteilten Ratingurteils und damit indirekt auch auf die Finanzierungsbedingungen.<sup>499</sup>

Die Strategien von Auftragnehmer, Mandant und Kapitalgebern werden in einem Spiel extensiver Form und unvollständiger Information untersucht, wobei die Analyse der Interaktion wie gewohnt in der letzten der beiden Perioden ( $t = 0,1$ ) ansetzt. Ob ein Mandant eine amtierende Agentur weiterbeschäftigt, bestimmen die Konkurrenzverhältnisse, der Kenntnisstand des Emittenten über die Analystentypen, die Erwartungen der Kapitalgeber über den Analystentyp und damit einhergehend über die Finanzierungsbedingungen sowie die Höhe der Gebühren. Die entscheidende Frage für die vorliegende Arbeit ist, ob die Drohung des Mandanten, die Agentur zu wechseln, auch bei einer Integration der Reaktionen rationaler Kapitalgeber glaubwürdig ist, dem Mandanten also – wie bisher angenommen durch transaktionskostenbedingte Quasirenten – ein Druckmittel gegenüber den Agenturen zur Verfügung steht. Die folgenden Ausführungen fokussieren sich auf die Darstellung der Erwartungen von Mandant und Kapitalgebern hinsichtlich des Analystentyps und damit auf die Finanzierungsbedingungen:

Sollte der Mandant für die letzte Periode die Agentur *wechseln*, wissen weder der Mandant noch die Kapitalgeber, von welchem Typ die neue Agentur sein wird, es besteht mithin eine symmetrische Informationslage. Kommt die neue Agentur zu einem Bonitätsurteil im Speculative-Bereich, wäre der Informationsgehalt der Ratingeinstufung für die Kapitalgeber maximal, da ein solches Urteil nur dann vergeben wird, wenn tatsächlich ein riskantes Projekt vorliegt. Die daraus abgeleiteten Finan-

---

Insolvenzfall durchgeführten Peer Reviews, von dem man weiß, dass er in der nächsten Periode nicht wieder stattfinden wird.“ (Stefani (2002b), S. 189).

<sup>498</sup> Zu einer sogenannten Reichtumsverlagerung kommt es immer dann, wenn Investoren das Risiko ihres finanziellen Engagements unterschätzen und die Finanzierungsbedingungen, sprich die Risikoprämie, deswegen zu günstig festlegen. In der Folge entsteht ein Finanzierungsvorteil (Reichtumsverlagerung) für das Unternehmen zu Lasten der Investoren.

<sup>499</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 187 ff.

zierungskonditionen würden daher die Risikoklasse des Projektes korrekt wiedergeben, es käme in diesem Szenario also zu keiner Reichtumsverlagerung.

Der Informationsgehalt für Investoren ist dagegen kleiner 1, sollte eine Agentur – sei es eine amtierende oder konkurrierende Agentur – eine Note im Investment Grade-Bereich veröffentlichen. Da in der letzten Periode mögliche Strafen oder Reputationsverluste für einen opportunistischen Analysten keine Rolle mehr spielen, ist dieser indifferent zwischen einem Speculative oder Investment-Urteil. Dementsprechend wird im Modell vereinfachend angenommen, dass die opportunistische Agentur immer zu einem Gefälligkeitsrating kommt. Für die Ergebnisse des Modells ausschlaggebend ist die Wahrscheinlichkeit, mit der ein Investment-Urteil in der letzten der beiden Perioden von den Kapitalgebern als glaubwürdig eingestuft wird.<sup>500</sup>

Findet nach Periode  $t = 0$  ein *Wechsel* statt und stammt die Investment-Einstufung in  $t = 1$  daher von einer neu beauftragten Agentur, dann berücksichtigen die Investoren bei der Bestimmung der Risikozuschläge, dass eben jenes Urteil – das Projekt ist sicher – nur einen verminderten Informationsgehalt besitzt.<sup>501</sup> Sie wissen um die positive Wahrscheinlichkeit, dass durch den Wechsel eine Agentur bestellt werden kann, die unabhängig von der tatsächlich vorliegenden Risikoklasse stets zu der vom Auftraggeber präferierten Ratingnote kommen wird. Aufgrund dieser Unsicherheit erhöht sich der von den Kapitalgebern verlangte Risikozuschlag. Da aber auch der Mandant zum Zeitpunkt der Beauftragung der Agentur die Risikoklasse seines Investitionsprojektes sowie den Analystentyp noch nicht kennt, zeigt sich im Modell, dass in dieser Situation symmetrischer Information die Ansprüche der Kapitalgeber letztlich korrekt bewertet werden, „denn die erwarteten Finanzierungskosten des Mandanten entsprechen den erwarteten Rückflüssen an die Kapitalgeber.“<sup>502</sup>

Wird allerdings die amtierende Agentur aus Periode  $t = 0$  *erneut beauftragt*, müssen in Abhängigkeit der bereits in Periode  $t = 0$  vergebenen Bonitätsnote im weiteren Verlauf folgende Fälle unterschieden werden:

- (1) Ratingurteil im Bereich Speculative in Periode  $t = 0$ .
- (2) Ratingurteil im Bereich Investment in  $t = 0$ , aber die Rückzahlungsansprüche der Kapitalgeber werden nicht erfüllt.

---

<sup>500</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 194.

<sup>501</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 193 ff.

<sup>502</sup> Stefani (2002b), S. 197.

- (3) Ratingurteil im Bereich Investment in  $t = 0$ , die Rückzahlungsansprüche der Kapitalgeber werden erfüllt. Zusätzlich ist jedoch zu differenzieren, ob in der ersten Periode ein sicheres oder ein riskantes Projekt vorgelegen hat.

Tritt der erste Fall ein – lag also am Ende von Periode  $t = 0$  ein Ratingurteil im Speculative-Bereich vor –, wissen alle Akteure, dass eine integre Agentur beauftragt wurde. In der Folge korrigieren u.a. die Geldgeber die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Agentur in Periode  $t = 1$  wieder wahrheitsgemäß urteilt, nach oben. Kommt die Agentur in der Folgeperiode erneut zu einer Ratingnote im Speculative-Bereich, besitzt das Urteil weiterhin den maximalen Informationsgehalt. In dem Modell zeigt sich zudem, dass die erwarteten Finanzierungskosten des Mandanten in  $t = 1$  in diesem Fall gleich hoch sind wie nach einem Agenturwechsel (symmetrische Information). Ein Agenturwechsel stiftet dem Mandanten also keinen Nutzen, obwohl er weiß, dass die Wahrscheinlichkeit eines Gefälligkeitsratings in  $t = 1$  sinkt.<sup>503</sup>

Kommt dieselbe Agentur in Periode  $t = 1$  allerdings zu einer Investment-Bonitätseinschätzung, hat das Urteil zwar keinen maximalen Informationsgehalt, aber einen höheren als bei einem Wechsel zu einer neuen Agentur unbekanntem Typs. Die höhere Glaubwürdigkeit drückt sich folgerichtig in günstigeren Finanzierungskonditionen aus.

In beiden Fällen wäre eine Drohung des Mandanten, die Agentur zu wechseln, unglaubwürdig, da nicht rational. Zwar erwirtschaftet die Agentur aufgrund der beidseitig auftretenden Transaktionskosten einen Überschuss in Höhe von  $C + K$ , die amtierende Agentur erbringt ihrem Mandanten aber mindestens den gleichen Nutzenerwartungswert wie der Konkurrent, dies aber bei geringeren Kosten.<sup>504</sup>

---

<sup>503</sup> Zu diesem Resultat kommt man selbst dann, wenn eine opportunistische Agentur in der ersten Periode mit Sicherheit ein Gefälligkeitsrating erteilen würde, weshalb die Ergebnisse der vorherigen Modelle, die die Reaktionen rationaler Kapitalmarktakteure nicht integrieren, einzuschränken sind. Bei den beiden Modellen zuvor wird nämlich implizit unterstellt, der Auftraggeber verfüge über ein effektives Drohpotenzial, wenn der amtierende Prüfer oder Analyst nicht zu dem mandantenorientierten Testat oder Urteil kommt, da der Mandant nach einem Anbieterwechsel eher sein präferiertes Urteil erhalten würde. Bei Stefani jedoch erleidet der Auftraggeber nicht zwangsweise einen Nachteil, wenn die Investoren eine seriöse Agentur durch ein Speculative-Urteil erkennen können, da die zukünftigen Finanzierungsbedingungen durch den dadurch gestiegenen Informationsgehalt entsprechend günstiger sein können und den erlittenen Finanzierungsnachteil in der ersten Periode möglicherweise ausgleichen.

<sup>504</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 200 ff.

Kommt es zur zweiten Fallunterscheidung – die Forderungen der Geldgeber können trotz Investment-Urteil nicht bedient werden –, wissen alle Akteure, dass in  $t = 0$  eine opportunistische Agentur beauftragt wurde.<sup>505</sup> Würde der Auftraggeber dennoch auch in der Folgeperiode an dieser Ratingagentur festhalten, würden die Kapitalgeber ihre Erwartungen revidieren. Da annahmegemäß die opportunistische Agentur unabhängig von der tatsächlichen Risikoklasse immer ein Investment-Urteil erteilt, hätte die Bonitätseinschätzung keinen Wert, ihr Informationsgehalt wäre Null. Somit wäre die Glaubwürdigkeit eines erneuten Investment-Urteils im Vergleich zur Situation, als Unsicherheit über den Analystentypen bestand, geringer und auch eine Drohung des Mandanten, den Auftrag nicht zu verlängern, falls der Analyst nicht zu einem Investment-Urteil kommt, unglaubwürdig. In dem Wissen, dass eine opportunistische Agentur den Auftrag innehat, würden die Investoren überdies einen entsprechend höheren Risikozuschlag als bei Typenunsicherheit verlangen, nämlich denselben wie im Fall ohne jegliche Bonitätsprüfung, weshalb es auch nicht zu einer Reichtumsverlagerung käme.<sup>506</sup> Auch in diesem Fall ergibt sich somit keine Situation, die für eine glaubwürdige Drohung genutzt werden könnte.<sup>507</sup>

Stellte sich in den beiden bisher besprochenen Fällen eine Situation symmetrischer Information unter den Spielern ein, ändert sich dies nun, wenn in  $t = 0$  das Ratingurteil im Bereich Investment lag und den Rückzahlungsansprüchen der Kapitalgeber auch tatsächlich nachgekommen wurde. Da es bei einem riskanten Projekt mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit entweder zur Ausprägung des Merkmals ‚kein Überschuss‘, aber eben auch zur Ausprägung ‚hoher Überschuss‘ kommen kann, ist es den Investoren nicht möglich, den Analystentyp zweifelsfrei zu identifizieren.

Kommt es in  $t = 1$  ohne Wechsel der Ratingagentur zu einer Bonitätsnote des Speculative-Bereichs, ist der Informationsgehalt wie gehabt maximal.

---

<sup>505</sup> Annahmegemäß verfügen die Ratingagenturen über eine perfekte Ratingtechnologie.

<sup>506</sup> Dass die Urteile von Ratingagenturen nach Bekanntwerden eines Fehlverhaltens tatsächlich von Investoren aufgrund von Reputationseinbußen als weniger glaubhaft eingeschätzt werden, lassen auch die Ergebnisse einiger Studien vermuten: So waren bspw. die Zinsvorteile für ein Unternehmen durch ein und dieselbe Ratingeinstufung einer der großen drei Agenturen vor der Finanzkrise größer als danach, siehe Han et al. (2012), S. 864 u. 881 f. Bedendo et al. (2013) analysieren den Markt für Credit Default Swaps direkt nach der Krise von 2008. Sie können zeigen, dass der Einfluss von Rating Announcements auf die Preisbildung im Nachgang zur Krise merklich abnimmt, weshalb die Autoren ebenfalls zu dem Schluss kommen, dass Corporate Credit Ratings nach der Krise insbesondere wegen Reputationseinbußen als weniger zuverlässig von den Marktteilnehmern angesehen werden, vgl. Bedendo et al. (2013), S. 27.

<sup>507</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 204 ff.

Sollte das Urteil in  $t = 1$  dagegen wiederum im Investment-Bereich liegen, steigt die verlangte Risikoprämie gegenüber den anfänglichen Erwartungen. Grund ist eine Erwartungsrevision auf Seiten der Kapitalgeber aufgrund der Typenunsicherheit nach der hier betrachteten Situation am Ende von  $t = 0$ . Die Wahrscheinlichkeit, dass die wiederbeauftragte Agentur aus  $t = 0$  seriös ist, nimmt aus Sicht der Investoren zwischen den Perioden ab.<sup>508</sup> Ein Investment-Urteil ist daher weniger glaubhaft im Vergleich zu der ersten Periode, in welcher die Geldgeber noch mit einer höheren Wahrscheinlichkeit von einer seriösen Agentur ausgingen. Der Informationswert eines Investment-Urteils ist aber weiterhin positiv, und die verlangten Risikozuschläge fallen entsprechend niedriger aus als es bei einem Speculative-Urteil der Fall wäre.<sup>509</sup> Entscheidend für die Ergebnisse des Modells ist nun, welche Risikoklasse das Projekt in  $t = 0$  tatsächlich hatte, weil damit verbunden der Auftraggeber die Möglichkeit erhalten kann, Rückschlüsse über den Analystentyp zu ziehen:

Hat in  $t = 0$  tatsächlich ein sicheres Projekt vorgelegen, weiß der Mandant nach wie vor nicht, welchen Analystentyp er beauftragt hat, es liegt symmetrische Information zwischen Auftraggeber und Investoren vor. Da die Agentur zudem bereits die vom Mandanten präferierte Bonitätseinstufung abgegeben hat, gibt es auch keinen Grund für eine Drohung. Überdies kommt es bei symmetrischer Informationslage erneut nicht zu Reichtumsverlagerung.<sup>510</sup> Im Gegenteil, es ist in diesem Fall vielmehr vorstellbar, dass die Kapitalgeber die Ratingqualität unterschätzen und zu hohe Risikoprämien verlangen. Die amtierende Agentur müsste dann modelltheoretisch Preis-

---

<sup>508</sup> Für eine tiefergehende Erläuterung des Zusammenhangs siehe Stefani (2002b), S. 208.

<sup>509</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 208 f.

<sup>510</sup> Da beide Analystentypen das gleiche Urteil abgegeben hätten, ändern sich aufgrund fehlender Rückschlussmöglichkeiten die anfangs vom Mandanten geschätzten Wahrscheinlichkeiten über die Seriosität der Agentur nicht. Auf Seiten der Geldgeber kommt es aber zu einer Erwartungsrevision. Die Wahrscheinlichkeit, dass die aktuelle Agentur aus Sicht der Investoren seriös ist, ist nun geringer als die Einschätzung des Auftraggebers, weil die Beobachtung ‚Investment-Urteil und Begleichung der Forderungen‘ für die Geldgeber mit Unsicherheit verbunden ist. Einem erneuten Investment-Urteil werden die Investoren daher weniger Informationsgehalt beimessen als die Auftraggeber. Die Finanzierungskosten für den Mandanten steigen somit im Modell. Wenn die amtierende Agentur nicht gewechselt wird, ergibt sich also ein Finanzierungsnachteil ( $NT$ ) für den Mandanten. Eine amtierende Agentur unbekanntem Typs muss deshalb für das Rating einen Preisabschlag in gleicher Höhe anbieten, damit der Auftraggeber indifferent zwischen der amtierenden und einer konkurrierenden Agentur wäre. Da weiterhin die Transaktionskosten Grundlage für den Überschuss der Agentur sind, muss  $NT \leq C + K$  erfüllt sein. Geht man davon aus, dass der Finanzierungsnachteil des Auftraggebers von der Höhe seiner Projektkosten abhängt, wird eine amtierende Agentur nur bei kleineren Investitionsvolumina einen Kostenabschlag mittragen (können), andernfalls kommt es zu einem Agenturwechsel zu einem allseits unbekanntem Typ, vgl. Stefani (2002b), S. 210 ff.

nachlässe gewähren, um wiederbeauftragt zu werden.<sup>511</sup> Gerade wenn Ratings nicht mehr primär aus aufsichtsrechtlichen Gründen, sondern rein zur Reduzierung von Fremdkapitalkosten nachgefragt werden, sollte der Aspekt einer hohen Reputation wieder zunehmend an Bedeutung gewinnen. Ohne eine rechtliche Verpflichtung zum Kauf eines Ratings würde ein Emittent die Leistung einer Ratingagentur nämlich nur dann in Anspruch nehmen, wenn der erwartete Nutzen aus einem Rating die Kosten desselben übersteigt.<sup>512</sup>

Hat in  $t = 0$  allerdings ein unsicheres Projekt vorgelegen, das durch das Bonitätsurteil als sicher ausgewiesen wurde, kommt es erstmalig in dem Modell zu einer Situation asymmetrischer Information hinsichtlich der Einschätzung des Typs der Agentur: Der Mandant kann die Agentur mit Sicherheit als opportunistisch identifizieren, nicht aber die Kapitalgeber. Infolge der asymmetrischen Informationsverteilung zu Lasten der Kapitalgeber führt eine Weiterbeschäftigung eines opportunistischen Analysten dann zu Vorteilen sowohl für das Unternehmen als auch für die Agentur. Da die Investoren in einem solchen Fall den Aussagegehalt eines Investment-Urteils überschätzen, kommt es zu Risikoprämien, welche verglichen mit einer zutreffenden Risikoeinschätzung und -offenlegung zu niedrig sind. Der Auftragnehmer kann sich deshalb zu entsprechend günstigeren Konditionen am Kapitalmarkt finanzieren, es kommt mithin zu Reichtumsverlagerungseffekten. Ein Analyst wird sich nun aufgrund seiner Verhandlungsmacht an diesem Vorteil ( $VT$ ) des Unternehmens in Form höherer Gebühren beteiligen. Die Gebührenforderung kann  $A + K + C + VT$  betragen, da der Mandant in diesem Fall noch indifferent zwischen der erneuten Bestellung und einer konkurrierenden Agentur unbekanntem Typs wäre. Zu Beginn von Periode  $t = 1$  beträgt der erwartete Gewinn einer opportunistischen Agentur dann  $C + K + VT$ . Dabei steigt der Finanzierungsvorteil bzw. die Reichtumsverlagerung, je größer das Investitionsvolumen ist. Auch fällt der Reichtumsverlagerungseffekt umso höher aus, je größer der Anteil der seriösen Auftragnehmer an der Grundgesamtheit ist.<sup>513</sup>

---

<sup>511</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 210 ff.

<sup>512</sup> Vgl. Partnoy (1999), S. 629.

<sup>513</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 213 ff.

#### 5.2.4.2 Abzuleitende Aussagen aus dem kapitalmarktorientierten Modell

Das zentrale Ergebnis der Arbeit von Stefani ist, dass entgegen den bisherigen Modellergebnissen von einer transaktionskostenbedingten Quasirente keine unmittelbare Gefährdung für die Unabhängigkeit ausgeht. Ein opportunistischer Prüfer – bei Übertragung des Modells auf Rating also der Analyst –, welcher ein riskantes Projekt identifiziert, erhält die transaktionskostenbedingte Komponente der Quasirente nämlich unabhängig davon, für welche Art Bericht respektive Urteil er sich entscheidet. Weil ein Agenturwechsel mit einer Erwartungsrevision auf Seiten der Kapitalgeber verbunden ist, ist die Drohung des Managements, den Analysten nicht wieder zu bestellen, unglaublich: Ein Mandant würde nach einem Wechsel selbst bei einem künftigen positiven Ratingurteil keinen Finanzierungsvorteil „im Sinne geringerer ex ante erwarteter Finanzierungsbedingungen“<sup>514</sup> erlangen können. Zwar erwirtschaftet die Agentur auch bei Stefani aufgrund der beidseitig auftretenden Transaktionskosten weiterhin einen Überschuss in Höhe von  $C + K$ , die amtierende Agentur erbringt ihrem Mandanten jedoch auch mindestens den gleichen Nutzenerwartungswert wie der Konkurrent, dies aber bei geringeren Kosten.<sup>515</sup> Die Bedingung aus dem Modell von Magee/Tseng, dass der Prüfer/Analyst seinen Typ vorher nicht kennen darf, ist nach ihren Ergebnissen daher ebenso zu relativieren wie die Sorge vor effektivem Rating-shopping.

Zu einer Bedrohung der Unabhängigkeit aufgrund von finanziellen Vorteilen für eine Agentur kann es aber auch in Stefanis Modell kommen: Ein opportunistischer Analyst sieht sich nämlich immer dann mit einem transaktionskostenunabhängigen Nutzen aus einem Gefälligkeitsrating und einer Weiterbeschäftigung konfrontiert, wenn der Mandant den Analysten als opportunistisch erkannt hat, nicht aber die Kapitalgeber. Diese Form der Quasirente – eine Art Informationsrente aufgrund einer Reich-tumsverlagerung – kann zu einer Bedrohung für die Unabhängigkeit einer Agentur werden. Das Berichtsverhalten hängt in diesem Fall von einem Trade-off zwischen der informationsbedingten Komponente der Quasirente, die der Analyst bei einer

---

<sup>514</sup> Stefani (2002b), S. 223.

<sup>515</sup> Der Mandant hat selbst dann kein effektives Drohpotenzial, wenn er zu einer mit Sicherheit opportunistischen Agentur wechseln könnte, da sich darüber wiederum symmetrische Information mit den Kapitalgebern einstellen würde und der Mandant daher keinen Finanzierungsvorteil – auch bei einer dann besseren Ratingeinstufung – erreichen könnte.

unwahrheitsgemäßen Bonitätseinstufung erwarten kann, und einem möglichen Reputationsverlust  $D$  ab.<sup>516</sup>

Gerade mit Blick auf strukturierte Finanzprodukte ist die Gefahr von Informationsasymmetrien, die ihrerseits aufgrund von Informationsrenten eine stärkere Bedrohung der Unabhängigkeit zur Folge haben können, besonders hoch.<sup>517</sup> Zum einen handelt es sich wie bereits erwähnt um hochkomplexe Produkte, deren Bewertung spezifisches finanztechnisches Wissen erfordert, etwa über die Struktur der Verbriefungstransaktion oder auch über die der Transaktion zugrunde liegenden Vermögenswerte. Zum anderen hat man es bei einer solchen Transaktion mit einem eher verworrenen Geflecht beteiligter Parteien zu tun, etwa den wenigen einflussreichen Originatoren und Arrangern sowie eigens für dieses Vorhaben gegründeten Zweckgesellschaften.<sup>518</sup> Die Komplexität dieser Produkte zusammen mit der Möglichkeit der Verkäufer „to control the flow of information about the underlying assets may lead to an outcome where one party to the transaction, the arranger, has more or better information about the transaction than the other party (the investor)“<sup>519</sup>; infolgedessen kann es leicht zu einer ‚informational imbalance‘ kommen. Ein Rückblick auf die Erfahrungen mit strukturierten Finanzprodukten vor der Finanzkrise unterstützt diese These: Kapitalgeber hatten das Risiko der Schuldtitel und die mangelhafte Bonitätsprüfung nicht antizipiert. Unter anderem wegen der guten Reputation und der soliden Erfahrungen in Zusammenhang mit dem klassischen Rating haben Investoren die Gefahren, die sich aus den im Vergleich zum Corporate Bond-Rating unterschiedlichen Anreizstrukturen bei strukturierten Finanzprodukten ergaben, offenbar nicht erkannt. Im ungünstigsten Fall könnten die bisherigen Bemühungen der EU-Kommission, das Vertrauen der Anleger in die Arbeit der Agenturen wieder herzustellen und zu stärken, ironischerweise dazu führen, dass Kapitalgeber den Bonitätseinschätzungen wie zu Zeiten vor der Finanzkrise erneut einen zu hohen Stellenwert einräumen. Die eigene Wachsamkeit und Sorgfalt könnte im Vertrauen darauf, dass die neu erlassene Regulierung die Misstände schon beheben wird, vernachlässigt werden.<sup>520</sup>

---

<sup>516</sup> Auch bei Stefani (2002b) sind die Gewinne in der letzten Periode lediglich Quasirenten, da wegen der modellierten Bedingung des vollkommenen Wettbewerbs keine echten Renten erzielt werden.

<sup>517</sup> Vergleiche dazu auch die Ausführungen in Kapitel 4 sowie Tabelle 4.

<sup>518</sup> Vgl. Steinkamp (2012), S. 333 ff.

<sup>519</sup> SEC (2011), Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, S. 21.

<sup>520</sup> Vgl. zu einer ähnlichen Einschätzung auch Hill (2009a), S. 285 ff.

Einige der bereits von Magee/Tseng identifizierten Bedingungen, die für ein Aufgeben der Unabhängigkeit vorliegen müssen, ergeben sich auch aus Stefanis Modell: So müssen unterschiedliche Typen von Analysten existieren (Typenunsicherheit) und die Agenturen müssen zumindest einen Teil der Verhandlungsmacht über die Gebühren innehaben. Zudem muss der strittige Sachverhalt mehrperiodig sein, d. h. aus dem Bonitätsurteil der ersten Periode muss auch auf das Berichtsverhalten des Analysten in der zweiten Periode geschlossen werden können. Konträr zu den Ergebnissen von Magee/Tseng ergibt sich jedoch: je höher der Wert, um den es einem Unternehmen bei dem geplanten Investitionsprojekt geht, desto größer auch der Reichumsverlagerungseffekt. Damit steigt auch der Anreiz für die Agentur, sich durch ein falsches, da zu positives, Bonitätsurteil an eben jenem Effekt zu beteiligen. Transaktionen, die hohe Gewinnmargen und Volumina versprechen, stellen für die Unabhängigkeit der Agenturen daher eine erhöhte Gefährdung dar.

Bei einer Beurteilung der Modellergebnisse ist zu bedenken, dass diese stark getrieben sind von einer sehr hohen, nahezu perfekten Informationsverarbeitungscompetenz der beteiligten Akteure unter den Annahmen von Kapitalmarkteffizienz im halb-strengen Sinne sowie Common-Knowledge. Es werden nicht nur sämtliche Informationen perfekt verarbeitet, sondern entgegen den tatsächlichen Gegebenheiten auf dem Ratingmarkt sind Investoren und Unternehmen auch völlig frei in ihren Handlungsspielräumen. Restriktionen, etwa aufgrund des real vorliegenden institutionellen Rahmens – Stichwort aufsichtsrechtliche Verwendung oder auch NRSRO-Status –, gibt es nicht, weshalb verstärkt Marktmechanismen wie die Reputation einer Ratingagentur zum Tragen kommen. Reputation bildet sich hier über die Unabhängigkeitswahrnehmung des Kapitalmarktes oder eben über die dem Markt signalisierte Ratingqualität. Die öffentlichen Informationen können und werden unverzüglich in die Kurse eingepreist, sobald sie den Investoren bekannt werden. Entscheidend für das Verhalten der Spieler wie Investoren und Kapitalnehmer sind einzig das rationale Kalkül sowie Mechanismen wie z. B. die Risikoprämie. Die Modellergebnisse unterstützen daher die Einführung von strikteren Transparenzvorschriften ebenso wie die Bestrebungen, dass sich der Wert eines Ratings wieder vornehmlich über seinen tatsächlichen Informationsgehalt bestimmt. Dies würde aber nur erreicht, wenn regulative Eingriffe sowohl auf der Angebots- als auch Nachfrageseite weitestgehend be-

seitigt würden.<sup>521</sup> Zwar prüfen EU-Arbeitsgruppen, ob und inwieweit künftig auf die mannigfaltigen Bezugnahmen auf Ratings im Kapitalmarktrecht sowie auf die Risikogewichtung von Aktiva mittels Ratings verzichtet werden kann. Allerdings geht die EU-Kommission davon aus, dass solch komplexe und weitreichende Maßnahmen frühestens ab dem Jahr 2020 Wirkung zeigen können und Ratingagenturen mittelfristig unverändert wichtige Teilnehmer des Finanzmarkts bleiben werden.<sup>522</sup> Die Kommission ist gegenwärtig der Ansicht, dass derzeit keine realistischen Alternativen existieren, die externe Ratings vollständig ersetzen können.<sup>523</sup> Zudem schaffen die Regulierer mit der Verabschiedung der Ratingverordnungen auch wieder zahlreiche neue regulatorische Vorgaben.

Es bleibt daher fraglich, ob die bisher erlassenen sowie geplanten Instrumente überhaupt ausreichen, Informationssymmetrie herbeizuführen. Auch das Zögern der Regulierungsbehörden, etwa im Bereich der ausbildungs- und fachtechnischen Normen einheitliche und transparente Standards einzuführen, erschwert es Investoren, den gleichen Informationsstand wie die Auftraggeber zu erreichen. In der Praxis ist daher wohl eher davon auszugehen, dass Kapitalgeber hinsichtlich der Integrität einer Agentur nur schwerlich zu einem symmetrischen Informationsstand mit dem Mandanten kommen können. Nur dann aber stellen transaktionskostenbedingte Quasirenten keine Bedrohung mehr dar und nur dann sind auch keine Informationsrenten zu erzielen.<sup>524</sup>

Für die Beurteilung der aktuellen Regulierungsmaßnahmen und -instrumente lassen sich aus dem Modellrahmen Stefanis bekannte, aber auch neue Implikationen gewinnen. So führen Maßnahmen zur Senkung der Transaktionskosten in dem Modell nicht zu einer Verbesserung der Unabhängigkeit. Im Umkehrschluss sind auch die Bedenken, welche sich hinsichtlich gesteigerter Transaktionskosten in den vorherigen Modellen ergaben – nämlich dass der Nettoeffekt solcher Vorschriften zur Stärkung der Unabhängigkeit eventuell negativ sein könnte –, zu relativieren. Erfolgsversprechend sind vielmehr Maßnahmen zur Beseitigung von Informationsasymmetrien

---

<sup>521</sup> Vgl. u.a. Partnoy (1999), S. 704 ff. sowie Partnoy (2009a), S. 12 ff.

<sup>522</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (8).

<sup>523</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 24.

<sup>524</sup> Allerdings müssen die Agenturen dafür einen kleinen Teil der Verhandlungsmacht über die Gebühren besitzen. Je stärker die Wettbewerbssituation und je schwächer die Verhandlungsposition der Agenturen ist, desto weniger können sie sich einen Anteil an der informationsbedingten Quasirente aneignen.

zwischen Mandant und Investoren: Beispiele für entsprechende Regularien finden sich viele, bspw. die Pflicht zur Offenlegung der Gebühren sowie anderer Seitenzahlungen oder auch der jährlich zu erstellende Transparenzbericht. Gerade die Offenlegung der Honorare verspricht in Stefani's Modellrahmen eine Stärkung der Unabhängigkeit.

Wenig überraschend hingegen sind die Modellergebnisse hinsichtlich einer Beurteilung der Regulierungsbemühungen zu den Themen Aufsicht und Sanktionen – auch das Modell von Stefani unterstützt den eingeschlagenen Weg und die Erlasse in diesem Bereich. In dem Modell ist es für den Auftragnehmer bei relativ geringen Werten von  $D$  optimal, zu einem unwahrheitsgemäßen Urteil zu kommen, da die erwarteten Vorteile eines Gefälligkeitsurteils die damit verbundenen Kosten überwiegen. Für sehr große Werte von  $D$  dagegen wird ein Urteil im Speculativen-Bereich, also die korrekte Urteilsübermittlung, zur dominant besten Strategie.

### 5.2.5 Zwischenfazit

Ziel dieser Arbeit ist es, das Thema Unabhängigkeit von Ratingagenturen sowie eine mögliche Gefährdung derselben unter Zuhilfenahme der Accounting-Forschung zu untersuchen sowie die erlassenen und geplanten Regulierungsinstrumente zu analysieren und zu bewerten. Da Modellimplikationen von formalen, entscheidungslogischen Forschungsarbeiten naturgemäß stark annahmeabhängig sind, wurde in einem ersten Schritt der Frage nachgegangen, ob die Prämissen der hier vorgestellten Accounting-Modelle auch Gültigkeit besitzen, wenn man anhand der Modelle Aussagen und Erkenntnisse für Ratingagenturen ableiten möchte. Dafür musste insbesondere analysiert werden, ob und inwiefern die Modellannahmen die jetzige oder künftige Situation auf dem Ratingmarkt korrekt wiedergeben. Ein Vergleich mit den Ergebnissen der industrieökonomisch-institutionellen Analyse zeigt, dass die meisten Modellprämissen übernommen werden können oder es nur kleiner Anpassungen bedarf. Zum Teil scheinen die Annahmen aus den Modellen der Accounting-Forschung die Gegebenheiten und Zusammenhänge auf dem Ratingmarkt gar besser zu charakterisieren, als sie es für eine treffende Beschreibung des Prüfungsmarktes zu tun vermögen. Abschlussprüfung und Rating weisen insbesondere dann auffallend große Ähn-

lichkeiten auf, wenn Prüfung in der Rolle als kapitalmarktorientiertes Informationsinstrument modelliert wird. Beim Übertrag der Accounting-Forschung und der Besprechung der Ergebnisse ist es allerdings immer wieder wichtig, zum einen zwischen dem vergangenen und dem angestrebten institutionellen Ratingumfeld, zum anderen zwischen den verschiedenen Ratingarten zu unterscheiden. Im Ergebnis konnte gezeigt werden, dass das Quasirentenmodell der Wirtschaftsprüfungsforschung sowie die darauf aufbauenden Ansätze auch auf Ratingagenturen angewendet werden können, und dass sich mit einer solchen Übertragung informative und verwertbare Erkenntnisse in Bezug auf die Regulierung von Ratingagenturen gewinnen lassen.

So ergeben sich bei allen bisher vorgestellten Modellen dann auch Konstellationen, die für eine Agentur im Falle einer Weiterbeschäftigung mit finanziellen Vorteilen verbunden sind – und damit die Unabhängigkeit gefährden können. Ein wesentliches erstes Ergebnis hierbei ist, dass es sich für eine Bedrohung der Unabhängigkeit längst nicht nur um Oligopolrenten handeln muss, wie sie auf dem Ratingmarkt zu beobachten waren und sind: Für eine Gefährdung der Unabhängigkeit reichen bereits Quasirenten aus, welche eben auch auf einem Wettbewerbsmarkt erwirtschaftet werden können.

Mit dem Grad an Kapitalmarktorientierung der Modelle verändern sich allerdings die Ursachen für das Entstehen der Quasirenten. Sind es ohne eine Integration der Reaktionen rationaler Kapitalgeber *transaktionskostenbedingte* Quasirenten, erweisen sich nach einer solchen Erweiterung *Informationsasymmetrien* zwischen Auftraggeber und Agentur einerseits sowie Investoren andererseits als Grund, warum Quasirenten (Informationsrenten) erwirtschaftet werden können. In ersterem Fall müssen einzelne Regulierungsinstrumente daher bspw. gegen regulierungsbedingt steigende Transaktionskosten und die damit verbundenen negativen Auswirkungen auf die Unabhängigkeit abgewogen werden; wenn asymmetrische Information der Grund für die finanziellen Vorteile ist, erübrigen sich derlei Bedenken. Eine Stärkung der Unabhängigkeit versprechen dann vor allem erweiterte Publikationsvorschriften, also Normen, die die Transparenz steigern und so helfen, unter den Akteuren einen möglichst identischen Wissensstand herzustellen. Andere Regulierungsziele und/oder konkrete Regulierungsvorschriften werden demgegenüber durch die Ergebnisse der besprochenen Modelle übereinstimmend beurteilt; zu nennen sind bspw. die Not-

wendigkeit der Einführung von Aufsichts- und Sanktionsmitteln, die Bemühungen, den aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings zu verringern, oder auch eine Veröffentlichungspflicht in Bezug auf Einnahmegrenzen.

Da in einem formalanalytischen Modell naturgemäß nicht alle Einflussfaktoren und Wechselwirkungen eines Ratingmarktes – oder eben Prüfungsmarktes – integriert werden können, sollte bei der Bewertung eines Regulierungsinstrumentes, welches in allen Ansätzen Unterstützung erfährt, nicht übersehen werden, dass es dennoch auch zu unintendierten negativen Nebenwirkungen kommen kann. Beispielhaft soll dies kurz an dem Instrument von Aufsicht und Sanktionen verdeutlicht werden: So lässt sich in einzelnen empirischen Studien zeigen, dass sich Regulierung unter Umständen negativ auf den Informationsgehalt von Ratings auswirken kann. Eine Studie von Dimitrov et al. (2015) etwa kommt zu dem Schluss, dass Ratingagenturen im Nachgang zur U.S.-Regulierung infolge der Finanzkrise niedrigere Ratingeinstufungen vornehmen, mehr falsche Warnungen veröffentlichen und Downgrades weniger Informationsgehalt besitzen.<sup>525</sup> Den Grund dafür sehen die Autoren in der verschärften Regulierung und damit in einem Anstieg der „legal and regulatory costs to CRAs [Credit Rating Agency] for providing biased ratings. Such actions may lead to a loss of information in the market if CRAs take steps to protect their reputation.“<sup>526</sup>

Auch die Kritik am Bezahlssystem scheint nach den Modellergebnissen auf den ersten Blick berechtigt zu sein. In allen Modellen – unabhängig vom Grad der Kapitalmarktorientierung und unabhängig davon, ob es sich um einen Wettbewerbsmarkt handelt oder nicht – kommt es zu der ein oder anderen Form einer Quasirente, die grundsätzlich dazu geeignet ist, eine unabhängige Vergabe des Bonitätsurteils durch die Ratingagentur zu konterkarieren. Eine tiefere Auseinandersetzung mit den Umständen, unter denen diese finanziellen Vorteile vom Auftraggeber auch für eine glaubwürdige Drohung genutzt werden können, relativieren die Sorgen am Bezahlssystem jedoch. Sowohl die institutionellen und industrieökonomischen Analysen als auch die Modellergebnisse selbst legen nahe, den Ratingmarkt differenziert nach den unterschiedlichen Ratingarten zu betrachten. Zwar werden sowohl beim klassischen Rating als auch beim Rating strukturierter Finanzprodukte Renten erwirtschaftet, doch spricht vieles dafür, dass es einem Auftraggeber aufgrund der Unterschiede im

---

<sup>525</sup> Siehe Dimitrov et al. (2015).

<sup>526</sup> Dimitrov et al. (2015), S. 518.

institutionellen Rahmen nur beim Rating strukturierter Finanzprodukte möglich war und ist, die finanziellen Vorteile auch für Zwecke einer glaubwürdigen Drohung zu nutzen. Da die Machtverhältnisse beim klassischen Rating klar zugunsten der Agenturen verteilt sind, reichen hier (Quasi-)Renten allein nicht aus, um die Unabhängigkeit zu gefährden. Bei Magee/Tseng und stärker noch bei DeAngelo waren für eine Beantwortung dieser Frage argumentative Schlussfolgerungen vor dem tatsächlichen institutionellen Umfeld notwendig. In Stefani's Modellrahmen, welcher die Reaktionen rationaler Kapitalmarktakteure explizit mit in die Modellierung einbezieht, konnte die Frage der Glaubwürdigkeit einer Drohung direkt aus dem Modell heraus beantwortet werden.

Im ‚alten‘ System, in dem die Agenturen zumindest beim klassischen Rating eine dominante Machtposition in der Beziehung zu den Auftraggebern inne haben, können die finanziellen Vorteile nicht dafür genutzt werden, eine glaubwürdige Drohung gegenüber den Agenturen auszusprechen. Nach den Ergebnissen dieser Arbeit sind daher die Bedenken, dass die Unabhängigkeit der Agenturen u.a. aufgrund des Bezahlungssystems grundsätzlich gefährdet ist, zu relativieren. Etliche der neuen Regulierungserlasse – welche meist unabhängig von der jeweiligen Ratingart Gültigkeit haben – besitzen aber das Potenzial, genau diese starke Position der Agenturen künftig empfindlich zu schwächen. Zugleich wird aber kein institutionelles Umfeld geschaffen, in welchem zur Stärkung der Unabhängigkeit bspw. Vorgaben für den Ratingprozess und die verwendeten Methoden existieren (Magee/Tseng) oder Marktmechanismen wie Reputation wirken können (Stefani). Bedenkt man ferner, dass es ungeachtet dessen, ob ein Wettbewerbsmarkt betrachtet wird oder nicht, zu Quasirenten kommen kann, könnte nach den Ergebnissen dieser Arbeit eine Öffnung des Marktes – zumindest mittelfristig – zu einer Verschlechterung der Ratingqualität führen. Dies gilt insbesondere für das klassische Rating; etwas anders stellt sich die Situation beim Rating strukturierter Finanzprodukte dar.

Dass ein gesteigerter Wettbewerb eventuell mit negativen Folgen einhergehen kann, äußern auch andere Autoren. So könnte z. B. nach Hill (2004) der angestrebte Wandel von einer oligopolistischen Marktform zu einem Wettbewerbsmarkt zu etwas ‚even worse‘ führen: „[R]egulatory reforms might succeed in appreciably increasing the number of rating agencies; companies then might be able to play the rating agen-

cies off one another, as they were able to do with their accounting firms.“<sup>527</sup> Ein intensiverer Wettbewerb ist zudem meist mit einem zunehmenden Preisdruck verbunden. Um Marktanteile hinzuzugewinnen und weiter profitabel zu sein, könnten sich die Agenturen daher künftig in einem sogenannten ‚race to the bottom‘ wiederfinden.<sup>528</sup> Anstatt über eine hohe Ratingqualität könnte dann etwa über ‚laxe‘ Ratingeinstufungen konkurriert werden, indem bspw. Ratingstandards gesenkt werden.<sup>529</sup> Nach Ansicht der Untersuchungskommission des U.S.-Senates ist es genau das, was bisher auf dem Markt für strukturierte Finanzprodukte zu beobachten war.<sup>530</sup> Auch einer der neueren formalanalytischen Beiträge aus der Ratingforschung der Autoren Becker/Milbourn (2011) kommt zu dem Ergebnis, dass Konkurrenz unter den Agenturen auf einem Anleihenmarkt (klassisches Rating) zu weniger akkuraten, verstärkt mandantenorientierten Ratings führen wird.<sup>531</sup> Selbst die ESMA und die EU-Kommission sehen derlei Gefahren.<sup>532</sup> Letztere äußert in diesem Zusammenhang die Sorge, dass „the accuracy of the rating is under pressure as the agency makes efforts to attract business and maximise profits.“<sup>533</sup>

Dennoch sind Ratingagenturen im Gegensatz zu Wirtschaftsprüfungsgesellschaften nicht in ein vergleichbares, vollumfängliches Qualitätssicherungssystem eingebettet, auch sind solch umfangreiche regulatorische Eingriffe vorerst nicht geplant. Speziell halten die EU wie auch die SEC bisher noch an ihrem Weg fest, keinen Einfluss auf Ratingmethoden und -verfahren nehmen zu wollen.<sup>534</sup> Nicht zuletzt aufgrund der Ergebnisse aus der Übertragung des Modells von Magee/Tseng auf Ratingagenturen sollte dieses Vorgehen, keinerlei Ausbildungs- und insbesondere fachtechnische Nor-

---

<sup>527</sup> Hill (2004), S. 92.

<sup>528</sup> Vgl. u.a. Darbellay/Partnoy (2012), S. 18 sowie Hill (2009b), S. 605.

<sup>529</sup> Vgl. Coffee (2011), S. 247. Darauf deuten bspw. auch die Ergebnisse einer Studie von Cantor/Packer (1994) über RMBS-Transaktionen (Residential Mortgage Backed Securities) in den 1990er-Jahren hin: Ratingagenturen, deren Methode geringere sogenannte ‚credit enhancement levels‘ erforderte, um eine angestrebte Ratingnote zu bekommen, konnten ihre Marktanteile gegenüber den Mitbewerbern ausbauen.

<sup>530</sup> Vgl. Levin/Coburn (2011), S. 7. Ähnlich äußern sich auch ehemalige Mitarbeiter von Agenturen im Rahmen offizieller Befragungen durch die Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) in den USA, siehe z. B. Froeba (2010), S. 4 ff. oder auch Kolchinsky (2010), S. 2 f.

<sup>531</sup> Vgl. Becker/Milbourn (2011). In eine ähnliche Richtung tendieren bspw. auch die Ergebnisse der Arbeiten von Faure-Grimaud et al. (2009) sowie Skreta/Veldkamp (2009). Andere Autoren wiederum kommen zu entgegengesetzten Ergebnissen, bspw. die modelltheoretische Arbeit sowie empirische Studie von Doherty et al. (2007).

<sup>532</sup> Vgl. ESMA (2016), Annual report 2016/234, S. 48 sowie Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15.

<sup>533</sup> Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15.

<sup>534</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 23 (1).

men festzulegen, zugleich aber die Machtposition der Agenturen gegenüber den Auftraggebern zu schwächen, kritisch überdacht werden. Zudem legen die bisherigen Ergebnisse nahe, innerhalb des regulativen Prozesses stärker zwischen den beiden wichtigsten Ratingarten zu unterscheiden.

### 5.3 Quasirentenmodelle und externe Rotation

Nur kurze Zeit nach Verabschiedung der ersten europäischen Ratingverordnung 2009 ließ der Rat für Wirtschaft und Finanzen bereits verlautbaren, dass er weitere regulative Eingriffe für notwendig erachte, um die Qualitätsprobleme beim Rating zu überwinden. Neben dem Risiko von Interessenskonflikten aufgrund des Bezahlsystems sieht die Kommission ebenfalls eine Gefahr durch übermäßige Vertrautheit (Familiarity Threat). Letztere kann sich aus den traditionell eher langlebigen Geschäftsbeziehungen zwischen Mandant und Agentur ergeben und möglicherweise dazu führen, dass zu wohlwollende Ratings vergeben werden.<sup>535,536</sup> Die im Jahr 2013 vom europäischen Parlament erlassene Verordnung (EU) Nr. 462/2013 kodifiziert als Schutzmaßnahme deshalb erstmalig neben der bereits 2009 beschlossenen internen Rotation nun auch die externe Rotation.<sup>537</sup>

Die Instrumente der internen und externen Rotation sind in Zusammenhang mit der Regulierung der Abschlussprüfung seit Langem gut bekannt. Während sich die interne Rotation international bereits seit geraumer Zeit in vielen Regulierungswerken finden lässt, war die externe Rotation nur in einigen wenigen Staaten gesetzlich verpflichtend; in der EU kam es letztendlich im Jahr 2014 zu einer verpflichtenden Einführung.<sup>538</sup> Auch wenn damit die externe Rotation für Wirtschaftsprüfungen erst seit kurzer Zeit EU-weit obligatorisch ist, gibt es – anders als bei Ratingagenturen – seit Jahrzehnten eine rege politische und vor allem auch eine wissenschaftliche Debatte darüber.<sup>539</sup> Zahlreiche Forschungsarbeiten untersuchen mögliche Anreizwirkungen

---

<sup>535</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011b), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, S. 17.

<sup>536</sup> Die Ergebnisse einer Studie von Mählmann (2011) scheinen diese Sorge zu bestätigen. Der Autor konnte empirisch zeigen, dass länger andauernde Geschäftsbeziehungen zu höheren Ratingeinstufungen führen. Die Gründe für diese Beobachtungen könnten nach Mählmann allerdings unterschiedlich sein: So könnten bspw. Emittenten mit der Zeit lernen, welche Informationen sie in welcher Form an die Agenturen weitergeben müssen, um ein bevorzugtes Rating zu erhalten („learning-to-gaming“). Alternativ sei es aber eben auch denkbar, dass Agenturen sich an den Interessen der Kunden ausrichten, mit welchen sie schon langjährige Geschäftsbeziehungen unterhalten und hohe Umsätze erzielen, vgl. Mählmann (2011), S. 489 ff. Auch Fracassi et al. (2016) weisen eine Zusammenhang zwischen Amtsdauer und weniger akkuraten Ratings nach, vgl. Fracassi et al. (2016), S. 532.

<sup>537</sup> Daneben wurden in der Verordnung (EU) Nr. 462/2013 insbesondere noch umfangreiche Maßnahmen sowie ein Aktionsplan zur Reduzierung von Rückgriffen auf Ratings in anderen Regulierungswerken beschlossen.

<sup>538</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 191 f., EU-Richtlinie (2014) sowie Verordnung (EU) Nr. 537/2014.

<sup>539</sup> Vgl. Cameran et al. (2005), S. 5.

von externer Rotation und erörtern die damit einhergehenden Vor- und Nachteile.<sup>540</sup> Sowohl die wissenschaftliche Diskussion als auch die modelltheoretische Forschung können für eine Beurteilung der Rotationsregeln bei Ratingagenturen daher erneut nützliche Anhaltspunkte liefern.

### 5.3.1 Definition und normativer Rahmen

Eine Verpflichtung zur Rotation sagt zunächst einmal nur aus, dass ein amtierender Prüfer oder auch Analyst nach Ablauf eines festgelegten Zeitraumes nicht erneut beauftragt werden darf.<sup>541</sup> Dabei ist zwischen externer und interner Rotation zu unterscheiden, und im Fall des externen Wechsels, ob von vornherein ein fest terminierter Beststellungszeitraum vorgegeben wird oder nicht.

Für Wirtschaftsprüfer war in Deutschland lange Zeit lediglich der interne Prüferwechsel gesetzlich vorgeschrieben, bei welchem nach einer festgelegten Anzahl an erteilten Bestätigungsvermerken ausschließlich der für diese Abschlussprüfung verantwortliche Prüfer zwingend auszutauschen ist. Dies hat keinen Einfluss auf die Prüfungsgesellschaft, es wird lediglich ein neuer Prüfer derselben Gesellschaft mit der Abschlussprüfung betraut. Somit verliert weder die Gesellschaft das Mandat, noch ist eine Rotation des gesamten Prüfungsteams vorgeschrieben.<sup>542</sup> Die gleiche Funktionsweise gilt analog auch für die interne Rotation in Zusammenhang mit Ratingagenturen.

Im Gegensatz zu interner Rotation versteht man unter externer Rotation den verpflichtenden Wechsel der gesamten bisher amtierenden Prüfungsgesellschaft oder eben Ratingagentur nach Ablauf eines festgesetzten Zeitraumes. Nach der Auswechslung darf eine Gesellschaft oder Agentur für eine meist mehrere Jahre andauernde Phase, der sogenannten ‚cooling-off period‘, nicht wiederbeauftragt werden.<sup>543</sup> Das Instrument der externen Rotation selbst kann im Detail unterschiedlich ausgestaltet werden: So kann der externe Wechsel bei Abschlussprüfern gleichzeitig mit einer vorher festgelegten, mehrjährigen Bestellung einhergehen, alternativ bleibt es

---

<sup>540</sup> Einen guten Überblick über die Debatte findet sich u.a. bei Cameran et al. (2005) sowie Arriñada/Paz Arres (1997).

<sup>541</sup> Vgl. Leffson (1988), S. 113.

<sup>542</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 191.

<sup>543</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 191.

bei einer einjährigen Beauftragung.<sup>544,545</sup> Für Ratings spielt diese Unterscheidung in der Ausgestaltung der externen Rotation allerdings nur eine untergeordnete Rolle, da es bei Ratings nicht zwingend einen zeitlichen Automatismus wie den einer verpflichtenden und vor allem jährlich wiederkehrenden Jahresabschlussprüfung gibt. Der Zeitpunkt, ein Rating nachzufragen, wird in erster Linie durch die Absicht des Auftraggebers bestimmt, etwa eine Anlage zu emittieren. Dem Kriterium ‚regelmäßig wiederkehrend‘ am nächsten kommt in Zusammenhang mit Ratings am ehesten noch das Emittentenrating oder auch die Ratingüberwachung. Auf Letzteres wird an späterer Stelle noch genauer eingegangen.

### Wirtschaftsprüfung

In Deutschland wurde die interne Rotation erstmals mit dem ‚Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich‘ (KonTraG) im Jahr 1998 mit Wirkung ab dem 31.12.2001 in das Handelsgesetzbuch integriert und seither verschiedenen Modifikationen unterworfen.<sup>546</sup> Die letzte Neufassung erfolgte 2009 durch das BilMoG, mit welchem die europäische Abschlussprüferrichtlinie aus dem Jahr 2006 umgesetzt wurde. Nach Artikel 42 Abs. 2 dieser Richtlinie musste lediglich eine interne Rotation des verantwortlichen Prüfungspartners nach sieben Jahren in nationales Recht umgesetzt werden. Darüber hinaus darf der entsprechende Partner frühestens nach Ablauf von zwei Jahren wieder an der Prüfung desselben Unternehmens mitwirken.<sup>547</sup> Dem folgend ist nach § 319a Abs. 1 S. 1 Nr. 4 HGB ein Wirtschaftsprüfer von der Prüfung ausgeschlossen, wenn er „für die Abschlussprüfung bei dem Unternehmen bereits in sieben oder mehr Fällen verantwortlich war; dies gilt nicht, wenn seit seiner letzten Beteiligung an der Prüfung des Jahresabschlusses zwei oder mehr Jahre vergangen sind.“<sup>548</sup>

---

<sup>544</sup> Vgl. Niehus (2008), S. 148 f.

<sup>545</sup> In der Accounting-Forschung wird zum Teil die Ansicht vertreten, dass der externe Wechsel in Verbindung mit einer mehrjährigen Bestellung des Prüfers das Drohpotenzial des Mandanten effizienter beschränkt, vgl. z. B. Wiemann (2011), S. 63 f.

<sup>546</sup> Siehe Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) sowie Niehus (2008), S. 145 f.

<sup>547</sup> Siehe Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts sowie EG-Richtlinie 2006.

<sup>548</sup> § 319a Abs. 1 S. 1 Nr. 4 HGB. In den USA ist die interne Rotation in der Sec. 203 des Sarbanes-Oxley Act von 2002 festgeschrieben. Danach müssen nach Ablauf von maximal fünf Jahren bei Unternehmen, die der SEC Practice Section angehören, der ‚lead audit partner‘, also der verantwortliche Partner, welcher den Bestätigungsvermerk unterzeichnet, sowie der für die Berichtskritik

Bereits bei der Normierung der internen Rotation hatten die Gesetzgeber in Deutschland, der EU sowie den USA in Betracht gezogen, ebenfalls den externen Wechsel verpflichtend einzuführen. Allerdings wurden die damit in Verbindung gebrachten Nachteile lange Zeit höher gewichtet als die damit verbundenen positiven Auswirkungen. Von einer Einführung wurde daher zunächst – in den USA bis heute – Abstand genommen.<sup>549,550</sup> Mit der geänderten Richtlinie und der neuen Verordnung über Abschlussprüfungen wurde die externe Rotation erstmalig EU-weit gesetzlich verpflichtend. Beide Regelwerke wurden am 27. Mai 2014 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht und sehen nun zwingend die Rotation der Prüfungsgesellschaft nach i.d.R. 10 Jahren vor, verbunden mit einer ‚Abkühlphase‘ von vier Jahren.<sup>551</sup> Die neuen Bestimmungen betreffen allerdings ausschließlich Abschlussprüfungen bei Unternehmen von öffentlichem Interesse, sogenannten Public Interest Entities (PIEs).

### Ratingagenturen

Für Ratingagenturen kam es auf europäischer Ebene erstmals im Jahr 2009 im Zuge der ‚Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen‘ zu gesetzlich kodifizierten Rotationsregeln.<sup>552</sup> So verlangt Artikel 7 Abs. 4 der europäischen Ratingverordnung, dass eine Ratingagentur ein angemessenes graduelles Rotationssystem für ihre Analysten und Personen einführt, die die Ratings bestätigen. Die Rotation soll

---

und interne Qualitätskontrolle zuständige ‚reviewing partner‘ aus dem Prüfungsteam ausscheiden. Zudem sehen die Ausführungsbestimmungen eine ‚Abkühlphase‘ von fünf bzw. zwei Jahren vor, d. h. erst nach Ablauf dieser Phase darf ein ehemals verantwortlicher Partner erneut an der Prüfung des Mandanten teilnehmen, Siehe Sarbanes-Oxley Act (2002), Sec. 203 sowie SEC (2003b), Final Rule, Release No. 33-8183.

<sup>549</sup> Vgl. Niehus (2008), S. 147 f. u. Wiemann (2011), S. 65.

<sup>550</sup> Unter anderem kam eine durch den Sarbanes-Oxley Act in Sec. 207 in Auftrag gegebene Studie noch im Jahr 2003 zu dem Ergebnis, dass die mit der Einführung der Rotation verbundenen Nachteile die Vorteile überwiegen würden, vgl. U.S. GAO (2003), Report to the Senate, S. 5 ff. Dieser Auffassung folgte lange auch die Mehrheit der Wissenschaftler aus dem deutschsprachigen Raum oder hielt zumindest den Nettoeffekt der Rotationsregel für ungeklärt. Bei der Beurteilung, ob die externe Rotation eingeführt werden sollte, stehen daher häufig Wertungsaspekte im Vordergrund und/oder die Forderung, die Einführung mit weiteren Maßnahmen zu begleiten, vgl. u.a. Ballwieser (2001), S. 111 u. Quick (2004), S. 499.

<sup>551</sup> Siehe EU-Richtlinie (2014) sowie die Verordnung (EU) Nr. 537/2014.

<sup>552</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009. In den USA ist die erste Rotationsregel ebenfalls 2009 in Kraft getreten, siehe SEC (2009b), Release No. 34-59342; File No. S7-13-08.

dabei gestaffelt erfolgen und einzelne Analysten und nicht ein gesamtes Team betreffen.<sup>553</sup> Anhang I, Abschnitt C zufolge muss eine Ratingagentur sicherstellen, „dass

- führende Ratinganalysten nicht länger als vier Jahre an Ratingtätigkeiten für ein und dasselbe bewertete Unternehmen oder für mit diesem verbundene Dritte beteiligt sind;
- Ratinganalysten nicht länger als fünf Jahre an Ratingtätigkeiten für ein und dasselbe bewertete Unternehmen oder für mit diesem verbundene Dritte beteiligt sind;
- die Personen, die Ratings genehmigen, nicht länger als sieben Jahre an Ratingtätigkeiten für ein und dasselbe bewertete Unternehmen oder für mit diesem verbundene Dritte beteiligt sind.“<sup>554</sup>

Für den in Abschnitt C Absatz 1 genannten Personenkreis gilt – beginnend mit dem Ende der oben jeweils angeführten Höchstdauer – eine Abkühlphase von zwei Jahren, in der sich die entsprechenden Personen nicht an der Raterstellung für das bewertete Unternehmen oder für mit diesem verbundene Dritte beteiligen dürfen.

Der Erfolg der mit diesen Regeln implementierten internen Rotation hängt allerdings – wie auch bei Prüfungsgesellschaften – entscheidend davon ab, wie die operationellen und organisatorischen Lösungen innerhalb der Agenturen konkret ausgestaltet sind, wie also die Unabhängigkeit und auch die Professionalität der Mitarbeiter trotz anderweitiger, bspw. finanzieller, Interessen tatsächlich gewährleistet sind. Eben jene Ausgestaltung war nach Ansicht der EU-Kommission unzureichend.<sup>555</sup> Daher ging die Kommission in der Ratingverordnung aus dem Jahr 2013 einen Schritt weiter und normierte auch das Instrument der externen Rotation. Nach Artikel 6b (1) dieser Verordnung darf eine Agentur nicht länger als vier Jahre Bonitätseinschätzungen für neue Wiederverbriefungen erstellen, denen Aktiva desselben Originators zugrunde liegen.<sup>556</sup> Die externe Rotation betrifft demzufolge nur Vertragsverhältnisse über die Abgabe von Ratings für strukturierte Finanzprodukte, nicht aber für andere Ratingarten wie etwa Corporate Bonds.<sup>557</sup>

---

<sup>553</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 7 (4).

<sup>554</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Anhang I, Abschnitt C.

<sup>555</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (12).

<sup>556</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 6b (1).

<sup>557</sup> Im Unterschied dazu entfalten alle bisher vorgestellten Normen/Instrumente ihre Anwendungspflicht unabhängig von der Ratingart. Allerdings schließt die EU-Kommission eine Ausweitung

### 5.3.2 Pro und Contra externe Rotation

Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt auf der Untersuchung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen. Dazu werden nun anhand bereits vorgestellter, aber auch neuer Modelle die Auswirkungen der externen Rotation auf die zweite Komponente des Qualitätsbegriffes, den der Urteilsfreiheit, analysiert. Da die Vorteilhaftigkeit der externen Rotation aber nicht nur von dem Kriterium der Unabhängigkeit, sondern auch von diversen anderen Aspekten determiniert wird, die nicht Gegenstand der folgenden modelltheoretischen Analysen sind, werden zunächst die gängigen Vor- und Nachteile aus der wissenschaftlichen Debatte beider Dienstleistungen aufgearbeitet. Dabei spielen auch solche Argumente eine Rolle, die sich auf die erste Komponente des Qualitätsbegriffes beziehen, also auf die Fähigkeit des Intermediärs, Fehler zu entdecken. Auch mögliche Auswirkungen auf die Prüfungs- bzw. Ratingeffizienz sowie auf volkswirtschaftliche Aspekte – bspw. die Konsequenzen für den Wettbewerb – werden kurz angerissen, sind für die vorliegende Arbeit aber nur von nachrangiger Bedeutung.<sup>558</sup> Im Folgenden werden die Argumente der Prüfungsforschung jeweils wieder den Ausführungen über die Ratingbranche vorangestellt.

Allem voran soll durch das Instrument der externen Rotation die Unabhängigkeit gestärkt, einer übermäßigen Vertrautheit entgegengewirkt sowie der Wettbewerb auf dem Prüfungsmarkt gesteigert werden.<sup>559</sup> Eine der Hauptideen hinter diesem Instrument schließt dabei nahtlos an die Argumentation der Quasirententheorie an: Indem die finanziellen Vorteile in Form von Quasirenten, die aus der wiederholten Beschäftigung bei dem gleichen Auftraggeber erzielt werden und den Auftragnehmer zu opportunistischem Handeln verleiten können, begrenzt werden, soll die Prüfungsqualität respektive die Unabhängigkeit erhöht werden. Auf diese Weise sollen eventuelle Drohungen des Managements, künftige Quasirenten zu entziehen, abge-

---

der externen Rotation auch auf andere Ratingarten nicht grundsätzlich aus. Um die Machbarkeit prüfen und unintendierte Nebenwirkungen besser abschätzen zu können, gab die Kommission deswegen in Art. 39 (5), Abschnitt c) der Verordnung (EU) Nr. 462/2013 eine Machbarkeitsstudie in Auftrag. Vor dem Hintergrund der immer noch mangelnden Auswahlmöglichkeit an Ratingagenturen, die alle Anlageklassen bewerten, kommt die im Oktober 2016 veröffentlichte Studie zu dem Schluss, dass eine Ausweitung der externen Rotationsvorschrift verfrüht wäre, vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 22.

<sup>558</sup> Für eine ausführliche Diskussion über die Auswirkungen von externer Rotation bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auf volkswirtschaftliche Fragestellungen wie z. B. die Informationskosten des Kapitalmarktes, die Folgen für den Wettbewerb sowie die Anbieterkonzentration, siehe insbesondere Arruñada/Paz-Ares (1997) S. 38 ff. u. Quick (2004), S. 489 ff.

<sup>559</sup> Vgl. Europäische Kommission (2010a), Grünbuch ‚Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise‘, S. 13.

schwächt werden und die ökonomischen Motive des Auftragnehmers bei der Urteilsfindung an Bedeutung verlieren. Man erhofft sich, so die Independence in Mind des Prüfers deutlich stärken zu können.<sup>560</sup> Überdies könnte eine aufkommende Routine bei wiederkehrenden Aufträgen dazu führen, dass der Prüfer weniger (kosten-)intensiv prüft, wodurch die Quasirente zusätzlich steigen würde.<sup>561</sup> Daneben wird immer wieder die Sorge vorgebracht, dass mit einer langjährigen Mandatsausübung ein über das notwendige Maß hinausgehendes Vertrauensverhältnis zwischen Mandant und Prüfer entstehen könnte. Auftragnehmer verlassen sich gegebenenfalls auf die Integrität des Managements und führen ihre Prüfungshandlungen unter Umständen nicht mehr mit der eigentlich gebotenen und üblichen Sorgfalt und Strenge durch.<sup>562</sup> Auch diesbezüglich erhoffen sich die Befürworter der externen Rotation positive Effekte. Analog zu der Argumentation bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften geht die EU-Kommission davon aus, dass es auch zu einer potenziellen Gefährdung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen aufgrund von Interessenskonflikten kommt, die durch das Issuer-pays-Modell sowie eine lange Tätigkeit derselben Agentur verursacht werden.<sup>563</sup> In der Begründung zur Ratingverordnung von 2013 heißt es dazu, dass „für Ratingagenturen, die von einem Wertpapiere emittierenden Unternehmen beauftragt und bezahlt werden, [...] ein Anreiz [besteht], allzu günstige Ratings für das bewertete Unternehmen oder dessen Schuldtitel abzugeben, um die Geschäftsbeziehung zu diesem Emittenten aufrechtzuerhalten.“<sup>564</sup> Zudem würden die Erfahrungen auf dem Ratingmarkt zeigen, dass Agenturen und ihre Mandanten üblicherweise dauerhafte Geschäftsbeziehungen unterhalten – ähnlich wie dies auch bei Prüfungsgesellschaften der Fall ist.<sup>565</sup> Daraus erwächst nach Ansicht der EU-Kommission das Risiko der Vertrautheit (Familiarity Threat). Das über die Jahre entstandene Vertrauensverhältnis führe möglicherweise dazu, dass sich eine Ratingagentur mehr mit den Interessen des bewerteten Unternehmens statt mit denen der Öffentlichkeit identifiziert und infolgedessen ebenfalls wieder zu wohlwollende Ratings vergibt.<sup>566</sup> Die

---

<sup>560</sup> Vgl. Niehus (2008), S. 154 u. Ewert (2003), S. 535 f.

<sup>561</sup> Vgl. Niehus (2008), S. 154.

<sup>562</sup> Vgl. z. B. Quick (2004), S. 491 sowie Marten et al. (2015), S. 192.

<sup>563</sup> Vgl. Europäische Kommission (2011b), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, S. 4.

<sup>564</sup> Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (7).

<sup>565</sup> Vgl. Lev (2002), S. 96 ff. für Ratingagenturen, Niehus (2008), S. 153 für Prüfungsgesellschaften.

<sup>566</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (12).

Unabhängigkeitswahrnehmung von Ratingagenturen durch die Kapitalmarktteilnehmer könne dadurch Schaden nehmen – hier würde die externe Rotation also helfen, die Independence in Appearance zu stärken.

Ferner ergeben sich nach Ansicht der EU-Kommission aufgrund lang anhaltender Beziehungen auch für die Emittenten negative Anreize. Als Beispiel wird in der Ratingverordnung der sogenannte ‚Lock-in-Effekt‘ genannt. Danach wechselt ein Emittent eine Ratingagentur nicht – und zwar aus der Sorge heraus, dass die Kapitalgeber einen Austausch als negatives Signal über seine Bonität auffassen.<sup>567</sup> Analog zum Prüfungsmarkt verspricht sich die EU-Kommission durch die Neuregelung also auch positive Auswirkungen auf die Ratingmarktstruktur und damit indirekt auf die Ratingqualität, sollten kleinere Ratingagenturen künftig vermehrt Aufträge erhalten (gesteigerter Wettbewerb).<sup>568</sup>

Konsistent mit dem bisherigen Vorgehen, keinen Einfluss auf Ratingmethoden nehmen zu wollen, erhofft sich die Kommission schließlich noch, dass bereits durch regelmäßige Wechsel neue Ratingmethoden zum Einsatz kommen.<sup>569</sup> Ebenso wird auch in Zusammenhang mit Prüfungsgesellschaften wiederholt argumentiert, langjährige Auftragsverhältnisse würden Innovation und Kreativität behindern.<sup>570</sup>

In der Prüfungsforschung werden noch weitere Gefahren aufgrund einer lang andauernden Tätigkeit beim Mandanten erörtert und als Argumente für eine Einführung der externen Rotation vorgebracht.<sup>571</sup> Dabei werden an dieser Stelle nur jene genannt, die auch im Hinblick auf Ratingagenturen von Bedeutung sind:

- Mit zunehmender Amtsdauer kann die Gefahr der Betriebsblindheit steigen. Der Auftragnehmer vertraut ggf. zu stark auf Vorjahreserkenntnisse und -erfahrungen, anstatt Veränderungen und Entwicklungen, aber auch scheinbar Bekanntes, jedesmal erneut kritisch zu prüfen.
- Mit einer langjährigen Amtsdauer kann die Gefahr steigen, dass sich der Auftragnehmer zunehmend als Berater des Unternehmens versteht und sich mit den Problemen und Herausforderungen des Managements identifiziert, anstatt

---

<sup>567</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (12).

<sup>568</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (12) u. (17).

<sup>569</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (15).

<sup>570</sup> Vgl. bspw. Quick (2004), S. 491 f.

<sup>571</sup> Für ein grundsätzliches Abwägen der Vor- und Nachteile bei Prüfungsgesellschaften vgl. u.a. Ballwieser (2001), S. 110, Quick (2004), S. 489 ff., Marten et al. (2015), S. 191 ff., Wiemann (2011), S. 65 ff., Marten (1994), S. 48 ff. sowie Niehus (2008), S. 153 ff.

die erforderliche Skepsis und kritische Sorgfalt beizubehalten (Advocacy Threat).

- In dem Wissen, dass nach einem Wechsel Berufskollegen die eigene Arbeit zumindest in Teilen kontrollieren, würden Prüfer gründlicher arbeiten. Dieses Argument ist zum jetzigen Zeitpunkt nur eingeschränkt auf Agenturen zu übertragen. Für den Fall jedoch, dass das Rotationssystem auch auf andere Anlageklassen ausgedehnt wird, prüft die Kommission, ob Ratingagenturen nach Ablauf der Höchstdauer der Vertragsbeziehung der nachfolgenden Agentur Informationen über den Emittenten und die bewerteten Finanzinstrumente in Form eines Übergabeberichtes zur Verfügung stellen sollten.<sup>572</sup>

Normgeber und Befürworter eines verpflichtenden Wechsels sind sich durchaus bewusst, dass ein regulativer Eingriff selten ohne zusätzliche Kosten umsetzbar ist. Bezüglich der Prüfungsbranche sieht die EU die mit einer Rotation verbundenen Kosten – entgegen früheren Einschätzungen – mittlerweile als geringer an als die Kosten, die bspw. mit einem Vertrauensverlust auf den Kapitalmärkten einhergehen können.

Auch in Bezug auf den Ratingmarkt sowie das Produkt Rating weiß die EU-Kommission sehr wohl um die möglichen negativen Auswirkungen, welche mit der Einführung einer verpflichtenden Rotation einhergehen könnten. Nicht zuletzt deswegen hat sie wohl vorerst von einer uneingeschränkten Anwendungspflicht auf alle Ratingarten Abstand genommen und die Rotationsvorschrift auf jenes Ratingsegment beschränkt, bei dem die evidentesten Qualitätsprobleme zu beanstanden waren.<sup>573</sup>

Eine ratingmarktspezifische Sorge besteht etwa darin, ob trotz einer verpflichtenden Rotation nach wie vor eine laufende Ratingüberwachung und -überprüfung in hoher Qualität gewährleistet werden kann.<sup>574</sup> Ratings zeichnen sich nämlich u.a. dadurch aus, dass sie weniger statisch sind als Prüfungstestate. Ein Rating kann bzw. sollte aufgrund neuer Erkenntnisse jederzeit herauf- oder herabgestuft werden können. Da-

---

<sup>572</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (13).

<sup>573</sup> Siehe die Ausführungen in Kapitel 3.1 sowie Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (14). Auch bei Wirtschaftsprüfungen ist die Pflicht zur externen Rotation eingeschränkt, sie gilt, wie erwähnt, nur für Abschlussprüfungen bei Unternehmen von öffentlichem Interesse.

<sup>574</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (13).

zu werden in der Regel Ratings auch ohne expliziten Auftrag mindestens für die Dauer von 12 Monaten von dem Analystenteam überwacht und überprüft, welches für die Vergabe des Erstratings zuständig war. Nach dem ersten Jahr entscheidet der Auftraggeber, ob die Agentur – wie in der Praxis aus verschiedenen Gründen üblich – die laufende Überwachung weiterhin übernimmt.<sup>575</sup> Ein verpflichtender Wechsel würde die Monitoringmöglichkeiten der Agenturen unter Umständen einschränken und damit eine für die Kapitalgeber wertvolle Komponente des Ratings beschädigen.<sup>576</sup>

In der Begründung zur Ratingverordnung 2013 werden noch weitere mögliche Nachteile explizit benannt:<sup>577</sup> So könnten nach Meinung der EU-Kommission häufige Wechsel dazu führen, dass

- sich die Qualität von Ratings durch den Verlust mandantenspezifischer Expertise verschlechtert (Ineffizienz), da Lerneffekte und tiefere Kenntnisse über den Mandanten sich erst im Laufe der Zeit kontinuierlich aufbauen,<sup>578</sup>
- Emittenten und Ratingagenturen höhere Kosten zu tragen haben. So übersteigen z. B. die Kosten für die Abgabe eines Ratings regelmäßig die der reinen Überwachung eines bereits abgegebenen Ratings.<sup>579</sup> Zudem fallen sowohl für den Auftraggeber als auch den Auftragnehmer häufiger Transaktionskosten an, also etwa Suchkosten oder Kosten für Einarbeitung und Informationszusammenstellung;
- entgegen der erhofften Förderung der Wettbewerbsstrukturen der Wettbewerb möglicherweise eher behindert wird.<sup>580</sup> Die Etablierung einer neuen Agentur ist durch Rotation nicht nur mit zusätzlichem Aufwand an Zeit und Ressour-

---

<sup>575</sup> Vgl. Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 215.

<sup>576</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (13).

<sup>577</sup> Die gleichen Argumente werden auch in der Diskussion um die externe Rotation bei Prüfungsgesellschaften angeführt.

<sup>578</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (14). Eine steigende Gefahr mangelhafter Urteile bei Erst- und Zweitbeauftragungen aufgrund eines hohen Einarbeitungsaufwandes in den ersten Jahren wird auch bei Prüfungsgesellschaften gesehen. Ein Gegenargument kann jedoch darin bestehen, dass der Prüfer bei einem ihm unbekanntem Mandat besonders intensiv prüft, um Prüfungssicherheit zu erlangen. Zumindest bei Wirtschaftsprüfern deuten empirische Studien jedoch auf eine höhere Fehlerwahrscheinlichkeit in den ersten Jahren eines Prüfungsmandates hin, vgl. hierzu den Literaturüberblick bei Church/Zhang (2006), S. 1.

<sup>579</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (13).

<sup>580</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016a), Study on the State of the Credit Rating Market Final Report – Executive Summary, S. 7 f. sowie Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (13) u. (17).

cen verbunden, Rotation könnte darüber hinaus auch eine zunehmende Marktkonzentration befördern. So findet etwa bei Prüfungsgesellschaften ein Wechsel meist von einem kleinen zu einem größeren Anbieter statt.<sup>581</sup> Kleinere Gesellschaften könnten Mandate verlieren, ohne aber aufgrund ihres engeren Einzugsbereichs oder ihrer Nischenspezialisierung neue Klienten hinzugewinnen zu können;

- ferner eventuell noch weitere „erhebliche Auswirkungen auf die Qualität und Kontinuität der Ratings“<sup>582</sup> einzukalkulieren sind.

Um welche ‚erheblichen negativen Auswirkungen auf die Qualität‘ von Ratings es sich dabei im Einzelnen handelt, führt die Kommission leider nicht weiter aus. Die wissenschaftliche Diskussion innerhalb der Accounting-Forschung könnte hierbei hilfreiche Anhaltspunkte liefern, mit welchen weiteren negativen Folgen auch bei Ratingagenturen zu rechnen bzw. worauf bei der Evaluierung der Rotationspflicht noch zu achten ist:<sup>583</sup>

- Rotation kann die Abhängigkeit vom Informationsfluss durch den Mandanten erhöhen; auch könnte es sich schwieriger gestalten, dessen Auskünfte/Materialien zu überprüfen, da dafür mandantenspezifisches Wissen vorhanden sein muss.
- Externe Pflichtrotation kann die Wettbewerbsanreize senken, Investitionen in Wirtschaftlichkeit und Wirksamkeit zu tätigen (Humankapitalvermögen und Technologie), denn besonders effektive und effiziente Anbieter erhalten durch die künstliche Beschränkung nicht den maximal möglichen Rückfluss aus ihrer Investition.
- Externe Pflichtrotation kann nicht nur die allgemeine Investitionsbereitschaft senken, sondern auch die in mandantenspezifische Ressourcen. Weniger innovative und wirtschaftliche Informationsintermediäre würden für ihre mangelnde Effizienz nicht bestraft, da Rotation nur eingeschränkt zu Nachfrage-rückgang führt.

---

<sup>581</sup> Vgl. Marten (1994), S. 122 u. 227 ff.

<sup>582</sup> Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (13).

<sup>583</sup> Vgl. u.a. Ballwieser (2001), S. 110, Quick (2004), S. 489 ff., Marten et al. (2015), S. 191 ff., Wiemann (2011), S. 65 ff., Marten (1994), S. 48 ff. sowie Niehus (2008), S. 153 ff.

- Da nur der Verlust von Mandaten, nicht aber die Akquise neuer Mandate sicher ist, kann es zu Kapazitätsproblemen bei dem Dienstleister kommen, bspw. in Form von Personalanpassungsproblemen. Der durch die Reformen ohnehin steigende Druck, wirtschaftlich zu arbeiten, würde dadurch zusätzlich erhöht.<sup>584</sup> Als Folge könnte der Anreiz, einer Drohung seitens des Mandanten nachzugeben, steigen oder auch zu Einsparungen führen, welche die Qualität der Dienstleistung verringern.
- Rotation kann dazu führen, dass sich der Auftragnehmer häufiger um Mandate bemühen muss, und er es sich deswegen nicht leisten kann, einen besonders strengen Ruf zu haben.
- Anbieterwechsel sind zuweilen mit der Hoffnung verbunden, dadurch ein günstigeres Testat oder Urteil zu erhalten (Opinion- bzw. Rating-shopping). Ein verpflichtender Wechsel würde dem Kapitalmarkt diese Kontrollmöglichkeit nehmen bzw. erschweren und daher zusätzliche Kosten verursachen (Steigerung der Informationskosten).<sup>585,586</sup>

Einige der angeführten Argumente lassen vermuten, dass das von den Kapitalgebern wahrgenommene Investitionsrisiko steigen und sich dadurch auch die Finanzierungskosten, im Falle der Ratingagenturen also die Risikoprämien, erhöhen würden.

Eine tiefere Auseinandersetzung mit den Pro- und Contra-Argumenten in Bezug auf Ratingagenturen erfolgt zusammen mit der Besprechung der formalanalytischen Modellergebnisse in Kapitel 5.3.4.

---

<sup>584</sup> Vgl. dazu Kapitel 5.2.5.

<sup>585</sup> Eine Veröffentlichung des Rotationszyklus oder die Angabe der Gründe für einen Wechsel sollte die hierbei entstehenden Kosten einfach und kostengünstig senken können. Modelltheoretisch wird diese Angst zudem, u.a. durch die Modellergebnisse Stefanis (2002b), nicht gestützt, siehe Kapitel 5.2.4.

<sup>586</sup> Ein weiteres, in der Accounting-Forschung häufig angeführtes Argument gegen eine Einführung der Rotationspflicht ist die Annahme, dass die Pflichtrotation die Durchführung mehrjähriger Prüfungspläne erschwert. Da es nicht möglich ist, in nur einer Prüfung alle Bereiche intensiv zu prüfen, werden Testate erteilt, ohne dass man sich auf eine Prüfungssicherheit aufgrund der Erkenntnisse vergangener Jahre stützen kann. Die Signalling-Funktion eines Ratingurteils wird durch eine solche Gefahr allerdings nicht beeinträchtigt, da der Ratingprozess eine Schwerpunktsetzung, wie sie in Prüfungsplänen zum Ausdruck kommt, nicht vorsieht. Für die Beschreibung eines typischen Ablaufs eines Ratingprozesses siehe Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 211-221.

### 5.3.3 Die externe Rotation in der modelltheoretischen Forschung

Auch beim Thema Rotation zeigen sich wieder die großen Parallelen zwischen den in dieser Arbeit betrachteten Informationsintermediären und ihren Branchen. Die Beweggründe, das Instrument der externen Rotation für die Ratingbranche einzuführen, dessen Ausgestaltung wie auch viele der diskutierten Vor- und Nachteile sind deckungsgleich mit denen bei Prüfungsgesellschaften. Die bisherigen Ausführungen haben aber auch verdeutlicht, dass der Nettoeffekt der Regulierung auf den Wettbewerb, den Kapitalmarkt und nicht zuletzt auf die Ratingqualität – wie schon in der Debatte bei den Prüfungsgesellschaften – aus einer rein verbalen Argumentation nicht eindeutig zu bestimmen ist. Dabei betont die EU-Kommission, wie wichtig es sei, „dass die Umsetzung eines Rotationssystems so gestaltet ist, dass die Vorteile des Systems seine möglichen negativen Auswirkungen mehr als aufwiegen.“<sup>587</sup> Ob nun aber bspw. die Fähigkeit der Agenturen, alle entscheidungsrelevanten Inputfaktoren zu identifizieren und auszuwerten, steigt oder sinkt, bleibt unklar. Daneben hängt die Qualität eines Ratings auch ganz entscheidend von der Bereitschaft der Agentur ab, dem Kapitalmarkt über das wahre Bonitätsurteil zu berichten. Die Aus- und Nebenwirkungen, die mit der Einführung von Pflichtrotation auf die zweite Komponente von Ratingqualität – eben jene der Unabhängigkeit – einhergehen könnten, sollen im folgenden Abschnitt abermals mittels formalanalytischer Arbeiten aus der Prüfungsforschung analysiert und beurteilt werden.

#### 5.3.3.1 Externe Rotation im Modell von DeAngelo

Erweitert man DeAngelos Modell um die Regelung, dass ein Prüfer bzw. im Kontext dieser Arbeit eine Ratingagentur nach einer festgelegten Anzahl von Perioden nicht wieder beauftragt werden darf, reduziert sich der Barwert der mandantenspezifischen Quasirenten im Vergleich zu einer unendlichen Amtsdauer.<sup>588</sup> An den Grundannahmen des Modells wird dabei ausdrücklich festgehalten. So verursachen Wechsel bspw. weiterhin Transaktionskosten in Höhe von  $C$  und  $K$ . Die Möglichkeit, DeAn-

---

<sup>587</sup> Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. (13).

<sup>588</sup> Eine solche Modellerweiterung findet sich u.a. bei Wagenhofer/Ewert (2015), S. 517 f. sowie auch bei Stefani (2002b), S. 130 ff. Unendliche Amtsdauer deswegen, weil es bei DeAngelo (1981a) im Gleichgewicht zu keinem Prüferwechsel kommt.

gelos Modell auch auf Ratingagenturen zu übertragen, konnte bereits in Kapitel 5.2.2.1 gezeigt werden.

Zwecks einer einfacheren Modellierung wird davon ausgegangen, dass einer amtierenden Agentur auch nach dem Ende der Amtszeit des Konkurrenten in Periode  $2 \times T + 1$  eine erneute Ratingtätigkeit für das betrachtete Unternehmen weiterhin untersagt ist. Sollte wie landläufig befürchtet eine langjährige Zusammenarbeit zwischen der Agentur und dem Auftraggeber die Gefahr der Abhängigkeit erhöhen, müsste sich in DeAngelos Modellrahmen ohne eine Begrenzung der Amtszeit ein höherer zukünftiger Quasirentenbarwert ergeben als im Vergleich zur Modellierung mit einer festgelegten Begrenzung. Wie sich sodann durch einen Vergleich des Basismodells mit dem erweiterten Modell zeigt, steigt die Unabhängigkeit bei begrenzter Amtsdauer, zumindest wenn man die absolute Höhe der Quasirenten, welche dem Analysten zukommen, als Maß für die Gefährdung seiner Unabhängigkeit billigt.<sup>589</sup>

Wie in Kapitel 5.2.2.3 diskutiert, ist allerdings für eine Beurteilung der Unabhängigkeitsgefährdung letztlich die individuelle Relation der Quasirenten entscheidend. Würde die Rotationspflicht also für alle Mandate gleichermaßen gelten, wären eindeutige Aussagen nicht mehr ohne weiteres abzuleiten.<sup>590</sup> Da die Rotationsvorschrift für Ratingagenturen jedoch nur in Zusammenhang mit Wiederverbriefungen zur Anwendung kommt, könnte der individuelle Quasirentenanteil jener Mandanten, welche Originatoren strukturierter Finanzprodukte sind, in der Gesamtbetrachtung aller Quasirenten einer Agentur sinken. Rotation würde demnach solange eine positive Wirkung auf die Unabhängigkeit der Agenturen gegenüber den Emittenten von strukturierten Finanzprodukten besitzen, solange das Instrument nicht auf alle Ratingarten (Mandanten) gleichermaßen und mit den gleichen Zeiträumen ausgeweitet wird.

Aus den Modellergebnissen geht hingegen zweifelsfrei hervor, dass eine verpflichtende Rotation mit einem Anstieg der Kosten für den Auftraggeber verbunden ist. Aus der Modellerweiterung wird ersichtlich, dass sowohl die einzelne Gebührenforderung für Folgeprüfungen als auch die gesamten Prüfungs- respektive Ratingkosten bei einer unendlichen Amtsdauer für den Mandanten geringer sind als im Vergleich zu einer Modellierung mit externer Rotation. Grund sind die Agenturwechselkosten

---

<sup>589</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 132 u. 136.

<sup>590</sup> Vgl. Ewert (2003), S. 536 sowie Wagenhofer/Ewert (2015), S. 529 f.

C, welche bei unendlicher Beschäftigung nicht zum Tragen kommen, bei einem Anbieterwechsel dagegen zu Kostensteigerungen führen.<sup>591</sup> Die Mehrkosten für den Auftraggeber nehmen dabei mit zunehmender Amtsdauer, also einem längeren Rotationszyklus, ab. Ob die Vorteile aus einer eventuell gestiegenen Unabhängigkeit die höheren Kosten für ein Rating übertreffen oder nicht, kann mit dem Modell nicht beantwortet werden.<sup>592,593</sup>

Die Frage, ob eine vorher festgelegte Amtsdauer sinnvoll ist, beantwortet bspw. Stefani (2002b) in Abhängigkeit davon, wer den Auftrag an die Agentur – im Originalmodell an die Prüfungsgesellschaft – vergibt.<sup>594</sup> Wie bereits ausgeführt, ist dies im Falle der Ratingagenturen zweifelsfrei das Management. Die externe Rotation mit vorher festgelegter Amtsdauer sei dann der Lösung ohne einen vorbestimmten Bestellzeitraum vorzuziehen, da der Auftragnehmer den Verlust der Quasirenten in diesem Fall nicht zu befürchten braucht.<sup>595</sup> Allerdings ist diese Diskussion in Bezug auf Ratingagenturen bisher nur von theoretischem Interesse: Regelmäßig wiederkehrende Ratings sind – wenn überhaupt – nur beim Emittentenrating anzutreffen. Der Zeitpunkt eines Emissionsratings und damit eingeschlossen auch der des Ratings strukturierter Finanzprodukte ist dagegen transaktionsabhängig. Nach geltender Rechtslage ist die externe Rotation zudem nur für Wiederverbriefungen verpflichtend.

---

<sup>591</sup> Vgl. Wagenhofer/Ewert (2015), S. 518 u. Stefani (2002b), S. 134 f.

<sup>592</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 137.

<sup>593</sup> In der Debatte um die Rotation bei Prüfungsgesellschaften wird zuweilen die Sorge um sogenannte Rotationskartelle geäußert. Bei Ratingagenturen, deren Markt sich besonders durch ein enges Oligopol auszeichnet, ist dies grundsätzlich auch denkbar: Danach würden sich Agenturen die frei werdenden Ratingaufträge gegenseitig zuspielen und sich so bei den Mandaten abwechseln. Für die Modellergebnisse ist die Annahme entscheidend, dass die Dauer der Amtszeiten so kurz ist, dass weder der Mandant noch die Agenturen bei der zweiten Bestellung erneut Transaktionskosten zu tragen haben. Dies bedeutet, dass eine Agentur nach der ersten Amtsdauer eingearbeitet ist und das Wissen bis zu ihrer nächsten Bestellung nicht verloren geht. Nur im ersten und zweiten Turnus fallen daher Transaktionskosten auf beiden Seiten an. Im Ergebnis sind die durch den Mandanten zu tragenden Gebühren höher als im Fall ohne Rotation, aber niedriger verglichen mit der externen Rotation ohne Kartell. Gleiches gilt für die Quasirenten. Im Fall eines Rotationskartells fallen sie niedriger aus als in dem Szenario ohne Rotation, aber höher als bei einer Rotation ohne Kartellbildung, vgl. Stefani (2002b), S. 137 f.

<sup>594</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 140 f.

<sup>595</sup> Allerdings könnte der Ratingaufwand in dem Wissen, den Auftrag für eine festgelegte Dauer innezuhaben, gerade so hoch bzw. niedrig gewählt werden (Moral Hazard), dass die Agentur gerade noch keine Sanktionen oder dergleichen zu befürchten braucht. Vgl. zu dieser Sorge hinsichtlich Prüfungsgesellschaften Herzig/Watrin (1995), S. 796.

### 5.3.3.2 Externe Rotation im Modell von Stefani

Die Modellierung eines verpflichtenden Prüfer- oder eben Agenturwechsels zeigt in Stefanis (2002b) Kapitalmarktmodell, welches in Kapitel 5.2.4.1 auf Ratingagenturen übertragen wurde, zum einen Auswirkungen auf die Transaktionskosten, zum anderen auf die Bewertung der Ansprüche der Kapitalgeber aufgrund einer veränderten Informationslage.<sup>596</sup>

Wenn in jeder Periode verpflichtend eine neue Agentur beauftragt werden müsste, würde die Ratinggebühr, die eine amtierende Agentur verlangen könnte, genau dem Preis der konkurrierenden Ratingagentur in der letzten Periode entsprechen. Der erwartete Gewinn aus dem Ratingauftrag wäre für beide Typen von Agenturen gleich Null. Ein Vergleich mit dem transaktionskostenbedingten Anteil des Quasirentenbarwertes ohne verpflichtende Rotation zeigt, dass der Barwert nun geringer ausfällt. Dieses Ergebnis stellt sich auch ein, wenn nicht nach jeder Periode eine neue Agentur beauftragt werden muss, der transaktionskostenbedingte Anteil an der Quasirente würde sich dann lediglich nicht auf die Randlösung Null reduzieren.<sup>597</sup> Hinsichtlich der Wirkung dieser Art Quasirenten führt die verpflichtende Rotation somit zu demselben Ergebnis wie auch schon in DeAngelos Modell.

Wie sich jedoch in dem Kapitalmarktmodell zeigt, welches explizit die Reaktionen der Investoren mit einbezieht, haben transaktionskostenbedingte Quasirenten aber gerade keinen unmittelbaren Einfluss mehr auf die Unabhängigkeit der amtierenden Agentur – eine Verminderung dieser Quasirente hat daher nicht zwangsläufig auch positive Auswirkungen auf die Unabhängigkeit. Ein Mandant bekommt, wenn ausschließlich Marktmechanismen wirken, durch transaktionskostenbedingte Quasirenten kein effektives Drohpotenzial an die Hand.

Für eine Bedrohung der Unabhängigkeit entscheidend erweist sich in einem solchen Szenario vielmehr jener Teil der Quasirente, der sich aufgrund eines Informationsvorsprungs des Mandanten gegenüber den Kapitalgebern ergibt. Müsste nun aufgrund der verpflichtenden Rotation in jedem Zyklus eine neue Agentur beauftragt werden, besteht zwischen den Geldgebern und dem Mandanten durchgehend symmetrische Information: Beide Parteien wissen nicht, ob der neue Auftragnehmer seriös ist oder nicht. Wie die Ergebnisse der in Kapitel 5.2.4 skizzierten Analyse zeigen,

<sup>596</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 229 f.

<sup>597</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 229.

kommt es in diesem Szenario zu keinen Reichtumsverlagerungseffekten, da „die Finanziers ihre Ansprüche dann stets so [stellen], daß sie im Erwartungswert ihre Investition zurückerhalten.“<sup>598</sup> Müsste nach jedem Auftrag die Agentur gewechselt werden, würde es daher nicht zu einer Verlagerung von Reichtum kommen und damit auch nicht zu finanziellen Vorteilen, welche die Unabhängigkeit einer opportunistischen Agentur gefährden könnten.

Eine durchgehend symmetrische Informationslage über den Typ des Ratinganalysten erreicht die verpflichtende Rotation allerdings nur, sollte nach jedem Auftrag zwingend ein Agenturwechsel erfolgen. Das geltende Recht sieht eine solche Randlösung allerdings nicht vor, auch ist damit künftig nicht zu rechnen. Gegenwärtig darf eine Agentur nicht länger als vier Jahre Ratings für neue Wiederverbriefungen abgeben.<sup>599</sup> In einem Vierjahres-Rhythmus kann es rein rechnerisch zwischen Mandant und Kapitalgebern mindestens zwei Mal zu einer asymmetrischen Informationsverteilung über den Agenturtyp kommen und somit zu informationsbedingten Quasirenten – also der Art von finanziellen Vorteilen, welche die unabhängige Bonitätseinstufung potenziell gefährden können.<sup>600</sup>

### 5.3.3.3 Das Modell von Summer

Wenn Kapitalmarktteilnehmer erkennen bzw. erlernen können, ob ein Auftragnehmer integer oder opportunistisch ist, braucht es nach den Modellergebnissen Summers (1998) keine Rotationsregel.<sup>601</sup> Mehr noch, die verpflichtende Rotation kann sich auf die Unabhängigkeit sogar negativ auswirken, anstatt sie zu stärken. Der Autor kommt zu diesen Ergebnissen in einem Modellrahmen, welches dem Stefani (2002b) in weiten Teilen ähnelt und sich insofern auf Ratingagenturen ebenfalls sehr gut übertragen lässt.<sup>602</sup> So wird Prüfung durch die Interaktion von Management, Prüfer und Kapitalgebern wieder in ihrer Funktion als Lageprüfung modelliert und nicht in ihrer Funktion als Ordnungsmäßigkeitsprüfung. In dem betrachteten Szenario

---

<sup>598</sup> Stefani (2002b), S. 229.

<sup>599</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 6b (1).

<sup>600</sup> Die Sorge, dass mit der Rotation steigende Gebühren für den Mandanten verbunden sind, bestätigt sich – wie zuvor schon bei DeAngelo – auch in Stefani Modell.

<sup>601</sup> Siehe Summer (1998).

<sup>602</sup> Beide Male steht eine Investitionsentscheidung im Mittelpunkt, zudem integrieren beide Modelle die Reaktionen rationaler Kapitalgeber respektive Kapitalmarktteilnehmer.

spricht der Autor sogar explizit davon, dass das Unternehmen zur Finanzierung eines Investitionsprojektes einen ‚debt contract‘ eingeht, der ganz klassisch „an obligation to repay the borrowed amount plus interest“<sup>603</sup> beschreibt. Der Modellrahmen und die Annahmen über das Prüfurteil charakterisieren daher die originäre Funktion eines Bonitätsurteils weit mehr, als sie es für den Fall eines Prüftests tun. Betrachtet wird in Summers Modell nämlich letztlich die Emission eines typischen Schuldtitels, dessen Bonität zu prüfen quasi die Kurzdefinition eines Ratings ist.<sup>604</sup> Die meisten der ansonsten getroffenen Modellannahmen wurden bereits bei der Besprechung der vorherigen Modelle auf ihre Gültigkeit bzw. Anwendbarkeit im Hinblick auf Ratingagenturen diskutiert – bspw. die Prämissen, dass keine bindenden, mehrjährigen Verträge geschlossen werden können oder dass alle Auftragnehmer über eine gleiche, perfekte Prüfungstechnologie verfügen. In einigen Punkten aber weichen die Annahmen Summers von den bisher getroffenen ab: Zum einen wird angenommen, dass die Verhandlungsmacht über die Gebühren nicht dem Auftragnehmer, sondern vielmehr dem Auftraggeber zukommt. Zum anderen wird zwar ein Wettbewerbsmarkt unterstellt, zugleich aber von einem im Zeitablauf konstanten Honorar ausgegangen. Die Entstehung von Quasirenten ist also nicht Gegenstand der Analyse. In dem Modell könnte es zwar theoretisch auch zu Lowballing kommen, doch wird dies nicht modelliert und ist für die Ergebnisse auch nicht weiter von Bedeutung.<sup>605</sup>

Der Fokus der Analysen liegt explizit auf den Auswirkungen einer verpflichtenden Rotationsvorschrift sowie dem Einfluss von Reputationseffekten auf die Unabhängigkeit. Dabei ist Reputation in Summers Modell nicht bloß ein modellierter Parameter  $D$  wie bei Stefani, der sich ausdrücklich nicht auf die Quasirenten des betrachteten Mandates oder auf die übrigen Quasirenten auswirkt. Vielmehr hat die Reputation, die der Dienstleister am Kapitalmarkt genießt, explizit Einfluss darauf, in welcher Höhe der Auftraggeber den Prüfer an den zukünftigen finanziellen Vorteilen beteiligt, die sich aus dessen Kosteneinsparungen aufgrund von Lerneffekten bei einer wiederholten Beauftragung ergeben können.<sup>606</sup> Bei einem Transfer des Modells

---

<sup>603</sup> Summer (1998), S. 334.

<sup>604</sup> Vgl. die Ausführungen in Kapitel 2.1. Der Autor selbst spricht diesen Kritikpunkt an seinen Annahmen in Bezug auf Wirtschaftsprüfung an, nämlich dass mittels eines Prüftests an sich keine direkten, zukunftsbezogenen Aussagen über die Risikoklasse eines einzelnen Investitionsprojektes möglich seien bzw. dies auch nicht die primäre Aufgabe darstelle, vgl. Summer (1998), S. 334.

<sup>605</sup> Vgl. Summer (1998), S. 337.

<sup>606</sup> Vgl. Summer (1998), S. 336 ff.

auf Ratingagenturen beeinflusst Reputation somit die Möglichkeit einer Agentur, künftig eine Art Reputationsprämie von den Auftraggebern zu erhalten.

Die neuen Annahmen, wie eben die einer konstanten Gebühr, stehen einer Anwendung des Modells auf Ratingagenturen nicht im Wege. Im Gegenteil, war z. B. Lowballing in den ‚klassischen‘ Quasirentenmodellen doch nur die wettbewerbliche Antwort auf die Konkurrenzverhältnisse auf dem Prüfungsmarkt und nicht der eigentliche Grund für eine Gefährdung der Unabhängigkeit. Einzig die Annahme über die Verteilung der Verhandlungsmacht beschreibt (noch) nicht die tatsächlich anzutreffenden Bedingungen auf dem Ratingmarkt. Das Modell eignet sich daher insbesondere für eine Prognose und Beurteilung der externen Rotation, falls die mit den angestrebten Reformvorhaben erwünschten Marktveränderungen eintreten und ihre Wirkung – auch bezüglich der Machtverhältnisse zwischen den Akteuren – sukzessive entfalten sollten.

Ansonsten liest sich das Setting – übertragen auf Ratingagenturen – zunächst wie eben jenes bei Stefani:<sup>607</sup> Ein Unternehmen benötigt zur Durchführung eines Investitionsprojektes externes Kapital, wobei das Projekt entweder sicher oder riskant sein kann. Diese Klassifizierung stellt eine private Information des Managements dar, weshalb es ohne eine Bonitätsprüfung durch einen Informationsintermediär zu adverser Selektion kommen würde. Das Management unterliegt dem Anreiz, Druck auf den Auftragnehmer auszuüben, damit dieser zu einem positiven Urteil (Gefälligkeitsurteil) gelangt. Das Urteil seinerseits nämlich beeinflusst die Finanzierungsbedingungen repektive die Höhe der Risikoprämie. Auch Summer modelliert zwei Typen von Auftragnehmern: den seriösen und den opportunistischen Typ. Aufgrund der Modellannahmen kann eine Unabhängigkeitsgefährdung nur bei einem opportunistischen Auftragnehmer vorkommen, wenn dieser ein risikoreiches Projekt beurteilen soll.<sup>608</sup>

In dem Modell kann ein Auftragnehmer aus zwei Formen eines finanziellen Vorteils Nutzen ziehen. Zum einen kommt es ab Periode 2 zu den schon erwähnten Kostenvorteilen bspw. aufgrund von Lerneffekten bei der wiederholten Durchführung der Dienstleistung, sollte der gleiche Anbieter wie aus Periode 1 beauftragt werden. Da annahmegemäß der Auftraggeber den Großteil der Verhandlungsmacht hinsichtlich

---

<sup>607</sup> Das Modell von Stefani baut u.a. auf Überlegungen Summers auf, vgl. Stefani (2002b), S. 182.

<sup>608</sup> Vgl. Summer (1998), S. 328 ff.

der Gebühren innehat, ist es auch der Auftraggeber, der den Intermediär in Abhängigkeit von dessen Unabhängigkeitsreputation am Kapitalmarkt an diesen finanziellen Vorteilen teilhaben lassen kann.<sup>609</sup> Zum anderen ergibt sich ein Finanzierungsvorteil für den Mandanten, sollten die Kapitalmarktteilnehmer die Glaubwürdigkeit des Urteils überschätzen und daher eine zu geringe Risikoprämie für das überlassene Kapital fordern. Der daraus resultierende Reichtumsverlagerungseffekt wird zwischen dem Mandanten und dem Auftragnehmer aufgeteilt.<sup>610</sup> Der opportunistische Typ muss daher eine Kosten-Nutzen-Abwägung durchführen, inwieweit es für ihn von Vorteil ist, die ‚wahre‘ Bonitätseinschätzung auch zu kommunizieren. Der Trade-off dabei ist, zwischen einem möglichen Reputationsverlust, sollte sein nicht wahrheitsgemäßes Urteil durch die Realisierung eines nicht erfolgreichen Investments erkennbar werden, und der Partizipation an möglichen Zinsvorteilen, sollte ein risikoreiches Projekt erfolgreich sein, abzuwägen – kurz: finanzielle Vorteile aus der Kollusion heute versus den Anreizen aus der Aufrechterhaltung seiner Reputation.<sup>611</sup> Wird der Intermediär als opportunistisch entlarvt, ist der Mandant zudem gezwungen, ihn zu entlassen bzw. ihn nicht wiederzubestellen. Der Auftragnehmer würde daraufhin sowohl die künftigen finanziellen Vorteile, die sich aus den Lerneffekten ergeben, als auch die Teilhabe an etwaigen Zinsvorteilen bei einer unwahrheitsgemäßen Bonitätseinstufung verlieren.

Ohne eine verpflichtende Rotation hängt die Weiterbeschäftigung des Auftragnehmers in dem 2-Perioden-Modell von dem Wissensstand der Kapitalgeber über den Typ der Agentur und somit indirekt von deren Reputation am Markt ab. Die Reputation erhöht sich, wenn die Agentur wahrheitsgemäß über die Risikoklasse berichtet. Die Agentur erleidet dagegen Reputationseinbußen, wenn die Investoren die Agentur als abhängig erkennen oder – wie im Fall einer wahrheitsgemäßen Berichterstattung über ein risikoarmes Projekt – keine Rückschlüsse über ihren Typ ziehen können. Auch der Auftraggeber ist aufgrund der Modellierung rationaler Kapitalgeber in sei-

---

<sup>609</sup> Der Intermediär erhält in Periode 1 aufgrund des vollkommenen Wettbewerbs gerade seine Kosten erstattet, hat jedoch ab Periode 2 Kostenvorteile gegenüber Mitbewerbern, bspw. aufgrund von Lerneffekten. Wie die Kostenvorteile letztlich zwischen Mandant und Intermediär aufgeteilt werden, hängt von der Verhandlungsmacht ab: Je höher die Reputation des Auftragnehmers am Markt, desto höher sein Anteil an den finanziellen Vorteilen, vgl. Summer (1998), S. 335 ff.

<sup>610</sup> Der Nutzen aus einer Kollusion beschränkt sich dabei nicht unbedingt nur auf eine Beteiligung am Zinsvorteil des Mandanten, sondern könnte auch darin bestehen, dass der Intermediär etwa lukrative Beratungsverträge erhält.

<sup>611</sup> Vgl. Summer (1998), S. 349 ff.

ner Entscheidung, eine Agentur zu wechseln, nicht frei, da die Finanzierungsbedingungen von der Unabhängigkeitsreputation des Prüfers respektive der Agentur abhängen. Die Bestellung einer als opportunistisch erkannten Agentur wird am Kapitalmarkt mit hohen Zinsaufschlägen bestraft, die amtierende Agentur daher nicht erneut beauftragt.<sup>612,613</sup> Auch kann der Mandant dem Auftragnehmer, falls dieser ein risikoreiches Projekt in Periode 1 auch als solches kommuniziert hat und seine Reputation am Markt infolgedessen steigt, nicht glaubwürdig mit der Terminierung des Auftragsverhältnisses drohen. Die Kapitalgeber würden dies als den Wunsch des Mandanten nach Rating- bzw. Opinion-shopping interpretieren und ihre Risikoprämie entsprechend anpassen. Die durch einen lernenden Kapitalmarkt entstehenden Restriktionen für den Mandanten, einen amtierenden Auftragnehmer auszuwechseln zu können, sowie die vom Intermediär künftig erwarteten finanziellen Vorteile (Quasirenten) bei einer hohen Reputation lassen die Wahrscheinlichkeit dafür, dass der Auftragnehmer wahrheitsgemäß Bericht erstattet, im Falle einer unendlichen Amtsdauer steigen.<sup>614</sup>

Wird allerdings ein obligatorischer externer Wechsel in das Modell integriert, reduziert sich die Höhe der finanziellen Vorteile, die das Berichtsverhalten des Anbieters insgesamt determinieren. Der Aufbau einer hohen Reputation ist nun für den Dienstleister – in dem Fall der vorliegenden Arbeit eben eine Agentur – nicht länger mit einem Nutzen verbunden. Die externe Rotation eliminiert bei Summer die Kostenvorteile, die sich aus der wiederholten Beauftragung ergeben und an denen der Mandant die Agentur beteiligen kann (Quasirenten). Modelltheoretisch verbleiben somit nur noch die finanziellen Anreize aus einer Kollusion, seien es nun Zinsvorteile oder auch lukrative Beratungsaufträge. Eine hohe Reputation hat zwar noch eine Bedeutung in Zusammenhang mit der Akquise neuer Aufträge, reicht aber nach Summer nicht aus, die Unabhängigkeit zu gewährleisten.<sup>615</sup>

---

<sup>612</sup> Aufgrund seiner Verhandlungsmacht könnte der Mandant bei Beibehaltung des Dienstleisters die ab Periode 2 entstehenden Kostenersparnisse desselben vereinnahmen, jedoch sind annahmegemäß die Mehrkosten aufgrund der dann höheren Risikoprämie größer, vgl. Summer (1998), S. 347 f.

<sup>613</sup> Auch bei Unsicherheit über den Prüfer- bzw. Analystentyp kann es zu einem Wechsel kommen.

<sup>614</sup> Vgl. Summer (1998), S. 352. Die finanziellen Vorteile und damit der Anreiz zu einer unabhängigen respektive wahrheitsgemäßen Berichterstattung ergibt sich daraus, dass die Agentur zukünftige Renten aufgrund von Kostenvorteilen erwartet, welche nicht realisiert werden, falls ihre Reputation in Periode 1 beschädigt wird.

<sup>615</sup> Vgl. Summer (1998), S. 353 f.

Die wesentlichen Ergebnisse aus Summers Modellrahmen für eine Beurteilung der externen Rotation sind zusammengefasst die Folgenden: Wenn der Auftragnehmer über beide Perioden im Amt ist, kommuniziert der opportunistische Typ bei Vorliegen eines riskanten Projektes mit einer positiven Wahrscheinlichkeit dieses Projekt auch als riskant in seinem Bericht der ersten Periode. Sollte die Mandatslaufzeit jedoch auf eine Periode beschränkt sein, ergeben alle gleichgewichtigen Lösungen, dass risikoreiche Projekte als sicher ausgewiesen werden. Daraus schließt der Autor, dass Intermediäre bei einer kurzen Amtsdauer weniger unabhängig sind als bei einem längeren Beststellungszeitraum. Der Schlüssel für eine unabhängige Aufgabenerfüllung eines Auftragnehmers liege demnach in einer Minimierung der bestehenden Informationsasymmetrien, vice versa in einem funktionierenden, über den Anbieter lernenden Kapitalmarkt. Je schwieriger der Kapitalmarkt Informationsasymmetrien überwinden kann, z. B. auch aufgrund weitreichender regulativer Eingriffe in die Umfeldbedingungen von Ratings, desto weniger funktionieren Marktmechanismen wie etwa die Reputation. Nach Summer stellt auch das Instrument der externen Rotation einen solchen Eingriff dar, werden dadurch doch die Anreize unterlaufen, eine hohe Reputation aufzubauen. Vielmehr seien daher bspw. strikere Transparenzbestimmungen erstrebenswert, da das verbesserte Lernen über den Auftragnehmer die Markteffizienz bzw. -kräfte als Disziplinierungsinstrument gegen Manipulationen stärke.

Allerdings erschöpft sich auch in Summers Modell die unabhängigkeitschützende Wirkung des Reputationsmechanismus. Auf einem Markt etwa, auf dem substantielle Renten bereits in der ersten Periode generiert werden können, verliert der Reputationseffekt merklich an Wirkung.<sup>616</sup> Sollten künftig also z. B. die Margen bei strukturierten Finanzprodukten weiterhin hoch bleiben oder bei irgendeiner anderen Ratingart überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen sein, müsste man aufgrund eines nur eingeschränkt funktionierenden Reputationsmechanismus von einer entsprechend größeren Bedrohung der Unabhängigkeit ausgehen.

Kritisiert wird das Modell in der Literatur insbesondere für die Zielfunktion des Prüfers, die letztlich unplausibel sei: Einerseits will das Management die Entlohnung des Prüfers an seine am Kapitalmarkt wahrgenommene Unabhängigkeit knüpfen, andererseits von dem Prüfer das präferierte, also uneingeschränkte Testat erhalten, und

---

<sup>616</sup> Vgl. Summer (1998), S. 354 f.

zwar unabhängig von der eigentlichen Risikoklasse des Projektes.<sup>617</sup> Auch ist zu hinterfragen, inwieweit das Management eines Unternehmens die Lerneffekte und die damit verbundenen Kostenersparnisse auf Seiten des Auftragnehmers, die dieser durch die wiederholte Beauftragung erlangen kann, überhaupt realistisch einzuschätzen vermag.<sup>618</sup>

Schließlich spielen Reputationsüberlegungen zwar hinsichtlich der künftigen Höhe von Quasirenten aus einem bestehenden Mandat eine Rolle – mehr auch als in Stefanis Modell –, der Einfluss von Reputation auf die Möglichkeit, neue Mandate zu akquirieren, ist allerdings nur von nachrangiger Bedeutung. Werden jedoch lernende rationale Kapitalmarktteilnehmer unterstellt, sollte der Reputationseffekt nicht nur auf den im Modell betrachteten Auftraggeber Auswirkung haben, sondern auch auf die übrigen potenziellen neuen Mandate. Dies gilt umso mehr, wenn – wie durch die EU-Kommission erhofft und bei Summer ja auch modelliert –, der betrachtete Markt von einem Wettbewerb um neue Mandate charakterisiert ist. Auf diesem und weiteren Argumenten baut nun das folgende Modell von Chi et al. (2004) auf.

#### 5.3.3.4 Das Modell von Chi et al.

Nach Chi et al. (2004) übersehen oder unterschätzen viele Arbeiten zur externen Rotation, so auch Summer, zwei wichtige Sachverhalte.<sup>619</sup> Da wäre zum einen der Anreiz zu nennen, die Unabhängigkeit aufgrund einer Nebenzahlung in der letzten Periode einzuschränken.<sup>620</sup> Zum anderen seien aber vor allem die langfristigen Auswirkungen der Handlungen eines Auftragnehmers im Rahmen eines Mandates auf die Akquise neuer Mandate nur unzureichend oder gar nicht berücksichtigt. Dabei hat ein Auftragnehmer ein wirtschaftliches Interesse daran, dass die Ressourcen seiner Agentur oder Prüfungsgesellschaft – hauptsächlich das Humankapital – möglichst effizient und vollständig verwendet werden. Eine hohe Reputation sollte es erleich-

---

<sup>617</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 182.

<sup>618</sup> Bei einem Transfer des Modells auf Ratingagenturen ist daher des Weiteren zu klären, ob und in welchem Umfang man überhaupt von Lerneffekten ausgehen kann, vgl. dazu auch die Ausführungen im Zwischenfazit in Kapitel 5.3.4.

<sup>619</sup> Siehe Chi et al. (2004), S. 72 ff.

<sup>620</sup> Bei einer solchen Seitenzahlung kann es sich z. B. um lukrative Beratungsaufträge handeln, aber auch um die Beteiligung an schon erwähnten Zinsvorteilen. Der Auftraggeber kann nämlich auch bei Chi et al. den Intermediär an eingesparten Kapitalkosten beteiligen, wenn die Investoren die Unabhängigkeit des Auftragnehmers überschätzen und eine zu geringe Risikoprämie verlangen.

tern, an die benötigten Anschlussmandate zu gelangen. Wichtiger noch: Die Autoren gehen überdies davon aus, dass ein Intermediär mit einer hohen Reputation die Möglichkeit hat, eine Art ‚Reputationsaufschlag‘ bei den Gebührenverhandlungen durchzusetzen. Damit erweitern Chi et al. die Überlegungen Summers wie auch DeAngelos hinsichtlich der ‚collateral‘-Wirkung anderweitiger Quasirenten. Reputation hat in ihrem Modell nämlich zusätzlich direkte Auswirkungen sowohl auf die Akquisewahrscheinlichkeit als auch auf die Höhe der zukünftigen anderweitigen Quasirenten.<sup>621</sup>

Im Hinblick auf Ratingagenturen sind die neuen Annahmen als durchaus realistisch einzuschätzen. Zum einen bieten alle großen Agenturen neben Ratingdienstleistungen auch Beratungsleistungen an. Zum anderen liegen die Gebühren der drei global agierenden Agenturen teils deutlich über den Honoraren, die die wenigen, meist lokal operierenden oder auf Nischen spezialisierten Agenturen verlangen.<sup>622</sup> Die Bereitschaft der Investoren, höhere Ratinggebühren zu bezahlen, lag bisher allerdings nicht ausschließlich in ihrer Reputation begründet. Die hohen Gebühren erklären sich – wie auch die bisherigen Ausführungen dieser Arbeit zeigen – vor allem mit der aufsichtsrechtlichen Verwendung von Ratings, dem NRSRO-Status sowie den oligopolistischen Marktstrukturen. Eine empirische Studie von Han et al. (2012) kommt allerdings zu dem Ergebnis, dass neben den genannten institutionellen Nachfragegründen weiterhin auch die Reputation einer Agentur für die Kapitalmarktteilnehmer eine entscheidende Rolle spielt.<sup>623</sup> Die Untersuchung zeigt, dass die Risikoprämie bzw. der Zinssatz, den Unternehmen den Kapitalgebern auf ihre Anleihen zahlen müssen, durch die Beauftragung einer der großen drei Agenturen im Schnitt um 11-14 Basispunkte geringer ist als bei Beauftragung einer kleineren Agentur – und das, obwohl die Ratingeinstufungen der Big Three häufig niedriger ausfallen. Dieser Finanzierungsvorteil reduzierte sich allerdings infolge der Finanzkrise ab 2007 auf nahezu Null. Die Autoren kommen daher zu dem Schluss, dass die Reputation der großen

---

<sup>621</sup> Um diese Parameter, allem voran den Reputationseffekt auf die Höhe der anderweitigen Quasirenten, besser analysieren zu können, werden in der Modellierung allerdings andere Aspekte überhaupt nicht beachtet. So spielen etwa Haftung und/oder Sanktionen einer Aufsichtsbehörde in dem Modell keine Rolle.

<sup>622</sup> Vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 12 u. 18 f.

<sup>623</sup> In ihrem jüngsten Bericht kommt auch die EU-Kommission zu der Einschätzung, dass Reputation bei der Auswahl einer Agentur unverändert von hoher Bedeutung ist, vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 13 u. 15.

drei Agenturen bei den Kapitalgebern in den Jahren 2007 - 2009 gesunken ist.<sup>624</sup> Den Grund für diese Veränderung in Reputationsmechanismen zu sehen, erscheint angesichts dessen, dass sich das institutionelle Umfeld bis zum Jahr 2009 fast nicht verändert hat, durchaus nachvollziehbar.<sup>625</sup>

Aus den Ergebnissen der Studie von Han et al. ergibt sich aber noch eine weitere Aussage, welche für eine Anwendung des Modells von Chi et al. auf Ratingagenturen von Bedeutung ist: Wenn Unternehmen durch die Beauftragung einer Agentur mit einer hohen Reputation am Kapitalmarkt einen Finanzierungsvorteil erlangen können und sich alle Akteure dessen bewusst sind, werden sich die Agenturen ihre hohe Reputation – und damit implizit auch ihre dafür aufgewendeten Investitionen – in Form entsprechend höherer Gebühren aller Voraussicht nach auch vergüten lassen. Solange der Reputationsaufschlag den Zinsvorteil nicht übersteigt, ist es für Unternehmen vorteilhaft, eine Agentur mit einer hohen Reputation zu beauftragen.

Um die Auswirkungen von externer Rotation auf die Unabhängigkeit unter Einbeziehung der neuen Überlegungen zu untersuchen, entwickelten Chi et al. ein spieltheoretisches Modell über zwei Perioden. Dabei ist im Gegensatz zu den vorher behandelten Modellen zu beachten, dass die erste im Modell betrachtete Periode gleichzeitig die letzte Periode eines bestehenden Auftragsverhältnisses darstellt, die zweite Modellperiode dann bereits die Erstbeauftragung durch einen neuen Mandanten beschreibt. Durch diese Vorgehensweise können die Auswirkungen von Reputation auf neue Mandate und die anderweitigen Quasirenten modelliert werden.<sup>626</sup>

Das betrachtete Setting ähnelt wiederum dem bei Summer (1998) oder Stefani (2002b), denn im Mittelpunkt steht ebenfalls die Interaktion zwischen einem Management, welches mittels der Emission von Schuldscheinen am Kapitalmarkt Geldmittel für ein Investitionsprojekt aufbringen muss, Kapitalgebern und einem Informationsintermediär, der die vom Management kommunizierten Informationen über das Projekt hinsichtlich der Risikoklasse beurteilen soll.<sup>627</sup> Der Ausgang der Investition hängt unverändert davon ab, ob es sich um ein risikoreiches oder -armes

---

<sup>624</sup> Vgl. Han et al. (2012), S. 864 u. 881 f.

<sup>625</sup> Ein Wandel des institutionellen Umfelds setzte erst allmählich mit der Verabschiedung der ‚Release No. 34-59342; File No. S7-13-08‘ durch die SEC sowie der ersten europäischen Ratingverordnung im Jahr 2009 ein, vgl. Kapitel 2.3.

<sup>626</sup> Vgl. Chi et al. (2004), S. 75 f.

<sup>627</sup> In dem Modell wird auch wieder zwischen integren und opportunistischen Typen unterschieden, vgl. Chi et al. (2004), S. 78.

Projekt handelt sowie zusätzlich von einem Zufallszug über externe Marktgegebenheiten („good vs. bad state of nature“). Die Klassifizierung des Investitionsprojektes ist zu Beginn eine private Information des Managements, weshalb die Kapitalgeber auf eine Beurteilung durch einen Informationsintermediär bestehen. Ob die Investoren einer Agentur in Periode 2 eine niedrige oder hohe Reputation zuschreiben, hängt davon ab, inwieweit sie aus der Berichterstattung der Agentur sowie dem tatsächlichen Ausgang des Projektes in Periode 1 Rückschlüsse ziehen können.<sup>628</sup> Messen die Investoren der Agentur eine hohe Reputation bei, kann diese annahmegemäß bei neuen Mandaten eine Reputationsprämie auf ihre Gebühren fordern.<sup>629</sup>

Die gleichgewichtige Lösung des spieltheoretischen Modells zeigt sodann, dass für den Fall, in dem Reputationseffekte keine Rolle spielen, eine verpflichtende Rotation die Unabhängigkeit am Ende der ersten Periode beeinträchtigen kann.<sup>630</sup> Ursächlich dafür sind die angenommenen Seitenzahlungen sowie die durch einen verpflichtenden Wechsel bedingte ‚end game‘-Situation. Ohne eine Rotationsvorschrift stellt das Risiko, die zukünftigen Quasirenten von dem betrachteten Mandat zu verlieren, sollte ein Fehlverhalten bekannt werden, einen Anreiz für eine opportunistische Agentur dar, wahrheitsgemäß Bericht zu erstatten. Bei einem zwingenden Wechsel aber ergeben sich am Ende eines jeden Rotationszeitraums Anreizwirkungen lediglich noch aus den Seitenzahlungen durch den Mandanten. Während der Verlust zukünftiger Quasirenten durch die verpflichtende Rotation erheblich an Bedeutung verliert, steigt die Anreizwirkung von Seitenzahlungen in der letzten Periode dagegen deutlich an.

---

<sup>628</sup> Am Ende von Periode 1 können sich insgesamt drei unterschiedliche Konstellationen für die Reputation des Auftragnehmers einstellen: Hat letzterer am Ende von Periode 1 einen nicht-mandantenorientierten Bericht über die Risikoklasse des Investments erlassen, verbessert sich die Reputation respektive die Unabhängigkeitswahrnehmung über den Dienstleister – und das unabhängig von dem tatsächlichen Ausgang des Investitionsvorhabens. Erteilt er dagegen ein mandantenorientiertes Urteil, das Projekt aber schlägt fehl, wird sein opportunistischer Typ aufgedeckt und der Auftragnehmer erleidet Reputationsverluste. In dem Modell erhält diese(r) Prüfer/Agentur keine Aufträge mehr am Markt. Im letzten Fall erhält der Auftraggeber zwar das präferierte Urteil, aber der Ausgang des Projektes offenbart nicht, ob der Auftragnehmer vom integren oder opportunistischen Typ ist, da auch riskante Projekte zu Erfolg führen können. Diese Typenunsicherheit führt bei den Investoren zu Reputationseinbußen für den Auftragnehmer, vgl. Chi et al. (2004), S. 82 ff.

<sup>629</sup> Zwar wird in dem Modell die Interaktion zwischen einem Management, den Geldgebern und einem Prüfer modelliert, doch gehen Chi et al. wie auch Summer – im Gegensatz zu den vorher behandelten Modellen, etwa von DeAngelo – implizit davon aus, dass die Eigentümer einen gewissen Einfluss auf die Bestellung des Abschlussprüfers haben bzw. im Fall einer Ratingagentur das Management in seiner Entscheidung eben nicht völlig frei ist. Wenn Investoren nämlich erkennen, dass eine Agentur opportunistisch ist, ‚muss‘ der Auftragnehmer zwingend ausgetauscht werden, da ansonsten der verlangte Risikozuschlag und damit die Finanzierungskosten überproportional steigen würden, vgl. auch Summer (1998), S. 329.

<sup>630</sup> Vgl. Chi et al. (2004), S. 80 ff.

Die Gefahr, dass eine Agentur ihre Unabhängigkeit einschränkt, nimmt daher im Vergleich zur Situation ohne Rotationsverpflichtung zu.<sup>631</sup>

Bezieht man explizit Reputationseffekte in die Modellierung ein, ändern sich die Anreizwirkungen unter bestimmten Bedingungen nochmals: Eine Agentur berücksichtigt in diesem Fall nämlich, dass sie in den Folgeperioden leichter an neue Mandate kommen, und wichtiger noch, auch höhere Gebühren verlangen kann, sollte sie sich durch eine unabhängige Aufgabenerfüllung eine hohe Reputation erarbeitet haben.<sup>632</sup> Zwar hängt auch die Höhe der Seitenzahlungen von der Reputation ab und kann infolgedessen steigen, doch verlieren sie gegenüber dem zukünftigen reputationsabhängigen Quasirentenstrom relativ an Gewicht. In dem Modell von Chi et al. hat eine verpflichtende Rotation selbst unter Berücksichtigung von Reputationseffekten meist zwar ebenfalls einen negativen Effekt auf die Anreize, seine Unabhängigkeit aufrechtzuerhalten, die Effektivität der Rotationsregel steigt jedoch in Abhängigkeit von folgenden drei Umfeldbedingungen:

- (1) Der Reputationszuschlag auf die Gebühren ist verhältnismäßig hoch.
- (2) Die ansonsten zu erwirtschaftenden Margen auf dem jeweiligen Markt tendieren nicht gegen Null.<sup>633</sup>
- (3) Der Mandant ist auf einem Markt oder in einer Branche tätig, welche sich durch ein hohes Risiko auszeichnet und in welcher eine unwahrheitsgemäße Berichterstattung zu besonders hohen Kosten führt.<sup>634</sup>

Je ausgeprägter diese drei Bedingungen sind, desto wirksamer ist das Instrument der externen Rotation in Bezug auf eine Stärkung der Unabhängigkeit. Grund dafür ist allerdings nicht, dass dem Auftraggeber in diesem Fall keine Druckmittel mehr in Form von Quasirenten zur Verfügung stünden, sondern weil sich die Agentur bewusst ist, dass nach dem verpflichtenden Wechsel sowohl die Wahrscheinlichkeit für neue Aufträge als auch die Höhe der Gebühren selbst entscheidend von ihrer Unab-

---

<sup>631</sup> Vgl. Chi et al. (2004), S. 80 ff.

<sup>632</sup> Im Fall von Wirtschaftsprüfung werden Prüfer mit einer hohen Reputation bestellt, weil annahmefremd die Eigentümer den entscheidenden Einfluss auf deren Auswahl haben. Bei einer Anwendung auf Ratingagenturen werden Agenturen mit einer hohen Reputation bevorzugt beauftragt, da – wie auch die Studien von Han et al. (2012) zeigen – die Risikoprämien trotz strengerer Ratingeinstufung niedriger ausfallen können im Vergleich zu Agenturen ohne eine entsprechend gute Reputation.

<sup>633</sup> Die „regulär“ zu erwirtschaftenden Honorare bilden quasi die Untergrenze der Auszahlungen für die Agentur.

<sup>634</sup> Vgl. Chi et al. (2004), S. 89 f.

hängigkeitwahrnehmung (Reputation) am Markt abhängen. Sind diese Bedingungen jedoch nicht gegeben, überwiegen weiterhin die mit der Einführung der externen Rotation einhergehenden negativen Auswirkungen. Die Autoren folgern daraus, dass Normgeber daher vor einer verpflichtenden Einführung den jeweiligen Markt genau analysieren sollten, um so die dort tatsächlich vorzufindenden Charakteristika zu identifizieren und deren Einfluss auf den Reputationsmechanismus adäquat beurteilen zu können.

Ob die Experten der EU-Kommission dem nachgekommen sind, bevor sie die Regulierungsvorschriften zur Rotation beschlossen haben, ist unklar. Die Modellergebnisse aber unterstützen die Vorgehensweise der EU-Legislativen, die Rotationspflicht auf ausgewählte Ratingarten zu beschränken. Nach aktuellem EU-Recht gilt die Rotationsregel nur in Zusammenhang mit Wiederverbriefungen und damit für die Ratingart, deren Markt sich explizit durch die drei eben genannten Umfeldbedingungen charakterisiert.<sup>635</sup> Den Modellergebnissen zufolge kann Rotation Nutzen bringen, wenn es sich bei den Mandanten der Agenturen um Unternehmen handelt, die mit erheblichen Agencykonflikten und somit auch der Gefahr hoher Agencykosten konfrontiert sind. Das individuelle ‚industry risk‘ genau zu analysieren und zu kennen ist daher von zentraler Bedeutung, da eine positive Wirkung von externer Rotation nur für Risikomärkte zu erwarten ist, bei denen die oben genannten Bedingungen zutreffen. Das Motiv, einen Intermediär nachzufragen, und die Bereitschaft, eine Reputationsprämie zu zahlen, sind in diesen Fällen besonders ausgeprägt. Wie bereits in den vorherigen Kapiteln herausgearbeitet, kommen Agencykonflikte besonders bei Originatoren strukturierter Finanzprodukte zum Tragen.<sup>636</sup>

Von dem Instrument der externen Rotation sind ferner nur dann positive Effekte auf die Unabhängigkeit zu erwarten, wenn sich der jeweilige Markt nicht durch einen

---

<sup>635</sup> Vgl. SEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies, S. 32. Die Gebühren für das Rating eines strukturierten Finanzproduktes liegen um bis zu 7 Basispunkte über den Gebühren für ein Corporate Bond-Rating. Aber auch die Margen beim klassischen Corporate Bond-Rating sind noch verhältnismäßig einträglich. Siehe dazu die Ausführungen über die Profitabilität in Kapitel 4.1.

<sup>636</sup> Die Autoren nennen als Beispiele für eine ‚high risk industry‘ neben Firmen der High-Tech-Branche sowie Müllentsorgung als erstes die Finanzindustrie bzw. Finanzinstitutionen, vgl. Chi et al. (2004), S. 90. Aufgrund der besonderen Konstruktion und globalen Vernetzung sind die Kosten bei fehlerhaften Ratings von strukturierten Finanzprodukten zudem besonders hoch, wie auch die Finanzkrise ab 2007 mit ihren Folgen deutlich offenbarte. Der Markt für Verbriefungen zeichnet sich überdies auch schon deshalb durch ein erhöhtes Risiko aus, da das Instrument der Verbriefungen gerade selbst eine Methode des Risikotransfers ist, siehe dazu u.a. Steinkamp (2012) oder auch Mähmann (2010).

allzu intensiven Wettbewerb auszeichnet – auch hierfür ist der Markt für strukturierte Finanzprodukte ein sehr passendes Beispiel. Ein starker Wettbewerb nämlich erhöht den Preiswettbewerb und letztlich auch den Margendruck, wodurch die anderweitigen Quasirenten gegenüber Seitenzahlungen an Bedeutung verlieren.

#### **5.3.4 Zwischenfazit: Beurteilung der Einführung von externer Rotation**

Der Sorge, dass Ratingagenturen bei der Ausübung ihrer Tätigkeit nicht frei von Interessenskonflikten sind, liegt eine ganze Reihe von Ursachen zugrunde. Allem voran wird eine Bedrohung der Unabhängigkeit in dem bestehenden Vergütungsmodell des zahlenden Emittenten gesehen.<sup>637</sup> Normgeber und Teile der Wissenschaft halten die externe Rotation für ein geeignetes Instrument, die Gefahr, die sich u.a. aufgrund von (Quasi-)Renten ergibt, zu minimieren – und das sowohl bei Prüfungsgesellschaften als auch bei Ratingagenturen. Durch die von vornherein begrenzten finanziellen Vorteile sollten, so die Argumentation, die ökonomischen Erwägungen einer Agentur bei der Bestimmung des Bonitätsurteils in den Hintergrund treten. Man verspricht sich hierdurch eine Stärkung der inneren Unabhängigkeit. Darüber hinaus könnte mittels der Rotation zugleich auch das Drohpotenzial eines Mandanten, den Quasirentenstrom zu terminieren, verringert werden.

Die Ergebnisse der industrieökonomisch-institutionellen Untersuchungen legen allerdings eine differenzierte Betrachtung des Ratingmarktes nahe: So werden sowohl beim klassischen Rating als auch beim Rating strukturierter Finanzprodukte Renten erwirtschaftet, jedoch ist es dem Auftraggeber aufgrund der Unterschiede im institutionellen Rahmen – wenn überhaupt – nur beim Rating strukturierter Finanzprodukte möglich, die finanziellen Vorteile auch für Zwecke einer glaubwürdigen Drohung zu nutzen. Da die Faktoren, welche die Machtverhältnisse determinieren, beim klassischen Rating mehrheitlich auf Seite der Agenturen liegen, reichen hier (Quasi-)Renten alleine nicht aus, um die Unabhängigkeit glaubwürdig zu gefährden. Unter diesem Gesichtspunkt erscheint die Einführung einer verpflichtenden Rotation erst einmal gar nicht nötig, vielmehr würden die mit diesem Instrument in Verbindung ge-

---

<sup>637</sup> Eine Umstellung des Systems, bspw. auf ein Subscriber-pays-Modell, ist auf mittelfristige Sicht nicht zu erwarten. Agenturen mit einem solchen Bezahlssystem sind die Ausnahme. Zu den Vor-, aber auch Nachteilen eines Subscriber-pays-Systems siehe Staikouras (2012), S. 96 ff. m.w.N.

brachten Nachteile voll zum Tragen kommen – zumindest ist fraglich, ob eine uneingeschränkte Anwendungspflicht zu einer verbesserten Qualität des klassischen Ratings beitragen würde.

Dennoch ist eine nähere Beschäftigung mit dem Instrument der externen Rotation sinnvoll: Zum einen stellt neben dem klassischen Rating das Rating strukturierter Finanzprodukte die weitere, wesentliche Einkommensquelle der Agenturen dar, und wie die bisherigen Ausführungen zeigen, unterscheiden sich bei dieser Ratingart die Machtverhältnisse deutlich von denen beim klassischen Rating. (Quasi-)Renten können hier sehr wohl für eine Drohung instrumentalisiert werden. Zum anderen lieferte die Anwendung der Accounting-Forschung auf Ratingagenturen als ein zentrales Ergebnis, dass die finanziellen Vorteile in Form von Quasirenten auch dann noch erwirtschaftet werden, wenn sich der Ratingmarkt durch die Reformen – wie von der EU-Kommission erhofft – zu einem Wettbewerbsmarkt entwickelt.<sup>638</sup> Die angestrebten Veränderungen der Marktstruktur und des institutionellen Umfeldes in Verbindung mit den weiteren mannigfaltigen Regulierungserlassen könnten zudem die bisherigen Kräfteverhältnisse zu Gunsten der Auftraggeber verändern. Künftig könnten die Mandanten, wie in der Prüfungsbranche, dann verstärkt die Möglichkeit haben, eine glaubwürdige Drohung auszusprechen – das Vorkommen von Quasirenten reicht dafür bereits aus.<sup>639</sup> Wenn dann noch die erzielbaren Margen insgesamt aufgrund der Reformen unter Druck geraten, sollte von den finanziellen Vorteilen künftig eine noch größere Anreizwirkung zur Aufgabe der Unabhängigkeit ausgehen.

Die Frage, ob und unter welchen Umständen das Instrument der externen Rotation eine geeignete Schutzmaßnahme gegen eine Gefährdung der Unabhängigkeit aufgrund von finanziellen Vorteilen sein kann – sei es, dass von diesen, wie es die EU unabhängig von der Ratingart vermutet, bereits in dem gegenwärtigen Umfeld ein Gefährdungspotenzial ausgeht, oder wie es die Ergebnisse dieser Arbeit nahelegen, erst zukünftig bzw. lediglich bei strukturierten Finanzprodukten –, wurde wieder anhand eines Rückgriffs auf Arbeiten aus der Accounting-Forschung untersucht.<sup>640</sup>

---

<sup>638</sup> In den Modellen ohne eine Integration rationaler Finanziers sind die Transaktionskosten des Wechsels der Grund für unabhängigkeitsgefährdende Quasirenten. Mit der Modellierung der Reaktionen der Kapitalgeber ermöglichen es Informationsasymmetrien zwischen Auftraggebern und Agenturen einerseits und Kapitalgebern andererseits, Informationsrenten zu erzielen, die die Unabhängigkeit gefährden können, vgl. Kapitel 5.2.

<sup>639</sup> Vgl. Hill (2004), S. 92.

<sup>640</sup> Die grundlegenden Annahmen der Rotationsmodelle entsprechen weitgehend denen der Modelle aus Kapitel 5.2; deren Gültigkeit im Hinblick auf Rating wurde bereits gezeigt.

Je mehr die behandelten Modelle eine Kapitalmarktorientierung aufweisen respektive Marktmechanismen wie Reputation mit in die Analyse einbeziehen, desto weniger sind mit einer obligatorischen Rotation unabhängigkeitsfördernde Effekte verbunden. Nach den Modellergebnissen von DeAngelo kann das Instrument eines zwingenden Anbieterwechsels durchaus geeignet sein, die Unabhängigkeit zu stärken. Gleiches gilt für Stefani, jedoch aus anderen Gründen: Bei DeAngelo liegt der Grund noch in einer Reduzierung des Quasirentenbarwerts und damit in dem Drohpotenzial, diesen der Agentur zu entziehen, sollte sie nicht die Meinung des Auftraggebers mittragen. In Stefanis Modell dagegen spielen transaktionskostenbedingte Quasirenten hinsichtlich einer Bedrohung der Unabhängigkeit keine Rolle mehr, ein obligatorischer Wechsel erschwert aber den Aufbau von Informationsasymmetrien, welche nach Stefanis Ergebnissen ursächlich für unabhängigkeitsgefährdende Reichumsverlagerungen sein können. Je kürzer der Rotationszyklus festgelegt wird, desto seltener kann es zu informationsbedingten Quasirenten kommen; *ceteris paribus* ist auch der Anreiz, die Unabhängigkeit einzuschränken, geringer.

Stefani berücksichtigt dabei in ihrer Analyse zum einen die Reaktionen rationaler Kapitalmarktteilnehmer, zum anderen modelliert sie über einen Parameter auch explizit die Wirkung von Reputation auf die finanzielle Situation des Auftragnehmers, indem der opportunistische Analyst neben den Ratinggebühren zwar an möglichen Zinsvorteilen des Mandanten partizipieren kann, aber bei Bekanntwerden seines Typs mit Reputationsverlusten rechnen muss.<sup>641</sup> Die Reputationsverluste beziehen sich allerdings explizit nicht auf das betrachtete Auftragsverhältnis und haben auch keine Verbindung zu der ‚collateral‘-Wirkung anderweitiger sowie künftiger Quasirenten.

Anders ist dies bei den beiden letzten in diesem Abschnitt vorgestellten Modellen. Reputationseffekte besitzen hier ausdrücklich einen Einfluss auf die Höhe der künftigen Quasirenten, bei Chi et al. zudem noch auf die Wahrscheinlichkeit, nach der Auswechslung neue Mandate und damit Quasirenten gewinnen zu können. Sollte von Reputation eine solche Wirkung auf die verbleibenden und zukünftigen Honorare ausgehen, übersehen nach Summer die meisten Argumente der Rotations-Befürworter dann aber ein essentielles Merkmal in der Beziehung zwischen Mandant, Auftragnehmer und Investor: Ein Prüfer, bzw. im Fall dieser Arbeit ein Ana-

---

<sup>641</sup> Vgl. Stefani (2002b), S. 189.

lyst, arbeitet zwar im Auftrag des Mandanten, „but his reputation for independence is in the capital market. [...] The outside capital market imposes restrictions on the auditor-client relationship.“<sup>642</sup> Deshalb ist das Instrument der externen Rotation in den letzten beiden Modellen in der Regel auch nicht geeignet, die Unabhängigkeit zu stärken. Während Summer eine Rotationsvorschrift grundlegend ablehnt, sind nach den Ergebnissen von Chi et al. mit einem obligatorischen Wechsel nur unter bestimmten Bedingungen positive Auswirkungen auf die Unabhängigkeit zu erwarten, in den meisten Fällen jedoch negative.<sup>643</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass mit Ausnahme von Summers Modell letztlich bei allen in dieser Arbeit vorgestellten Modellen – zumindest unter bestimmten Bedingungen wie bspw. bei Vorliegen eines Marktes mit hohen Agencykonflikten – die Gefährdung der Unabhängigkeit durch die Einführung einer verpflichtenden Rotation in der ein oder anderen Weise gemindert werden kann. Erreicht wird dies entweder durch eine Verringerung des künftigen Quasirentenstroms, durch eine Reduzierung der Anreizwirkungen, die von Seitenzahlungen an den Auftragnehmer ausgehen, oder durch einen Abbau von Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren/Spielern.<sup>644</sup> Die Bewertung einer obligatorischen Rotation hängt daher letztlich ganz entscheidend davon ab, wie sich der Markt und die institutionellen Rahmenbedingungen zukünftig entwickeln werden. Je erfolgreicher u.a. die Bemühungen der Regulierer sind, bspw. den aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings zu reduzieren, desto mehr sollten auch wieder Reputationsmechanismen zum Tragen

---

<sup>642</sup> Summer (1998), S. 329.

<sup>643</sup> Nach Chi et al. (2004) gehen positive Effekte nur unter Berücksichtigung von Reputationseffekten sowie folgenden drei Bedingungen aus: Erstens müssen Reputationszuschläge auf die Gebühren gezahlt werden, die zudem noch recht hoch sein müssen, zweitens dürfen die ansonsten regulär zu erwirtschaftenden Margen auf dem jeweiligen Markt nicht gegen Null tendieren und drittens steigt die Wahrscheinlichkeit für eine wahrheitsgemäße Berichterstattung, wenn der Mandant auf einem Hochrisikomarkt tätig ist, Investitionsprojekte also relativ häufig fehlschlagen, vgl. Kapitel 5.3.3.4.

<sup>644</sup> Einen interessanten Aspekt gewinnt man durch den Vergleich der beiden Modelle von Summer (1998) und Stefani (2002b). In weiten Teilen überschneidet sich der verwendete Modellrahmen, ihre Ergebnisse aber unterscheiden sich deutlich. Grund dafür ist vor allem ihre unterschiedliche Annahme darüber, welche Partei die Verhandlungsmacht über die Gebühren hat. Ist es wie bei Stefani der Auftragnehmer, ergibt sich die Vorteilhaftigkeit einer verpflichtenden Rotation daraus, dass der Wechsel die Möglichkeiten für den Analysten reduziert, finanzielle Vorteile aus seiner hohen Reputation zu vereinnahmen. Hat dagegen der Auftraggeber die gesamte Verhandlungsmacht, wie Summer unterstellt, hat das Management meist keinen Anreiz mehr, die Agentur an den Vorteilen zu beteiligen bzw. wird die Agentur nur in Abhängigkeit ihrer Reputation an diesen beteiligt.

kommen. Dann aber sind vom Instrument der Rotation eher negative Anreizwirkungen zu erwarten.<sup>645</sup>

Wie sind nun konkret das Instrument und die Ausgestaltung der verpflichtenden externen Rotation bei Ratingagenturen zu bewerten? Die verabschiedete Rotationsregel in ihrer jetzigen Form ist vor dem Hintergrund der Modellergebnisse wie auch den Erkenntnissen der industrieökonomisch-institutionellen Analyse aus mehreren Gründen als gut austariert und daher eher positiv zu bewerten. Allem voran ist die Unterscheidung zwischen strukturierten Finanzprodukten und den verbleibenden Ratingarten zu begrüßen, reflektiert dies doch die unterschiedliche Ausprägung von Agencyproblemen innerhalb der verschiedenen Ratingarten. Dabei ist die nur eingeschränkte Anwendungspflicht sowohl nach den Ergebnissen des Basismodells von DeAngelo, als auch nach den Resultaten des spieltheoretischen Modells von Chi et al. zu befürworten. Folgt man nämlich DeAngelos Quasirententheorie, sind von einer Rotationspflicht nur dann positive Effekte zu erwarten, wenn die verpflichtende Einführung eben nicht für alle Ratingarten gleichermaßen gilt, da letztlich die Relation der Quasirenten entscheidend ist. Die Rotationsvorschrift gilt aktuell nur für das Geschäft mit strukturierten Finanzprodukten und damit für jenes Segment, in dem – wie sich mit Ausbruch der Finanzkrise 2007/2008 gezeigt hat – die Qualität der Ratings weit unterdurchschnittlich war. Nach den bisherigen Analysen konnten hier die finanziellen Vorteile auch am effektivsten genutzt werden, um durch eine glaubwürdige Drohung die Unabhängigkeit der Analysten zu gefährden. Bei der Ratingart der strukturierten Finanzprodukte sind auch die von Chi et al. identifizierten Bedingungen am deutlichsten ausgeprägt, weshalb hier, anders als beim Rating von Corporate Bonds, Rotation trotz wirksamer Reputationsmechanismen am ehesten zu einer Sicherstellung der Unabhängigkeit und damit zu einer Verbesserung der Ratingqualität beitragen kann.<sup>646</sup>

---

<sup>645</sup> Neben dem Aspekt der Reputation sind für die Ergebnisse der beiden letzten hier vorgestellten Modelle insbesondere die Modellierung von Seitenzahlungen in der letzten Periode von Bedeutung. Denn hat in den Modellen Reputation keinen Einfluss auf künftige Mandatsgewinne sowie die Höhe der Gebühren, verbleiben als Anreiz nur noch die Seitenzahlungen. Diese veranlassen eine Agentur dann immer dazu, ihre Unabhängigkeit in der letzten Periode aufzugeben. Ohne Rotation muss der Auftragnehmer jedoch die Seitenzahlungen des Managements gegen die finanziellen Vorteile, die sich in Verbindung mit einer hohen Reputation ergeben, abwägen. Genau dann aber unterläuft die Vorschrift einer externen Rotation die Anreize für eine Agentur, eine hohe Reputation aufzubauen.

<sup>646</sup> Ein anderes spieltheoretisches Accounting-Modell, aus dessen Ergebnissen man Argumente für die Einführung einer verpflichtenden Rotation bei strukturierten Finanzprodukten ableiten kann,

Eine wesentliche, aus den bisherigen Ergebnissen dieser Arbeit bereits abgeleitete Forderung lautet, den Regulierungsprozess insgesamt aufgrund der teils beträchtlichen Unterschiede zwischen den Ratingarten individueller auszugestalten, also Vorschriften abhängig von der jeweiligen Ratingart zu erlassen. Zumindest bei der Vorschrift zur externen Rotation verfolgt die EU-Kommission eine solche Herangehensweise. Da aufgrund der vorliegenden Machtverhältnisse und des institutionellen Rahmens beim klassischen Rating bisher nicht von einer Abhängigkeit der Agenturen auszugehen ist, ist eine Beschränkung der (Quasi-)Renten hier schlicht (noch) nicht notwendig, vielmehr würden die in Kapitel 5.3.2 angeführten Nachteile einer Rotationspflicht vermutlich voll zum Tragen kommen. Eine Ausweitung der Vorschrift auf alle Ratingarten, wie es von der Kommission in Betracht gezogen wird, ist nach den Ergebnissen dieser Arbeit daher vorerst abzulehnen.<sup>647</sup>

Auch aus Gründen, die in den formalanalytischen Modellen nicht behandelt werden, ist die Beschränkung der Rotationsregel auf strukturierte Finanzprodukte zu befürworten. So ist in der Diskussion um die Einführung eines verpflichtenden Wechsels die Befürchtung, Rotation sei mit einem erheblichen Wissensverlust und folglich mit negativen Effekten auf die Ratingqualität verbunden, eines der gewichtigsten Gegenargumente. Im Gegensatz aber zu klassischen Schuldtiteln, wie etwa Unternehmensanleihen, bei denen das Bonitätsrisiko in einem hohen Maße davon abhängt, ob der Emittent als Ganzes in der Lage ist, seine Schulden zu bedienen, ergibt sich das Kreditrisiko von Verbriefungen ausschließlich aus der jeweiligen, individuellen Transaktion.<sup>648</sup> Allmählich aufgebautes Wissen einer Agentur über die jeweilige Branche, das Marktumfeld, die Mitbewerber oder auch das Unternehmensmanagement kommen also nur im Ratingprozess beim klassischen Rating voll zum Tragen.<sup>649,650</sup> So

---

stammt von Gitzmann/Sen (2002). Danach ist ein zwingender Wechsel in entwickelten Märkten, der durch viele Mandate und potenzielle neue Klienten geprägt ist, nicht vorteilhaft. Auch hier ist die Reputation des Dienstleisters, unabhängig zu sein, wichtiger als die Quasirenten aus einem einzelnen Mandat. Ist der Markt jedoch gekennzeichnet von einigen wenigen Mandanten mit entsprechend großem Auftragsvolumen, sprich Quasirenten, ist der Anreiz hoch, den Mandanten durch die Aufgabe der Unabhängigkeit zu halten, hingegen entsprechend gering, Reputation aufzubauen. Wieder ist es der Markt für strukturierte Finanzprodukte, der genau diese Kriterien erfüllt.

<sup>647</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. 13. Wie erwähnt kommt eine im Oktober 2016 veröffentlichte Studie zu dem Schluss, dass eine Ausweitung der externen Rotationsvorschrift jedoch verfrüht wäre, vgl. Europäische Kommission (2016b), S. 22.

<sup>648</sup> Vgl. Steinkamp (2012), S. 333 ff., Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. 13 u. 14 sowie Europäische Kommission (2008a), Role of Credit Rating Agencies, S. 4 f.

<sup>649</sup> Vgl. Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 211 ff.

<sup>650</sup> Das einzige Modell, in dem Rotation durchweg abgelehnt wird, ist das von Summer (1998). Neben der Frage nach den Machtverhältnissen sind hier gerade auch Kostenvorteile aus Lerneffekten von

lange die Pflichtrotation auf strukturierte Finanzprodukte beschränkt bleibt, ist daher nicht mit einem erhöhten Wissensverlust zu rechnen.

Neben der eingeschränkten Anwendungspflicht finden sich in der EU-Gesetzgebung noch weitere Punkte, die ebenfalls in der Pro- und Contra-Diskussion thematisiert werden. So ist eine Sorge in Zusammenhang mit der Einführung der Rotationsvorschrift, ob das Instrument eine wettbewerbsfördernde Wirkung hat oder eher zu einer hohen Anbieterkonzentration beiträgt. Für beide Sichtweisen finden sich Argumente; auch in der Prüfungsforschung wird diese Thematik kontrovers diskutiert. Angesichts dessen, dass sich der Ratingmarkt bereits durch eine sehr hohe Anbieterkonzentration auszeichnet, stellt sich hier aber wohl vielmehr die Frage, ob Rotation ggf. hinderlich sein könnte in Bezug auf die angestrebte Öffnung des Marktes. Augenscheinlich ist sich auch die EU-Kommission der genauen Auswirkungen externer Rotation letztlich nicht sicher, auch wenn gerade die unterstellte wettbewerbsfördernde Wirkung eine Begründung für die Einführung gewesen ist. Deshalb werden Agenturen mit weniger als 50 Analysten oder einem erzielten Jahresumsatz aus Ratingtätigkeiten von weniger als 10 Millionen Euro von der verpflichtenden Rotation ausgenommen.<sup>651</sup> Betrachtet man die aktuell bestehende Struktur auf der Anbieterseite, erscheinen diese Ausnahmen – zumindest wenn man den Markt öffnen möchte – gerechtfertigt.<sup>652</sup> Neben den dominierenden großen drei Agenturen, welche mit ihrem angebotenen Leistungsspektrum sicherlich Komplettanbieter sind, haben sich viele der anderen, häufig noch jungen Ratingagenturen auf Nischen spezialisiert. Sollte hier die Befreiung aufgrund der Größenkriterien nicht greifen, könnte die verpflichtende Rotation erhebliche Nachteile mit sich bringen, denn kleinere Agenturen können aufgrund ihrer Spezialisierung den Verlust eines oder mehrerer Mandate aufgrund eines obligatorischen Wechsels im Vergleich zu den global aufgestellten Komplettanbietern erheblich schwerer kompensieren. Für die Agenturen würde die Wettbewerbsstrategie der Spezialisierung dann unter Umständen sogar zu Nachteilen

---

Bedeutung. Bei einem Transfer des Modells auf Ratingagenturen ist daher zu klären, ob und in welchem Umfang man von Lerneffekten ausgehen kann. Da bei strukturierten Finanzprodukten Lerneffekte weit weniger ausgeprägt sind als beim Corporate Bond- oder Emittentenrating, gehen Anreize zur Aufgabe der Unabhängigkeit bei Sumner nur noch von evtl. Vorteilen bei kollusivem Verhalten aus. Insofern sollte auch die ablehnende Haltung Summers in Bezug auf die aktuelle Ausgestaltung der Rotationsvorschrift relativiert werden.

<sup>651</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 6b (5).

<sup>652</sup> Dass mit gesteigertem Wettbewerb grundsätzlich auch negative Folgen einhergehen können, wurde bereits in Kapitel 5.2.5 diskutiert.

führen, anstatt ihnen, wie erhofft, Vorteile gegenüber den etablierten Konkurrenten zu verschaffen.

Eine weitere, rein ratingspezifische Sorge steht in Zusammenhang mit dem sogenannten ‚credit watch‘. Der bereits erwähnten Gefahr, dass Rotation die Möglichkeiten der Agenturen einschränkt, ihrer Überprüfungs- und Überwachungsfunktion angemessen nachzukommen, tritt der Gesetzgeber wiederum durch eine Ausnahme entgegen: So kann eine Agentur Ratings ungeachtet der Höchstlaufzeit von 4 Jahren während der gesamten Laufzeit der Wiederverbriefung überwachen und aktualisieren.<sup>653</sup> Auch diese Ausnahmeregelung ist positiv zu bewerten, bleiben so doch die Monitoringmöglichkeiten der Agenturen und damit eine für die Kapitalgeber wertvolle Komponente des Ratings erhalten.

Andere Aspekte der Pro- und Contra-Diskussion können in dieser Arbeit nicht, insbesondere nicht mit den Mitteln der formalen Analyse, untersucht werden. Um die Einführung des Instrumentes der externen Rotation über die Frage nach einer Unabhängigkeitsgefährdung hinaus beurteilen zu können, müssten in einem nächsten Schritt etwa die Vorteile aus einer verbesserten Unabhängigkeit gegen die vermutlich steigenden Ratingkosten abgewogen werden.<sup>654</sup> Auch bei Fragen, ob das Risiko der übermäßigen Vertrautheit ggf. zu allzu wohlwollenden Ratings führt oder ob das Instrument der externen Rotation die Independence in Appearance stärken kann, müssten analog zur Accounting-Forschung Methoden wie Expertenbefragungen oder erfahrungswissenschaftliche Studien zur Anwendung kommen.<sup>655</sup>

Insgesamt ist festzuhalten, dass die bisher verabschiedete Rotationsregel in ihrer heutigen Form in Bezug auf eine Stärkung der Unabhängigkeit als durchaus ausgewogen zu beurteilen ist und dazu beitragen kann, die Qualität beim Rating strukturierter Finanzprodukte zu verbessern.

---

<sup>653</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Art. 6b (4).

<sup>654</sup> Aus den Modellen geht hervor, dass Rotation zu höheren Kosten führt, bspw. weil häufiger Start-up-Kosten oder Lernkosten (genereller: Transaktionskosten) anfallen. Auch die Kosten für den Auftraggeber können etwa aufgrund höherer Gebühren sowie Transaktionskosten (Suchkosten etc.) steigen.

<sup>655</sup> Für eine komprimierte Aufarbeitung und einen Vergleich der Ergebnisse empirischer Accounting-Studien siehe Cameran et al. (2005) sowie Pott et al. (2009).

## 5.4 Quasirentenmodelle und das gleichzeitige Angebot von Prüfungs- und Beratungsleistungen

Durch die intensive aufsichtsrechtliche Verwendung von Bonitätsurteilen erfüllen Ratingagenturen – wie auch Wirtschaftsprüfer – mindestens zwei verschiedene Funktionen, welche in den Augen vieler als unvereinbar gelten: Da ist zum einen ihre Aufgabe, in einer quasi-öffentlichen Funktion als Informationsintermediär im Interesse Dritter, von denen sie keinen Auftrag erhalten haben, eine Schutzfunktion zu erbringen. Zum anderen treten sie als ‚normale‘ Dienstleister am Markt auf und haben insofern erst einmal die Interessen ihres Auftraggebers wahrzunehmen. Darüber hinaus sind sie schlicht selbst Unternehmen mit eigenen ökonomischen Zielen und unterscheiden sich diesbezüglich wenig von anderen Wirtschaftsakteuren.<sup>656</sup> Der dadurch unter Umständen entstehende Zielkonflikt kristallisiert sich nirgends so deutlich heraus wie in der Diskussion um die Vereinbarkeit von Prüfung respektive Raterstellung und Beratung.

Die Frage nach der Kompatibilität von Prüfung und Beratung gilt daher als so etwas wie der ‚Klassiker‘ innerhalb der Prüfungslehre.<sup>657</sup> Trotz der einschneidenden gesetzlichen Veränderungen infolge des Enron-Skandals und des ständig zunehmenden politischen Drucks, zur Stärkung der Unabhängigkeit die Prüfung von anderen Dienstleistungen wie dem Beratungsgeschäft auch institutionell zu trennen, steigen die Umsatzerlöse mit prüfungsfremden Dienstleistungen nicht nur bei den Big Four der Branche gerade in den letzten Jahren wieder kontinuierlich an.<sup>658</sup> Ein Grund für die ständige Ausweitung des Leistungsangebotes ist sicherlich auf den zunehmenden Preisdruck und das geringe Mengenwachstum aufgrund der starken Wettbewerbssituation unter den Prüfungsgesellschaften zurückzuführen sowie den im Vergleich dazu höheren Margen im Beratungsgeschäft.<sup>659</sup> Sehr plastisch kommt dies durch folgendes Zitat zum Ausdruck: „Auf dem Markt für Prüfungsleistungen geht es derzeit zu wie auf dem Bau: Verdient wird in erster Linie mit Zusatzleistungen.“<sup>660</sup>

---

<sup>656</sup> Vgl. für Prüfungsgesellschaften Ballwieser (2001), S. 100 und für Ratingagenturen Partnoy (2006), S. 59 f.

<sup>657</sup> Für einen generellen Überblick, insbesondere auch eine umfangreiche Literaturübersicht, siehe Schneider et al. (2006).

<sup>658</sup> Vgl. Sattler (2011), S. 55.

<sup>659</sup> Vgl. Ostrowski/Söder (1999), S. 554.

<sup>660</sup> Müller/Pfitzer (2002), S. 25.

Das Beratungsgeschäft spielt bei Ratingagenturen im Vergleich zu Wirtschaftsprüfungsgesellschaften bisher noch eine eher untergeordnete Rolle. Lediglich beim Ratingsegment der strukturierten Finanzprodukte erreichte der Beitrag von sogenannten Nebendienstleistungen einen Anteil von ca. 30 % an den Gesamteinnahmen.<sup>661</sup> In Zusammenhang mit dem Aufkommen und der expansiven Verbreitung dieser Produkte kam es überdies zu der Geschäftspraxis, in einem ersten Schritt bei der Konstruktion eben jener Finanztitel beratend oder gar federführend beteiligt gewesen zu sein und in einem zweiten Schritt die selbst mitentwickelten Produkte flugs noch einer Bonitätsprüfung zu unterziehen.<sup>662</sup>

Die Bedenken über eine mögliche Befangenheit der Agenturen gehen aber über Sorgen in Zusammenhang mit einem Self-review Threat hinaus und sind wie auch bei den Prüfungsgesellschaften eher grundsätzlicher Natur.<sup>663</sup> Eine Ausweitung des angebotenen Leistungsspektrums über die reine Erstellung von Ratings hinaus führt in den Augen der Kritiker unter Umständen zu einer steigenden Gefahr der ökonomischen Abhängigkeit von Ratingagenturen.<sup>664</sup> Mehrere Faktoren lassen überdies darauf schließen, dass das Thema der Vereinbarkeit von Raterstellung und Nebendienstleistungen künftig eine größere Bedeutung erlangen könnte. So haben die durch die EU-Kommission angestrebten Reformen das Potenzial, die Struktur des Ratingmarktes zu verändern. Insbesondere die Ziele, das bestehende Oligopol aufzubrechen und mittelfristig die Rückgriffe auf Ratings in der aufsichtsrechtlichen Verwendung zu reduzieren, werden aller Voraussicht nach mit einem zunehmenden Preisdruck einhergehen – bedrohen die Reformvorhaben damit doch zwei der vorrangigsten Gründe, warum Ratingagenturen über Jahre hinweg derart überdurchschnittliche Renditen erzielen konnten.<sup>665</sup> Zudem ist davon auszugehen, dass einige der regulativen Eingriffe die Herstellung des Produkts Rating an sich verteuern und so den Margendruck innerhalb der Branche zusätzlich erhöhen werden. Unter diesen Umständen wäre es von Ratingagenturen nur rational, nach alternativen Einnahmequellen zu suchen. Dabei ist es für Agenturen naheliegend, ihre weitreichenden Kompetenzen und bereits bestehenden Geschäftsbeziehungen zu nutzen, um ihr Engagement im renditereichen Beratungsgeschäft auszuweiten – wie es im Übrigen

---

<sup>661</sup> Vgl. White (2010), S. 216.

<sup>662</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15 f. sowie Partnoy (2006), S. 70.

<sup>663</sup> Vgl. Partnoy (2006), S. 60.

<sup>664</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15 f.

<sup>665</sup> Vgl. hierzu Kapitel 4.1.

auch aus offiziellen Stellungnahmen der Agenturen zu entnehmen ist.<sup>666</sup> Mögen die Probleme in Zusammenhang mit einer gleichzeitigen Raterstellung und Beratung bisher nur eine untergeordnete Rolle gespielt haben, spricht somit einiges dafür, dass man sich künftig auch bei der Regulierung von Ratingagenturen vermehrt kontrovers mit dem ‚Dauerklassiker‘ aus der Diskussion um Wirtschaftsprüfer wird auseinandersetzen müssen.<sup>667</sup> Eine Beschäftigung mit diesem Thema über das reine Selbstprüfungsverbot hinaus, das in der Diskussion um strukturierte Finanzprodukte lange Zeit im Fokus stand, ist daher angezeigt.

Im folgenden Kapitel soll zum einen der theoretische Zusammenhang – wieder eingebettet in die Quasirententheorie – zwischen der Erbringung von Nichtprüfungsleistungen durch den gesetzlichen Abschlussprüfer und der dadurch höheren potenziellen Gefährdung der Unabhängigkeit aufgezeigt werden. Dabei werden auch die Vor- und Nachteile eines entsprechenden Verbotes thematisiert. Zum anderen werden wie zuvor ausgewählte Arbeiten der Accounting-Forschung vorgestellt, auf die Ratingbranche übertragen und die Erkenntnisse im Anschluss analysiert und diskutiert.

#### **5.4.1 Definition und normativer Rahmen**

Eine eigenständige Definition des Begriffes Beratung in Zusammenhang mit Ratings lässt sich in der Literatur oder in Gesetzestexten respektive Verordnungen nicht finden. Das sogenannte ‚Allweiler‘-Urteil des Bundesgerichtshofes, welches für die Wirtschaftsprüfungsbranche von grundlegender Bedeutung ist, sollte aber ebenso zweckmäßig in Bezug auf die Ratingbranche sein und eine brauchbare Definition an die Hand geben: Demnach ist Beratung „die Abgabe oder Erörterung von Empfehlungen durch sachverständige Personen im Hinblick auf künftige Entscheidungen des Ratsuchenden; sie ist dadurch gekennzeichnet, daß Handlungsmöglichkeiten und ihre

---

<sup>666</sup> Die Absicht der Agenturen, ihre Geschäftstätigkeit jenseits ihrer originären Dienstleistung weiter auszubauen, geht auch aus eigenen Veröffentlichungen hervor, vgl. Fitch (2016), Statement on Definition of Ancillary Business oder Moody's (2012), Policy for Ancillary and Other Permissible Services.

<sup>667</sup> Vgl. auch SEC (2003a), Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, S. 23 u. 42 f.

Konsequenzen aufgezeigt werden, während die Entscheidung selbst dem Beratenen vorbehalten bleibt.“<sup>668</sup>

Ein Beratungsverbot kann sehr unterschiedlich ausgestaltet werden. Erstens kann es sich um eine generelle Untersagung von Beratungsleistungen überhaupt handeln. Zweitens kann aber auch nur die simultane Erbringung der Dienstleistungen Einschränkungen unterworfen sein. Drittens müssen nicht alle Formen der Beratungsleistungen von einem Verbot betroffen sein, sondern nur solche, welche bspw. explizit in einem Normenkatalog benannt werden. Eine letzte Möglichkeit besteht in der Vorgabe, das komplette Beratungsgeschäft in operativ und rechtlich selbstständige Gesellschaften auszulagern.<sup>669</sup> Die drei letzten Optionen könnten schließlich noch von weiteren Maßnahmen wie strengeren Transparenzvorschriften begleitet werden.

### Wirtschaftsprüfung

Das Berufsrecht formuliert in § 2 Abs. 1 WPO, dass betriebswirtschaftliche Prüfungen die berufliche Aufgabe von Wirtschaftsprüfern sind; Abs. 2 und 3 berechtigen aber ausdrücklich auch zur steuerrechtlichen sowie allgemeinen wirtschaftlichen Beratung.<sup>670</sup> Den normativen Rahmen für ein teilweises Verbot simultaner Beratungs- und Prüfungstätigkeit bilden insbesondere die bereits erwähnten Regelungen zur Sicherstellung der Unabhängigkeit, also insbesondere § 43 Abs. 1 WPO mit der Pflicht zur unabhängigen Berufsausübung sowie § 21 Abs. 2 S. 1 BS WP/vBP, demzufolge nur jener „unbefangen ist, wer sich sein Urteil unbeeinflusst von unsachgemäßen Erwägungen bildet.“<sup>671</sup>

Dass es kein grundsätzliches Beratungsverbot gibt, lässt sich aus den handelsrechtlichen Bestimmungen der §§ 319, 319a und 319b HGB ableiten, welche lediglich Ausschlussstatbestände vorgeben.<sup>672</sup> So ist ein Wirtschaftsprüfer z. B. „von der Abschlussprüfung ausgeschlossen, wenn er [...] a.) bei der Führung der Bücher oder der Aufstellung des zu prüfenden Jahresabschlusses mitgewirkt hat, b.) bei der

---

<sup>668</sup> Bundesgerichtshof (BGH), Abschlußprüfung und Steuerberatung durch denselben Wirtschaftsprüfer grundsätzlich zulässig, Urteil vom 21. April 1997, Aktenzeichen II ZR 317/95. In: Der Betrieb (1997), Jg. 50, H. 27-28, S. 1394-1396. Für eine ausführlichere Auseinandersetzung mit der Definition siehe u.a. Böcking/Orth (2002), S. 258 oder auch Sattler (2011), S. 56 f.

<sup>669</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 24.

<sup>670</sup> Siehe § 2 WPO.

<sup>671</sup> § 21 Abs. 2 S. 1 BS WP/vBP sowie § 43 Abs. 1 WPO.

<sup>672</sup> Siehe §§ 319, 319a u. 319b HGB sowie Quick (2002), S. 624 f.

Durchführung der internen Revision in verantwortlicher Position mitgewirkt hat, c.) Unternehmensleitungs- oder Finanzdienstleistungen erbracht hat oder d.) eigenständig versicherungsmathematische oder Bewertungsleistungen erbracht hat, die sich auf den zu prüfenden Jahresabschluss nicht nur unwesentlich auswirken“.<sup>673</sup> Bei kapitalmarktorientierten Unternehmen i.S.d. § 264d HGB kodifiziert § 319a HGB zusätzlich, dass die Erbringung von Rechts- oder Steuerberatungsleistungen in dem zu prüfenden Geschäftsjahr, die „über das Aufzeigen von Gestaltungsalternativen hinausgehen und die sich auf die Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage in dem zu prüfenden Jahresabschluss unmittelbar und nicht nur unwesentlich auswirken“<sup>674</sup>, genauso zum Prüfungsausschluss führen wie auch die Mitwirkung an der Entwicklung, Einrichtung und Einführung von Rechnungslegungsinformationssystemen, sofern diese nicht von untergeordneter Bedeutung sind.<sup>675</sup> Jedoch lassen nicht weiter definierte Begrifflichkeiten wie ‚nicht unwesentliche finanzielle Interessen an der zu prüfenden Kapitalgesellschaft‘ oder auch ‚nicht von untergeordneter Bedeutung‘ erhebliche Auslegungsspielräume zu.<sup>676</sup>

Im Gegensatz zum Berufs- und Handelsrecht benannte die Europäische Kommission früh und explizit die Erbringung von Nichtabschlussprüfungsleistungen als unabhängigkeitsgefährdenden Tatbestand, etwa in ihrer Empfehlung zur Sicherung der Unabhängigkeit des Abschlussprüfers in der EU vom 16. Mai 2002.<sup>677</sup> Die ‚EG-Richtlinie (2006/43/EG) über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen‘ vom 17. Mai 2006 nimmt einige Vorschläge aus der Empfehlung auf, bleibt in ihrem Regulierungsumfang aber weit hinter ihr zurück.<sup>678</sup> Die für die vorliegende Arbeit relevanten Regelungen des Kapitel IV der Richtlinie – konkret die Art. 21 bis 25 – benennen bezüglich einer Unabhängigkeitsgefährdung durch die simultane Prüfungs- und Beratungstätigkeit verschiedene Risiken, insbesondere das Risiko der Selbstprüfung sowie das Risiko des Eigeninteresses. Neben der gesetzlichen Kodifizierung muss auch der Abschlussprüfer selbst Schutzmaßnahmen ergreifen, um derartige Risiken zu vermeiden. Sind die Maßnahmen ungenügend, ver-

---

<sup>673</sup> § 319 Abs. 3 HGB.

<sup>674</sup> § 319a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 HGB.

<sup>675</sup> Siehe § 319a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 HGB.

<sup>676</sup> Vgl. Marten et al. (2015), S. 180 f.

<sup>677</sup> Vgl. Europäische Kommission (2002), Empfehlung der Kommission vom 16. Mai 2002.

<sup>678</sup> Siehe EG-Richtlinie (2006) sowie Sattler (2011), S. 92.

bietet Artikel 22 die parallele Durchführung beider Tätigkeiten.<sup>679</sup> So sollen Nichtprüfungsleistungen dann untersagt bleiben, wenn ein objektiver, verständiger und informierter Dritter die Schlussfolgerung ziehen würde, dass die Unabhängigkeit bedroht ist.<sup>680</sup> Als letztes brachten das Grünbuch der EU-Kommission von 2010 sowie der ‚Vorschlag für eine Verordnung über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse‘ vom 30. November 2011 verschärfte Regelungen ins Gespräch.<sup>681</sup> Die Vorschläge gingen teils so weit, ‚pure audit firms‘ zu schaffen, d. h. ein striktes Verbot für die Erbringung von zusätzlichen Leistungen für gewisse Prüfungsgesellschaften vorzuschreiben – und zwar unabhängig davon, ob der Prüfer überhaupt zugleich als Abschlussprüfer bestellt ist oder nicht. Das letzte Grünbuch der EU-Kommission mündete schließlich in der Verordnung Nr. 573/2014.<sup>682</sup> Diese enthält zwar weniger Regelungen als von der Wirtschaftsprüferbranche befürchtet, stellt aber gegenüber der vorherigen Verordnung eine deutliche Verschärfung und weitere Konkretisierung dar. Seit 2016 gelten für den Abschlussprüfer bei Unternehmen von öffentlichem Interesse ein erweiterter Katalog von nicht gestatteten Nichtprüfungsleistungen, eine Begrenzung der Honorare aus Beratungsleistungen sowie striktere Transparenz- und Veröffentlichungspflichten.<sup>683</sup>

### Ratingagenturen

Wie bereits in Kapitel 2.3 erläutert, vollzieht sich die Regulierung von Ratingagenturen vornehmlich auf Ebene der Europäischen Kommission, weshalb nationale Normen an dieser Stelle keine Rolle spielen. Nach Artikel 6 der Ratingverordnung 2009 darf die Abgabe eines Bonitätsurteils nicht von tatsächlichen oder möglichen Interessenskonflikten oder auch Geschäftsbeziehungen der Agentur selbst, ihrem

---

<sup>679</sup> Siehe EG-Richtlinie (2006), Art. 22.

<sup>680</sup> Siehe EG-Richtlinie (2006), Art. 22.

<sup>681</sup> Vgl. Europäische Kommission (2010a), Grünbuch ‚Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise‘ sowie Europäische Kommission (2011d), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse.

<sup>682</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 573/2014.

<sup>683</sup> Weiter noch als der deutsche Gesetzgeber und die EU gehen der Code of Ethics der IFAC sowie der US-amerikanische Sarbanes-Oxley Act aus dem Jahr 2002. Beide Regulierungswerke nennen einen sehr weitreichenden Katalog von nicht zulässigen Dienstleistungen, bspw. Corporate Finance Beratung oder auch Bewertungsgutachten, vgl. Marten et al. (2015), S. 187.

Management, ihrer Analysten oder anderer Mitarbeiter beeinflusst werden.<sup>684</sup> Artikel 6 Satz 2 verweist in diesem Zusammenhang auf die in Anhang I, Abschnitte A und B enthaltene umfangreiche Auflistung konkreter organisatorischer sowie operationeller Anforderungen. Wie in Abschnitt B des Anhangs I gefordert, muss zudem gewährleistet sein, dass die Geschäftsinteressen die Unabhängigkeit und Korrektheit der Ratingtätigkeiten nicht gefährden und eine Agentur keine Beratungsleistungen für das bewertete Unternehmen selbst oder einen verbundenen Dritten erbringt.<sup>685</sup> Die im Jahr 2013 erlassene Ratingverordnung dehnt das Beratungsverbot auch auf Personen aus, die direkt oder indirekt mindestens 5 % des Kapitals oder der Stimmrechte der Ratingagentur halten oder auf andere Weise in der Lage sind, erheblichen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der Ratingagentur auszuüben.<sup>686</sup> Untersagt sind allerdings nicht alle Beratungsleistungen, sondern konkret Dienstleistungen in Bezug auf die Unternehmens- oder Rechtsstruktur, Vermögenswerte, Verbindlichkeiten oder Tätigkeiten des bewerteten Unternehmens oder des verbundenen Dritten.<sup>687</sup> Derlei Beratungsfelder schätzen die Gesetzgeber wohl als besonders anfällig für die Gefahren aus Interessenskonflikten ein.<sup>688</sup>

Ratingagenturen dürfen somit prinzipiell neben Ratingtätigkeiten alle Arten von Beratung erbringen, eingeschränkt wird lediglich die parallele Durchführung beider Dienstleistungen bei ein und demselben Auftraggeber. Aber auch diese Einschränkung einer simultanen Leistungserbringung gilt nicht absolut, da Ratingagenturen durchaus auch andere Dienstleistungen als die Abgabe von Ratings erbringen dürfen, nämlich sogenannte Nebendienstleistungen.<sup>689</sup> In der Verordnung werden beispielhaft folgende Leistungen aufgezählt: Marktprognosen, Einschätzungen der wirtschaftlichen Entwicklung, Preisanalysen und andere Analysen allgemeiner Daten sowie damit zusammenhängende Verteilungsdienste.<sup>690</sup>

Die erlassenen Normen unterscheiden nicht explizit zwischen einzelnen Ratingarten. Die EU-Kommission betont allerdings, dass die Agenturen in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten sicherstellen müssen, dass ihre Mitarbeiter weder

---

<sup>684</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 6.

<sup>685</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Anhang I, Abschnitt B, Nr. 4.

<sup>686</sup> Siehe Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Anhang I, Abschnitt B, Nr. 4.

<sup>687</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Anhang I, Abschnitt B, Nr. 4.

<sup>688</sup> Vgl. Staikouras (2012), S. 103.

<sup>689</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Anhang I, Abschnitt B, Nr. 4.

<sup>690</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Anhang I, Abschnitt B, Nr. 4.

formell noch informell Vorschläge unterbreiten oder Empfehlungen abgeben, die die Konzeption dieser Finanzinstrumente betreffen, wenn die Ratingagentur zugleich auch mit einer Bonitätseinschätzung beauftragt werden soll.<sup>691</sup>

Wie schon bei den Überlegungen hinsichtlich ‚pure audit firms‘ blieben letztlich auch die verabschiedeten Ratingvorschriften hinter so manchem Vorschlag der EU-Kommission zurück: Angedacht waren z. B. auch eine verpflichtende gesellschaftsrechtliche Abspaltung oder eben ein komplettes Verbot des Beratungsgeschäftes.<sup>692</sup>

#### 5.4.2 Pro und Contra Beratungsverbot

Bevor nun die Vor- und Nachteile eines Beratungsverbotes dargestellt werden, sei kurz angemerkt, dass der Gesetzgeber die Gefahr einer Selbstprüfung (Self-review Threat) bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften seit Langem durch entsprechende Gesetze untersagt. Da wohl nur schwerlich überzeugende Argumente oder Instrumente zu finden sind, welche die mit einer Selbstprüfung verbundenen Gefahren – und seien es nur die erheblichen negativen Auswirkungen auf die Independence in Appearance – aufwiegen, soll diese Regulierungsvorschrift in der vorliegenden Arbeit nicht weiter diskutiert werden. Die im Jahr 2009 erlassene Ratingverordnung holt mit der expliziten Verankerung einer solchen Norm lediglich ein längst überfälliges Verbot nach und beendet damit nun auch offiziell eine unstreitbar zweifelhafte Geschäftspraxis zwischen Ratingagenturen und Emittenten, die insbesondere im Bereich strukturierter Finanzprodukte anzutreffen war.

Aber auch über das Problem der Selbstprüfung hinaus bleibt das Thema gleichzeitiger Prüfung und Beratung Gegenstand kontroverser Diskussionen.<sup>693</sup> Das Hauptargument für eine Einschränkung respektive ein komplettes Beratungsverbot sowohl bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften als auch bei Ratingagenturen ist die Sorge, dass das simultane Angebot beider Dienstleistungen das finanzielle Interesse an dem Mandanten und damit den Anreiz, diesen möglichst zu halten, merklich erhöht (Self-interest Threat). In diesem Zusammenhang steht auch die Befürchtung, dass der Mandant mit der Vergabe lukrativer Beratungsaufträge ein zusätzliches Mittel an die

<sup>691</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Anhang I, Abschnitt B, Nr. 5.

<sup>692</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 24.

<sup>693</sup> Vgl. Schindler/Rosin (2001), S. 128.

Hand bekommt, Druck auf den Auftragnehmer auszuüben und ihn zur Aufgabe seiner Unabhängigkeit zu verleiten.<sup>694</sup> Eine Ratingagentur könnte gegenüber dem Auftraggeber hinsichtlich einer präferierten Bonitätseinschätzung eher zu Zugeständnissen bereit sein, weil sie befürchten muss, sowohl künftige Rating- als auch Beratungsaufträge zu verlieren.<sup>695</sup>

In der Accounting-Forschung werden noch zahlreiche weitere Gründe für und gegen ein Beratungsverbot angeführt – Argumente, die grundsätzlich auch für Ratings Relevanz besitzen. Zwar liegt der Fokus der vorliegenden Arbeit auf der Untersuchung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen und hier insbesondere auf der Wirkung von finanziellen Vorteilen, doch sollen für ein umfassendes Verständnis sowie aufgrund der Wechselwirkungen auf die Qualität der angebotenen Dienstleistungen auch diese Aspekte benannt werden.<sup>696</sup> Für ein Beratungsverbot sprechen nach Meinung der Kritiker folgende Argumente:<sup>697</sup>

- Die Beratung stärkt das Vertrauensverhältnis zum Mandanten, persönliche Bindungen aber schaden der professionellen Distanz, welche ein Prüfer halten sollte (Familiarity Threat).
- Durch verstärkte Beratungsleistungen steigt die Gefahr, sich mit den Interessen des Unternehmens und des Managements zu identifizieren (Advocacy Threat).
- Ein Beratungsverbot wirkt sich positiv auf die wahrgenommene Unabhängigkeit aus (Stärkung der Independence in Appearance).
- Kleinere Anbieter, die keine Beratungsdienstleistungen anbieten, besitzen gegenüber Komplettanbietern Wettbewerbsnachteile.

---

<sup>694</sup> Für Ratingagenturen vgl. u.a. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15, SEC (2003a), Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, S. 7, 23 u. 42 f. sowie Levin/Corbun (2011), S. 31; für Prüfungsgesellschaften vgl. u.a. Quick (2006), S. 44.

<sup>695</sup> Vgl. E fing/Hau (2015), S. 46.

<sup>696</sup> Wie bereits beim Thema Rotation werden auch bei einem Beratungsverbot Auswirkungen etwa auf die Prüfungs- bzw. Ratingeffizienz oder auf volkswirtschaftliche Aspekte wie z. B. den Wettbewerb vermutet.

<sup>697</sup> Vgl. z. B. Lange (1994), S. 28 ff., Quick (2002), S. 623 ff., Ballwieser (2001), S. 104 f., Marten et al. (2015), S. 187 ff. sowie Böcking/Orth (2002), S. 260 f.

Gegen ein generelles Beratungsverbot werden meist folgende Gründe angeführt:<sup>698</sup>

- Das simultane Angebot beider Dienstleistungen führt zu Informations- und Kostenvorteilen (Synergie- und Effizienzsteigerungsargument).
- Bei gleichzeitiger Leistungserbringung ergeben sich komparative Vorteile, d.h. gestiegene Effizienzvorteile durch beidseitigen Wissenstransfer und dadurch positive Auswirkungen auf die Qualität der beiden angebotenen Dienstleistungen.
- Der Auftraggeber kann Rückschlüsse bspw. auf die Fähigkeiten des Beraters ziehen, wenn dieser bereits in anderer Funktion für das Unternehmen tätig war (Vertrauensvorsprung).
- Durch eine parallele Erbringung können Transaktionskosten gesenkt werden.
- Eine Diversifizierung des angebotenen Leistungsspektrums kann die finanzielle Abhängigkeit von der Erbringung nur einer Dienstleistung, im Fall dieser Arbeit die Raterstellung, reduzieren.

### **5.4.3 Die simultane Leistungserbringung in der modelltheoretischen Forschung**

Von dem zusätzlichen Angebot von Beratungsdienstleistungen geht für Ratingagenturen eine hohe finanzielle Attraktivität aus, weswegen für eine vollständige Beschreibung der Geschäftsbeziehung zwischen Agentur und Auftraggeber der Aspekt der Beratungshonorare mit in die Analyse einbezogen werden muss. Um eine mögliche Vorteilhaftigkeit und/oder die negativen ökonomischen Konsequenzen eines Beratungsverbotes untersuchen zu können, werden nun anhand formaltheoretischer Quasirentenmodelle, welche explizit Prüfung und Beratung integrieren, die Auswirkungen auf die Urteilsfreiheit analysiert, die Ergebnisse auf Ratingagenturen übertragen und anschließend diskutiert.

---

<sup>698</sup> Vgl. z. B. Lange (1994), S. 28 ff., Quick (2002), S. 623 ff., Ballwieser (2001), S. 104 f., Marten et al. (2015), S. 187 ff. sowie Böcking/Orth (2002), S. 260 f.

### 5.4.3.1 Erweiterung des Basismodells durch Ostrowski/Söder sowie Bauer

DeAngelo (1981a) hat in ihren Arbeiten die Verbindung zwischen der Preissetzungsstrategie eines Prüfers und dem daraus entstehenden Economic Bonding zwischen Prüfer und Unternehmen aufgrund von Quasirenten aufgezeigt. Beide nun vorgestellten Ansätze verwenden als Ausgangspunkt eben dieses Basismodell der Quasirenentheorie, erweitern es aber um das gleichzeitige Angebot von Prüfungs- und Beratungsleistungen. Betrachtet werden anfänglich ein Prüfer, der beide Dienstleistungen erbringt, sowie ein Unternehmen, welches ausschließlich Beratung anbietet. Ostrowski/Söder (1999) gehen davon aus, dass das simultane Angebot einseitige Synergieeffekte mit sich bringt, die Kosten für die Erbringung von Beratungsleistungen für den Abschlussprüfer, bezeichnet als ( $BL_A$ ), also geringer sind als bei einem Anbieter, welcher ausschließlich Beratungstätigkeiten durchführt ( $BL_B$ ).<sup>699</sup> Grund dafür ist, dass der Prüfer annahmegemäß die während der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse im Rahmen seines Beratungsauftrages nutzen kann, es gilt daher  $BL_B - BL_A > 0$ . Die Höhe der Synergievorteile wiederum hängt davon ab, wie groß die inhaltlichen Zusammenhänge zwischen der Prüfung der finanziellen Berichterstattung und dem Beratungsprojekt sind.<sup>700</sup> Auswirkungen auf die Honorargestaltung und die Auswahl des Abschlussprüfers ergeben sich, sofern aus den Beratungstätigkeiten erhöhte Gewinne für den Prüfer resultieren: Zusätzliche, profitable Beratungsaufträge verleiten den Prüfer dann möglicherweise dazu, dem Unternehmen gefälligere Testate auszustellen, d. h. simultane Beratungsaufträge hätten das Potenzial, die Gefährdung der Unabhängigkeit des Abschlussprüfers aufgrund der insgesamt gestiegenen Quasirenten zu erhöhen.

In einem ersten Schritt wird das Basismodell um die Möglichkeit erweitert, dass ein Wirtschaftsprüfer neben dem Prüfauftrag auch einen einmaligen Beratungsauftrag erhalten kann, um welchen Wettbewerb mit Dritten besteht. Die Autoren treffen die Annahme, dass etwaige Synergieeffekte aufgrund der gleichzeitigen Erbringung beider Dienstleistungen nur realisiert werden können, wenn der Anbieter der Beratungsleistung schon mindestens eine Periode lang bspw. als Abschlussprüfer beim Man-

---

<sup>699</sup> Siehe Ostrowski/Söder (1999).

<sup>700</sup> Die Kosten eines Beratungsauftrages beinhalten keine Transaktionskosten, d. h. mögliche Einarbeitungskosten eines Beraters oder Suchkosten des Mandanten spielen im Gegensatz zu der Modellierung der Dienstleistung Prüfung keine Rolle. Für eine Integrierung ebensolcher Kostenbestandteile siehe die Arbeit von Beck et al. (1988a) in Kapitel 5.4.3.2.

danten tätig war.<sup>701</sup> Die Auswirkungen werden zunächst wieder in einem 2-Perioden-Modell analysiert und später auf ein Mehrperioden-Modell ausgeweitet, ohne dass sich aber die grundlegenden Aussagen nennenswert ändern.<sup>702</sup> Es zeigt sich, dass die vom amtierenden Prüfer generierbare Gesamt-Quasirente in Periode 2 größer ist als die zu erwirtschaftende Quasirente bei einem reinen Prüfauftrag (DeAngelo) – und zwar genau um den Term des Kostenvorteils des amtierenden Prüfers bei der Erbringung von Beratungsleistungen, also  $(BL_B - BL_A)$ . In Einklang mit der Argumentation von DeAngelo folgern Ostrowski/Söder daraus, dass die gestiegene Gesamt-Quasirente eine Verschlechterung der Unabhängigkeit des Prüfers zur Folge haben kann.<sup>703</sup> Im Vergleich zu einem Anbieter allein von Prüfungsleistungen verhilft die Kostenstruktur einer Prüfungsgesellschaft, welche auch Beratung im Leistungsumfang hat, derselben zudem zu einem Vorteil im Wettbewerb um Erstprüfungsmandate. Der Druck auf andere Abschlussprüfer, sich zu einem Dienstleister mit einem breiten Leistungsspektrum zu entwickeln, steigt.

In einer nächsten Modellerweiterung werden in jeder Periode stattfindende Beratungsaufträge modelliert. Im Ergebnis übersteigt auch in diesem Szenario das Gesamthonorar aus Prüfung und Beratung das reine Prüfungshonorar im Basismodell, und zwar aufgrund der modellierten Synergieeffekte um mehr als nur die Kosten der Beratung. Ceteris paribus liegt der Barwert der Quasirenten ebenfalls über dem Barwert der Quasirenten des Ausgangsmodells. Ein Auftragnehmer hat folglich bei paralleler Prüfung und Beratung auch hier die Möglichkeit, die Erstprüfung zu einem noch geringeren Preis anzubieten als bei einer reinen Abschlussprüfung – das Lowballing verstärkt sich. Der amtierende Prüfer besitzt aber auch gegenüber Mitbewerbern, die ebenfalls beide Dienstleistungen anbieten, einen Vorteil, da annahmegemäß Synergievorteile erst entstehen, wenn man bereits eine Periode lang Prüfer im Unternehmen gewesen ist.<sup>704</sup>

---

<sup>701</sup> Ein Mitbewerber kann Synergieeffekte aufgrund gleichzeitiger Prüfung und Beratung erst ab Periode 2 erzielen, weshalb es sich bei der Betrachtung eines nur einmaligen Beratungsauftrages quasi so verhält, als handle es sich bei den Mitbewerbern um reine Prüfer bzw. reine Beratungsunternehmen.

<sup>702</sup> Im Mehrperioden-Modell sinkt zwar die Quasirente aus der reinen Prüfungstätigkeit, die Gesamt-Quasirente aus Prüf- und Beratungsauftrag steigt allerdings auch in diesem Fall, vgl. Ostrowski/Söder (1999), S. 560.

<sup>703</sup> Unter der Annahme vollkommenen Wettbewerbs führt die gestiegene Quasirente zudem unweigerlich auch zu einem stärkeren Ausmaß des Lowballing in Periode 1.

<sup>704</sup> Vgl. Ostrowski/Söder (1999), S. 559 f.

Um nun Aussagen über eine möglicherweise höhere Gefährdung der Unabhängigkeit zu erhalten, ist nach den Autoren allerdings – wie zuvor schon bei DeAngelo – die Relation der Quasirenten eines Mandanten zu der Summe aller übrigen Quasirenten ausschlaggebend. Auch hängt letztlich die Höhe der finanziellen Vorteile ganz wesentlich vom Ausmaß der Synergieeffekte ab, die sich bei einer simultanen Erbringung beider Dienstleistungen erzielen lassen. Auf beide Aspekte wird im kommenden Zwischenfazit in Kapitel 5.4.4. näher eingegangen.

Am Ende ihrer Arbeit diskutieren Ostrowski/Söder noch weitere mögliche Implikationen aus ihren Modellergebnissen: So sei es etwa denkbar, die Konzentrationstendenzen auf dem Prüfungsmarkt bspw. nicht nur über DeAngelos Größen- und Surrogatstheorie zu erklären, sondern auch mit der Breite des angebotenen Leistungsspektrums. Je umfangreicher nämlich das Angebot an Dienstleistungen, desto höher können die künftig zu generierenden Quasirenten ausfallen. In der Erwartung zukünftiger Beratungsaufträge kann ein Anbieter seine originäre Dienstleistung in der ersten Periode günstiger anbieten als ein Konkurrent ohne Beratungsgeschäft, die Chancen auf die erfolgreiche Akquise eines Erstprüfungsauftrages steigen somit. Die Autoren leiten aus ihren Ergebnissen ferner die Forderung ab, dass Prüfungsgesellschaften verpflichtet sein sollten, die Herkunft ihrer Umsätze detailliert anzugeben. Entsprechend verbesserte Informationen könnten den Adressaten der Urteile helfen, mögliche Gefährdungen der Unabhängigkeit leichter zu erkennen.

Bauer (2004) erweitert in seiner Arbeit das Modell von Ostrowski/Söder um zweiseitige Synergieeffekte, d. h. ein Prüfer kann sowohl die Beratung als auch die Abschlussprüfung günstiger erbringen.<sup>705</sup> Da sich letztlich die Modellannahmen und die Art der Modellierung gleichen, überraschen die Ergebnisse wenig: Die niedrigste Quasirente ist im Basismodell DeAngelos zu erwirtschaften, sie steigt durch das gleichzeitige Erbringen von Beratungsaufträgen bei einseitigen Synergieeffekten (Ostrowski/Söder) und ist schließlich am höchsten, wenn die Synergieeffekte aus dem simultanen Angebot beider Dienstleistungen zweiseitig sind (Bauer). Dabei bleibt vor allem festzustellen: Je besser es dem Informationsintermediär gelingt, mögliche Synergieeffekte zu nutzen, desto höher fällt auch der Barwert der erzielbaren Quasirenten aus.

---

<sup>705</sup> Vgl. Bauer (2004), S. 140 ff.

### 5.4.3.2 Lerneffekte bei gleichzeitiger Prüfung und Beratung – das Modell von Beck et al.

Auch Beck et al. (1988a) erweitern das Basismodell um die Analyse, unter welchen Bedingungen die simultane Erbringung von Prüfungs- und Beratungsleistungen die Unabhängigkeit eines Auftragnehmers einschränken kann.<sup>706</sup> Ihre Arbeit ist neben dem Modell von Ostrowski/Söder sicherlich diejenige, welche die größte Bekanntheit erlangt hat und auf die noch heute Bezug genommen wird. Unverändert ist auch in ihrem Modell das entscheidende Maß für eine Gefährdung der Unabhängigkeit die Höhe der Quasirenten, die ein Informationsintermediär aus dem Auftrag mit dem jeweiligen Mandanten generieren kann.<sup>707</sup> Die grundlegenden Modellannahmen gleichen denen DeAngelos; diese wurden bereits in Kapitel 5.2.2.1 hinsichtlich einer Übertragung auf Ratingagenturen diskutiert. Auch bei der Modellierung der Beratungsleistungen unterstellen die Autoren weitestgehend analoge Strukturen. Bezüglich der Kostenstrukturen bedeutet dies, dass ein neu beauftragter Berater bei seinem Erstauftrag Zusatzkosten zu tragen hat und ein Beraterwechsel auf Seiten des Mandanten ebenfalls Transaktionskosten verursacht.<sup>708</sup> Im Gegensatz zu dem Modell von Ostrowski/Söder integrieren die Autoren sogenannte Knowledge Spillover (Lerneffekte), die sich von den Synergieeffekten vor allem dadurch unterscheiden, dass sie bei beiden angebotenen Dienstleistungen Kosteneinsparungen zur Folge haben können. Knowledge Spillover können Auswirkungen auf die Höhe der Beratungskosten, der Prüfungskosten sowie der Zusatzkosten von Erstprüfung und Erstberatung haben. Konkret können die Zusatzkosten wie auch die Folgekosten beider Dienstleistungen bei gleichzeitiger Prüfung und Beratung durch einen Anbieter geringer sein, als wenn ein Auftraggeber beides von zwei verschiedenen Unternehmen beziehen würde.<sup>709</sup> Die parallele Prüfung und Beratung verursacht daher niedrigere Gesamtkosten. Wechselkosten dagegen bleiben von Lerneffekten unberührt. Weiter wird angenom-

---

<sup>706</sup> Siehe Beck et al. (1988a u. 1988b).

<sup>707</sup> Diese Annahme führt wie auch bei den Modellen zuvor immer wieder zu Kritik, da Kriterien wie Reputation, persönliche Bindungen, Vertrauen etc. nicht in das Modell mit einfließen, vgl. u.a. Bauer (2004), S. 158. Mehr dazu im Zwischenfazit in Kapitel 5.4.4.

<sup>708</sup> Demgegenüber spielen Transaktionskosten bei der Modellierung von Ostrowski/Söder (1999) keine Rolle, mittels zweier Parameter werden lediglich die Kosten für die Erbringung von Beratungsleistungen sowie die Beratungshonorare modelliert.

<sup>709</sup> Vgl. Beck et al. (1988a), S. 52 f.

men, dass der Mandant bereits in der ersten Periode beide Dienstleistungen nachfragt.

Das Ausmaß, inwieweit das Bonding zwischen Auftragnehmer und Auftraggeber durch das zusätzliche Angebot von Beratungsleistungen gesteigert wird oder nicht, hängt von der Höhe der Zusatz- und Wechselkosten der Beratungsleistungen, den Kostenvorteilen infolge möglicher Knowledge Spillover sowie auch der Regelmäßigkeit der Beratungsaufträge ab, weshalb die Autoren vier denkbare Szenarien modellieren:

(1) Wiederkehrende Beratungsaufträge

- a) ohne Knowledge Spillover
- b) mit Knowledge Spillover

(2) Nur einmalige, bzw. unsicher wiederkehrende Beratungsaufträge

- a) mit Knowledge Spillover in der ersten Periode sowie jeder zukünftigen Periode
- b) mit Knowledge Spillover, aber nur in der Periode, in welcher die Dienstleistungen parallel erbracht werden.

Die Analyse des ersten Szenarios (1a) erbringt sodann auch die Ergebnisse, welche nach der bisherigen Beschäftigung mit der Wirkungsweise von Quasirenten zu erwarten waren: Durch die auch bei der Beratung beidseitig auftretenden Transaktionskosten können die zu erwirtschaftenden Quasirenten – bei vollkommenem Wettbewerb dann auch das Ausmaß des Lowballing – steigen, solange entweder die Kosten der Erstberatung und/oder die der Wechselkosten der Beratung positiv sind, sprich Transaktionskosten vorliegen.<sup>710</sup> Lediglich eindeutige Rückschlüsse auf die Herkunft der Quasirenten wären fortan schwieriger zu ziehen. Sollten z. B. die Transaktionskosten auf dem Markt für Beratung jene der Prüfung erheblich übersteigen, wäre der Großteil der generierbaren Quasirenten auf das Beratungsgeschäft zurückzuführen. Auch hier gilt wie bei den Ausführungen zum Übertrag von DeAngelos Modell auf Ratingagenturen, dass der Grund für Quasirenten und Lowballing die Annahme der vollkommenen Konkurrenz ist. Ist bei dem Beratungsgeschäft also mit Transaktionskosten zu rechnen, steigt die Gefährdung der Unabhängigkeit aufgrund steigender Quasirenten. Theoretisch könnte der Mandant nunmehr nicht nur mit der Terminie-

---

<sup>710</sup> Vgl. Beck et al. (1988a), S. 54 ff.

zung des Prüf- bzw. Ratingauftrages, sondern auch mit dem Verlust von Beratungsaufträgen drohen.<sup>711</sup>

Bei diesem ersten Ergebnis beziehen Beck et al. die Effekte, welche sich aus Knowledge Spillover bei einem gleichzeitigen Angebot ergeben können, noch nicht mit ein. Lerneffekte schließlich können die Gesamtkosten auf zwei mögliche Arten senken. Zum einen können diese aufgrund der simultanen Ausübung beider Dienstleistungen geringer ausfallen als die kumulierten Kosten, wenn jede Dienstleistung durch einen separaten Prüfer und Berater erbracht wird, bspw. weil Erstprüfungskosten nur einmalig auftreten. Zum anderen ist denkbar, dass Lerneffekte aus Beratungsprojekten die Qualität der Prüfung erhöhen und dies den Marktteilnehmern auch bewusst ist. Mitbewerber müssten dann zusätzliche Kosten aufwenden, um eine vergleichbare Prüfungsqualität anbieten zu können. Konkurrenten sind aber unter Umständen nicht bereit, diese Kosten zu tragen, weil der Mehraufwand von den entsprechenden Mandanten nicht gewürdigt, im Zweifel gar nicht erkannt wird. In diesem Fall hat der Anbieter beider Leistungen sodann Anreize, die Prüfungsdurchführung derart zu modifizieren, dass seine Prüfungskosten sinken und er somit erneut Kostenvorteile gegenüber den Mitbewerbern genießt, bspw. indem er den Zeitaufwand und/oder den Prüfungsumfang reduziert.<sup>712</sup>

Für den Fall (1b) – wiederkehrende Beratungsleistungen mit Knowledge Spillover – ist entscheidend, ob ein Prüfer die mit den Lerneffekten einhergehenden Kostenvorteile auch vereinnahmen kann und dadurch stärkere ökonomische Bande entstehen. Aus der formalen Analyse ergibt sich, dass der Wissenstransfer – sollte dieser die Zusatzkosten der erstmaligen Beratung verringern (sinkende Transaktionskosten) – das aufgrund der simultanen Leistungserbringung gesteigerte Bonding zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer aus Fall (1a) abschwächt. Insgesamt sind die Quasirenten aber weiterhin höher, als wenn ein Prüfer ausschließlich Abschlussprüfungen durchführt. Die wirtschaftliche Bindung zwischen den beiden Akteuren bei wiederkehrenden Beratungsleistungen und Knowledge Spillover steigt auch, wenn die beidseitigen Transaktionskosten der Beratung größer sind als die mit dem simul-

---

<sup>711</sup> Vgl. Beck et al. (1988a), S. 57.

<sup>712</sup> Vgl. Beck et al. (1988a), S. 53.

tanen Angebot und Lerneffekten verbundenen Kosteneinsparungen bei den Transaktionskosten für die Prüfleistung.<sup>713</sup>

Bei wiederkehrenden Beratungsleistungen sollten Lerneffekte demnach die wirtschaftliche Bindung zwischen den beiden Parteien in der Regel reduzieren, die Bindung – gemessen an der Höhe der Quasirenten – allerdings stärker sein als im Modell von DeAngelo, also bei der Betrachtung eines Prüfers, der nur Abschlussprüfungen erbringt.<sup>714</sup>

Neu und für einen späteren Transfer der Ergebnisse auf Ratingagenturen interessant sind die Fälle, in denen Beratung nicht als wiederkehrende, sondern als einmalige bzw. unsicher wiederkehrende Dienstleistung modelliert wird (2a und 2b).<sup>715</sup> Bei der Modellierung einmalig nachgefragter Beratungsleistungen wird zusätzlich unterschieden, ob der Kosteneffekt von Knowledge Spillover nur die Kosten der ersten Prüfung verändert oder auch die Kosten jeder zukünftigen Periode.<sup>716</sup>

Für den Fall (2a), dass der Wissenstransfer Einfluss auf die Kostenstruktur aller künftigen Prüfungsperioden hat, steigt das Bonding zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer. Der amtierende Prüfer kann die Prüfung zu geringeren Kosten durchführen als der Konkurrent, der Barwert seiner Prüfungskosten in Periode 2 ist geringer. Damit steigt gleichzeitig der Barwert der zukünftigen Gewinne bei einem einmaligen Simultanangebot und liegt außerdem wieder über dem Barwert, der bei der ausschließlichen Erbringung von Abschlussprüfung erwirtschaftet werden kann.<sup>717</sup> Haben Lerneffekte dagegen keinen kostenreduzierenden Effekt auf zukünftige Prüfungskosten, sondern verringern sie lediglich die Kosten der laufenden Periode, in

---

<sup>713</sup> Des Weiteren kann das Bonding durch Knowledge Spillover modelltheoretisch sogar absolut sinken: Die wirtschaftliche Bindung zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer reduziert sich bei einem wiederkehrenden Beratungsgeschäft, wenn die beidseitigen Transaktionskosten der Beratung kleiner sind als die Kosteneinsparungen für die Prüfleistung durch die Lerneffekte. Dieser Fall ist nach Ansicht der Autoren aber höchst unwahrscheinlich, „as the presence of large start-up cost savings would create incentives for auditors to perform the relevant MAS [Management Ancillary Service/Beratungsleistungen] procedures as part of the audit possibly at little or no charge to the auditee. Hence, the MAS procedures effectively would become part of the underlying audit technology and thus would be reflected in the audit cost structure.“ (Beck et al. (1988a), S. 59).

<sup>714</sup> Vgl. Beck et al. (1988a), S. 58 f.

<sup>715</sup> Für die im Folgenden dargestellten Resultate muss ein Beratungsauftrag nicht unbedingt einmalig sein; es reicht bereits aus, wenn die Beratungsleistungen nur sporadisch erfolgen und eine Beauftragung daher mit Unsicherheit verbunden ist.

<sup>716</sup> Aus Gründen der Operationalität wird die Annahme getroffen, dass das simultane Angebot in der ersten Periode stattfindet, ohne aber qualitative Auswirkungen zu haben.

<sup>717</sup> Das Ergebnis dieses Falls ähnelt den Resultaten von Ostrowski/Söder (1999). Grund ist, dass die transaktionskostenbedingten Quasirenten bei der Modellierung nur einmaliger Beratungsaufträge in Periode 1 nicht entstehen, die Kostenstrukturen zur Erstellung der Dienstleistung sich aber zwischen den Anbietern unterscheiden.

welcher beide Dienstleistungen erbracht werden (Fall 2b), ist der Barwert der Gewinne beider Szenarien – also verglichen mit dem Fall einer ausschließlichen Prüfungstätigkeit – identisch. Beratung hat in dieser Konstellation daher keinen verstärkenden Effekt auf die wirtschaftliche Bindung.<sup>718</sup>

Auch die Schlussfolgerungen von Beck et al. bleiben in der Literatur natürlich nicht unwidersprochen. Dabei gleichen die kritisierten Punkte weitestgehend denen bei DeAngelo, was aufgrund der analogen Vorgehensweise bei der Modellierung nicht weiter verwundert. So wird etwa angemerkt, dass das Management Aufträge nur für Beratungsleistungen vergeben kann, Prüfungen aber durch die Hauptversammlung beauftragt werden. Dass diese Kritik bei einer Anwendung des Modells auf Ratingagenturen nicht verfängt, wurde bereits an früherer Stelle diskutiert.<sup>719</sup> Am häufigsten wird beanstandet, dass auch Beck et al. höhere Quasirenten aus einem Mandat automatisch mit einer Zunahme des Bondings zwischen Prüfer und diesem Mandanten in Verbindung bringen. Wie zuvor müssten für die Beurteilung einer möglichen Beeinträchtigung der Unabhängigkeit nach Argumentation der Kritiker weniger die absoluten Quasirenten eines Mandats betrachtet werden, als vielmehr die relativen Quasirenten.<sup>720</sup> Darauf und auf weitere kritisierte Annahmen – etwa inwieweit sich durch einmalig durchgeführte Beratungsaufträge tatsächlich Lerneffekte ergeben, durch die ein permanenter Kostenvorteil bei Folgeprüfungen entsteht – wird im Zwischenfazit im Zuge der Übertragung des Modells auf Ratingagenturen näher eingegangen.

#### **5.4.3.3 Das Modell von Dunmore/Falk**

An den bisher vorgestellten Modellen, insbesondere Beck et al. (1988a), lässt sich u.a. kritisieren, dass die Art und Weise, wie Beratung modelliert wird, im Grunde einer Art ‚additiven‘ Herangehensweise gleichkommt. So überrascht es z. B. nicht, dass sich bei wiederkehrenden Beratungsaufträgen ohne Lerneffekte die generierbaren Quasirenten aus den Transaktionskosten von Prüfung und Beratung zusammensetzen, ist Beratung doch analog zu Prüfung modelliert. Mögliche lukrative Beratungsaufträge haben hier keinerlei Rückkopplungseffekte auf den Preis bzw. das

---

<sup>718</sup> Vgl. Beck et al. (1988a), S. 59 ff.

<sup>719</sup> Vgl. Kapitel 5.2.2.2.

<sup>720</sup> Vgl. Ewert (1990), S. 199.

Preissetzungsverhalten bei der Prüfung. Aufbauend auf den Arbeiten von DeAngelo (1981a) und Magee/Tseng (1990) modellieren Dunmore/Falk (2001) ein formalanalytisches ‚audit-pricing‘-Modell, in dem eben derlei Auswirkungen von Beratungsleistungen einbezogen sind.<sup>721</sup> Sie untersuchen vor allem, inwieweit Beratungstätigkeiten Folgen für die Honorargestaltung der originären Dienstleistung, in ihrem Fall Prüfung, sowie für die Anreize, die Unabhängigkeit einzuschränken, haben.

Wie bereits Magee/Tseng integrieren auch Dunmore/Falk in ihr Modell Auslegungsspielräume bei der Bilanzierung eines spezifischen Sachverhaltes, weshalb es bei den am Markt agierenden Wirtschaftsprüfern auch zu unterschiedlichen Bewertungen kommen kann, ob ein betrachtetes Bilanzierungsproblem in Einklang mit den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung steht oder nicht. Daher werden auch hier zwei Typen von Prüfern modelliert: Ein Prüfer des Typs  $P_2$  vertritt gegenüber dem Mandanten eine abweichende Sichtweise, der Prüfer des Typs  $P_1$  stimmt hingegen mit dem Auftraggeber überein. Ein Prüfer gilt dann als unabhängig, wenn er ein Prüfurteil abgibt, welches seinen Überzeugungen entspricht; vice versa ist er nur abhängig, wenn er dem Mandanten einen strittigen Sachverhalt durchgehen lässt, der seiner Auffassung nach nicht mit den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung vereinbar ist. Annahmegemäß kann der Mandant den strittigen Sachverhalt noch anpassen, um einem negativen Testat zu entgehen, wobei allerdings auch die finanziellen Vorteile aus dem eigentlich bevorzugten Reporting verloren gehen würden.<sup>722</sup> Gerade in diesem nicht öffentlichen ‚Verhandlungsprozess‘ zwischen Prüfer und Management ergeben sich Möglichkeiten, die Unabhängigkeit einzuschränken, da es für Außenstehende nur schwer festzustellen ist, ob das Ergebnis die tatsächlichen Überzeugungen des Abschlussprüfers widerspiegelt und nur ein Entgegenkommen gegenüber dem Mandanten ist.

Analog zu den meisten vorherigen Modellen gelten unverändert folgende Annahmen: Es sind keine bindenden, mehrperiodigen Kontrakte möglich, das Management vergibt beide Aufträge, alle Prüfer besitzen die gleichen Kostenstrukturen sowie Fähigkeiten und die Verhandlungsmacht über die Honorare liegt beim Prüfer. Bei der Besprechung dieser Modelle konnte bereits gezeigt werden, dass all diese Annahmen

---

<sup>721</sup> Siehe Dunmore/Falk (2001).

<sup>722</sup> Gerade für einen Übertrag auf Ratingagenturen ist dies interessant, da dieses Vorgehen durchaus nicht unüblich war/ist – gerade bei strukturierten Finanzprodukten, deren Konstruktion häufig angepasst wurde, um eine präferierte Ratingeinstufung zu erhalten.

auch auf Rating übertragen werden können, weshalb der Fokus hier auf den neuen Annahmen des Modells liegen kann: Eine erste Neuerung hängt mit der andersartigen Modellierung von Beratungsleistungen zusammen. Die Autoren gehen nämlich davon aus, dass ein amtierender Prüfer präferiert an zu vergebende Beratungsaufträge gelangt, also einen Vorteil gegenüber seinen Mitbewerbern besitzt. Um diese Beratungsverträge wird allerdings in einer späteren Periode separat in einem eigenen Bietprozess geboten. Da die Vergabe der Beratungsaufträge in diesem Setting sozusagen an den Prüfauftrag ‚gebunden‘ ist, bedeutet ein Verlust des Prüfauftrages auch den Verlust der erwarteten Beratungsaufträge.<sup>723</sup> Wie in den vorherigen Modellen auch kommen dem Auftraggeber bei einer von ihm präferierten Auslegung des Sachverhaltes höhere finanzielle Vorteile zu, etwa im Rahmen der Fremdkapitalaufnahme. Ähnlich zu Stefani (2002b) kann der Prüfer auch bei Dunmore/Falk an diesen Vorteilen in Form höherer Honorare partizipieren. Insofern könnten etwa von einem Finanzierungsvorteil des Mandanten ökonomische Anreize auf den Prüfer ausgehen, seine Unabhängigkeit einzuschränken.<sup>724</sup>

Als zweites modellieren Dunmore/Falk auch Anreize, die Unabhängigkeit trotz eventueller finanzieller Vorteile aufrechtzuerhalten, etwa in Form von Sanktionen. Deren Modellierung unterscheidet sich von der bisher bekannten Herangehensweise; dies wiederum hängt mit der Annahme über die Fähigkeiten der Prüfer zusammen. Zwar besitzen alle Prüfer die gleichen Fähigkeiten, entgegen der bisherigen Modelle sind diese jedoch nicht perfekt. Daher kann es sowohl zu einem sogenannten Typ I- wie auch zu einem Typ II-Fehler in der Urteilsfindung kommen. Sollte der Prüfer ein mandantenorientiertes Urteil abgeben, aber ein nicht-mandantenorientiertes Urteil korrekt gewesen sein, liegt ein Fehler des Typs II vor.<sup>725</sup> Ein Prüfer müsste daraufhin etwa eine Klage, Sanktionen durch Aufsichtsbehörden oder schlicht einen Reputationsverlust befürchten (Verringerung des Quasirentenstroms von anderen Klienten). Aber auch die Veröffentlichung eines nicht-mandantenorientierten Urteils kann mitunter falsch sein, wenn nämlich die Sichtweise des Mandanten durchaus korrekt ge-

---

<sup>723</sup> In Grenzen erlaubt das Modell zudem, dass ein Mandant sich im Vorhinein über den Ruf des Prüfers bezüglich der Behandlung/Einschätzung des von ihm präferierten Sachverhaltes informiert. Zwar erwächst daraus kein einklagbarer Anspruch, aber ein Prüfer, welcher nach Auftragsvergabe bspw. seine sonst übliche Sichtweise oder Einschätzung ändert, büßt am Markt Reputation ein.

<sup>724</sup> Vgl. Dunmore/Falk (2001), S. 6 ff.

<sup>725</sup> Ein nicht-mandantenorientiertes Urteil wäre etwa ein eingeschränktes Testat bzw. eine niedrigere Ratingeinstufung als vom Mandanten angestrebt.

wesen wäre: Es handelt sich dann um einen Typ I-Fehler. Die Höhe der erwarteten Sanktionskosten hängt in beiden Fällen von verschiedenen Faktoren ab, z. B. von der Wahrscheinlichkeit, dass auch tatsächlich mit Sanktionen zu rechnen ist, von der Höhe der Strafe oder auch davon, welche Einschätzung der Prüfer ursprünglich zu dem Sachverhalt hatte.<sup>726</sup>

Drittens schließlich modellieren Dunmore/Falk eine weitere Situation, in der eine Einschränkung der Unabhängigkeit des Prüfers vorliegt: Dies ist nämlich dann der Fall, wenn der Prüfer eine nicht-mandantenorientierte Sichtweise kommuniziert, obwohl die mandantenorientierte Auslegung des Sachverhaltes korrekt und überdies auch die eigentliche Überzeugung des Prüfers ist. Den Autoren zufolge könnte sich ein Prüfer zu einem derartigen, durchaus ungewöhnlichen Berichtsverhalten aufgrund des regulatorischen Umfeldes veranlasst sehen. So rechnet ein Prüfer ggf. mit hohen Kosten, falls er seine Position bspw. in einem Rechtsstreit oder gegenüber Aufsichtsbehörden verteidigen müsste.<sup>727</sup>

Die drei neuen Annahmen stehen einer Verwendung des Modells für die Beantwortung von Fragen in Zusammenhang mit Rating nicht im Wege. Dies gilt für die Annahmen über die erwarteten Beratungsaufträge ebenso wie für die zweite Neuerung: So handelt es sich bei der Modellierung einer perfekten Prüfungstechnologie in den bisherigen Arbeiten lediglich um eine Modellvereinfachung, um Fragen der Unabhängigkeit und deren Einfluss auf die Qualität der jeweiligen Dienstleistung gezielter untersuchen zu können. Die Prämisse, dass Prüfer oder eben Analysten auch zu fehlerhaften Urteilen kommen können, beschreibt die Realität natürlich weitaus treffender. Auch die dritte Annahme über den Einfluss des regulativen Umfeldes auf das Berichterstattungsverhalten des Auftragnehmers lässt sich für Ratingagenturen bestätigen. Bereits bei der Besprechung unintendierter negativer Nebenwirkungen von Regulierung in Kapitel 5.2.5 wurde auf eine Studie von Dimitrov et al. (2015) verwiesen, wonach Ratingagenturen im Nachgang zur erlassenen U.S.-Regulierung infolge der Finanzkrise niedrigere Ratingeinstufungen vornehmen, mehr falsche Warnungen veröffentlichen und Downgrades weniger Informationsgehalt besitzen.<sup>728</sup> Den Grund dafür sehen die Autoren in der eben durch Dunmore/Falk modellierten Annahme einer verschärften Regulierung und damit auch in einem Anstieg der „legal

<sup>726</sup> Vgl. Dunmore/Falk (2001), S. 10.

<sup>727</sup> Vgl. Dunmore/Falk (2001), S. 9 f.

<sup>728</sup> Siehe Dimitrov et al. (2015).

and regulatory costs to CRAs [Credit Rating Agency] for providing biased ratings. Such actions may lead to a loss of information in the market if CRAs take steps to protect their reputation.<sup>729</sup>

Das betrachtete Modell berücksichtigt somit eine ganze Bandbreite an Annahmen und Faktoren, die auch in die Festlegung der Strategien und das Preissetzungsverhalten des amtierenden sowie der konkurrierenden Auftragnehmer einfließen. Für die Modellergebnisse sind dabei insbesondere die Höhe der erwarteten finanziellen Vorteile des Mandanten im Falle der von ihm präferierten Auslegung des strittigen Sachverhaltes, die beidseitig auftretenden Kosten bei einem Anbieterwechsel, die Erträge aus den zukünftig erwarteten Beratungsaufträgen sowie mögliche Sanktionskosten bei einem Typ I- oder Typ II-Fehler von Bedeutung.

Durch die Modellierung von zwei Typen von Auftragnehmern ( $P_1$  und  $P_2$ ) sind die Kosten ihrerseits aber nicht identisch. Bspw. sind die Anbieterwechselkosten abhängig von Reputationseffekten: Die Kosten der Auswechslung im Falle eines Auftragnehmers, der in der Vorperiode zu einem nicht-mandantenorientierten Urteil kam, sind höher als bei einem Wechsel, wenn der Prüfer/Analyst zuvor im Sinne des Mandanten geurteilt hat. Ebenso unterscheidet sich auch das Ausmaß der Sanktionskosten bei einem Typ I- bzw. Typ II-Fehler in Abhängigkeit davon, ob es sich um einen  $P_1$ - oder  $P_2$ -Auftragnehmer handelt.  $P_2$  etwa erwartet höhere Sanktionskosten bei Auftreten eines Typ II-Fehlers als  $P_1$ , andersherum rechnet  $P_2$  bei einem Typ I-Fehler mit geringeren Sanktionskosten als ein Auftragnehmer von Typ  $P_1$ . Entscheidend für die Modellergebnisse ist nicht zuletzt auch die Einschätzung des jeweiligen Auftragnehmers über die Konkurrenten, denn die verfolgte Strategie variiert in Abhängigkeit davon, ob Mitbewerber den Sachverhalt einheitlich ablehnen, einheitlich als konform interpretieren oder eher unterschiedlich beurteilen.

Als Ergebnis zeigt sich, dass der finanzielle Vorteil, den ein Auftragnehmer – sei es nun ein Prüfer oder eine Ratingagentur – durch die Beibehaltung des Mandates hat, von mehreren Parametern abhängt, z. B. von den Lernkosten, den Wechselkosten, den diversen Sanktionskosten oder auch von der Höhe des Finanzierungsvorteils des Mandanten. Nicht aber hängt der finanzielle Vorteil eines Auftragnehmers von dem Ertrag ab, der sich aus dem erwarteten Beratungsauftrag ergibt, wenn man erst einmal amtierender Prüfer respektive beauftragter Ratinganalyst ist. Entgegen der bishe-

---

<sup>729</sup> Dimitrov et al. (2015), S. 518.

rigen additiven Betrachtung, die im Grunde von zwei separaten Preissetzungsstrategien für Prüfung und Beratung ausgeht – siehe Beck et al. –, finden sich bei Dunmore/Falk in Erwartung eines künftigen Beratungsauftrages Rückwirkungen auf das Preissetzungsverhalten beim Angebot der originären Dienstleistung. Die Autoren nehmen in ihrem Modell nämlich an, dass Prüfer die Höhe ihres Prüfungshonorarangebotes auf Basis ihrer „expectation of the present value of the income stream including future tied MAS [Management Ancillary Service] work“<sup>730</sup> festsetzen. Konkret reduzieren die Erträge aus dem erwarteten Beratungsvertrag – um den in einer späteren Periode separat geboten wird – den Barwert der Prüfhonorare. Dabei nimmt nicht das Lowballing zu, sondern die erwarteten Beratungserträge verringern die laufenden Prüfungsgebühren. Wenn Unternehmen planen, Beratungsaufträge präferiert an ihren amtierenden Prüfer zu vergeben, wird durch diese Aufträge die Prüfung quasi quer-subventioniert. Diese Argumentationskette gilt für beide Informationsintermediäre gleichermaßen, also sowohl für die Wirtschaftsprüfungs- als auch für die Ratingbranche.

Da die Prüfungsgebühren bei Dunmore/Falk um den Wert der Beratungsgebühren reduziert sind, erhöhen Beratungsaufträge auch nicht die Anreize, die Unabhängigkeit zu kompromittieren. Eine Gefährdung der Unabhängigkeit ergibt sich in ihrem Modell allein aus dem finanziellen Vorteil des Mandanten bei der von ihm bevorzugten Bilanzierungsvariante. An diesem Vorteil kann ein Prüfer partizipieren, wenn er seine Unabhängigkeit aufgibt, allerdings sind derartige Anreize in der Regel durch Wettbewerb und Sanktionen begrenzt.

Die Entscheidung des Informationsintermediärs, seine Unabhängigkeit zu wahren, ist auch in ihrem Modell letztlich wieder eine rein ökonomische: Der Auftragnehmer muss den zukünftigen Quasirentenstrom aus Prüfungs- und Beratungsgebühren, der sich bei einer opportunistischen Aufgabenerfüllung ergibt, gegenüber den finanziellen Vorteilen bei einer einwandfreien Leistungserbringung abwägen. Die Ergebnisse von Dunmore/Falk unterscheiden sich daher von denen der anderen beschriebenen Modelle: Das zusätzliche Angebot von Beratungsleistungen gefährdet hier die Unabhängigkeit nicht. Ein Verbot würde ihren Ergebnissen zufolge vielmehr die Kosten der Prüfung erhöhen, ohne aber die ökonomischen Anreize aus einer Einschränkung

---

<sup>730</sup> Dunmore/Falk (2001), S. 20.

der Unabhängigkeit zu reduzieren, weshalb ein solcher regulativer Eingriff ökonomisch nicht sinnvoll wäre.

#### **5.4.4 Zwischenfazit: Beurteilung der Trennung von Raterstellung und Beratung**

Vor Inkrafttreten der ersten Ratingverordnung im Jahr 2009 unterlag das Beratungsgeschäft der Agenturen im Gegensatz zu dem der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften keinerlei Beschränkungen. Da es bis dato nicht einmal ein Selbstprüfungsverbot gab, berieten nicht selten dieselben Agenturen ihre Mandanten zunächst bei der Konstruktion eines Finanzproduktes und unterzogen diese Produkte im Anschluss noch selbst der benötigten Bonitätsprüfung. Seit Verabschiedung der Ratingverordnung ist jedoch nicht nur die Selbstprüfung verboten, sondern die simultane Leistungserbringung insgesamt diversen Restriktionen unterworfen. Eine Ratingagentur darf eine ganze Reihe von in einem Katalog aufgeführten Beratungsleistungen nicht mehr parallel für ein Unternehmen erbringen, für das die Agentur bereits einen Ratingauftrag durchführt. Somit gibt es zwar mittlerweile merkliche Einschränkungen, allerdings untersagen die neuen Vorschriften einer Agentur weder das Beratungsgeschäft an sich noch gilt das Verbot der simultanen Leistungserbringung für alle Arten von Beratungsdienstleistungen.

Die Gründe für die neu erlassenen Vorschriften gehen auch weit über die Bedenken einer möglichen Befangenheit der Agenturen in Zusammenhang mit einem Self-review Threat hinaus: Das Hauptargument für eine gesetzliche Einschränkung ist die Sorge, dass das simultane Angebot beider Dienstleistungen das finanzielle Interesse an dem Mandanten und damit den Anreiz, diesen möglichst zu halten, merklich erhöht (Self-interest Threat) – sprich, die Gefahr der ökonomischen Abhängigkeit einer Ratingagentur steigt.<sup>731</sup> Damit einher geht die Befürchtung, dass der Auftraggeber mit der Vergabe lukrativer Beratungsaufträge ein zusätzliches Mittel an die Hand bekommt, Druck auf die Agentur auszuüben und diese zur Aufgabe ihrer Unabhän-

---

<sup>731</sup> Vgl. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15 f.

gigkeit zu verleiten.<sup>732</sup> Eine Ratingagentur könnte demnach eher zu Zugeständnissen hinsichtlich einer präferierten Bonitätseinschätzung bereit sein, weil sie andernfalls befürchten muss, sowohl künftige Rating- als auch Beratungsaufträge zu verlieren.<sup>733</sup> Ob die Unabhängigkeitsbedrohung aufgrund des zusätzlichen finanziellen Interesses steigt, wurde für die Ratingbranche abermals durch einen Rückgriff auf formalanalytische Modelle aus der Prüfungsforschung untersucht. Wie gezeigt lassen sich grundsätzlich auch die neuen Prämissen von Dunmore/Falk (2001) bei einer Anwendung auf Rating beibehalten. Insgesamt stellt sich daher weniger die Frage nach einer formalen Übertragbarkeit der Ansätze, vielmehr gilt es zu beurteilen, welche Modellannahmen die Gegebenheiten beim Rating am zutreffendsten beschreiben. Entscheidende Fragen sind hierbei, ob das Beratungsgeschäft in der Ratingbranche eher durch einmalige oder wiederkehrende Aufträge gekennzeichnet ist, ob mit Knowledge Spillover und Synergieeffekten zu rechnen ist und/oder welche Erwartungen hinsichtlich der Quasirentenrelation bestehen. Die Besprechung der Modelle und ihrer Ergebnisse zeigen nämlich, dass die hierüber getroffenen Annahmen von zentraler Bedeutung sind für die Beurteilung der Auswirkungen von Beratungsleistungen auf das wirtschaftliche Verhältnis zwischen Ratingagentur und Auftraggeber.

Ostrowski/Söder (1999) sowie Bauer (2004) erweitern das Basismodell um die parallele Erbringung von Beratungstätigkeiten, die ein amtierender Prüfer günstiger durchführen kann als ein konkurrierender Anbieter. Anhand dieser Erweiterung wird ersichtlich, dass simultane Beratungsleistungen einen Anstieg der Quasirenten zur Folge haben; in der Quasiretentheorie wird dies grundsätzlich erst einmal mit einer erhöhten Gefährdung der Unabhängigkeit in Verbindung gebracht. Grund sind die ab Periode 2 auftretenden Synergieeffekte, d. h. die Kosten für die Erbringung der Beratung sind für eine amtierende Prüfungsgesellschaft respektive Agentur günstiger als für Mitbewerber.<sup>734</sup>

Die Ergebnisse des Modells von Beck et al. (1988a) zeigen ebenfalls, dass parallele Beratung die aufgrund der Ratingtätigkeit ohnehin bestehende wirtschaftliche Bindung zwischen Agentur und Mandant verstärken können. Lerneffekte spielen auch hier eine Rolle, sie können bei wiederkehrenden Beratungsaufträgen das Economic

---

<sup>732</sup> Vgl. u.a. Europäische Kommission (2008b), Impact Assessment, S. 15, SEC (2003a), Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, S. 7, 23 u. 42 f. sowie Levin/Corbun (2011), S. 31.

<sup>733</sup> Vgl. Efing/Hau (2015), S. 46.

<sup>734</sup> Siehe Ostrowski/Söder (1999) sowie Bauer (2004).

Bonding sowohl erhöhen als auch reduzieren; insgesamt liegen die Quasirenten aber jeweils über denen des Basismodells. Bei Beck et al. ist zudem die Unterscheidung wichtig, ob es sich lediglich um einmalige bzw. unsicher wiederkehrende oder aber regelmäßige Beratungstätigkeiten handelt. In beiden Fällen steigen die zu erwirtschaftenden Quasirenten, die wirtschaftliche Bindung verstärkt sich aber insbesondere bei nur einmaligen Beratungsaufträgen unter der Voraussetzung, dass bei der Durchführung Knowledge Spillover erworben werden und diese die Kostenstrukturen zur Erbringung einer Prüfung in den nachfolgenden Perioden nachhaltig verändern. Eine konkurrierende Agentur hat in diesem Fall aufgrund der Einmaligkeit der Beratungstätigkeit keine Möglichkeit, den Wissensvorteil (Kostenvorteile) der amtierenden Agentur auszugleichen. Sind hingegen mit der gleichzeitigen Beratung keine Effizienzvorteile verbunden, steigt auch – gemessen an der Höhe der Quasirenten – die Bedeutung des betrachteten Auftraggebers nicht.<sup>735</sup>

Die Unterscheidung in der Modellierung, ob die Beratungsaufträge wiederkehrend oder einmalig bzw. unsicher sind, hat demzufolge deutliche Konsequenzen für die Ergebnisse. Sollte es sich bei den Beratungs- und Nebendienstleistungen um Produkte handeln, welche regelmäßig simultan nachgefragt werden, erhöht das breitere Leistungsspektrum der Agenturen die finanziellen Vorteile in Form von Quasirenten, aufgrund der bei Beck et al. modellierten Transaktionskosten auch unabhängig von möglichen Lerneffekten. Allerdings ist bei Ratingagenturen eher nicht davon auszugehen, dass in jeder Periode Beratungsdienstleistungen nachgefragt werden; nur in Zusammenhang mit der Konstruktion und dem anschließenden Rating strukturierter Finanzprodukte war dies zu beobachten. Seit Inkrafttreten der ersten Ratingverordnung ist eine solche Praxis jedoch nicht mehr zulässig. Bedenkt man zudem noch die Inhalte der weiterhin erlaubten Beratungstätigkeiten, ist es wohl wahrscheinlich, dass die Nachfrage nach Beratungsleistungen aperiodisch erfolgt.

Vor diesem Hintergrund sind also vor allem die Ergebnisse von Interesse, welche auf der Modellierung von sporadischen bzw. unsicher wiederkehrenden Beratungsleistungen basieren. Eine Gefährdung der Unabhängigkeit ist dann stark davon abhängig, ob Knowledge Spillover respektive Synergieeffekte existieren und welche Wirkung von diesen ausgeht. Studien darüber gibt es keine. Die in den Modellen betrachteten Effizienzvorteile müssen zwischen der Rating- und der durchgeführten

---

<sup>735</sup> Siehe Beck et al. (1988a).

Beratungstätigkeit entstehen. Wie bereits aus der Diskussion um die Einführung einer verpflichtenden Rotation hervorging, ergibt sich das Kreditrisiko von Verbriefungen ausschließlich aus der jeweiligen, individuellen Transaktion, wohingegen es bei klassischen Schuldtiteln wie etwa Unternehmensanleihen oder gar bei einem Emittentenrating durchaus in einem hohen Maße davon abhängt, ob der Emittent als Ganzes in der Lage ist, seine Schulden zu bedienen.<sup>736</sup> Daher kann im Ratingprozess beim klassischen Rating das Wissen über die jeweilige Branche, das Marktumfeld, die Mitbewerber oder auch das Unternehmensmanagement, das eine Agentur bei einem Beratungsauftrag erwirbt, von Nutzen sein.<sup>737</sup> Ebenso profitieren Agenturen bei Durchführung von Beratungsaufträgen – etwa in Bezug auf die Unternehmens- und Rechtsstruktur, auf Marktprognosen oder bei Einschätzungen über die wirtschaftliche Entwicklung – von ihren Erfahrungen aus der Ratingtätigkeit. Beim klassischen Rating sind Lerneffekte/Synergieeffekte somit möglich. Ob mit den bei einer einmaligen Beratung erworbenen Kenntnissen auch ein dauerhafter Kostenvorteil gegenüber Konkurrenten zu erlangen ist, wie es Beck et al. annehmen, kann in dieser Arbeit nicht abschließend geklärt werden. Letztlich werden wohl viele der Beratungsaufträge und Nebendienstleistungen inhaltlich völlig losgelöst von der Ratingtätigkeit erfolgen. Etwaige Synergiegewinne und somit auch steigende Quasirenten sind daher letzten Endes stark vom jeweiligen Mandanten und dem individuellen Inhalt des Beratungsauftrages abhängig, weshalb allgemeingültige Aussagen für die Ratingbranche aus den beiden ersten Beratungsmodellen nur schwerlich abzuleiten sind.<sup>738,739</sup>

Ein anderer gewichtiger Kritikpunkt an diesen Modellen ist ihre fehlende Kapitalmarktorientierung. Faktoren wie Reputation und/oder die Reaktionen rationaler Kapitalmarktakteure – und damit Aspekte, die auch in der Diskussion um die Relation der Quasirenten eine Rolle spielen – bleiben unberücksichtigt. Dabei zeigen gerade

---

<sup>736</sup> Vgl. Steinkamp (2012), S. 333 ff., Randow (1996), S. 564 sowie Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Begründung Abs. 13 u. 14.

<sup>737</sup> Vgl. für eine idealtypische Darstellung der verschiedenen Ratingprozesse z. B. Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 211 ff. u. Crouhy et al. (2001), S. 47 ff. für das Corporate Bond-Rating/Emittentenrating, für Kreditverbriefungen Steinkamp (2012), S. 333 ff.

<sup>738</sup> Vgl. Ballwieser (2001), S. 105.

<sup>739</sup> Dies lässt sich für die Prüfungsforschung auch aus einer Auswertung der zahlreichen empirischen Studien schließen. So hängen die dort gewonnenen Ergebnisse über eine mögliche Einschränkung der Independence in Appearance ganz wesentlich davon ab, um welche Art von Beratungsleistungen es sich konkret handelt und welcher Personen- oder Adressatenkreis betrachtet wird, vgl. Schneider et al. (2006), S. 200 ff.

die Ergebnisse derjenigen Modelle, die solche Betrachtungsweisen explizit mit einbeziehen, dass die Gefährdung der Unabhängigkeit aufgrund von Quasirenten dann häufig eher überschätzt wird und zu relativieren ist.<sup>740</sup> Daran sollte sich grundsätzlich durch das zusätzliche Angebot von Beratungsleistungen nichts ändern, unterscheiden sich hohe Quasirenten aus Beratungstätigkeiten qualitativ doch wenig von denen aus Ratingtätigkeiten. Wenn z. B. das gleichzeitige Erbringen von Bonitätseinschätzungen und Beratung die Unabhängigkeit der Agenturen tatsächlich mindern sollte oder dies von den Kapitalgebern zumindest so wahrgenommen würde, sollten Investoren dies folgerichtig auch als Beeinträchtigung der Ratingqualität interpretieren und deswegen die Bonität z. B. eines bewerteten Unternehmens oder Finanzproduktes entsprechend niedriger beurteilen. Die von den Kapitalgebern verlangte Risikoprämie am Markt sollte infolgedessen steigen. Wenn Unternehmen – wie es in der Realität ja auch der Fall ist – dennoch Rating- und Beratungsleistungen bei derselben Agentur nachfragen bzw. Agenturen beides anbieten, lässt dies entweder darauf schließen, dass Unternehmen den damit zusammenhängenden Vorteil höher gewichten als den am Markt erwarteten Nachteil oder die Risikozuschläge steigen trotz der bezogenen Beratungsleistungen nicht bzw. nicht spürbar, weil Investoren eine solche Geschäftspraxis eben nicht mit einer höheren Unabhängigkeitsgefährdung assoziieren.

Bereits in Kapitel 5.2.2.3 wurde diskutiert, dass mit der absoluten Steigerung der Quasirenten nicht zwangsläufig auch eine stärkere Bedrohung der Unabhängigkeit verbunden sein muss. Akzeptiert man nämlich die Logik der Quasiretentheorie, dass es für eine Beeinträchtigung der Unabhängigkeit auf den Trade-off zwischen der Quasirente aus einem bestimmten Auftrag und aller Quasirenten aus den übrigen Mandaten ankommt, dann folgt aus den gestiegenen Quasirenten von einem individuellen Auftraggeber aufgrund der gleichzeitigen Erbringung beider Dienstleistungen solange nichts, wie keine Aussage über die verbleibenden Quasirenten gemacht werden kann.<sup>741</sup> Vielmehr ist die Summe der Quasirenten respektive die Breite der Mandantenbasis – auch als Surrogat für eine mögliche Gefährdung der Unabhängigkeit – von Relevanz, nicht aber die Herkunft der Honorare (Rating vs. Beratung).<sup>742</sup> Die handelsrechtlichen Bestimmungen zur Umsatzgrenze bei Wirtschaftsprüfern in

<sup>740</sup> Siehe z. B. Stefani (2002b) oder auch Chi et al. (2004).

<sup>741</sup> Vgl. Ewert (1999), S. 53 sowie Ewert (1990), S. 196 ff.

<sup>742</sup> Vgl. Ewert/Wagenhofer (2003), S. 616 ff.

den §§ 319 und 319a HGB setzten daher auch am Begriff der Gesamteinnahmen an, die Umsatzgrenze gilt somit explizit für Einnahmen aus Prüfung und Beratung.<sup>743</sup> Artikel 6 (2) i.V.m. Anhang I, Abschnitt B, Nr. 2 der Ratingverordnung 2009 spricht zwar auch von Gesamteinnahmen, die Bestimmungen beziehen sich aber nur auf ‚bewertete‘ Unternehmen.<sup>744</sup> Eine Ausweitung der Berichtspflicht auch auf Einnahmen aus Beratungstätigkeiten könnte die Transparenz an dieser Stelle verbessern.

Die Vermutung, zusätzliche Beratungshonorare würden per se das Risiko für opportunistische Bonitätseinschätzungen erhöhen, bestätigt sich somit nicht. Angenommen, eine Ratingagentur würde bei allen Mandanten Beratungsleistungen gleichermaßen erbringen, ergäbe sich in Bezug auf die Relation der Quasirenten kein Unterschied. Anders verhält es sich, sollten Auftraggeber zusätzliche Beratungsleistungen unterschiedlich stark nachfragen – dann nämlich könnte ein Auftragnehmer gewillt sein, seine Unabhängigkeit aufgrund hoher Beratungshonorare einzuschränken. Von Ratingagenturen weiß man, dass Beratungsleistungen insbesondere in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten nachgefragt wurden, beim klassischen Rating dagegen verhältnismäßig selten – von einer Gleichverteilung konnte keine Rede sein. Der Bereich also, in dem bei Ratingagenturen der Theorie nach die schwerwiegendsten Unabhängigkeitsprobleme in Erscheinung treten sollten, ist deckungsgleich mit demjenigen, für den auch die empirischen Studien aus Kapitel 3.1 inflationäre Ratingeinstufungen konstatieren. Mittlerweile ist es jedoch untersagt, ein Produkt zu bewerten, für welches auch Beratungsdienste erbracht wurden. Die Nachfrage nach Beratungsleistungen wird sich daher aller Voraussicht nach in Richtung des klassischen Ratings verlagern. Die Bedeutung des Anteils der (Quasi-)Renten aus dem Geschäft mit Corporate Bonds und Emittenten sollte relativ zu den (Quasi-)Renten aus strukturierten Finanzprodukten künftig steigen und die Unabhängigkeitsgefährdung beim klassischen Rating durch den regulativen Eingriff folglich zunehmen.

Die einzige Arbeit, die explizit die Reaktionen und Erwartungen rationaler Kapitalmarktteilnehmer sowie Reputationsüberlegungen integriert, ist die von Dunmore/Falk (2001). In ihrem Modell wird zudem die bereits angesprochene Kritik an der additiven Herangehensweise aufgegriffen, die von den Autoren der beiden vor-

---

<sup>743</sup> Siehe §§ 319 und 319a HGB.

<sup>744</sup> Siehe Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, Art. 6 (2) i.V.m. Anhang I, Abschnitt B, Nr. 2.

herigen Beratungsmodelle verfolgt wurde.<sup>745</sup> Keine der beiden angebotenen Dienstleistungen hat darin Einfluss auf das Preissetzungsverhalten der jeweilig anderen Dienstleistung. Dunmore/Falk erweitern ihr Modell um eben solche Aspekte und untersuchen insbesondere, inwieweit Beratungsleistungen Auswirkungen auf die Honorargestaltung der originären Dienstleistung – in ihrem Fall Prüfung – sowie auf die Anreize, die Unabhängigkeit einzuschränken, besitzen. Es zeigt sich, dass entgegen der bisherigen additiven Betrachtung die zukünftig erwarteten Beratungsaufträge eben doch Rückwirkungen auf das Preissetzungsverhalten beim Prüfauftrag haben. Im Ergebnis sind die Bedenken hinsichtlich einer simultanen Leistungserbringung sodann auch zu relativieren, denn die Höhe der Prüfungsgebühren ist in ihrem Modell genau um den Wert der erwarteten Beratungsgebühren reduziert.<sup>746</sup> Da die Gesamtquasirente somit nicht steigt, verstärken Beratungsaufträge auch nicht die Anreize für eine Unabhängigkeitseinschränkung. Anreize, die Unabhängigkeit aufzugeben, ergeben sich bei Dunmore/Falk – analog etwa zu Stefanis Modell – allein aus den finanziellen Vorteilen des Mandanten im Falle der von ihm bevorzugten Auslegungsvariante über einen spezifischen Sachverhalt. Aufgrund von Informationsasymmetrien kann es hier zu Reichtumsverlagerungseffekten kommen, die dann ursächlich für eine Bedrohung der unabhängigen Berichterstattung über die wahre Bonitätseinschätzung sind.

Kritisch anzumerken ist, dass bei Dunmore/Falk die Prüfungsgebühren exakt um die Höhe der erwarteten Beratungserträge verringert werden. Aber selbst, wenn man davon ausgeht, dass der Abschlag auf die geforderten Prüfungshonorare in der Realität nicht die volle Höhe der erwarteten Beratungsgebühren erreicht, ändert dies nichts an der damit gewonnenen Aussage: Die Annahme, Prüfer oder eben auch Analysten würden in ihrer Preisstrategie künftige Erträge aus Beratungsaufträgen nicht berücksichtigen, muss nach den Modellergebnissen verworfen werden. Durch die zusätzliche Erbringung von Beratungsleistungen steigen die Gesamtquasirente und damit auch eine mögliche Gefährdung der Unabhängigkeit weit weniger stark als landläufig vermutet.

---

<sup>745</sup> Gerade Beck et al. (1988a) modellieren Beratung gänzlich analog zu den Prüfungsleistungen im Basismodell. Nur folgerichtig ergibt sich die Höhe der zu erwirtschaftenden Gesamtquasirente bei wiederkehrenden Beratungsaufträgen und ohne Lerneffekte aus den Transaktionskosten der Prüfung addiert um den transaktionskostenbedingten Vorteil aus der Beratungstätigkeit.

<sup>746</sup> Siehe Dunmore/Falk (2001).

Entscheidend für eine abschließende Beurteilung, ob und vor allem weshalb es zu einer Beeinträchtigung der Unabhängigkeit aufgrund von (Quasi-)Renten kommen kann, sind letztlich allerdings die Machtverhältnisse zwischen den Akteuren, wie sie in Kapitel 4 und auch bei der Diskussion der Modellergebnisse in Kapitel 5.2 und 5.3 bereits besprochen wurden. Am Ende läuft es dabei auf die Frage hinaus, welche Partei in der Auftragnehmer-Auftraggeber-Beziehung die Möglichkeit hat, Quasirenten für eine glaubwürdige Drohung zu nutzen. Bei der Besprechung der Quasirenten aus Ratingtätigkeit wurde analysiert, dass sich für den Emittenten oder allgemeiner für den Auftraggeber, obwohl dieser für die Dienstleistung bezahlt, keine Möglichkeit ergibt, glaubwürdig mit einer Beendigung des Ratingauftrages zu drohen. Da es letztlich unerheblich ist, ob Quasirenten bei der Durchführung eines Rating- oder eines Beratungsauftrages erwirtschaftet werden, haben Auftraggeber eben auch bei Beratungsaufträgen kein effektives Drohpotenzial. Im Gegenteil: Die deutlich stärkere Machtposition liegt beim Auftragnehmer, weswegen die Agentur gar in die Lage versetzt wird, mit einem niedrigen Ratingurteil zu drohen und so Druck auf den Mandanten auszuüben, Beratungsleistungen bei ihr einzukaufen. Auch kann eine Agentur mit der Aussicht auf eine sehr positive Ratingeinstufung aktiv locken.<sup>747</sup> Allerdings ist hierbei unverändert zwischen den Ratingarten zu unterscheiden: Agenturen waren gegenüber Originatoren strukturierter Finanzprodukte in einer weit weniger überlegenen Position. Das Hauptproblem lag in diesem Ratingsegment vielmehr in der Selbstprüfung – eine Gefahr, die mittlerweile durch die Implementierung eines einfachen Verbots beseitigt wurde. Dennoch unterscheidet der Gesetzgeber – anders als bei den Vorschriften zur externen Rotation – bei der Regulierung von Beratung nicht zwischen den Ratingarten.

Die obigen Ausführungen zeigen, dass es sowohl eine Reihe guter Argumente für als auch gegen ein Beratungsverbot für Ratingagenturen gibt. Auch durch den Rückgriff auf formalanalytische Arbeiten aus der Accounting-Forschung und der anschließenden Übertragung auf die Ratingbranche ist nicht abschließend zu beurteilen, welche Seite vorzuziehen ist.<sup>748</sup> Grundsätzlich haben Kapitalmarktteilnehmer gute Gründe,

---

<sup>747</sup> Agenturen haben diese überlegene Position u.a. wegen der Möglichkeit, unbeauftragte Ratings durchführen zu können, wegen des schwach entwickelten Aufsichts- und Sanktionsumfelds, des NRSRO-Status sowie der Rating-based Regulation. Aus denselben Gründen ist eine Drohung des Auftraggebers gegenüber der Agentur auch als nicht glaubhaft einzustufen, vgl. Kapitel 4.4.

<sup>748</sup> Quasirentenmodelle scheinen hier – auch schon im Bereich Wirtschaftsprüfung – an ihre Grenzen zu kommen. Die eingeschränkten Möglichkeiten der Modellierung sind auch ein Grund, warum

von einem Ratingurteil Glaubwürdigkeit zu verlangen. Ob allerdings ein teilweises oder gar völliges Beratungsverbot, das zudem nicht zwischen den Ratingarten unterscheidet, das einzige und kostengünstigste Instrument ist, die Glaubwürdigkeit eines Bonitätsurteils zu signalisieren, ist nach den Ergebnissen dieser Arbeit zu bezweifeln. Letztlich hängt die Beantwortung dieser Frage u.a. entscheidend von der künftigen Entwicklung auf dem Ratingmarkt und damit von der Entwicklung der Machtverhältnisse zwischen den Akteuren ab. Unter dem (noch) aktuellen System scheint ein – wenn auch bisher nur partielles – Beratungsverbot nicht unbedingt notwendig, da die Unabhängigkeitsgefährdung weit weniger ausgeprägt ist als gemeinhin angenommen.<sup>749</sup>

---

gerade beim Thema Kompatibilität von Prüfung und Beratung erfahrungswissenschaftliche Ansätze in der Prüfungsforschung weit verbreitet sind, theoretische Arbeiten hingegen verhältnismäßig selten, vgl. hierzu z. B. Ewert (2003), S. 531.

<sup>749</sup> Zwei Arbeiten, die u.a. der Frage nach dem optimalen Maß an Regulierung nachgehen, stammen von Pagano/Immordino (2007) sowie Forster (2008). Während erstere die Problematik für die Prüfungsbranche untersuchen, macht Forster dies für die Ratingbranche und baut dabei explizit auf dem Modell von Pagano/Immordino auf. Beide Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass, wenn der Auftraggeber den Auftragnehmer mit lukrativen Beratungsaufträgen ‚bestechen‘ kann, Regulierungsbehörden die Gefahr einer Kollusion durch ein komplettes Beratungsverbot eliminieren können. Dieses Vorgehen ist allerdings aus Gründen der gesamtgesellschaftlichen Wohlfahrt nicht unbedingt erstrebenswert, gehen mit einem Beratungsverbot eben auch Vorzüge wie Synergie- oder Skaleneffekte verloren. Ein Verbot ist insbesondere dann nicht effizient, wenn der Interessenskonflikt relativ schwach ist.

## 6 Schlussbetrachtung

Die Finanz- und Staatsschuldenkrise ab 2007 hat die Bedeutung von Ratingagenturen und ihren Bonitätseinschätzungen für die Stabilität und das Funktionieren der globalen Kapitalmärkte und damit der Wirtschaft insgesamt eindrucksvoll aufgezeigt. Das Versagen der Agenturen, die Gefahren – insbesondere in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten – nicht rechtzeitig erkannt und öffentlich gemacht zu haben, hat dazu geführt, dass ihr Ansehen als unabhängige Experten und Beobachter der Kreditrisiken von Schuldtiteln stark beschädigt wurde.

Mittelfristig kann auf Ratings jedoch nicht verzichtet werden. Für die Effizienz von Kapitalmärkten ist es daher von größter Wichtigkeit, das Vertrauen der Investoren in unabhängige und glaubwürdige Ratings aufrechtzuerhalten bzw. wiederherzustellen. Als Reaktion auf den entstandenen Vertrauensverlust gab es bei den Regulierungsverantwortlichen einen Strategiewechsel: Weg von der bis dahin eigentlich verfolgten Selbstregulierung der Branche und dem Vertrauen auf die disziplinierende Wirkung von Marktmechanismen wie z. B. Reputation, hin zu einer staatlichen Regulierung und öffentlich-rechtlichen Aufsicht samt Durchsetzung.

Grundsätzlich ist das regulative Ansinnen – Die Agenturen haben Fehler gemacht, lasst uns sicherstellen, dass sich so etwas nicht mehr wiederholt! – nachvollziehbar. Allerdings gehen regulative Eingriffe des Staates in bestehende Wirtschaftsgefüge fast immer auch mit Kosten und teils unintendierten Nebenwirkungen einher. Daher sollten Regulierungsmaßnahmen, insbesondere vor einem marktwirtschaftlichen Hintergrund, nur mit gegebener Vorsicht und nicht ohne wissenschaftliche Evidenz eingeführt werden. Diese Forderung erhält dadurch zusätzliches Gewicht, dass viele der derzeitigen Problemfelder überhaupt erst durch staatlich-regulative Eingriffe entstanden sind: Allem voran sind hier die oligopolistische Machtstellung der drei großen Agenturen aufgrund des NRSRO-Akkreditierungssystems oder auch ihre quasi-staatliche Regulierungsfunktion als Folge der Rating-based Regulation zu nennen. Gerade letztere erklärt den beträchtlichen Einfluss der Agenturen auf die globalen Märkte, denn ratingakzessorische Kapitalmarktregulierungen erzeugen gewissermaßen eine ‚künstliche‘, emittentenseitige Nachfrage – politisch gewollt sind die meisten Produkte ohne Ratings schlicht nicht marktfähig. Dass diese Marktdynamik aber mit folgenreichen Gefahren einhergehen kann, war für eine Reihe von Beobach-

tern durchaus früh erkennbar.<sup>750</sup> So hätte man sehr wohl in Betracht ziehen können, dass sich Emittenten den Zugang zu Kapital durch die Beauftragung einer mandantenorientierten, sprich den Interessen der Auftraggeber wohl gesonnenen, Agentur zu erleichtern versuchen. Der eigentliche Schutzzweck der aufsichtsrechtlichen Verwendung von Ratings kehrt sich dann schnell in das Gegenteil um – ein Umstand, welcher besonders dort zum Tragen kommt, wo das Kreditrisiko von Schuldtiteln weniger durch die Gesamtverfassung des Unternehmens als vielmehr durch die individuelle Ausgestaltung der einzelnen Transaktion bestimmt wird, wie es gerade bei strukturierten Finanzprodukten der Fall ist.

Jetzt, da ein umfangreiches staatliches Eingreifen für notwendig erachtet wird, stellt sich die Frage, wie ein solcher Eingriff optimal gestaltet werden soll. Nach Ansicht vieler Kritiker, darunter auch die europäischen und amerikanischen Behörden, ist eine mangelnde Unabhängigkeit der Agenturen gegenüber ihren Auftraggebern eine der zentralen Ursachen für die Qualitätsprobleme beim Rating. Deswegen liegt der Fokus der bisher verabschiedeten Regulierungsmaßnahmen auch auf der Behebung von ebensolchen Interessenskonflikten. Interessanterweise greifen die Normgeber dabei auf Konzepte und Instrumente aus der Wirtschaftsprüfung zurück – eine Branche, die seit Langem einer intensiven gesetzlichen Regulierung und Überwachung unterliegt und ebenso lange Gegenstand umfangreicher wissenschaftlicher Debatten ist.

Wenn aber schon Instrumente aus der Wirtschaftsprüfungsbranche bei der Regulierung der Unabhängigkeit von Ratingagenturen Pate standen, drängt sich nun die Frage auf, ob nicht auch Forschungsarbeiten aus der Prüfungslehre auf Problemstellungen bei Agenturen übertragen werden können. Dies erscheint wünschenswert, da es in der Forschung zur Unabhängigkeit von Ratingagenturen häufig an einer ökonomisch-theoretischen Fundierung über die Wirkung unterschiedlicher institutioneller Rahmenbedingungen auf die Verhaltensanreize der beteiligten Parteien mangelt.

Zur Beurteilung der Unabhängigkeitsproblematik nutzt die vorliegende Arbeit die mannigfaltigen Parallelen von Wirtschaftsprüfungs- und Ratingbranche und liefert so einen Beitrag zu der zuvor eingeforderten wissenschaftlichen Evidenz für Regulierungsmaßnahmen. In einem ersten Schritt wurde dafür ein theoretischer Bezugsrahmen erarbeitet, der auf dem Unabhängigkeitskonzept der Prüfungslehre aufbaut.

---

<sup>750</sup> Vgl. z. B. Randow (1996), S. 564.

Mittels modelltheoretischer Arbeiten aus der Accounting-Forschung wurden dann in einem zweiten Schritt sowohl die Frage nach einer Gefährdung der Unabhängigkeit untersucht als auch die Anreiz- und Nebenwirkungen einzelner Regulierungsinstrumente und die damit einhergehenden Vor- und Nachteile analysiert. Konkret wurde dabei auf Modelle der Quasirententheorie zurückgegriffen. Diese erklären nämlich die Faktoren, die ursächlich für die ökonomischen Vorteile sind, welche ein Wirtschaftsprüfer – bzw. im Fall eines Übertrags auf Rating dann eine Agentur – bei der Fortführung eines Auftragsverhältnisses erlangen kann. Die finanziellen Vorteile können den Auftragnehmer in beiden Fällen dazu verleiten, eine vom Auftraggeber präferierte Berichterstattung über das Ergebnis ihrer Arbeit zu wählen. Ein Transfer der Modelle auf Rating ist insbesondere deshalb möglich, weil eine Gefährdung der Unabhängigkeit eben kein alleiniges Abschlussprüferproblem darstellt, sondern vielmehr Folge der spezifischen Anreizwirkungen einer Auftragnehmer-Auftraggeber-Beziehung im Zusammenspiel mit dem jeweiligen institutionellen Umfeld ist. Die vorliegende Arbeit zeigt damit eine neue Vorgehens- und Betrachtungsweise auf und steuert mit ihren Ergebnissen einen wertvollen Beitrag sowie informative Aspekte zur wissenschaftlichen Diskussion über die Unabhängigkeit und Regulierung von Ratingagenturen bei.<sup>751</sup>

Interessenskonflikte zwischen Agenturen und Emittenten und infolgedessen eine Bedrohung der Unabhängigkeit können natürlich eine ganze Reihe von Ursachen haben, sei es das Bezahlssystem, das zusätzliche Angebot von Beratungsleistungen oder auch persönliche oder wirtschaftliche Verbindungen zum Auftraggeber. Nicht alle Aspekte wurden mit Hilfe der formal-theoretischen Arbeiten untersucht; dazu zählen vor allem Normen, deren Befolgung – auch unter dem Aspekt heutiger Corporate Governance – selbstverständlich sein sollte, oder Vorgaben, die sich schlicht

---

<sup>751</sup> Natürlich hat jede wissenschaftliche Abhandlung auch ihre Grenzen: Eine erste Einschränkung ergibt sich aus der formaltheoretischen Modellierung an sich. Hier ist zum einen für die Praxisrelevanz der Ergebnisse die Realitätsnähe der getroffenen Annahmen maßgeblich. Interessantes Detail hierbei ist, dass die in dieser Arbeit verwendeten Accounting-Modelle einige Aspekte der Ratingrealität treffender erfassen als die Gegebenheiten und Zusammenhänge auf dem Prüfungsmarkt. Zum anderen können naturgemäß in einem Modell nicht alle tatsächlichen Umstände vollständig abgebildet werden. Dies gilt für die Modelle sowohl in ihrem originären Kontext als auch bei einer Übertragung auf Ratingagenturen. Eine zweite Einschränkung ergibt sich dadurch, dass eine konkrete Auswahl von Modellen immer auch einer gewissen Subjektivität unterliegt – auch wenn dabei stets der Anspruch bestand, auf Modelle zurückzugreifen, die die tatsächlichen Gegebenheiten und das institutionelle Umfeld beim Rating möglichst treffend widerspiegeln.

nicht formal modellieren lassen. Vertiefende Erkenntnisse konnten dagegen insbesondere über folgende Themen gewonnen werden:

- den Einfluss von (Quasi-)Renten und damit indirekt über das System des zahlenden Emittenten,
- das Ziel, Wettbewerbsstrukturen zu stärken,
- die Einführung von Aufsichts- und Sanktionsmöglichkeiten, von Umsatzgrenzen sowie von externer Rotation,
- die Bemühungen, den aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings zu verringern,
- den Zusammenhang zwischen Unabhängigkeit und Standardisierung/Normierung von Ratingmethoden und -prozessen sowie
- die Trennung von Beratung und Raterstellung.

Da die einzelnen Punkte bereits ausführlich im Rahmen der Zwischenfazite besprochen wurden, wird an dieser Stelle lediglich auf einige übergeordnete Ergebnisse und Schlussfolgerungen eingegangen:

Bei allen vorgestellten Modellen ergeben sich Situationen, die für eine Agentur im Falle einer Weiterbeschäftigung mit finanziellen Vorteilen verbunden sind. Wesentlich ist hierbei, dass es sich für eine Gefährdung der Unabhängigkeit längst nicht nur um Oligopolrenten handeln muss, wie sie auf dem Ratingmarkt noch immer zu erwirtschaften sind, sondern dass bereits Quasirenten ausreichen – welche eben auch auf einem durch die EU-Kommission angestrebten Wettbewerbsmarkt generiert werden können. Mit dem unterschiedlichen Grad an Kapitalmarktorientierung der Modelle verändern sich allerdings die Ursachen für die Entstehung von Quasirenten. Wurden die Reaktionen rationaler Kapitalgeber nicht berücksichtigt, waren Transaktionskosten der Grund für die Quasirenten; wurden sie dagegen berücksichtigt, lag die Ursache in Informationsasymmetrien zwischen Auftraggeber und Agentur einerseits sowie Investoren andererseits begründet. Die Kritik am Bezahlssystem ist den Modellergebnissen nach daher grundsätzlich erst einmal berechtigt, denn unabhängig davon, ob es sich um einen Wettbewerbsmarkt handelt oder nicht, kommt es zu der ein oder anderen Form einer Quasirente, die prinzipiell eine unabhängige Vergabe der Bonitätseinstufung durch die Ratingagenturen zu konterkarieren vermag.

Nicht immer aber können diese finanziellen Vorteile vom Auftraggeber auch für eine glaubwürdige Drohung gegenüber der Agentur genutzt werden, weshalb die Sorge um eine Bedrohung der Unabhängigkeit zumindest in Teilen zu relativieren ist. Nach den im Rahmen dieser Arbeit erfolgten industrieökonomisch-institutionellen Analysen muss für eine Beurteilung vielmehr zwischen den unterschiedlichen Ratingarten differenziert werden, insbesondere zwischen dem klassischen Rating und dem Rating strukturierter Finanzprodukte. Aufgrund einer Reihe von Unterschieden im jeweiligen institutionellen Rahmen können Auftraggeber nur beim Rating von Wiederverbriefungen die finanziellen Vorteile für Zwecke einer glaubwürdigen Drohung nutzen. Beim klassischen Rating dagegen sind die Kräfteverhältnisse in der Auftraggeber-Auftragnehmer-Beziehung klar zugunsten der Agenturen verteilt, weswegen hier (Quasi-)Renten allein nicht ausreichen, um die Unabhängigkeit zu gefährden. Auch konnte gezeigt werden, dass die Anreize zu opportunistischem Verhalten bei strukturierten Finanzprodukten weit stärker ausgeprägt sind als beim klassischen Rating; die Ergebnisse empirischer Studien bestätigen diese Einschätzung.

Aufgrund der Modellergebnisse einerseits und der herausgearbeiteten Unterschiede zwischen den beiden genannten Ratingarten andererseits lautet eine zentrale Handlungsempfehlung aus der vorliegenden Arbeit, den regulativen Prozess stärker als bisher entsprechend der unterschiedlichen Ratingarten auszugestalten, um negative Auswirkungen, vor allem auf das Corporate Bond-Rating, zu vermeiden. Bisher jedoch unterscheiden die Gesetzgeber nur bei der Anwendungspflicht der externen Rotation zwischen den beiden Ratingarten. Die je nach betrachteter Ratingart unterschiedlichen Kräfteverhältnisse zwischen Agenturen und Emittenten spielen jedoch auch bei der Beurteilung weiterer Regulierungskonzepte, bspw. der Trennung von Raterstellung und Beratung, eine wichtige Rolle.

Ein weiterer Aspekt dieser Arbeit, auf den noch einmal explizit eingegangen werden soll, ist die Rolle von Reputation. In vielen Modellen war das Kriterium eines lernenden Kapitalmarkts und im Zuge dessen von Reputation von entscheidender Bedeutung: Je mehr diese in die behandelten Modelle einbezogen wurde, desto weniger waren im Ergebnis regulative Eingriffe nötig, bzw. desto weniger waren die untersuchten Instrumente – etwa die obligatorische Rotation – für eine Stärkung der Unabhängigkeit geeignet. Die disziplinierende Wirkung von Reputation war lange auch das Hauptargument der Agenturen und ihrer Fürsprecher, warum regulative Eingriffe

nicht notwendig seien. Reputation kann grundsätzlich, wie auch die Modellergebnisse zeigen, einen effektiven Mechanismus darstellen und dazu beitragen, die Qualität von Ratings sicherzustellen – insbesondere, wenn man die geringe Anzahl akkreditierter Agenturen, die wiederholte Natur ihrer Handlungen, die unvollständige Information der Akteure sowie die Eigenschaft des Produktes Rating als sogenannte Vertrauensdienstleistung bedenkt. Prinzipiell gehen Agenturen nämlich ein hohes finanzielles Risiko ein, sollten Marktteilnehmer Ratings aufgrund von opportunistischem Verhalten keinen Wert mehr beimessen. Jedoch verschwiegen oder übersahen die Fürsprecher dabei geflissentlich, dass der Ratingmarkt spätestens seit der zwingenden aufsichtsrechtlichen Verwendung und der Schaffung des NRSRO-Status längst durch regulative Eingriffe geprägt ist und in der Theorie funktionierende Zusammenhänge in der Realität eben nicht mehr uneingeschränkt wirken. Deswegen konnten Reputationsmechanismen allein das Versagen der Agenturen in Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten auch nicht verhindern. Das fehlende Haftungsrecht und die mangelnde Aufsicht trugen das Ihrige dazu bei. Damit der Reputationsmechanismus wieder greifen kann, sollte der Fokus der Regulierer daher noch energischer darauf liegen, die Transparenz zu stärken und vor allem den aufsichtsrechtlichen Rückgriff auf Ratings deutlich zu reduzieren.

Von einem institutionellen Umfeld, in dem Reputationsmechanismen wieder effektiv wirken, ist man zum jetzigen Zeitpunkt noch weit entfernt – insbesondere, weil nach übereinstimmender Einschätzung Ratings zumindest mittelfristig eine unverändert zentrale Rolle beim Zugang zu Kapital oder auch bei Portfolio- und Eigenkapitalvorschriften einnehmen. Gleichzeitig aber besitzen einige der verabschiedeten Normen das Potenzial, die Machtposition der Agenturen insgesamt empfindlich zu schwächen – da die Vorschriften meist unabhängig von der jeweiligen Ratingart erlassen werden, also auch gegenüber den Auftraggebern beim klassischen Rating. Bei dieser Ratingart jedoch ist gerade die starke Stellung der Agenturen gegenüber ihren Auftraggebern der Grund, warum die Qualität der Bonitätseinstufungen trotz der finanziellen Anreize hoch war und noch immer ist. Eine Drohung seitens eines Mandanten ist hier eben nicht glaubwürdig, die Unabhängigkeit der Agenturen somit auch nicht gefährdet. Künftig könnte es daher notwendig werden, Ratingagenturen in ein vollumfängliches Qualitätssicherungssystem einzubauen, wie es bei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften seit Langem der Fall ist. Dies ist allerdings – vorerst – nicht

geplant, was sich vor allem auch daran zeigt, dass die EU wie auch die SEC bisher an ihrem Weg festhalten, keinen Einfluss auf Ratingmethoden und -verfahren nehmen zu wollen, also keinerlei Ausbildungs- und fachtechnische Normen zu erlassen. Ebenso ist auch das Thema Haftung aus Sicht der Investoren noch unbefriedigend gelöst. Das jüngste gesetzliche Handeln könnte daher mit negativen Auswirkungen besonders auf die Qualität des klassischen Ratings verbunden sein; positiver stellt sich die Situation beim Rating strukturierter Finanzprodukte dar.

Manche Regulierungsmaßnahmen werden durch die Analysen der vorliegenden Arbeit uneingeschränkt unterstützt, bei anderen hängt die Bewertung davon ab, auf welche Ratingart sich die Anwendungspflicht erstreckt. Die finale – auch modelltheoretische – Evaluierung der Instrumente wie auch die Frage nach einer grundsätzlichen Unabhängigkeitsgefährdung werden jedoch letztlich davon bestimmt, wie sich der Ratingmarkt und die institutionellen Rahmenbedingungen aufgrund der regulativen Eingriffe künftig entwickeln werden, insbesondere wie die Erlasse und Verordnungen die Machtverhältnisse zwischen den Agenturen und den Emittenten verändern. Klar ist schon heute, dass der bisher eingeschlagene regulative Prozess erst am Anfang steht – und es nicht unwahrscheinlich ist, dass sich eine zur Wirtschaftsprüferbranche vergleichbare regulative Dynamik in Gang setzt.

## Literaturverzeichnis

**Acemoglu, Daron; Rogoff, Kenneth S.; Woodford, Michael (Hg.) (2010):** *NBER Macroeconomics Annual 2009*. Chicago, Ill., Bristol: National Bureau of Economic Research; University Presses Marketing.

**Achleitner, Ann-Kristin; Everling, Oliver (Hg.) (2004):** *Handbuch Ratingpraxis*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler.

**Adam, Silke; Quick, Reiner (2010):** Das Going-Concern-Prinzip – Konzeption und praktische Implikationen. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* Jg. 62, H. 3, S. 243-258.

**Alp, Aysun (2013):** Structural Shifts in Credit Rating Standards. In: *The Journal of Finance* Jg. 68, H. 6, S. 2435-2470.

**Arruñada, Benito; Paz-Ares, Cándido (1997):** Mandatory Rotation of Company Auditors: A Critical Examination. In: *International Review of Law and Economics* Jg. 17, H. 1, S. 31-61.

**Baghai, Ramin P.; Servaes, Henri; Tamayo, Ane (2014):** Have Rating Agencies Become More Conservative? Implications for Capital Structure and Debt Pricing. In: *The Journal of Finance* Jg. 69, H. 5, S. 1961-2005.

**Bai, Lynn (2010):** On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry. *Public Law & Legal Theory Research Paper Series No. 10-17*, University of Cincinnati, College of Law, S. 1-78. Online abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1594462>, zuletzt geprüft am 12.11.2016.

**Baker, Kent H.; Mansi, Sattar A. (2002):** Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors. In: *Journal of Business Finance & Accounting* Jg. 29, H. 9-10, S. 1367-1398.

**Ballwieser, Wolfgang (2001):** Die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers - Eine Analyse von Beratungsverbot und externer Rotation. In: Marcus Lutter (Hg.): *Der Wirtschaftsprüfer als Element der Corporate Governance*. Vorträge des 12. Bonner Europa-Symposiums. Düsseldorf: IDW-Verlag, S. 99-115.

**Ballwieser, Wolfgang (2002):** Prüfungslehre. In: Wolfgang Ballwieser, Adolf Gerhard Coenenberg und Klaus von Wysocki (Hg.): *Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung*. 3., überarb. und erw. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 8), S. 1825-1830.

**Ballwieser, Wolfgang (2008):** Entwicklung und Problemfelder von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften. In: Wolfgang Ballwieser und Wolfgang Grewe (Hg.): *Wirtschaftsprüfung im Wandel. Herausforderungen an Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance*; Festgabe 100 Jahre Südtreu, Deloitte, 1907 bis 2007. München: Beck, S. 1-15.

**Ballwieser, Wolfgang; Coenenberg, Adolf Gerhard; Wysocki, Klaus von (Hg.) (2002):** *Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung*. 3., überarb. und erw. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 8).

**Ballwieser, Wolfgang; Grewe, Wolfgang (Hg.) (2008):** *Wirtschaftsprüfung im Wandel. Herausforderungen an Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance*; Festgabe 100 Jahre Südtreu, Deloitte, 1907 bis 2007. München: Beck.

**Bauer, Michael (2004):** *Die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers im Zusammenhang mit dem gleichzeitigen Angebot von Beratungsleistungen beim Prüfungsmandanten - eine empirische Analyse*. Dissertation. Julius-Maximilians-Universität Würzburg, Würzburg.

**Bebczuk, Ricardo N. (2003):** *Asymmetric Information in Financial Markets. Introduction and Applications*. Cambridge, UK, New York: Cambridge University Press.

**Beck, Paul J.; Frecka, Thomas J.; Solomon, Ira (1988a):** A model of the market for MAS and audit services: Knowledge spillovers and auditor-auditee bonding. In: *Journal of Accounting Literature* Jg. 7, H. 1, S. 50-64.

**Beck, Paul J.; Frecka, Thomas J.; Solomon, Ira (1988b):** An empirical analysis of the relationship between MAS Involvement and auditor tenure: Implications for auditor independence. In: *Journal of Accounting Literature* Jg. 7, H. 1, S. 65-84.

**Becker, Bo; Milbourn, Todd (2011):** How did increased competition affect credit ratings? In: *Journal of Financial Economics* Jg. 101, H. 3, S. 493-514.

**Becker, Florian (2010):** Die Regulierung von Ratingagenturen. In: *Der Betrieb*, H. 17, S. 941-945.

**Bedendo, Mascia; Cathcart, Lara; El-Jahel, Lara; Evans, Leo (2013):** The Credit Rating Crisis and the Informational Content of Corporate Credit Ratings. S. 1-45. Online abrufbar unter:  
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.433.4770&rep=rep1&type=pdf>, zuletzt geprüft am 02.11.2016.

**Benmelech, Efraim; Dlugosz, Jennifer (2009):** The alchemy of CDO credit ratings. In: *Journal of Monetary Economics* Jg. 56, S. 617-634.

**Benmelech, Efraim; Dlugosz, Jennifer (2010):** The Credit Rating Crisis. In: Daron Acemoglu, Kenneth S. Rogoff und Michael Woodford (Hg.): *NBER Macroeconomics Annual 2009*. Chicago, Ill., Bristol: National Bureau of Economic Research; University Presses Marketing, S. 161-207.

**Berblinger, Jürgen (1996):** Marktakzeptanz des Rating durch Qualität. In: Hans E. Büschgen (Hg.): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, S. 21-110.

**Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C. (1932):** *The Modern Corporation and Private Property*. Zitiert nach einer Neuauflage von 1967. Rev. ed. New York, NY: Harcourt, Brace & World, Inc.

**Blume, Marshall E.; Lim, Felix; Mackinlay, A. Craig (1998):** The Declining Credit Quality of U.S. Corporate Debt: Myth or Reality? In: *The Journal of Finance* Jg. 53, H. 4, S. 1389-1413.

**Böcking, Hans-Joachim; Locke, Jürgen (1997):** Abschlußprüfung und Beratung. Eine ökonomische Analyse. In: *Die Betriebswirtschaft* Jg. 57, H. 4, S. 461-474.

- Böcking, Hans-Joachim; Orth, Christian (2002):** Beratung und Prüfung, Vereinbarkeit von. In: Wolfgang Ballwieser, Adolf Gerhard Coenenberg und Klaus von Wysocki (Hg.): *Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung*. 3., überarb. und erw. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 8).
- Brunnermeier, Markus K. (2009):** Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. In: *The Journal of Economic Perspectives* Jg. 23, H. 1, S. 77-100.
- Büschgen, Hans E. (Hg.) (1996):** *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler.
- Cameran, Mara; Di Vincenzo, Dino; Merlotti, Emilia (2005):** The Audit Firm Rotation Rule: A Review of the Literature. Working Paper, Bocconi School of Management. Mailand, S. 1-68. Online abrufbar unter: [https://www.researchgate.net/publication/228170451\\_The\\_Audit\\_Firm\\_Rotation\\_Rule\\_A\\_Review\\_of\\_the\\_Literature](https://www.researchgate.net/publication/228170451_The_Audit_Firm_Rotation_Rule_A_Review_of_the_Literature), zuletzt geprüft am 08.11.2016.
- Cantor, Richard (2004):** An introduction to recent research on credit ratings. In: *Journal of Banking & Finance* Jg. 28, H. 11, S. 2565-2573.
- Cantor, Richard; Packer, Frank (1994):** The Credit Rating Industry. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* Jg. 19, H. 2, S. 1-26.
- Chi, Wuchun; Yu, Hung-Chao; Chiu, Shih-Tsung (2004):** Mandatory Rotation and Auditor Independence - An Analysis of Auditor's Reputation Effect. In: *Taiwan Accounting Review* Jg. 5, H. 1, S. 71-104.
- Chiwitt, Ulrich (2014):** Zur Effektivität der Regulierung von Ratingagenturen. In: *Corporate Finance*, H. 9, S. 392-402.
- Church, Bryan K.; Zhang, Ping (2006):** A Model of Mandatory Auditor Rotation. *Rotman School of Management Working Paper No. 07-08*, S. 1-30. Online abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=874884](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=874884), zuletzt geprüft am 31.05.2016.
- Coffee, John C. (2011):** Ratings Reform: The Good, the Bad and the Ugly. *Harvard Business Law Review* Jg. 1, H. 1, S. 231-278.
- Coval, Joshua; Jurek, Jakub; Stafford, Erik (2009):** The Economics of Structured Finance. In: *The Journal of Economic Perspectives* Jg. 23, H. 1, S. 3-26.
- Covitz, Daniel M.; Harrison, Paul (2003):** Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate. Federal Reserve Board, S. 1-25. Online abrufbar unter: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200368/200368pap.pdf>, zuletzt geprüft am 23.10.2016.
- Crouhy, Michel; Galai, Dan; Mark, Robert (2001):** Prototype risk rating system. In: *Journal of Banking & Finance* Jg. 25, H. 1, S. 47-95.
- Darbelay, Aline; Partnoy, Frank (2012):** Credit Rating Agencies and Regulatory Reform. *Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 12-083*, University of San Diego, School of Law, S. 1-28. Online abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2042111>, zuletzt geprüft am 28.08.2016.

- DeAngelo, Linda Elizabeth (1981a):** Auditor Independence, 'Low Balling', and Disclosure Regulation. In: *Journal of Accounting and Economics*, H. 3, S. 113-127.
- DeAngelo, Linda Elizabeth (1981b):** Auditor Size and Audit Quality. In: *Journal of Accounting and Economics*, H. 3, S. 183-199.
- Diamond, Douglas W.; Rajan, Raghuram G. (2009):** The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies. In: *American Economic Review* Jg. 99, H. 2, S. 606-610.
- Dimitrakopoulos, Dimitrios; Spahr, Roland (2004):** Ablauf des Ratingverfahrens bei internationalen Ratingagenturen. In: Ann-Kristin Achleitner und Oliver Everling (Hg.): *Handbuch Ratingpraxis*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 211-221.
- Dimitrov, Valentin; Palia, Darius; Tang, Leo (2015):** Impact of the Dodd-Frank act on credit ratings. In: *Journal of Financial Economics* Jg. 115, H. 3, S. 505-520.
- Doherty, Neil A.; Kartasheva, Anastasia; Phillips, Richard D. (2007):** Does competition improve ratings? S. 1-38. Online abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=967551](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967551), zuletzt geprüft am 02.10.2016.
- Dunmore, Paul V.; Falk, Haim (2001):** Joint provision of audit and non-audit services, audit pricing and auditor independence. Conference paper, S. 1-45. Online abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2681624](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2681624), zuletzt geprüft am 05.07.2016.
- Dye, Ronald A. (1991):** Informationally motivated auditor replacement. In: *Journal of Accounting and Economics* Jg. 14, H. 4, S. 347-374.
- Efing, Matthias; Hau, Harald (2015):** Structured debt ratings: Evidence on conflicts of interest. In: *Journal of Financial Economics* Jg. 116, H. 1, S. 46-60.
- Everling, Oliver (1991):** *Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating*. Wiesbaden: Gabler.
- Everling, Oliver; Leker, Jens; Bielmeier, Stefan (Hg.) (2012):** *Credit Analyst*. 2., aktual. u. grundlegend überarb. Aufl. München: Oldenbourg.
- Ewert, Ralf (1990):** *Wirtschaftsprüfung und asymmetrische Information*. Neuaufl. Berlin etc.: Springer (Heidelberger betriebswirtschaftliche Studien).
- Ewert, Ralf (1993):** Rechnungslegung, Wirtschaftsprüfung, rationale Akteure und Märkte. Ein Grundmodell zur Analyse der Qualität von Unternehmenspublikationen. In: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zfbf)* Jg. 45, H. 9, S. 715-747.
- Ewert, Ralf (1999):** Wirtschaftsprüfung und ökonomische Theorie. - Ein selektiver Überblick -. In: Martin Richter (Hg.): *Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung II. Wirtschaftsprüfung und ökonomische Theorie - Prüfungsmarkt - Prüfungsmethoden - Urteilsbildung*. Berlin: Erich Schmidt, S. 36-99.
- Ewert, Ralf (2002a):** Prüfungstheorie, spieltheoretischer Ansatz. In: Wolfgang Ballwieser, Adolf Gerhard Coenenberg und Klaus von Wysocki (Hg.): *Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung*. 3., überarb. und erw. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 8), S. 1907-1923.

- Ewert, Ralf (2002b):** Unabhängigkeit und Unbefangenheit. In: Wolfgang Ballwieser, Adolf Gerhard Coenenberg und Klaus von Wysocki (Hg.): *Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung*. 3., überarb. und erw. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 8), S. 2386-2395.
- Ewert, Ralf (2003):** Prüfung, Beratung und externe Rotation: Ökonomische Forschungsergebnisse zur aktuellen Regulierungsdebatte im Bereich der Wirtschaftsprüfung. In: *Der Konzern* Jg. 1, H. 8, S. 528-539.
- Ewert, Ralf; Wagenhofer, Alfred (2003):** Aspekte ökonomischer Forschung in der Rechnungslegung und Anwendung auf Ausschüttungsbemessung und Unabhängigkeit des Prüfers. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* Jg. 55, H. 6, S. 603-622.
- Ewert, Ralf (2006):** Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regimes (MARKT/2005/24/F); in Zusammenarbeit mit London Economics. Goethe Universität; Europäische Kommission. Frankfurt am Main [u.a.], S. 1-332. Online abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/auditing/docs/liability/auditors-final-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/liability/auditors-final-report_en.pdf), zuletzt geprüft am 03.10.2016.
- Fama, Eugene F. (1970):** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: *The Journal of Finance* Jg. 25, H. 2, S. 383-417.
- Fama, Eugene F. (1991):** Efficient Capital Markets: II. In: *The Journal of Finance* Jg. 46, H. 5, S. 1575-1617.
- Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C. (1983):** Separation of Ownership and Control. In: *Journal of Law and Economics* Jg. 16, H. 2, S. 301-325.
- Faure-Grimaud, Antoine; Peyrache, Elôic; Quesada, Luécia (2009):** The ownership of ratings. In: *RAND Journal of Economics* Jg. 40, H. 2, S. 234-257.
- Förschle, Gerhart (Hg.) (2004):** *Wirtschaftsprüfung und interne Revision*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft.
- Forster, Josef (2008):** *Essays on the Economics of Credit Rating Agencies and Banking*. Dissertation. Ludwig-Maximilians-Universität, München.
- Fracassi, Cesare; Petry, Stefan; Tate, Geoffrey (2016):** Does rating analyst subjectivity affect corporate debt pricing? In: *Journal of Financial Economics* Jg. 120, H. 3, S. 514-538.
- Freidank, Carl-Christian (2007):** Revisions- und Treuhandbetriebe. In: Freidank, Carl-Christian; Lachnit, Laurenz; Tesch, Jörg (Hg.): *Vahlens Großes Auditing Lexikon*. München: C.H. Beck [u.a.], S. 1167-1171.
- Freidank, Carl-Christian; Lachnit, Laurenz; Tesch, Jörg (Hg.) (2007):** *Vahlens Großes Auditing Lexikon*. München: C.H. Beck [u.a.].
- Frenkel, Sivan (2015):** Repeated Interaction and Rating Inflation: A Model of Double Reputation. In: *American Economic Journal: Microeconomics* Jg. 7, H. 1, S. 250-280.
- Frost, Carol Ann (2007):** Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies. In: *Journal of Accounting, Auditing & Finance* Jg. 22, H. 3, S. 469-492.

**Gawel, Erik (2009):** *Grundzüge der mikroökonomischen Theorie*. 1. Aufl. Lohmar, Köln: Eul (Lehr- und Studienbücher der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 1).

**Gischer, Horst; Herz, Bernhard; Menkhoff, Lukas (2012):** *Geld, Kredit und Banken. Eine Einführung*. 3., aktual. und erw. Aufl. Berlin, Heidelberg: Springer-Verlag (Springer-Lehrbuch).

**Gitzmann, Miles B.; Sen, Pradyot K. (2002):** Improving Auditor Independence Through Selective Mandatory Rotation. In: *International Journal of Auditing* Jg. 6, H. 2, S. 183-210.

**Gorton, Gary (2008):** The Panic of 2007. *NBER Working Paper Series, 14358*, National Bureau of Economic Research, S. 1-91. Cambridge. Online abrufbar unter: <http://www.nber.org/papers/w14358.pdf>, zuletzt geprüft am 18.11.2016.

**Gorton, Gary (2009):** Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007. In: *American Economic Review* Jg. 99, H. 2, S. 567-572.

**Grewe, Till (2008):** *Professional service firms in einer globalisierten Welt. Eine strategische Analyse am Beispiel von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Unternehmensberatungen*. Wiesbaden: Gabler.

**Hachmeister, Dirk (2001):** *Wirtschaftsprüfungsgesellschaften im Prüfungsmarkt. Eine ökonomische Analyse zur Konzentration auf dem Prüfungsmarkt und zur Entwicklung grosser Prüfungsgesellschaften*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel (Betriebswirtschaftliche Abhandlungen. Neue Folge, Bd. 118).

**Hachmeister, Dirk (2008):** Regulierung von Abschlussprüfern und Prüfungsgesellschaften im Spannungsfeld von Qualitätssicherung und Wettbewerb. In: Wolfgang Ballwieser und Wolfgang Grewe (Hg.): *Wirtschaftsprüfung im Wandel. Herausforderungen an Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance*; Festgabe 100 Jahre Südtreu, Deloitte, 1907 bis 2007. München: Beck, S. 55-74.

**Han, Seung Hun; Pagano, Michael S.; Shin, Yoon S. (2012):** Rating Agency Reputation, the Global Financial Crisis, and the Cost of Debt. In: *Financial Management* Jg. 41, H. 4, S. 849-884.

**Herzig, Norbert; Watrin, Christoph (1995):** Obligatorische Rotation des Wirtschaftsprüfers - ein Weg zur Verbesserung der externen Unternehmenskontrolle? In: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zfbf)* Jg. 47, H. 9, S. 775-804.

**Hill, Claire (2004):** Regulating the Rating Agencies. In: *Washington University Law Quarterly* Jg. 82, H. 1, S. 43-94.

**Hill, Claire A. (2009a):** Why Did Anyone Listen to the Rating Agencies after Enron? *Journal of Business and Technology Law* Jg. 4, H. 2, S. 283-294.

**Hill, Claire A. (2009b):** Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities? *University of Pittsburgh Law Review* Jg. 71, H. 3, S. 585-608.

**Horsch, Andreas (2013):** Die neue europäische Ratingverordnung CRA III - eine kritische Bestandsaufnahme. In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* Jg. 66, H. 6, S. 297-300.

**Horsch, Andreas; Meinhövel, Harald; Paul, Stephan (Hg.) (2005):** *Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre*. München: Vahlen (WiSt-Taschenbücher).

**Humphrey, Christopher; Kausar, Asad; Loft, Anne (2011):** Regulating Audit beyond the Crisis: A Critical Discussion of the EU Green Paper. In: *European Accounting Review* Jg. 20, H. 3, S. 431-457.

**Husisian, Gregory (1990):** What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability. In: *Cornell Law Review* Jg. 75, H. 2, S. 411-461.

**Institut der Wirtschaftsprüfer (Hg.) (2006):** *Wirtschaftsprüfer-Handbuch. Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung*. Band I. 13. Aufl. Düsseldorf: IDW-Verlag.

**Jansen, Harald (2005):** Verfügungsrechte und Transaktionskosten. In: Andreas Horsch, Harald Meinhövel und Stephan Paul (Hg.): *Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre*. München: Vahlen (WiSt-Taschenbücher), S. 101-117.

**Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976):** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics* Jg. 3, H. 4, S. 305-360.

**Jeon, Doh-Shin; Lovo, Stefano (2013):** Credit rating industry: A helicopter tour of stylized facts and recent theories. In: *International Journal of Industrial Organization* Jg. 31, H. 5, S. 643-651.

**Kanodia, Chandra; Mukherji, Arijit (1994):** Audit Pricing, Lowballing and Auditor Turnover: A Dynamic Analysis. In: *The Accounting Review* Jg. 69, H. 4, S. 593-615.

**Kley, Christoph R.; Everling, Oliver (2001):** Allgemeine Pflichten von Ratingagenturen (I) – Vorstellung und Kommentierung der Ratinggrundsätze des Rating Cert e.V. –. In: *Finanzbetrieb* Jg. 3, H. 3, S. 172-176.

**Krahn, Jan Pieter; Weber, Martin (2001):** Generally accepted rating principles: A primer. In: *Journal of Banking & Finance* Jg. 25, H. 1, S. 3-23.

**Lagner, Thomas; Knyphausen-Aufseß, Dodo (2012):** Rating Agencies as Gatekeepers to the Capital Market: Practical Implications of 40 Years of Research. In: *Financial Markets, Institutions & Instruments* Jg. 21, H. 3, S. 157-202.

**Lange, Stefan (1994):** *Die Kompatibilität von Abschlussprüfung und Beratung. Eine ökonomische Analyse*. Frankfurt am Main, New York: Lang (Betriebswirtschaftliche Studien Rechnungs- und Finanzwesen, Organisation und Institution, Bd. 21).

**Lee, Chi-Wen Jevons; Gu, Zhaoyang (1998):** Low Balling, Legal Liability and Auditor Independence. In: *The Accounting Review* Jg. 73, H. 4, S. 533-555.

**Leffson, Ulrich (1988):** *Wirtschaftsprüfung*. 4. Aufl. Wiesbaden: Gabler.

**Li, Joanne; Shin, Yoon S.; Moore, William T. (2006):** Reactions of Japanese markets to changes in credit ratings by global and local agencies. In: *Journal of Banking & Finance* Jg. 30, H. 3, S. 1007-1021.

**Lutter, Marcus (Hg.) (2001):** *Der Wirtschaftsprüfer als Element der Corporate Governance*. Vorträge des 12. Bonner Europa-Symposiums. Düsseldorf: IDW-Verlag.

- Magee, Robert P.; Tseng, Mei-Chiun (1990):** Audit Pricing and Independence. In: *The Accounting Review* Jg. 65, H. 2, S. 315-336.
- Mählmann, Thomas (2010):** Kreditverbriefungen und die Subprime-Krise: Der Zusammenbruch des Marktes für ABS-CDOs. In: *Die Betriebswirtschaft* Jg. 70, H. 5, S. 405-423.
- Mählmann, Thomas (2011):** Is There a Relationship Benefit in Credit Ratings? In: *Review of Finance* Jg. 15, H. 3, S. 475-510.
- Marten, Kai-Uwe (1994):** *Der Wechsel des Abschlussprüfers - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung des Prüfungsmarktes -*. Düsseldorf: IDW-Verlag.
- Marten, Kai-Uwe; Quick, Reiner; Ruhnke, Klaus (2015):** *Wirtschaftsprüfung. Grundlagen des betriebswirtschaftlichen Prüfungswesens nach nationalen und internationalen Normen*. 5., überarb. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Matthies, Alexander B. (2013):** Empirical Research on Corporate Credit-Ratings: A Literature Review. *SFB 649 Discussion Paper 2013-003*, Humboldt-Universität zu Berlin, Berlin, S. 1-26. Online abrufbar unter: <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-649-papers/2013-3/PDF/3.pdf>, zuletzt geprüft am 02.10.2016.
- Meinhövel, Harald (2005):** Grundlagen der Principal-Agenten-Theorie. In: Andreas Horsch, Harald Meinhövel und Stephan Paul (Hg.): *Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre*. München: Vahlen (WiSt-Taschenbücher), S. 65-80.
- Meyer-Parpart, Wolfgang (1996):** Ratingkriterien für Unternehmen. In: Hans E. Büschgen (Hg.): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, S. 111-173.
- Möllers, Thomas M. J. (2009):** Regulierung von Ratingagenturen. Das neue europäische und amerikanische Recht - Wichtige Schritte oder viel Lärm um Nichts? In: *Juristen Zeitung* Jg. 64, H. 18, S. 861-916.
- Monro-Davies, Robin (1996):** Die Bonitätsbewertung von Banken. In: Hans E. Büschgen (Hg.): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, S. 175-218.
- Mukhopadhyay, Bappaditya (2004):** Moral Hazard with Rating Agency: An Incentive Contracting Approach. In: *Annals of Economics and Finance* Jg. 5, H. 2, S. 313-333.
- Naumann, Klaus-Peter (2006):** Abschnitt A: Der Beruf des Wirtschaftsprüfers. In: Institut der Wirtschaftsprüfer (Hg.): *Wirtschaftsprüfer-Handbuch. Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung*. Band I. 13. Aufl. Düsseldorf: IDW-Verlag, S. 1-197.
- Naumann, Klaus-Peter; Herkendell, Anja (2014):** Regulierung der Abschlussprüfung - Update zum aktuellen Stand der Diskussion in Brüssel. In: *Die Wirtschaftsprüfung* Jg. 67, H. 4, S. 177-182.
- Niehus, Rudolf J. (2008):** Der Wechsel des Abschlussprüfers – Faktum oder Farce? In: Wolfgang Ballwieser und Wolfgang Grewe (Hg.): *Wirtschaftsprüfung im Wandel. Herausforderungen an Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance*; Festgabe 100 Jahre Südtreu, Deloitte, 1907 bis 2007. München: Beck, S. 141-172.

- Ostrowski, Markus (2003):** *Kapitalmarkt und Wirtschaftsprüfer. Eine empirische Analyse der Wahl des Prüfers bei IPO-Unternehmen und der Kapitalmarktreaktionen auf die Prüferwahl.* Frankfurt am Main, New York: P. Lang (Schriften zu Theorie und Praxis der Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung, Bd. 1).
- Ostrowski, Markus; Söder, Björn H. (1999):** Der Einfluss von Beratungsaufträgen auf die Unabhängigkeit des Jahresabschlussprüfers. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* Jg. 51, H. 5, S. 554-564.
- Otte, Max (2009):** Die Finanzkrise und das Versagen der modernen Ökonomie. In: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, Hg. v. Bundeszentrale für politische Bildung, H. 52/2009, S. 9-16.
- Pagano, Marco; Immordino, Giovanni (2007):** Optimal Regulation of Auditing. In: *CE/Sifo Economic Studies* Jg. 53, H. 3, S. 363-388.
- Partnoy, Frank (1999):** The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down For The Credit Rating Agencies. In: *Washington University Law Quarterly* Jg. 77, H. 3, S. 619-715.
- Partnoy, Frank (2001):** The Paradox of Credit Ratings. *Law and Economics Research Paper, No. 20*, University of San Diego, School of Law, S. 1-22. Online abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=285162](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285162), zuletzt geprüft am 05.11.2016.
- Partnoy, Frank (2006):** How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers. *Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 07-46*, University of San Diego, School of Law, S. 59-102. Online abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=900257>, zuletzt geprüft am 20.07.2016.
- Partnoy, Frank (2009a):** Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis. *Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09-015*, University of San Diego, School of Law, S. 1-17. Online abrufbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1430653](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1430653), zuletzt geprüft am 13.11.2016.
- Partnoy, Frank (2009b):** Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 09-014*, University of San Diego, School of Law, S. 1-20. Online abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1430608>, zuletzt geprüft am 13.11.2016.
- Paulitschek, Patrick (2007):** *Aufsicht über den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland – Eine agencytheoretische Analyse –.* Dissertation. Universität Ulm, Ulm.
- Poon, Winnie P.H. (2003):** Are unsolicited credit ratings biased downward? In: *Journal of Banking & Finance* Jg. 27, H. 4, S. 593-614.
- Pott, Christiane; Mock, Theodore J.; Watrin, Christoph (2009):** Review of empirical research on rotation and non-audit services: auditor independence in fact vs. appearance. In: *Journal für Betriebswirtschaft* Jg. 58, H. 4, S. 209-239.

- Quick, Reiner (2002):** Abschlussprüfung und Beratung. Zur Vereinbarkeit mit der Forderung nach Urteilsfreiheit. In: *Die Betriebswirtschaft* Jg. 62, H. 6, S. 622-643.
- Quick, Reiner (2004):** Externe Pflichtrotation. Eine adäquate Maßnahme zur Stärkung der Unabhängigkeit des Abschlussprüfers? In: *Die Betriebswirtschaft* Jg. 64, H. 4, S. 487-508.
- Quick, Reiner (2006):** Prüfung, Beratung und Unabhängigkeit des Abschlussprüfers – Eine Analyse der neuen Unabhängigkeitsnormen des HGB im Lichte empirischer Forschungsergebnisse. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* Jg. 58, H. 1, S. 42-61.
- Randow, Philipp von (1996):** Rating und Regulierung. In: Hans E. Büschgen (Hg.): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, S. 543-576.
- Richter, Malte (2008):** *Die Verwendung von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarkts. Eine vergleichende Untersuchung nach US-amerikanischem und deutschem Recht*. Dissertation. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Frankfurt am Main [u.a.].
- Richter, Martin (Hg.) (1999):** *Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung II. Wirtschaftsprüfung und ökonomische Theorie - Prüfungsmarkt - Prüfungsmethoden - Urteilsbildung*. Berlin: Erich Schmidt.
- Richter, Martin; Frey, Gerd (Hg.) (2002):** *Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung III. Entwicklungstendenzen - Corporate Governance - E-Commerce*. Berlin: Erich Schmidt.
- Rieg, Robert (2004):** Rating - objektive Urteile oder rituelle Orakelsprüche. In: *BC - Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling* Jg. 28, H. 3, S. 57-60.
- Rödl, Bernd; Keller, Bernd (2004):** Betriebswirtschaftliche Prüfung und Beratung. In: Gerhart Förtschle (Hg.): *Wirtschaftsprüfung und interne Revision*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft, S. 652-666.
- Rosenbaum, Jens (2009):** *Der politische Einfluss von Rating-Agenturen*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften / GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.
- Ruhnke, Klaus (2000):** *Normierung der Abschlussprüfung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag (Betriebswirtschaftliche Abhandlungen, N.F., Bd. 115).
- Sattler, Matthias (2011):** *Vereinbarkeit von Abschlussprüfung und Beratung*. Wiesbaden: Gabler Verlag / Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, Wiesbaden.
- Schindler, Joachim; Rosin, Udo (2001):** Die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers nach Deutschem und Amerikanischem Recht – insbesondere: Beratungsverbot und Rotation –. In: Marcus Lutter (Hg.): *Der Wirtschaftsprüfer als Element der Corporate Governance*. Vorträge des 12. Bonner Europa-Symposiums. Düsseldorf: IDW-Verlag, S. 117-133.
- Schmidt, Stefan (2004):** Tätigkeitsfelder der prüfenden Berufe. In: Gerhart Förtschle (Hg.): *Wirtschaftsprüfung und interne Revision*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft, S. 198-335.
- Schneider, Arnold; Church, Bryan K.; Ely, Kirsten M. (2006):** Non-Audit Services and Auditor Independence: A Review of the Literature. In: *Journal of Accounting Literature* Jg. 25, S. 169-211.

- Serfling, Klaus; Badack, Elke; Jeiter, Vera (1996):** Möglichkeiten und Grenzen des Credit Rating. In: Hans E. Büschgen (Hg.): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, S. 629-655.
- Sichtmann, Jens (2004):** *Ratinggeschäftsfeldverflechtungen als Wettbewerbsstrategie. Eine theoretische Analyse durch Verflechtungen beeinflussbarer wettbewerbsvorteilsrelevanter Faktoren*. 1. Aufl. Göttingen: Cuvillier.
- Simon, Daniel T.; Francis, Jere R. (1988):** The Effects of Auditor Change on Audit Fees: Tests of Price Cutting and Price Recovery. In: *The Accounting Review* Jg. 63, H. 2, S. 255-269.
- Sinn, Hans-Werner (2010):** *Kasino-Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*. Vollst. aktual. Ausgabe, 1. Aufl. Berlin: Ullstein.
- Skreta, Vasiliki; Veldkamp, Laura (2009):** Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation. In: *Journal of Monetary Economics* Jg. 56, H. 5, S. 678-695.
- Smith, Adam (1776):** *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Zitiert nach einer Neuauflage von 1975. London: J.M. Dent & Sons LTD.
- Spremann, Klaus (1990):** Asymmetrische Information. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* Jg. 60, H. 5/6, S. 561-586.
- Stackelberg, Heinrich von (1951):** *Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre*. 2. Aufl. Tübingen, Zürich: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck).
- Staikouras, Panagiotis K. (2012):** A Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats. In: *Financial Markets, Institutions & Instruments* Jg. 21, H. 2, S. 71-155.
- Stefani, Ulrike (2002a):** Vorgehen und Probleme bei Anwendung formalanalytischer Forschungsmethoden im Prüfungswesen. In: Martin Richter und Gerd Frey (Hg.): *Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung III. Entwicklungstendenzen - Corporate Governance - E-Commerce*. Berlin: Erich Schmidt, S. 209-246.
- Stefani, Ulrike (2002b):** *Abschlussprüfung, Unabhängigkeit und strategische Interdependenzen. Eine ökonomische Analyse institutioneller Reformen zur Steigerung der Prüfungsqualität*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Steiner, Manfred; Heinke, Volker G. (1996):** Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie. In: Hans E. Büschgen (Hg.): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, S. 579-628.
- Steinkamp, Oliver (2012):** Kreditverbriefung. In: Oliver Everling, Jens Leker und Stefan Bielmeier (Hg.): *Credit Analyst*. 2., aktual. u. grundlegend überarb. Aufl. München: Oldenbourg, S. 333-353.
- Strobl, Günther; Xia, Han (2012):** The Issuer-Pays Rating Model and Ratings Inflation: Evidence from Corporate Credit Ratings. Online abrufbar unter: <http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/fileDownload.do?goid=000000401336AB4>, zuletzt geprüft am 02.09.2016.
- Strier, Franklin (2008):** Rating the Raters: Conflicts of Interest in the Credit Rating Firms. In: *Business and Society Review*, Jg. 113, H. 4, S. 533-553.

- Summer, Martin (1998):** Does Mandatory Rotation Enhance Auditor Independence? In: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften* Jg. 118, H. 3, S. 327-359.
- Szczesny, Andrea (2003):** *Risikoindikatoren, Rating und Ausfallwahrscheinlichkeit im Kreditgeschäft*. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verlag-Ges. (Schriftenreihe des ZEW, Bd. 67).
- Teoh, Siew Hong; Wong, T. J. (1993):** Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient. In: *The Accounting Review* Jg. 68, H. 2, S. 346-366.
- Turpen, Richard A. (1990):** Differential Pricing on Auditors' Initial Engagements: Further Evidence. In: *Auditing* Jg. 9, H. 2, S. 60-76.
- Utzig, Siegfried (2010):** The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective. *ADB Working Paper Series Nr. 188*. Hg. v. ADBI Institute Tokio, Japan, S. 1-22. Online abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1592834](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1592834), zuletzt geprüft am 09.11.2016.
- Wagenhofer, Alfred; Ewert, Ralf (2015):** *Externe Unternehmensrechnung*. 3., aktual. Aufl. 2015. Berlin: Gabler (Springer-Lehrbuch).
- Watkins, Ann L.; Hillison, William; Morecroft, Susan E. (2004):** Audit Quality: A synthesis of theory and empirical evidence. In: *Journal of Accounting Literature* Jg. 23, H. 1, S. 153-193.
- Watts, Ross L.; Zimmermann, Jerold L. (1979):** The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. In: *The Accounting Review* Jg. 54, H. 2, S. 273-305.
- Watts, Ross L.; Zimmermann, Jerold L. (1980):** The Markets for Independence and Independent Auditors. *Working Paper Series Nr. GPB 80-10*, University of Rochester, Graduate School of Management, S. 1-50. Online abrufbar unter: <https://urresearch.rochester.edu/institutionalPublicationPublicView.action?institutionalItemId=4475>, zuletzt geprüft am 13.11.2016.
- White, Lawrence J. (2001):** The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis. *NYU Center for Law and Business Research Paper, No 01-001*, New York, S. 1-38. Online abrufbar unter: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=267083](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267083), zuletzt geprüft am 13.11.2016.
- White, Lawrence J. (2007):** A New Law for the Bond Rating Industry. In: *Regulation*, Spring 2007, S. 48-52.
- White, Lawrence J. (2010):** The Credit Rating Agencies. In: *Journal of Economic Perspectives* Jg. 24, H. 2, S. 211-226.
- Wieben, Hans-Jürgen (2004):** *Credit Rating und Risikomanagement. Vergleich und Weiterentwicklung der Analysekonzepte*. 1. Aufl. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verlag.
- Wiemann, Daniela (2011):** *Der Zusammenhang von Prüfungsqualität und Mandatsdauer des Abschlussprüfers. Eine empirische Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der Bilanzpolitik beim Mandanten*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler Verlag.

**Winkler, Britta (2006):** *Glaubwürdigkeit des Berufsstandes der Wirtschaftsprüfer, Stärkung durch verschiedene Regelungsmechanismen.* Dissertation. Carl von Ossietzky Universität, Oldenburg.

**Zimmermann, Ruth-Caroline (2008):** *Abschlussprüfer und Bilanzpolitik der Mandanten. Eine empirische Analyse des deutschen Prüfungsmarktes.* 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler / GWV Fachverlage, Wiesbaden.

## Rechtsprechungsverzeichnis

**Bundesgerichtshof (BGH)**, *Abschlußprüfung und Steuerberatung durch denselben Wirtschaftsprüfer grundsätzlich zulässig*, Urteil vom 21. April 1997, Aktenzeichen II ZR 317/95. In: *Der Betrieb* (1997), Jg. 50, H. 27-28, S. 1394-1396.

**Bundesverfassungsgericht (BVerfG)**, *Sozietätsverbot zwischen Anwaltsnotaren und Wirtschaftsprüfern*, Beschluss des Ersten Senats vom 08. April 1998, Aktenzeichen 1 BvR 1773/96 - Rn. (1-74). In: *Betriebs-Berater* (1998), Jg. 53, H. 27, S. 1379-1383.

## Quellenverzeichnis

**Aktiengesetz (AktG)** vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 5 des Gesetzes vom 10. Mai 2016 (BGBl. I S. 1142) geändert worden ist.

**Bilanzrichtliniengesetz (1985)**, Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebenten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechtes (Bilanzrichtliniengesetz) vom 19. Dezember 1985 (BGBl. I S. 2355; BGBl. III 7623-3).

**Bank for International Settlements (2016)**, Summary of debt securities outstanding. Online abrufbar unter: <http://www.bis.org/statistics/c1.pdf>, zuletzt geprüft am 15.09.2016.

**Bundesverband der Ratinganalysten e.V. (o.J.)**, Code of Conduct. Online abrufbar unter: <http://bdra.de/berufsordnung/>, zuletzt geprüft am 21.07.2016.

**Credit Rating Agency Reform Act (2006)**, Public Law: 109–291 (09/29/2006). Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/ocr/cra-reform-act-2006.pdf>, zuletzt geprüft am 10.07.2016.

**Deloitte & Touche Wirtschaftsprüfungsgesellschaft GmbH (2014)**, Geschäftsbericht 2013/2014. Online abrufbar unter: [http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/about-deloitte/geschaeftsbericht\\_deloittegruppe\\_2013\\_2014.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/about-deloitte/geschaeftsbericht_deloittegruppe_2013_2014.pdf), zuletzt geprüft am 09.07.2016.

**Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010)**, Public Law No: 111-203 (07/21/2010). Online abrufbar unter: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>, zuletzt geprüft am 17.10.2016.

**ESMA (2013)**, Reference document 2013/1933, CRAs' Market share calculation according to Article 8d of the CRA Regulation. Online abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma\\_cra\\_market\\_share\\_calculation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_cra_market_share_calculation.pdf), zuletzt geprüft am 12.05.2016.

**ESMA (2015a)**, Annual report 2015/280, ESMA supervision of Credit Rating Agencies and Trade Repositories. Online abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?ref=2015/280>, zuletzt geprüft am 07.07.2016.

**ESMA (2015b)**, Reference document 2015/1879, Competition and choice in the credit rating industry, Market share calculation required by Article 8d of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies as amended. Online abrufbar unter: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1879\\_esma\\_cra\\_market\\_share\\_calculation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1879_esma_cra_market_share_calculation.pdf), zuletzt geprüft am 12.05.2016.

**ESMA (2016)**, Annual report 2016/234, ESMA supervision of Credit Rating Agencies and Trade Repositories. Online abrufbar unter:  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-234\\_esma\\_2015\\_annual\\_report\\_on\\_supervision\\_and\\_2016\\_work\\_plan.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-234_esma_2015_annual_report_on_supervision_and_2016_work_plan.pdf), zuletzt geprüft am 12.07.2016.

**EG-Richtlinie (1984)**, Achte Richtlinie des Rates vom 10. April 1984 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über die Zulassung der mit der Pflichtprüfung der Rechnungslegungsunterlagen beauftragten Personen (84/253/EWG). In: Amtsblatt Nr. L 126/20 vom 12.05.1984, S. 20-26.

**EG-Richtlinie (2006)**: Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 84/253/EWG des Rates. In: Amtsblatt Nr. L 157/87 vom 09.06.2006, S. 87-107.

**Europäische Kommission (2002)**, Empfehlung der Kommission vom 16. Mai 2002, Unabhängigkeit des Abschlussprüfers in der EU – Grundprinzipien (2002/590/EC). In: Amtsblatt Nr. L 191/22 vom 19.07.2002, S. 22-57.

**Europäische Kommission (2005)**, Communication from the Commission on Credit Rating Agencies, 2005/11990, Dezember 2005. Online abrufbar unter:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/communication\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/communication_en.pdf), zuletzt geprüft am 22.09.2016.

**Europäische Kommission (2008a)**, Role of Credit Rating Agencies, ESME's report to the European Commission, Juni 2008. Online abrufbar unter:  
[http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/report_040608_en.pdf), zuletzt geprüft am 21.09.2016.

**Europäische Kommission (2008b)**, Impact Assessment, Studie vom 12. November 2008. Online abrufbar unter:  
[http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/impact\\_assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/impact_assessment_en.pdf), zuletzt geprüft am 03.11.2016.

**Europäische Kommission (2010a)**, Grünbuch ‚Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise‘ vom 13. Oktober 2010. Online abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0561:FIN:DE:PDF>, zuletzt geprüft am 10.07.2016.

**Europäische Kommission (2010b)**, Pressemitteilung (IP/10/1471) vom 5. November 2010. Online abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-10-1471\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-1471_de.htm), zuletzt geprüft am 24.09.2016.

**Europäische Kommission (2010c)**, Public Consultation on Credit Rating Agencies vom 05. November 2010. Online abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf), zuletzt geprüft am 07.07.2016.

**Europäische Kommission (2011a)**, Protokoll des Roundtable on Credit Rating Agencies vom 06. Juli 2011. Online abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/roundtable\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/roundtable_en.pdf), zuletzt geprüft am 11.07.2016.

**Europäische Kommission (2011b)**, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen vom 15. November 2011. Online abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/COM\\_2011\\_747\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_de.pdf) zuletzt geprüft am 10.11.2016.

**Europäische Kommission (2011c)**, Pressemitteilung (IP/11/1480) vom 30. November 2011. Online abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-11-1480\\_de.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1480_de.htm?locale=en), zuletzt geprüft am 11.07.2016.

**Europäische Kommission (2011d)**, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse. Online abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/auditing/docs/reform/COM\\_2011\\_779\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/auditing/docs/reform/COM_2011_779_de.pdf), zuletzt geprüft am 08.07.2016.

**Europäische Kommission (2013a)**, Pressemitteilung (IP/13/555) vom Juni 2013. Online abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-555\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-555_de.htm), zuletzt geprüft am 04.07.2016.

**Europäische Kommission (2013b)**, MEMO/13/571 vom 18. Juni 2013. Online abrufbar unter: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-571\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm), zuletzt geprüft am 17.08.2016.

**Europäische Kommission (2014)**, Bericht der Kommission an den Rat und das europäische Parlament über die Realisierbarkeit eines Netzes kleinerer Ratingagenturen vom 5. Mai 2014. Online abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0248&from=DE>, zuletzt geprüft am 12.5.2016.

**Europäische Kommission (2015)**, Liste der registrierten und zertifizierten Ratingagenturen (2015/C 33/04). Online abrufbar unter: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015XC0131\(02\)&from=DE](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015XC0131(02)&from=DE), zuletzt geprüft am 02.10.2016.

**Europäische Kommission (2016a)**, Study on the State of the Credit Rating Market-Final Report – Executive Summary (MARKT/2014/257/F4/ST/OP), Bericht vom Januar 2016. Online abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/160101-study-executive-summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/160101-study-executive-summary_en.pdf), zuletzt geprüft am 12.05.2016.

**Europäische Kommission (2016b)**, Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über Alternativen zu externen Ratings, die Situation am Ratingmarkt, Wettbewerb und Unternehmensführung in der Ratingbranche, die Situation am Markt für Ratings strukturierter Finanzinstrumente und die Realisierbarkeit einer Europäischen Ratingagentur vom 19. Oktober 2016. Online abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0664&from=DE>, zuletzt geprüft am 12.11.2016.

**EU-Richtlinie (2013)**: Richtlinie 2013/14/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Richtlinie 2003/41/EG über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge, der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds im Hinblick auf übermäßigen Rückgriff auf Ratings. In: Amtsblatt EU Nr. L 145/1 vom 31.05.2013, S. 1-3.

**EU-Richtlinie (2014)**: Richtlinie 2014/56/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen. In: Amtsblatt EU Nr. L 158/196 vom 27.05.2014, S. 196-226.

**Fitch (2016)**, Statement on Definition of Ancillary Business. Online abrufbar unter: <https://www.fitchratings.com/site/ethics/ancillarybusiness>, zuletzt geprüft am 28.09.2016.

**Froeba, Mark (2010)**, Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), Hearings & Testimony, “Credibility of Credit Ratings, the Investment Decisions Made Based on those Ratings, and the Financial Crisis.” am 02. Juni 2010. Online abrufbar unter: [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-testimony/2010-0602-Froeba.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0602-Froeba.pdf), zuletzt geprüft am 23.04.2016.

**Lev, Baruch (2002)**, Testimony before the House of Representatives Committee on Energy and Commerce, “The Reform of Corporate Reporting and Auditing“ am 06. Februar 2002. Online abrufbar unter: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107hrg77986/html/CHRG-107hrg77986.htm>, zuletzt geprüft am 16.09.2016.

**Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)** vom 27. April 1998, BGBl. Jahrgang 1998 Teil I Nr. 24, S. 786-794.

**Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz – BilMoG)** vom 25. Mai 2009, BGBl. Jahrgang 2009 Teil I Nr. 27, S. 1102-1137.

**Handelsgesetzbuch (HGB)**, Gesetz vom 10. Mai 1897 (RGL. I S. 219), in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das durch Artikel 5 des Gesetzes vom 5. Juli 2016 (BGBl. I S. 1578) geändert worden ist.

**Kolchinsky, Eric (2010)**, Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), Hearings & Testimony, “Credibility of Credit Ratings, the Investment Decisions Made Based on those Ratings, and the Financial Crisis.” am 02. Juni 2010. Online abrufbar unter: [http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-testimony/2010-0602-Kolchinsky.pdf](http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0602-Kolchinsky.pdf), zuletzt geprüft am 08.09.2016.

**Levin, Carl/Coburn, Tom (2011)**, Memorandum before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. “Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse” vom 23. April 2011. Online abrufbar unter: [http://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/Financial\\_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf?attempt=2](http://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf?attempt=2), zuletzt geprüft am 18.11.2016.

**Moody’s (2006)**, Annual Report 2006. Online abrufbar unter: [http://s21.q4cdn.com/431035000/files/doc\\_financials/annual/1001187669.pdf](http://s21.q4cdn.com/431035000/files/doc_financials/annual/1001187669.pdf), zuletzt geprüft am 26.09.2016.

**Moody’s (2008)**, Special Comment: Structured Finance Rating Transitions: 1983-2007. Online abrufbar unter: <https://www.moody.com/sites/products/DefaultResearch/2007000000475384.pdf>, zuletzt geprüft am 10.05.2016.

**Moody’s (2012)**, Policy for Ancillary and Other Permissible Services. Online abrufbar unter: [https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/Compliance/9-9-2011/SP13347\\_Policy%20for%20Ancillary%20and%20Other%20Permissible%20Services.pdf](https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/Compliance/9-9-2011/SP13347_Policy%20for%20Ancillary%20and%20Other%20Permissible%20Services.pdf), zuletzt geprüft am 02.10.2016.

**Müller, Herbert; Pfitzer, Norbert (2002)**, Neue Rahmenbedingungen für die Wirtschaftsprüfung. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29. April 2002, Seite 25. Online abrufbar unter: <http://www.genios.de/presse-archiv/artikelzw/FAZ/20020429/neue-rahmenbedingungen-fuer-die-wir/FD1200204291394766.html>, zuletzt geprüft am 23.04.2016.

**International Federation of Accountants (2013)**, Handbook of the Code of Ethics for Professional Accountants. Online abrufbar unter: <https://www.ifac.org/publications-resources/2013-handbook-code-ethics-professional-accountants>, zuletzt geprüft am 10.09.2016.

**International Monetary Fund (2009)**, Global Financial Stability Report October 2009. Online abrufbar unter: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/text.pdf>, zuletzt geprüft am 10.07.2015.

**IOSCO (2004)**, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Online abrufbar unter: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, zuletzt geprüft am 15.07.2016.

**IOSCO (2013)**, Reference 2013/GM/GS/G20/72 vom 15. April 2013. Online abrufbar unter: [http://www.iosco.org/library/briefing\\_notes/pdf/IOSCOBN01-13.pdf](http://www.iosco.org/library/briefing_notes/pdf/IOSCOBN01-13.pdf), zuletzt geprüft am 09.07.2016.

**O.V.:** ‚Euro-Staaten wollen Rating-Agenturen bestrafen‘. In: Spiegel Online vom 03. März 2010. Online abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,druck-681404,00.html>, zuletzt geprüft am 28.09.2016.

**O.V.:** ‚Warum Rating-Agenturen verramscht werden müssen‘. In: Spiegel Online vom 05. Mai 2010. Online abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,druck-692607,00.html>, zuletzt geprüft am 28.09.2016.

**O.V.:** ‚Rating-Riese zerpflückt Rettungsplan für Griechenland‘. In: Spiegel Online vom 04. Juli 2011. Online abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,druck-772118,00.html>, zuletzt geprüft am 28.09.2016.

**O.V.:** ‚Deutsche Banken meutern gegen S&P‘. In: manager magazin online vom 16. August 2012. Online abrufbar unter: <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/banken/a-850432.html>, zuletzt geprüft am 13.11.2016.

**O.V.:** ‚Standard & Poor's erstmals für irreführende Ratings verurteilt‘. In: Süddeutsche Zeitung online vom 05. November 2012. Online abrufbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/praezedenzfall-standard-poors-erstmalis-fuer-irrefuehrende-ratings-verurteilt-1.1513997>, zuletzt geprüft am 02.10.2016.

**O.V.:** The 2014 Big Four Firms Performance Analysis (2014). Online abrufbar unter: <http://www.big4.com/wp-content/uploads/2015/01/The-2014-Big-Four-Firms-Performance-Analysis-Big4.com-Jan-2015.pdf>, zuletzt geprüft am 03.07.2015.

**Plendl (2009)**. Online abrufbar unter: <http://www.bwl.uni-muenchen.de/personen/emerprof/ballwieser/download/plendl.pdf>, zuletzt geprüft am 07.07.2016.

**SIFMA (2008)**, ESF Securitisation Data Report Q4:2008. Online abrufbar unter: <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=19918>, zuletzt geprüft am 23.10.2016.

**Standard & Poor's (2015)**, Standard & Poor's Ratings Services U.S. Ratings Fees Disclosure. Online abrufbar unter: [http://www.standardandpoors.com/en\\_US/delegate/getPDF?articleId=1630760&type=COMMENTS&subType=REGULATORY](http://www.standardandpoors.com/en_US/delegate/getPDF?articleId=1630760&type=COMMENTS&subType=REGULATORY), zuletzt geprüft am 23.09.2016.

**Sarbanes-Oxley Act (2002)**: An Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes, Public Law 107–204. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>, zuletzt geprüft am 10.07.2016.

**U.S. GAO (2003)**: United States General Accounting Office, Report to the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the House Committee on Financial Services; Public Accounting Firms: Required Study on the Potential Effects of Mandatory Audit Firm Rotation. Online abrufbar unter: <http://www.gao.gov/new.items/d04216.pdf>, zuletzt geprüft am 15.04.2016.

**U.S. Senate (2002)**: Hearing before the Committee on Governmental Affairs, Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies. Online abrufbar unter: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107shrg79888/pdf/CHRG-107shrg79888.pdf>, zuletzt geprüft am 13.09.2016.

**SEC (1994)**, Release Nos. 33-7085; 34-34616; IC-20508; International Series Release No. 706, File No. S7-23-94. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/rules/concept/34-34616.pdf>, zuletzt geprüft am 22.06.2016.

**SEC (2003a)**, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, zuletzt geprüft am 09.07.2016.

**SEC (2003b)**, Final Rule, Release No. 33-8183. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/rules/final/33-8183.htm>, zuletzt geprüft am 09.08.2016.

**SEC (2008)**, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, 08. Juli 2008. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, zuletzt geprüft am 24.07.2016.

**SEC (2009a)**, Speech of Commissioner Kathleen L. Casey of the U.S. Securities and Exchange Commission, In Search of Transparency, Accountability, and Competition: The Regulation of Credit Rating Agencies, 06. Februar 2009. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/news/speech/2009/spch020609klc.htm>, zuletzt geprüft am 24.07.2016.

**SEC (2009b)**, Release No. 34-59342; File No. S7-13-08. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>, zuletzt geprüft am 16.07.2016.

**SEC (2011)**, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0111.pdf>, zuletzt geprüft am 22.06.2016.

**SEC (2015)**, Office of Credit Ratings. Online abrufbar unter: <https://www.sec.gov/ocr>, zuletzt geprüft am 04.07.2016.

**Verordnung (EG) Nr. 1060/2009** des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen. In: Amtsblatt EU Nr. L 302/1 vom 17.11.2009, S. 1-31.

**Verordnung (EU) Nr. 513/2011** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. In: Amtsblatt EU Nr. L 145/30 vom 31.05.2011, S. 30-56.

**Verordnung (EU) Nr. 462/2013** des europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. In: Amtsblatt EU Nr. L 146/1 vom 31.05.2013, S. 1-33.

**Verordnung (EU) Nr. 537/2014** des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse und zur Aufhebung des Beschlusses 2005/909/EG der Kommission. In: Amtsblatt EU Nr. L 158/77 vom 27.05.2014, S. 77-112.

**WPK (2012)**: Stellungnahme der Wirtschaftsprüferkammer zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen [KOM(2011) 778 end.] und zum Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über spezifische Anforderungen an die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse [KOM(2011) 779 end.], Berlin. Online abrufbar unter: [http://www.wpk.de/uploads/tx\\_news/WPK-Stellungnahme\\_27-01-2012\\_02.pdf](http://www.wpk.de/uploads/tx_news/WPK-Stellungnahme_27-01-2012_02.pdf), zuletzt geprüft am 20.02.2016.

**BS WP/vBP (2012):** Satzung der Wirtschaftsprüferkammer über die Rechte und Pflichten bei der Ausübung der Berufe des Wirtschaftsprüfers und des vereidigten Buchprüfers (Berufssatzung für Wirtschaftsprüfer/vereidigte Buchprüfer - BS WP/vBP) ((Banz. S. 16872) vom 25. November 2005. Online abrufbar unter: <http://www.wpk.de/pdf/bs-wpvbp.pdf>, zuletzt geprüft am 10.07.2015.

**Wirtschaftsprüferordnung (WPO),** Gesetz über eine Berufsordnung der Wirtschaftsprüfer (Wirtschaftsprüferordnung) vom 24. Juli 1961 (BGBl. I S. 1049), zuletzt geändert am 07. August 2013 (BGBl. I 3154).

**GmbHG,** Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung in der im BGBl. Teil III, Gliederungsnummer 4123-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 8 des Gesetzes vom 10. Mai 2016 (BGBl. I S. 1142) geändert worden ist.