

Ötsch, Walter O.

Working Paper

Die Macht der Ratingagenturen: Governance in der Ideologie "des Marktes"

ICAE Working Paper Series, No. 8

Provided in Cooperation with:

Johannes Kepler University Linz, Institute for Comprehensive Analysis of the Economy (ICAE)

Suggested Citation: Ötsch, Walter O. (2012) : Die Macht der Ratingagenturen: Governance in der Ideologie "des Marktes", ICAE Working Paper Series, No. 8, Johannes Kepler University Linz, Institute for Comprehensive Analysis of the Economy (ICAE), Linz

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/171387>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**No. 8
10/2012**

Die Macht der Ratingagenturen Governance in der Ideologie „des Marktes“

Walter Otto Ötsch

**Institute for Comprehensive
Analysis of Economy**

**Institut für
die Gesamtanalyse der
Wirtschaft**

**Johannes Kepler
Universität Linz**

Altenbergerstraße 69
4040 Linz
Austria

Tel.: +49 732 2468 3402

csc@jku.at
www.icae.at

Die Macht der Ratingagenturen: Governance in der Ideologie „des Marktes“

Walter Otto Ötsch

Wurde publiziert in: Brodbeck, Karl-Heinz (Hg.): Alternative Länder-Ratings, Schriftenreihe der Finance & Ethics Academy, Band 5, Shaker Verlag, Aachen 2013, 58 – 98.

1. Einleitung

Wenn wir von Ratingagenturen sprechen - d.h. von Finanzfirmen, die das Kreditrisiko von Wertpapieren, Banken oder öffentlichen Institutionen mit Hilfe von Symbolen bewerten -, dann meinen wir meistens die drei großen Firmen Moody's, Standard & Poor's (S&P) und Fitch. Tatsächlich gibt es ungefähr 140 Agenturen, die meisten sind aber relativ kleine Gesellschaften mit weniger als 50 Mitarbeitern, die sich auf einen lokalen Markt spezialisiert haben.¹

Wirklich relevant sind nur die großen Drei. Alleine Moody's und S&P kontrollieren ungefähr 80 Prozent des gesamten Marktes, zusammen mit Fitch erreichen sie einen Marktanteil von gut 95 % (Rügemer 2012, 76 und Prager 2012, 57). Die drei großen Ratingagenturen besitzen Marktanteile von 86 % bei Ratings von Finanzinstituten, von rund 93 % bei den Unternehmen, annähernd 95 % bei strukturierten Wertpapieren und ca. 75 % auf dem Versicherungsmarkt (nach Brieger 2012, 76, basierend auf Zahlen der US-Regulierungsbehörde *Securities and Exchange Commission*, SEC). Die Umsatzrenditen in dieser hoch konzentrierten Branche bewegen sich zwischen 40 und 50 Prozent, im Jahre 2008 wies Moody's trotz der geringeren Gewinne aus der Finanzkrise eine Umsatzrendite von 42,6 % aus (nach Deb u.a. 2011, 8 und Brieger 2012, 84).

Tabelle 1 informiert über einige Kennziffern der Großen Drei:

Agentur	Umsatz	Umsatzanteil	Zahl der Länder mit Niederlassungen	Zahl der MitarbeiterInnen
Moody's	1,8 Mrd \$ (2009)	ca. 41 %	ca. 100	4.300
Standard & Poor's	2,9 Mrd \$ (2010)	ca. 38 %	ca. 85	8.500
Fitch	657 Mio \$ (2010)	ca. 15 %	51	2.300

Tabelle 1: Größenordnungen der Großen Drei²

Die Ratingagenturen können in ihren Rollen und Funktionen unterschiedlich aufgefasst werden. Im traditionellen ökonomischen Denken wird meist auf die Informations- und die Transaktionskostenfunktion abgezielt. Rating dienen primär dazu – so wird gesagt – (1) Wahrscheinlichkeiten zu bewerten, ob ein Kredit bedient oder nicht mehr bedient werden kann und (2) die Kosten für die

¹ Nach Prager 2010, 57 mit Verweis auf Kirchner, Christian: Ologopol sichert hohe Gewinne. In Financial Times Deutschland vom 30.4.2010. Annex 3.1. aus IMF 2010, S. 133f. listet 74 Ratingagenturen auf.

² Nach White; Lawrence J. (2001): The Credit Rating Industry: An International Organizational Analysis. Conference on „The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy“, 7; zitiert nach Prager 2012, 61.

Transaktionspartner zu reduzieren, Investoren müssen z.B. keine eigene Forschungen zur Bonität von Emittenten anstellen (im Detail bei Brieger 2012, 24ff.).

Im Vordergrund steht meist die Informationsfunktion von Ratingagenturen, Ratings sollen Asymmetrien zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern überbrücken. Gängig ist ein Principal-Agent-Ansatz, z.B. für Wertpapiere, die eine Firma auflegt: die Firma als Emittent (*principal*) besitzt mehr Informationen über ihre eigene Zukunft (z.B. über längerfristige Strategien oder geplante Innovationen) als der Investor (*agent*) haben kann, der das Wertpapier kaufen bzw. einen Kredit geben soll. Diese Diskrepanz soll durch eine „unabhängige“ Ratingagentur verringert werden: sie solle „objektiv“ und „fair“ die Bonität der Kreditsuchenden bewerten und so das Risiko für die Investoren senken. Diesem Informationsaspekt diene auch die Monitoring-Funktion von Ratingagenturen: mit Ratings über gesamte Laufzeit eines Wertpapiers sollen die Investoren fortlaufend informiert werden, ob und wie sich die Risikoposition des Emittenten verändert hat.

2. Macht trotz Fehlbewertungen?

Aber die bisher beschriebenen Funktionen der Ratingagenturen bilden nur die eine Seite einer komplexen Medaille. Vor allem die Informationsfunktion wird, wie viele Beispiele aus den letzten zwanzig Jahren zeigen, nur mangelhaft erfüllt. Eklatante Fehlbewertungen sind aus der Asienkrise (1997 und 1998) und den Bankrotts von Enron, Parmalat, WorldCom und Arthur Anderson bekannt (Detailinformationen bei Brieger 2012, 45ff.). In der Finanzkrise 2007 – 2009 haben die Ratingagenturen ein gutes Dutzend großer Finanzinstitute, die in Schwierigkeiten gerieten, noch Monate vorher mit Höchst- oder Beinahehöchstnoten versehen. Der Versicherungskonzern AIG wurde ein Monate vor dem Kollaps mit *double-A* und die Investmentbank *Lehman Brothers* mit *single-A* geratet. Tausende subprime-bezogene Titel wurden mit *triple-A* bewertet (gut 80 % der bewerteten strukturierten Produkte), nachher galten sie als *toxic assets* (Hill 2010).

„Keine Berücksichtigung fand auch die Tatsache, dass sich die Produkte in ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit stark unterschieden: So waren Collateralized Debt Obligations (CDO) wesentlich anfälliger als einfache Asset-Backed Securities (ABS)-Verbriefungen, da mit der Tranchierung auch ein erhöhtes Ausfallrisiko verbunden war, das auch die oberste Tranche treffen konnte. CDOs waren in der Regel eine Zweitverbriefung, d.h. eine Verbriefung verschiedener Verbriefungs-positionen und deren erneute Tranchierung. Dadurch entstanden Forderungspakete, deren Qualität aus dem Verhältnis von guten Schuldern und schlechten Schuldners nicht mehr ermittelt werden konnte. Ein CDO konnte bspw. aus hunderten Asset-Backet Securities bestehen, die selbst wiederum ebenfalls aus 10000 Einzelkrediten betanden.“ (Brieger 2012, 49f.)

Die *Financial Crisis Enquiry Commission* des US-Kongresses spricht folgerichtig den Ratingagenturen eine zentrale Rolle für die Finanzkrise zu:

„We conclude the failures of credit rating agencies were essential cogs in the wheel of financial destruction. The three credit rating agencies were key enablers of the financial meltdown. The mortgage-related securities at the heart of the crisis could not have been marketed and sold without their seal of approval. Investors relied on them, often blindly. In some cases, they were obligated to use them, or regulatory capital standards were hinged on them. This crisis could not have happened without the rating agencies. Their ratings helped the market soar and their downgrades through 2007 and 2008 wreaked havoc across markets and firms.“ (2011, xxv)

Dieser Tatbestand erzielte aber (wie Partnoy 2009 meint) ein „paradoxes“ Ergebnis. Jahrelange offensichtliche Fehlbewertungen haben den Einfluss der Ratingagenturen nicht geringer gemacht, - im Gegenteil sogar gesteigert. Der ökonomische „Wert“ von Ratings hängt offensichtlich nicht von ihrer Qualität ab. Fehlbewertungen werden nicht durch sinkende Nachfrage „bestraft“: In Summe und im Durchschnitt werden Ratings weiterhin nachgefragt und von (immer mehr) Marktakteuren beachtet, - unabhängig davon, wie „realistisch“ oder „objektiv“ sie tatsächlich waren oder aktuell sind (Hill 2010, 600ff.). Diese Reaktion hängt mit der Regulierungs- bzw. Steuerungsfunktion zusammen, die Ratingagenturen für das gesamte Finanzsystem ausüben. Wie können aber zwei „finanzielle Zwerge“ (S&P z.B. hat nur ein Zehntel des Umsatzes von Goldman Sachs) eine derartige Funktion ausüben und damit die größten Banken und sogar Staaten in ernsthafte Schwierigkeiten bringen? Dieser Frage soll in diesem Aufsatz nachgegangen werden. Im Abschnitt 3 wird die institutionelle Rolle von Ratingagenturen beschrieben, ab dem Abschnitt 4 wird gefragt, welche historischen Prozesse diesen Einfluss möglich gemacht haben.

3. Governancefunktionen von Ratingagenturen

Eine wichtige Antwort auf die Frage nach der Macht der Ratingagenturen liegt in der funktionalen Rolle, welche den Ratingagenturen im heutigen Wirtschaftssystem eingeräumt wird: Sie können in großem Ausmass Kapitalströme steuern und Finanzierungsbedingungen gestalten. Rating-agenturen üben durch ihre Bewertungen eine Steuerungsfunktion für das globale Finanzsystem aus: sie lenken den Zugang zu Kapitalmärkten und beeinflussen die Bedingungen, unter denen Kredite vergeben und Wertpapiere gehandelt werden. Die Rating-Agenturen kontrollieren z.B. für große Unternehmen und die meisten Länder den Zugang zum Anleihemarkt. Wer Anleihen emittiert will, braucht zuerst ein Rating. Ohne das Urteil der Ratingagenturen gibt es keinen Kredit und deren Urteil legt u.a. fest, wie teuer der Kredit sein wird.

Um welche Größenordnungen geht es hier? Die Financial Times Deutschland schätzt, dass Moody's und S&P zusammen „über die von ihnen erteilten Ratings den Fluss von rund 80 % des gesamten

Weltkapitals kontrollieren.“ (19.4.2000).³ Im *Dodd-Report* des US-amerikanischen Kongresses wird die Rolle der großen Ratingagenturen so beschrieben:

Der Report enthält Belege, „[...] that credit ratings are systemically important; relied upon by individual and institutional investors and regulators; and central to capital formation, investor confidence and economic efficiency. Credit rating agencies play a gatekeeper role in financial markets that justifies the same level of oversight and accountability that applies to securities analysts, auditors, and investment banks.“ (Dodd 2010, 115)

Und der US-Senator Josef Lieberman meinte 2002 in einem Hearing im US-Kongress aus Anlass des Enron-Skandals:

„The credit raters hold the key to capital and liquidity, the lifeblood of corporate America and of our capitalist economy. The rating affects a company’s ability to borrow money; it affects whether a pension fund or a money market fund can invest in a company’s bonds; and it affects stock price.“⁴

Aber die Rolle von Ratingagenturen kann man noch pointierter beschreiben: Wenn sie durch ihre Bewertungen die große Masse der globalen Kapitalströme steuern, dann befinden sie sich funktional nicht auf derselben Ebene wie z.B. die erwähnten Investmentbanken (sie steuern also nicht Kapitalströme innerhalb des Systems), sondern sie stehen gleichsam außerhalb: auf einer Ebene außer- und oberhalb des Systems, von wo aus sie das Finanzsystem insgesamt beeinflussen können. Eine Funktion dieser Art wird heute oft mit dem Begriff *Governance* belegt, - man meint damit eine Regelungsfunktion, unabhängig, ob sie durch eine öffentliche oder private Institution ausgeführt wird.⁵

Die großen Ratingagenturen müssen als eine Form von privater und global wirksamer Autorität aufgefasst werden: sie haben quasi-öffentliche Regulierungsfunktionen übernommen. Diese Rolle wurde den Ratingagenturen von Staaten verliehen: die Basis aller Regeln im Finanzsystem sind nämlich immer noch – trotz allem Reden von der Macht „der Märkte“ - staatlich festgelegte Regeln

³ “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 your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.” (Interview mit Thomas L. Friedman, *The NewsHour* with Jim Lehrer, PBS television broadcast, 13.2.1996).

⁴ „Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies“, Online unter: www.lieberman.senate.gov/index.cfm/news-events/speeches-op-eds/2002/3/statement-by-chairman-lieberman-on-rating-the-raters-enron-and-the-credit-rating-agencies.

⁵ Governance meint politische Steuerung in einem weiten Sinn, auch unter Einschluss der Koordination gesellschaftlicher Prozesse durch den Staat in Kooperation mit privaten und zivilgesellschaftlichen Akteuren. Renate Mayntz definiert den Begriff als „das Gesamt aller nebeneinander bestehenden Formen der kollektiven Regelung gesellschaftlicher Sachverhalte“ (Mayntz 2004: 66ff.). Ratingagenturen beziehen sich auf eine Untergruppe, die Christoph Reichard *Public Governance* nennt, sie beruht auf einer Selbststeuerung der einzelnen Akteure. Die Vollzugsverantwortung liegt bei dieser Kategorie meist nicht beim Staat, sondern bei der betroffenen privaten Institution selbst (Reichard 2002: 30f.). *Public Governance* ist ein wichtiges Kennzeichen des heutigen Wirtschaftssystems.

bzw. von der Politik geduldete Freiräume infolge von Nicht-Regulierung. Den großen Ratingagenturen wurden durch Gesetze und Verordnungen Befugnisse übertragen, die – so könnte man meinen – eigentlich der Staat selbst ausführen sollte. Ratingagenturen können in dieser Hinsicht als “embedded knowledge networks” (Sinclair 2000) verstanden werden, welche

“possess authority because of their publicly acknowledged track records for solving problems, often acting as disinterested ‘technical’ parties in high-value highrisk transactions, or in validating sets of norms and practices for a variety of service-provision activities.” (2000, 488).

Dieser Einfluss wird vor allem auf Banken, Versicherungen, Pensions-fonds und andere benchmark-orientierte Fixed-Income-Investoren ausgeübt. Er umfasst zwei Komponenten: (a) Ratingagenturen üben eine effektive Kontrolle aus, indem durch Ratings die Zukunftsplanungen von Kreditnehmern und Kreditgebern auf bestimmte Handlungs-möglichkeiten eingeschränkt werden. Auf diese Weise wird deren Verhalten reguliert. (b) Gleichzeitig greifen Ratingagenturen in das Verhalten anderen direkt ein, in dem für bestimmte Optionen wirkungsvolle Vetos eingelegt werden, woraus sich das Denken und Verhalten von Marktakteuren ändert (ebenda, 489).

3.1. In den USA

Die Dynamik für diese Entwicklung reicht mehrere Jahrzehnte zurück. Sie ging von den USA aus und hat viele Ursachen. Schritte waren:

- 1931 legte die Bankenaufsichtsbehörde (*Office of the Comptroller of the Currency, OCC*) fest, dass nationale und in den USA registrierte Banken ihre Anleihen nur noch in Abhängigkeit von den Bewertungen von Ratingagenturen bewerten durften: Anleihen mit guten Ratings zum Nominalwert, Anleihen mit schlechten zum Marktwert (*marked to market*).
- 1933 wurde die Ratingagenturen im *Securities Act of 1933* explizit von jeder Haftung für ihre Bewertungen entbunden.
- 1936 wurde es Banken verboten, in *speculative investment securities* – anhand der Kriterien von Ratingagenturen - zu investieren. Banken durften also nicht mehr nach ihren eigenen Informationsquellen entscheiden: „*Essentially, the creditworthiness judgements of these third-party raters had attained the force of law.*“ (White 2010, 213).
- In den folgenden Jahren legten die Regulatoren für Versicherungen in fast allen US-Bundestaaten ähnliche Bestimmungen fest, in den 70er Jahren wurden diese Standards auch für öffentliche Pensionsfonds verpflichtend.

- 1951 bestimmte die *National Association of Insurance Commissioners*, dass die Eigenkapitalanforderungen der US-Versicherungen von den Ratings ihrer Wertpapiere abhängen.
- Eine entscheidende Machtssteigerung erlangten die großen Rating-agenturen im Jahre 1975. Die US-Regulierungsbehörde *Securities and Exchange Commission* (SEC) führte damals einen neuen Status einer „registrierten Ratingagentur“ ein (*National Recognized Statistical Rating Organisation*, NRSRO), die mit weit reichenden Befugnissen versehen wurde: Nur die Ratings dieser Agenturen durften für die Kapitalerfordernisse der Broker-Dealers herangezogen werden. Zusätzlich wurde es der SEC per Gesetz ausdrücklich untersagt, die Agenturen inhaltlich zu überwachen: sie dürfen die Kriterien und die Art der Bewertung frei wählen und geheim halten. Dabei sind sie staatlichen Behörden gegenüber nicht rechenschaftspflichtig (Rügemer 2012, 105ff.). Zur gleichen Zeit wurde der bevorzugte Status einer NRSRO-Agentur auf undurchsichtige Art an Moody's, S&P und Fitch verliehen.⁶ Diese institutionellen Festlegungen machen heute einen großen Teil der globalen Macht der drei Ratingagenturen aus: Der Staat selbst hat also ein privates Kartell (bzw. ein Dyopol) errichtet und mit (nicht überwachter) Kontrollmacht für das ganze Finanzsystem ausgestattet.
- Ab dieser Zeit wurden zahlreiche Vorschriften erlassen, die viele Akteure im globalen Finanzsystem auf die Ratings dieser - vom Staat besonders ausgezeichneten - Agenturen verpflichten, darunter Pensionsfonds, Versicherungen und viele andere Arten von Investmentfonds (v.a. an Benchmarks orientierte *Fixed-Income*-Investoren), - spekulative Investments entziehen sich weiterhin dem Rating. Weil z.B. die meisten Emittenten von Wertpapieren darauf hoffen, dass ihre Papieren von den regulierten Institutionen gekauft werden, müssen sie das Urteil der NRSRO-Agenturen einholen. Die meisten Teilnehmer auf US-Kapitalmärkten müssen sich seither einer Bewertung von mindestens zwei der lizenzierten Agenturen unterziehen. Viele US-Sparkassen, Pensionsfonds und andere Finanzakteure dürfen nur noch in Produkte investieren, die von einer NRSRO-Ratingagentur als *investment grade* (d.h. als nicht spekulativ) bewertet wurden.

⁶ 1982 bekam auch die Firma Duff & Phelps den Status einer NRSRO-Agentur, 1983 folgten McCarthy, Crisanti & Mafferi (MCM) und 1992 IBCA und Thomson BankWatch. Duff & Phelps übernahm 1991 MCM und Fitch 1997 IBCA sowie - im Jahre 2000 – Duff & Phelps und Thomson BankWatch: das Oligopol der Großen Drei, eigentlich ein Duopol oder ein Partnermonopol, war wieder hergestellt. Ab 2007 kamen weitere Agenturen in diesen exklusiven Klub, ohne dass der Einfluss der Großen Drei geschmälert wurde: die US-Firmen A.M.Best, Egan-Jones, Kroll Bond Rating Agency und Morningstar (hieß früher Realpoint), die kanadische Dominion Bond Rating Service (DBRS), Japan Credit Rating Agency (JCR) und Rating and Investment Information (R&I), ebenfalls in Japan stationiert. A.M.Best hat einen Marktanteil von gut einem Viertel aller Versicherungsratings. SEC (2012) liefert eine Auflistung der aktuellen NRSRO-Agenturen und für welche Arten von Ratings sie registriert sind.

Gleichzeitig dürfen Anleger und Verkäufer die Wertpapiere, die als sicher bewertet wurden, zum Nominalwert in ihre Bilanz geben, auch wenn deren Marktwert gesunken ist.

- Mit anderen Worten: die NRSRO-Firmen besitzen in den USA einen vom Staat garantierten Markt für Ratings, der unabhängig von ihrer Qualität existiert. Aus der Tatsache einer steigenden Nachfrage nach Ratings kann man aus diesen Gründen keine Schlüsse auf den „objektiven“ Informationswert von Ratings schließen. Der „Markt“ für Rating funktioniert weitgehend ohne Wettbewerb. Ohne die Ratings der „Drei Großen“ gibt es für Emittenten schlichtweg keinen Marktzugang.
- Bereits 1997 wurden mehr als 1000 Referenzen in Gesetzen und Verordnungen gezählt, die auf NRSRO-Agenturen Bezug nahmen, ca. 400 bezogen sich auf Pensionen, Banken und Immobilien (Partnoy 1999). In den USA beziehen sich (nach einer anderen Erhebung) zur Zeit (geschätzt) 8 Bundesgesetze, 47 Entscheidungen des Obersten Gerichtshofs und 100 bundesstaatliche Gesetze auf die Ratingagenturen.⁷
- Der Einfluss der Ratingagenturen bezieht sich auf alle Teile des modernen Finanzsektors, auch auf jene, die seit einigen Jahren als Schattenbanken bezeichnet werden. Ein Beispiel sind die Geldmarktfonds (*money market mutual funds*, MMFs), die heute für die Finanzierung von Finanzinstituten eine große Rolle spielen. Standard & Poor's bot erstmals 1984 einem Geldmarktfonds Rating an. In Folgejahren zogen Moody's Investors Service und Fitch Ratings nach. Heute bieten nur die drei großen Rating-Agenturen Kreditratings für US-amerikanische und europäische Geldmarktfonds an. In den frühen 90er-Jahren wurden die Ratings der NRSRO-Agenturen auch für die Sicherheitsanforderungen von *commercial papers* vorgeschrieben, die von den Geldmarktfonds gehalten werden (White 2010, 214). *Commercial papers* werden zur Deckung eines kurzfristigen Kreditbedarfs ausgegeben, z.B. durch große Firmen oder in Form von forderungsbesicherten Wertpapieren (*asset-backed commercial papers*) durch eigene Zweckgesellschaften. Diese können in der Regel nur dann herausgegeben werden, wenn ein erstklassiges Rating vorliegt. Dies wird durch gesetzliche Vorgaben unterstützt. So wurde z.B. 1991 festgelegt, dass nicht mehr als 5 % der MMFs-Assets in niedrig bewertete *commercial papers* investiert werden dürfen. Seit 1989 dürfen die Pensionsfonds nur noch in *asset-backed securities* investieren, die mit A oder höher geratet sind.

⁷ Nach Prager 2012, 77, mit Bezug auf Langohr, Herwig und Langohr, Patricia (2008): *The Rating Agencies and their Credit Ratings*, Chichester, West Sussex, 431. Eine detaillierte Übersicht über US-Bundesgesetze, die auf NRSRO-Ratingagenturen Bezug nehmen, findet sich auf der Homepage der SEC unter: www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm.

- Nach einer Übersicht der SEC aus dem Jahre 2003 sind Ratings heute für große Teile des Schattenbankensektors in den USA konstitutiv: die meisten *mutual funds*, Pensionsfonds, Versicherungs-firmen, Privatfonds (*private endowments*) und Stiftungen verwenden Ratings, um gesetzliche Restriktionen oder Investment-bestimmungen zu befolgen, die auf Minimal-Kredit-Standards beruhen (SEC 2003).
- 2002 versuchte man im *Sarbanas-Oxley Act* den Ratingagenturen einige Auflagen zu erteilen (Auslöser waren die Zusammenbrüche von Enron und Worldcom, welche bis knapp vorher noch mit guten Bewertungen versehen wurden), die aber fast bedeutungslos blieben (White 2010).⁸
- 2006 sollte mit dem *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act* das De-facto-Duopol bei Ratings aufgebrochen werden. Seither müssen sich Agenturen, welche den SEC-Lizenzstatus erhalten wollen, in einem formellen Verfahren bewerben, zuvor wurde die Lizenz von der SEC freihändig vergeben. (Die 7 neuen, oben erwähnten Agenturen konnten allerdings an den faktischen Machtverhältnissen der zwei bzw. drei Großen nichts verändern.)
- Zwei Jahre später wurden dann unter der Ägide der SEC ein Preis- und Konditionenkartell unter den drei Großen eingerichtet (SEC 2008), womit das bestehende Oligopol (bzw. das Partnermonopol der zwei Großen) weiter verfestigt wurden: die Eintrittsbarrieren für potentielle Konkurrenten wurden noch mehr erhöht.

Der Einfluss der Ratingagenturen erstreckt sich jedoch nicht nur direkt auf die bewerteten Posten, sondern auch auf die Folgewirkungen, die ausgelöst werden, wenn Bewertungen verändert werden: Wenn Ratings sich ändern, kann das Reaktionen im Verhalten von Finanzakteuren mit sich ziehen, man spricht auch von *rating triggers* (Dittrich 2007, 107ff.). Dabei ist vor allem die Grenzen zwischen *investment grade* (BB+) und *speculation grade* (BBB-) bedeutsam.

Viele wichtige private Verträge beziehen sich auf Ratings und haben *rating triggers* eingebaut (SEC 2003). Abwertungen können z.B. (1) die Opportunitätskosten von Kapital erhöhen (z.B. durch Nachschusspflichten, um Sicherheiten zu erhöhen), (2) Kapitalkosten direkt steigern (z.B. durch höhere Zinsen oder Coupons) oder (3) – meist bei längerfristigen Bonds – *acceleration clauses* aktivieren (z.B. den Anspruch auf sofortige Rückzahlung von Schulden oder die Fristen von Krediten verringern, Hill 2004, 68f.). Nach einem Überblick von Moody's aus dem Jahre 2001 gaben 87,5 Prozent von 700 hochgeratete Firmen-Emittenten in einer Befragung an, für sie seien insgesamt 2.819 *rating triggers* relevant (Stumpp 2001).

⁸ Das Gesetz ist abrufbar unter: www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=h109-2990.

Einflüsse dieser Art haben z.B. am *over-the-counter*-(OTC)-Markt für Derivate beim Beinahekollaps der Versicherungsfirma AIG Mitte September 2008 eine große Rolle gespielt, - diese Derivate wurden über lange Zeit mit AAA bewertet. Nach dem ersten Downgrading im März 2005 mussten zusätzliche Sicherheiten (*collaterals*) beigestellt werden, zudem wurden höhere Liquiditätsanforderungen (*liquidity strains*) wirksam, - die Fed musste schließlich Liquidität im Ausmass von über 100 Milliarden Dollar zuschießen. Abstufungen in wichtigen Finanzpositionen können Firmen in substantielle Schwierigkeiten bringen, indem ihnen z.B. der Zugang zu Refinanzierungsmöglichkeiten oder zu neuer Liquidität verunmöglicht wird. Dies kann in Extremfällen zum Untergang führen; es sind auch Situationen mit multiplen Triggers möglich.

White faßt den Befund für die Ratingagenturen in den USA so zusammen:

„Taken together, these regulatory rules meant that the judgements of credit rating agencies became of central importance in bond markets. Banks and many other financial institutions could satisfy their safety requirements of their regulators by just heeding these ratings, rather than their own evaluations of the risks of the bonds. Because these regulated financial institutions were such important participants in the bond markets, other player in the market – both buyers and sellers – needed to pay particular attention to the bond rater’s pronouncements as well.“ (White 2010, 214).

3.2. Länderratings

Unter dem Einfluss der USA wurde der Wirkungskreis der drei großen Ratingagenturen nach und nach auf die ganze Welt ausgedehnt. Wichtige Schritte in den Prozess unternimmt in den achtziger Jahre die Regierung Reagan (1981-1989). Sie richtet auch die großen Washington-Institute (die 1944 im Gefüge des Bretton-Woods-Systems errichtet wurden, vor allem Weltbank, Internationaler Währungsfonds, IWF, und Welthandels-organisation, WTO) theoretisch neu aus. Waren früher in diesen Institutionen Keynesianische Konzepte vorherrschend (die dem Staat eine aktive Rolle zur Steuerung der Ökonomie zusprechen), so setzte die Regierung Reagan alles daran, Keynesianische ÖkonomInnen zu entfernen und durch ExpertInnen zu ersetzen, die einer Ideologie „des Marktes“ (siehe unten) verpflichtet waren. 1989 spricht John Williamson vom *Washington consensus*, den die genannten Institute implizit befolgten. Dieser umfasste u.a. die Betonung von Haushaltsdisziplin, die Forderung nach einer Senkung von Staatsausgaben, vor allem im Sozialbereich, sowie nach Privatisierungen und einer weitgehend deregulierter Wirtschaft. In dieser Umorientierung der globalen Wirtschaftspolitik gerieten viele, vor allem arme, Länder in den unmittelbaren Einflussbereich der internationalen Kapitalmärkte. Sie wurden zu den großen Gläubigern der reichen Staaten und den in ihnen angesiedelten Banken. Länder, die sich bei dem IWF oder der Weltbank um Umschuldungskredite bemühen, mussten sich einem „Strukturanpassungsprogramm“ unterziehen, - in den 80ern- und 90ern Jahren betraf dies gut 150 Länder.

In diesem Prozess bekamen die Ratingagenturen auch die Rolle, die Kreditwürdigkeit von Staaten zu beurteilen. Sie wurden dabei gleichsam zu „Schiedsrichtern“ (üben also eine globale Governance-Funktion aus), die die Kriterien für die Finanzierungsbedingungen staatlicher Budgets auf internationalen Kapitalmärkten festlegen. In den siebziger Jahren waren Länderratings nicht üblich gewesen. 1975 bewertete S&P nur die USA und Kanada, Moody's zusätzlich Australien. Im Zuge der Strukturanpassungsprogramme stieg die Zahl der bewerteten Länder auf über 100. Später wurden dann auch Bundesstaaten, Bundesländer, Städte und Gemeinden einem Rating unterzogen, - die Tendenz setzt sich heute auf Ratings immer kleinerer staatlicher Gebietskörperschaften fort.

Ein Länderrating bestimmt in erster Linie die Finanzierungs-konditionen für die Regierung selbst. Bedeutsam sind aber auch die Effekte auf die Finanzierungsbedingungen für die inländischen Unternehmen. Dabei gingen die Ratingagenturen ursprünglich so vor, dass sie die Risikobewertung eines Landes als Obergrenze für alle anderen Ratings in diesem Land nahmen: keine Firma eines Landes konnte besser als der Staat selbst beurteilt werden, weil – so argumentierte man - kein inländisches Unternehmen kreditwürdiger als die Regierung selbst sein kann. Dieses als *Sovereign Ceiling* bezeichnete Verhalten wurde lange Zeit konsequent angewendet (Dittrich 2007, 118ff, Käfer und Michaelis 2012), ab 1997 aufgelockert, aber nicht gänzlich aufgegeben. (Für Fitch darf die Höchstgrenze für inländische Firmen und Titel nach wie für höchstens drei Notenstufen oberhalb des langfristigen Länderratings liegen, Fitch 2010.) Bei strenger Auslegung des *Sovereign Ceiling* hätte die Herabstufung eines Landes fatale Konsequenzen für alle inländischen Firmen: obwohl sich in deren Geschäftsumfeld nichts verändert haben muss, haben sich ihre Finanzierungsbedingungen verschlechtert.

3.3. In Europa

Diese Entwicklung hat auf Europa ausgestrahlt, - manche Deregulierungen sind auch von Europa ausgegangen, wie der Eurodollarmarkt in den sechziger Jahre oder bestimmte Aspekte für Steueroasen. Ein wichtiges Beispiel ist der europäische Markt für Geldmarktfonds. Zu seiner „Regulierung“ (wiederum eine private Selbstregulierung) wurde 2000 in London, initiiert von den größten US-FondsmanagerInnen, die *Institutional Money Market Fund Association (IMMFA)* gegründet, - sie exportierte die Bewertungsmethoden der großen Agenturen nach Europa. Damit ein Geldmarktfonds in die IMMFA aufgenommen werden kann, muss er von den Rating-Agenturen mit AAA bewertet werden. Die IMMFA verabschiedete 2003 einen *Code of Practice*, dieser entspricht im Wesentlichen den US-amerikanischen Geldmarktfonds-Regulierungen und basiert auf den Risikobewertungen der Rating-Agenturen: sie fungieren also auch hier als Substitut zu offiziellen Regulierungsnormen (Baklanova 2011, 191 ff.).

Ein anderer wichtiger Tatbestand für Governance vor allem in Europa heute sind die Festlegungen des *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS), das – deswegen der Name – bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (*Bank for International Settlements*, BIS) in Basel stationiert ist (BCBS und BIS sind aber zwei getrennte Institutionen.) Das Komitee wurde 1974 durch die Zentralbanken der „Gruppe der 10“ (plus Luxemburg und Spanien) gegründet, seit 2009 sind auch Länder wie Hongkong und Singapur vertreten. In diesem „Banken-Governance-Komitee“ wurden viele Regulative festgelegt, die – obwohl die Einrichtung weder demokratisch legitimiert noch mit einer gesetzlichen Basis ausgestattet ist – in viele Ländergesetze übernommen wurden. Bedeutsam für den Einfluss der Ratingagenturen in Europa waren vor allem die Baseler Eigenkapitalempfehlungen (*Basel Capital Accord*), Basel II genannt, die gemäß EU-Richtlinien seit 2007 in der EU für alle Kredit- und Finanzdienstleister-Institute anzuwenden sind. Hier bekamen die Ratingagenturen direkten Einfluss auf die Bilanzierung der EU-Banken und –Investmentgesellschaften: Nach Basel II muss jede Bank jedes einzelne Portfolio hinsichtlich ihres Risikos bewerten. Im Standardansatz ist das Kreditausfallrisiko ist von einer Ratingagentur festzulegen, - in Einzelfällen darf auch intern bewertet werden, das verlangt aber eine Zustimmung der Bankenaufsicht.

Im Standardansatz spielen Bonitätsstufen eine entscheidende Rolle. Sie orientieren sich an den Ratings „anerkannter“ Ratingagenturen. Die Höhe des Mindesteigenkapitals der Finanzinstitute, eine entscheidende Kenngröße für den Unternehmenserfolg einer Bank, ist damit direkt vom Urteil der Ratingagenturen abhängig. Hohe Ratings liegen in diesem Regelwerk im Interesse der Banken, weil sie dann weniger Eigenkapital halten zu müssen. (Auf diese Weise wurden auch systematische Fehlanreize geschaffen, die hohe Verschuldungsraten begünstigt haben, - ein Hintergrund der Finanzkrisen seit 2007; Bösch 2011, 29; die Bestimmungen wirken auch prozyklisch, vgl. Kashyap und Stein 2004).

Viele andere EU-Verordnungen zementieren die Macht der großen Ratingagenturen. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) stützt ihre laufenden Geschäfte auf deren Bewertungen. Banken, die sich von der EZB Geld leihen wollen, haben laut Artikel 18.1. ihrer Satzung „ausreichende Sicherheiten“ zu hinterlegen. Dies wird mit Hilfe des *Eurosystem Credit Assessment Framework* (ECAF, vgl. EZB 2011) konkretisiert. Danach muss sich die EZB bei der Beurteilung der Bonität einer Sicherheit auf mindestens eine der folgenden Informationsquellen stützen: externe Ratingagenturen, interne Bonitätsanalysen der nationalen Zentralbanken, interne Ratingverfahren der Geschäftspartner und Ratingtools externer Anbieter. Am wichtigsten sind dabei die Ratingagenturen, - neben den drei Großen ist das nur noch die kanadische Agentur DBRS. Die Ratings dieser Gesellschaften werden in die von der EZB konzipierte „harmonisierte Ratingskala des Eurosystems“ umgerechnet. Die EZB akzeptiert nur Wertpapiere, die auf dieser Skala mindestens Stufe 3 besitzen, -

das korrespondiert mit der Grenze, welche die Ratingagenturen zwischen Investment- und spekulativen Bereich ziehen (für *Asset Backed Securities* gelten verschärfte Bestimmungen). Sicherheiten, die von den Ratingagenturen als „spekulativ“ gelten, werden von der EZB als nicht notenbankfähig angesehen. Verschlechtert sich der Marktwert eines Papiers infolge eines Downgradings, so kann die kreditnehmende Bank über einen *margin call* gezwungen werden, weitere Sicherheiten zu stellen.

Diese Bestimmungen wurden im Zuge der Finanzierungskrise einzelner Eurostaaten etwas aufgeweicht. Aber selbst die angestrebte Lösung bestätigt die Ratingagenturen als „hoheitliche Institution“ (Brieger 2012, 40): auch die europäischen „Rettungsfonds“ (EFSF und ESM) unterwerfen sich ihrer Bewertung, angestrebt wird eine Höchstbewertung durch die drei Großen.

4. Die Situation nach der Weltwirtschaftskrise

Die Governance-Macht der Ratingagenturen ist über viele Jahrzehnte gewachsen. Dabei wurden nach und nach immer mehr Befugnisse, die in Eigenregie von Staaten liegen, privaten Agenturen übertragen. Diese wiederum gleichzeitig durch den Staat nicht oder kaum reguliert oder überwacht und zudem mit ökonomischen Machtmöglichkeiten (wie der Errichtung und Garantie eines „Marktes“ für Ratings durch den Staat) und juristischen Sonderrechten (wie keine Folgen bei Bewertungsfehlern) ausgestattet. Dabei wurden in den USA vor allem jene Regelungen ausgehebelt, die im Gefolge der Weltwirtschaftskrise (Bankenkrach an der New Yorker Börse im Oktober 1929, Kollaps der Österreichischen Creditanstalt im Frühjahr 1931, US-Bankenkrise im März 1933) eingeführt wurden, vor allem die beiden *Glass-Steagall Acts* vom Februar 1932 und Juni 1933 sowie die *Banking Acts* von 1933 und 1935. In diesen Gesetzen wurde das Finanzsystem in den USA neu strukturiert, man wollte auf diese Weise künftigen Finanzkrisen vorbeugen. Von zentraler Bedeutung war die Aufspaltung des Bankensektors in zwei voneinander abgeschottete Bereiche: Investment- und Geschäftsbanken (Trennbankensystem), die Geschäftsbanken sollten nicht den Risiken spekulativer Geschäfte ausgeliefert sein. Zugleich wurde auch ein Einlagensicherungsfonds geschaffen (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*), der die Einlagen der Kunden garantierte. Zudem waren viele der heutigen Finanzprodukte (wie die meisten Derivate) verboten, Provisionen limitiert und Zinsen für Kreditkarten und Einlagen nach oben begrenzt.

Dieses System war über Jahrzehnte hinweg wirksam, mit bemerkenswerten Erfolgen, in den 40er- und 50er Jahren gab es in den USA im Durchschnitt nur 5 Bankkonkurse pro Jahr. Große finanzielle Krisen blieben aus, der Finanzsektor spielte für das Wirtschaftssystem insgesamt keine große Rolle und war streng reguliert. Ein wichtiges Beispiel war der US-Hypothekarmarkt, der später (als dieses

System verändert war) zum Auslöser zur Finanzkrise 2007 – 2009 wurde. Bis in die 90er-Jahre war die Kreditvergabe für Häuser und Renovierungen ein krisensicheres Geschäft, es gab keine *toxic assets* für Hypotheken. Die Vergabe von Krediten war an eine strenge Bonitätsprüfung gebunden und ohne großes Ausfallrisiko. Die vergebenen Kredite konnten an die staatliche Finanzagentur Fanny Mae (*Federal National Mortgage Association*) verkauft werden, die 1938 unter Präsident Roosevelt gegründet wurde. Ihre Aufgabe war es, die Hypotheken der lokalen Banken zu festverzinslichen Wertpapieren zu bündeln und am Kapitalmarkt anzubieten. Als staatlich garantierte Papiere galten sie als sichere Anlage, Ratingagenturen spielten in diesem Prozess kaum eine Rolle.

Aber ein krisensicheres System kann nur dann als solches erhalten bleiben, wenn es zum einen von einflussreichen Kreisen getragen (die seine Existenz als Vorteil ansehen) und zugleich von einer allgemein akzeptierten Denkweise gestützt wird: Systeme werden durch Netzwerke und Denkweisen am Leben erhalten. Für letztere ist vor allem die Wirtschaftstheorie zuständig, es geht um die gängigen Ansichten von Ökonominen und Ökonomen, welche Politiker (unter Unterstützung von Medien) beeinflussen können. Diese Bedingungen waren in den USA für viele Regulative nach der Weltwirtschaftskrise bis in die 60er-Jahre gegeben. Diese Phase gilt als die „Keynesianische Periode“ der Wirtschaftspolitik: zwei Jahrzehnte mit hohem Wirtschaftswachstum und kaum Finanzkrisen. Im Einklang mit den Ansichten von John Maynard Keynes waren in diesen Jahrzehnten die wirtschaftlichen und politischen Eliten überzeugt, dass das Wirtschaftssystem (wie es die Weltwirtschaftskrise gezeigt hat) per se fehler- und krisenanfällig sei. Nötig sei deshalb ein aktiver Staat, der u.a. auch die Höhe der Wachstumsrate des Volkseinkommens durch eine Politik von *deficit spending* zu garantieren habe. In diesem Denken gilt es als selbstverständlich, Finanzmärkte streng zu kontrollieren. Solche Überzeugungen dominierten auch die globale Nachkriegsordnung, die die Siegermächte 1944 unter der Dominanz der USA vereinbart hatten. Das später so genannte System von Bretton-Woods kann als Versuch gedeutet werden, eine globale Keynesianische Weltordnung zu etablieren. In diesem System waren die Kapitalmärkte umfassend reguliert, es gab u.a. Kapitalverkehrskontrollen. Die Wechselkurse waren fest aneinander (und an den US-Dollar) gebunden, der Handel mit Devisen beschränkt.

Dieses System wurde ab Ende der 60er-Jahre nach und nach aufgeweicht. Ein erster Schritt war die Aufgabe fester Wechselkurse 1971 bis 1973, woraus ein globaler Devisenmarkt entstand, - neben dem bereits bestehenden Eurodollarmarkt der erste globale Finanzmarkt. Dieser Entwicklung ging eine Debatte unter Ökonomen voraus, ob feste oder flexible Wechselkurse vorzuziehen sind: Keynes und seine Nachfolger waren für feste Währungsrelationen, die Gegenspieler für „freie“ (Schmelzer 2010). Unter letzteren ragte schon damals Milton Friedman hervor. Er hatte bereits 1953 für flexible

Wechselkurse plädiert, sie könnten – so glaubte er - eine schnellere Anpassung einer Wirtschaft an Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz bewirken (Friedman 1953).

5. Die Chicago-Schule

Milton Friedman bzw. die *Chicago School of Economics* spielten für den Niedergang des Keynesianischen Denkens eine entscheidende Rolle, diese Schule gilt als die einflussreichste in der Entwicklung des ökonomischen Denkens seit den 70er-Jahren. Das Werk von Milton Friedman und Georg Stigler (die zweitwichtigste Person dieser Schule) kann als Generalangriff auf Keynes gelesen werden. Friedman hat sich in seinen makroökonomischen Theorien Keynes direkt entgegengesetzt. Die Instabilitätsthese von Keynes wurde durch eine Sichtweise stabiler Märkte (die schnell ein Gleichgewicht anstreben) ersetzt. Abweichungen vom „Gleichgewicht“ müssen nach Friedman nicht „endogen“, sondern durch „exogene Schocks“ erklärt werden, dafür sei vor allem eine erratische Geldpolitik verantwortlich. (In seinem 1963 publizierten Werk *A Monetary History of the United States, 1867–1960* wurde auch die Weltwirtschaftskrise in den zwanziger Jahren neu interpretiert. Schuld sei nicht die Instabilität des privaten Sektors, sondern die Geldmengenpolitik der Fed.)

Kennzeichnend für Friedman (und die gesamte Richtung, die den Keynesianismus abgelöst hat) ist eine Vorstellung von „dem Markt“ (im Singular), dem optimale Eigenschaften zugesprochen werden, - ich bezeichne ein solches Denken als „marktradikal“ (Ötsch 2009), gängig ist auch der Ausdruck „neoliberal“ (siehe unten).⁹ Friedman hat seine diesbezüglichen Überzeugungen im Mai 1946 in einem Memorandum zur (zweiten) Gründung der Chicagoer-Schule so formuliert:

„... the free market [is] the most efficient organizer of economic activity. [A planned study will] emphasize and explain that the free market is systemic, rational, not chaotic or disorderly --, show how the free market performs some of the more difficult functions, such as allocating resources to their best use and distributing consumption through time“
(nach Horn und Mirowski 2005, 25).

Friedmans Buch *Kapitalismus und Freiheit* (1962), das nach dem (so genannten) Nobelpreis (1976) zum Bestseller wurde, ist vom Glauben an den „freien Markt“ durchdrungen, gefordert wird

⁹ Claude Hillinger beschreibt die „Architecture of the Friedman/Stigler Chicago School“ folgendermassen (Georg Stigler war die zweitwichtigste Person dieser Schule): „The logical structure created by Friedman and Stigler to advance their ideological agenda can be compared to a three-tiered building. The upper floor contains the neoliberal ideology. It is supported by the lower floors, each of which consists of two parts. The ideology rests directly on the second floor that contains the appropriate economic theory; the micro-part being the responsibility of Stigler, the macro-part of Friedman. The ground floor contains Friedman’s methodology of positive economics, used to justify the theory constructed on the floor above. It also contains Stigler’s sociology of economics, the basis for the effective advocacy of theory and ideology. In the writings of the two and of their followers the four building blocks tend to intermingle, with sometimes one, sometimes another assuming center stage.“ (Hillinger 2006, 31)

insbesondere eine Minimierung der Rolle des Staates. Friedman hatte auch eine eigene Fernsehserie (*Free to Choose* bei *Public Broadcasting Service*), wo er das Programm von Reagan, die hohen Spitzensteuersätze für Gutverdienende zu senken, aktiv unterstützte.

Friedman und der Chicago-Schule waren in vielen Bereichen erfolgreich. Friedman hat u.a. versucht eine methodische Basis für eine neue „wissenschaftliche“ Ökonomie zu schaffen (*The Methodology of Positive Economics* 1953), die nachher prominent geworden ist und von vielen Vertretern der heutigen *mainstream economics* akzeptiert wird. Ökonomische Theorien erlangen demnach ihre „Wissenschaftlichkeit“ durch die Verwendung formaler Modelle, - in Analogie zu naturwissenschaftlichen Modellen. Mit Friedman ist auch der methodische Individualismus verbunden, - der Versuch, so viel wie möglich in der ökonomischen Theorie durch ein rationales Handlungsmodell von Individuen zu erklären. In dieser Forderung wurde der populäre Ansatz von Keynes als „unwissenschaftlich“ abgetan, weil hier keine rigorose Mikrofundierung der Makroökonomie vorliege. Diese Entwicklung hat sich später durchgesetzt, die heutige Mainstream-Ökonomie verwendet vor allem mikroökonomische Modelle.

Ein Beispiel sind die gängigen Theorien der Finanzmärkte, Chicago war neben dem *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) das wichtigste Zentrum für die Entstehung der modernen Finanztheorie, - wichtige Ansätze sind die Effizienzmarkthypothese, der Trade-off von Risiko und Ertrag, vor allem im *Capital Asset Pricing Model*, das Modigliani-Miller-Theorem und die Black-Scholes-Merton-Formel. Diese Modelle beschreiben Finanzmärkte, denen die Optimalitätseigenschaften „des Marktes“ unterstellt wurden. Der Regelfall, der im Modell dargestellt wird, zeigt geräumte Märkte. Eine besondere Rolle spielt dabei auch die Annahme der Normalverteilung von schwankenden (volatilen) Marktgrößen, z.B. von Aktienkursen oder Zinsen. Ihr liegt die Hypothese zugrunde, es gäbe im Einfluss auf die betrachteten Größen viele unabhängige Ursachen, d.h. auch: die Akteure würden unabhängig voneinander handeln. Per Definition wird damit ein Herdentrieb-Verhalten ausgeschlossen, eine allgemeine Panik auf Börsen kann es somit laut Modell gar nicht geben.

Der diesbezügliche Finanzmarkt wird in diesen Modellen wie ein Naturereignis mit stochastischen Schwankungen aufgefasst, der Formalismus im Modell ist analog zur Brownschen Molekularbewegung, mit der in der Physik die Wärmebewegung von Teilchen beschrieben wird (McCauley 2004). Fluktuationen auf Börsen erscheinen wie zufällige Schwankungen in der Natur, Börsen bekommen so ein quasi naturwissenschaftliches Fundament (Fox 2009). Vorgänge auf Börsen sind „spezialphysikalische“ Ereignisse, Sozialstrukturen und institutionelle Besonderheiten braucht man dabei nicht analysieren (Ötsch 2009). In dieser Denktradition wurden Modelle forciert, die krisenhafte Entwicklungen wie Blasen nicht erklären können, die Annahme von

Gleichgewichtsmärkten mit stochastischen Schwankungen schließen sie aus. Modelle dieser Art haben ihren Beitrag geleistet, das große Programm einer Deregulierung bzw. Nicht-Regulierung von Finanzmärkten theoretisch zu fundieren.

In diesem Prozess haben sich die Mitglieder der Chicagoer Schule auch wirtschaftspolitisch engagiert. Bereits in den fünfziger Jahren haben sie aufgehört, vor der Monopolmacht großer Konzerne zu warnen, - Bedenken dieser Art waren die in den USA damals populär. Seither haben sie politische Eingriffe zur Begrenzung von Monopolmacht (auch bei den Ratingagenturen) nicht mehr für nötig erachtet (Horn 2009). Im Gegensatz wurde eine Politik der Deregulierung gefordert, die in vielen Fällen das Anwachsen immer größerer Firmen möglich machte. Dabei wurde auch direkt bei einzelnen Deregulierungsschritten interveniert. Ein Beispiel ist der Beitrag zur Entwicklung der modernen Future-Märkte, zuerst an der *Chicago Mercantile Exchange* (Merc). Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre half Friedman z.B. mehrmals mit, das gesetzliche Verbot für Future-Geschäfte ohne reale Lieferung der zugrundeliegenden Bezugsgröße zu überwinden (sie galten für die SEC als verbotene Glücksspiele, vgl. MacKenzie 2008). In einem Treffen mit dem damaligen Finanzminister George P. Shultz soll dieser gesagt haben: „*If it's good enough for Milton, it's good enough for me.*“¹⁰ Die Autorität von Friedman half der Legitimität der neuen Finanzinstrumente, - es ging um Futures für Währungen, denen damals nicht nur die Regulierungsbehörden, sondern auch viele Investoren skeptisch gegenüberstanden.

Aber der Einfluss der Chicagoer Schule der Nationalökonomie reicht viel weiter. Ein herausragendes Beispiel ist ihr Engagement in Lateinamerika, vor allem in Chile unter dem Diktator Pinochet. Bereits 1955 wurde ein Chicagoer *Chile project* – so nannte man es intern – in Chicago gestartet. Im Rahmen dieses Ausbildungsprojekts wurden über hundert chilenische Studenten theoretisch geschult. Einige von ihnen wurden dann in Chile einflußreich, spätestens ab 1965 war die ökonomische Ausbildung in Chile von marktradikalen Ideen aus Chicago dominiert. Ab 1963 engagierten sich diese Ökonomen auch im *Center for Social and Economic Studies* (CESES), gegründet vom Bankier Augustín Edwards, einem Think-Tank der Unternehmer, der gegen die Wirtschaftspolitik von Allende auftrat (er kam im September 1970 an die Macht). Der Putsch von Augusto Pinochet im September 1973 wurde auch vom CESES vorbereitet. Ab August 1971 waren führende *Chicago Boys* von der Universität beteiligt,

¹⁰ Nach der Aussage von Melamed, dem damaligen Präsidenten der Mec, in einem Interview von Donald MacKenzie (MacKenzie 2008, 146). Bei dem Treffen waren Melamed, Finanzminister Shultz und Artur Burns, damals chairman des *Boards of Governors* der *Federal Reserve* beteiligt. Allein diese einzelne Begebenheit - sie war für die Geschichte des Finanzwesens wichtig - illustriert die Bedeutung des Chicagoer-Netzwerkes: Burns war der langjährige Mentor von Friedman, er war einer der drei Ökonomen, denen Friedman in *The Methodology of Positive Economics* seinen Dank ausgesprochen hatte. Shultz wiederum war seit 1957 Ökonom in Chicago, ab 1962 Dekan der *Graduate School of Business* in Chicago. (1972 bis 1974 war er Finanzminister unter Nixon, dann Direktor der Bechtel Group.)

ein Regierungsprogramm für den Machtwechsel vorzubereiten, ein zusammenhängendes Programm wurde unter dem Decknamen *El ladrillo* (der Ziegel) wenige Tage vor dem Putsch den Militärs ausgehändigt (Valdés 1995, 251f).

Chile war das erste und berühmteste Beispiel einer marktradikalen Wirtschaftspolitik in einem Entwicklungsland, es wurde später (auch für den Internationalen Währungsfonds) zum Vorbild für ganz Lateinamerika. Die *Chicago Boys* übernahmen (zunächst durch Sergio de Castro, den Wirtschaftsberater des von den Militärs eingesetzten Wirtschaftsministers Fernando Léniz) die Kontrolle über das Land. Als relativ geschlossene Gruppe konnten sie ihre Vorstellungen in der berühmten chilenischen „Schock-Therapie“ durchsetzen: Aufhebung fast aller Preiskontrollen, Privatisierung von über hundert Firmen und fast des gesamten Bankensektors, Liberalisierung des Kapitalverkehrs, Aufhebung der Importkontrollen und Einführung eines privaten Pensionssystems (Klein 2007). Milton Friedman reiste 1995 zu Pinochet und gibt mediale Unterstützung.

6. Meilensteine der Deregulierung

Hinter der Chicago-Schule stand ein weltweites Netzwerk aus dem Bereich der Ökonomie, der Philosophie, der Politik und von Medien, das vor allem vom Ökonomen und Sozialphilosophen Karl August Friedrich (von) Hayek ab den fünfziger Jahren aufgezogen wurde. Hayek ist in meiner Einschätzung die wichtigste Person im zwanzigsten Jahrhundert, die die Ablöse von Keynes und die Hinwendung zu marktradikalen Ideen möglich gemacht hat. Er bekam 1974 den (so genannten) Neopbelpreis für Wirtschaftswissenschaften und hat in mehreren Entwürfen versucht, seinem marktradialen Konzept des Kapitalismus eine ultimative theoretische Basis zu verschaffen (u.a. in seiner Theorie der „spontanen Ordnung“, vgl. dazu Ötsch 2009, 64ff.)

In diesem Paper soll der organisatorische Einfluss von Hayek kurz gestreift werden. Hayek hat Milton Friedman, so hat dieser in einem Interview bekannt, entscheidend geprägt.¹¹ Auch die Neugründung der Chicagoer Schule im Herbst 1946 geht u.a. auf Hayek zurück, - in einem internen Memorandum sprach man vom „Hayek-Projekt“ (Horn und Mirowski 2005, 21). Die *Chicago School* selbst wird mit einem explizit politischen Auftrag gegründet, man wollte – wie es in einem Memorandum hieß - „*influencing the best professional opinions and political action though such professional opinion, not directly*“ (ebenda, 16). Insbesondere sollte eine *Free Market Study* erarbeitet als US-amerikanische Version von *Road to Serfdom* verfaßt werden. Mit diesem Werk war Hayek 1944 in den USA bekannt

¹¹ Interview mit PBS vom 1.10.2000, online unter www.pbs.org/wgbh/commandingheights/shared/minitext/int_miltonfriedman.html (20.5.2010)

geworden, in einer Kurzversion von *Readers Digest* wurde das Buch zum Bestseller (Friedmans Buch *Capitalism and Freedom* von 1962 ist ein spätes Ergebnis dieser Intention.)

Die Gründung der Chicago-Schule hängt eng mit der Gründung der *Mont-Pèlerin Society* (MPS) zusammen, die Hayek ein halbes Jahr später unternimmt. Friedman war beim Gründungstreffen der MPS dabei und schrieb später in seinen Memoiren, dieses erste Treffen war „*the beginning of my active involvement with the political process*“.¹² Die MPS ist Hayeks zweiter Versuch, eine internationale Organisation zur Förderung marktradikaler Ideen einzurichten. Der erste Versuch war das später so genannte *Colloque Walter Lippmann* im Jahre 1938, dieses Unternehmen wurde dann durch den Ausbruch des zweiten Weltkriegs unterbrochen. Walter Lippmann war ein US-amerikanischer Journalist, er hatte 1937 in seinem Buch *The Good Society* Ideen von Ludwig Mises, dem Lehrer von Hayek, popularisiert. Man will, so sagte man bei der Vorbereitung „*einen internationalen Kreuzzug zugunsten eines Konstruktiven Liberalismus*“ führen.¹³ Bei diesem Treffen wurde eine Neuformulierung des als überholt geltenden alten Liberalismus diskutiert, man gibt sich den Namen „*Neoliberalismus*“ (Walpen 2000 und 2004, Nordmann 2005, Ötsch 2009, 58ff).

Die MPS vertritt bei ihrer Gründung (die Zeit vor der Hochblüte des Keynesianismus) ein radikales Minderheitenprogramm: man will einen erneuerten Liberalismus als „*dominantes, wenn nicht absolutes Prinzip sozialer Organisation*“ weltweit zur Geltung verhelfen. Ziele sind die Förderung von Privateigentum, Marktwettbewerb und Freiheit, eine Neubestimmung des Staates, die Etablierung von Standards, die am braucht, dass „der Markt“ (so formuliert man das auch) funktionieren kann und die Schaffung einer neuen internationalen Ordnung (in Kontraposition zum gerade entstandenen Keynesianischen System, vgl. Hartwell 1995, 41ff.).

Die Bedeutung der *Mont Pèlerin Society* lag in ihrem globalen Netzwerkcharakter. Sie vereinigte Wissenschaftler, Politiker, Geschäftsleute, Journalisten und Verleger und fungierte als globales Elitenetzwerk mit vielen Honoratioren, man investierte aber auch planmäßig in die Einbeziehung junger Leute. Der *Mont Pèlerin Society* gelang es, viele Institutionen zu verknüpfen, die ab den siebziger Jahren bedeutsam wurden: neben der *Chicago School of Economics* vor allem Dutzende Think-Tanks im Umkreis des Londoner *Institute of Economic Affairs* sowie das Netzwerk um die *Public Choice Society*. In diesem Aktivismus ragt Anthony Fisher heraus, er ist ein glühender Verehrer von Hayek. Fisher war unter anderem beteiligt, das *Fraser Institute* in Vancouver zu errichten, ebenso das

¹² Friedman, Milton and Friedman, Rose: *Two Lucky People*. Memoirs, Chicago University Press 1998, 159; zit. nach Fox 2009, 92

¹³ So der französische Philosoph Louis Rougier in Planung eines vorbereitenden Treffens in einem Brief an William Rappard am 21.6.1938, *BAR J.I.*149, 1977/135, Bd. 42; zitiert nach Walpen 2000, 1071, vgl. auch Walpen 2004, 56.

International Center of Economic Policy Studies in New York, das *Pacific Institute for Public Policy* in San Francisco und das *Center of Independent Studies* in Australien. 1981 gründete er die *Atlas Economic Research Foundation*, einen Think-Tank zur Gründung von Think-Tanks. Sie koordiniert die Kommunikation zwischen ungefähr zweihundert Think-Tanks weltweit und hat rund hundert bei ihrem Aufbau unterstützt.¹⁴

Eine andere Drehscheibe für die marktradikale Bewegung ist das *Stockholm Network*: es koordiniert über 130 Denkfabriken aus 40 Ländern. Das erfolgreichste Mitglied in Deutschland ist die *Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft*, INSM. Dieser Think-Tank wird 2000 vom Arbeitgeberverband Gesamtmetall gegründet und ist dafür bekannt, „unabhängige Experten“ für Diskussionsrunden in Fernsehen zu liefern und regelmäßig die Massenmedien mit Studien und Berichten zu beeinflussen, die meist ohne Quellenangabe übernommen werden (nach Ötsch 2009, 63, zu den Taktiken der INSM vgl. Speth 2004).

Einige dieser Institutionen wurden später einflussreich. Aus dem Londoner *Institute of Economic Affairs* geht das *Centre für Policy Studies* hervor, das auf die Beeinflussung der britischen Konservativen gerichtet war, auch sie standen damals unter dem Einfluss des Keynesianismus. Eine stellvertretende Direktorin war Margaret Thatcher, die 1974 überraschend Oppositionsführerin wird, 1979 die Labour-Regierung als Premierministerin ablöst und das Land (vor allem in ihrer zweiten Regierungszeit, nach dem Sieg im „Falkland-Krieg“) marktradikalen „Reformen“ unterwirft (In Blundell 2003 wird triumphalistisch geschildert, wie es in der *Thatcher Revolution* gelang, ein ganzes Land umzudrehen, - mit direkten Hinweisen zum Einfluss von Hayek, Fischer und Friedman.) Bedeutsam war insbesondere der *big bang* vom Oktober 1986, bei dem viele britische Finanzinstitutionen mit einem Schlag dereguliert wurden, - eine der Gründe für das Wiedererstarken der *City of London* als globalen Finanzplatz.

1981 tritt Ronald Reagan das Präsidentenamt in den USA an: das einflussreichste Land der Welt bekommt eine marktradikale Regierung, - mit dem erwähnten Einfluss auf die Washington-Institute (deren Verhalten später als *Washington consensus* bezeichnet wird). In diesem Prozess erlangen die Ratingagenturen weltweite Bedeutung, sie werden zu Ordnungsmächten für viele Staaten. 1987 macht Reagan Alan Greenspan zum Vorsitzenden der Fed (Greenspan bleibt in dieser Position bis Anfang 2006, seine Politik des niedrigen Zinses in den Nullerjahren führte direkt zur Subprimekrise). Als wichtiger Ideenengeber für die Regierung Reagan fungierte auch die *Heritage Foundation*, die 1973 gegründet wurde. Auch sie ist eng mit der *Mont Pèlerin Society* verzahnt: Edwin F. Feulner

14 Überblicke über die vielen marktradikalen Think-Tanks finden sich in Smith 1991, Desai 1994, Cockett 1995, Gellner 1995, Tevelow 2005 und Walpen 2004.

war langjährig Präsident beider Organisationen. (Eine Woche nach dem Wahlsieg von Ronald Reagan legte die *Heritage Foundation* den über tausend Seiten starken Bericht *Mandate for Leadership* vor, ein Kompendium marktradikaler Ideen, von denen viele umgesetzt wurden, vgl. Gellner 1995, 114f.).

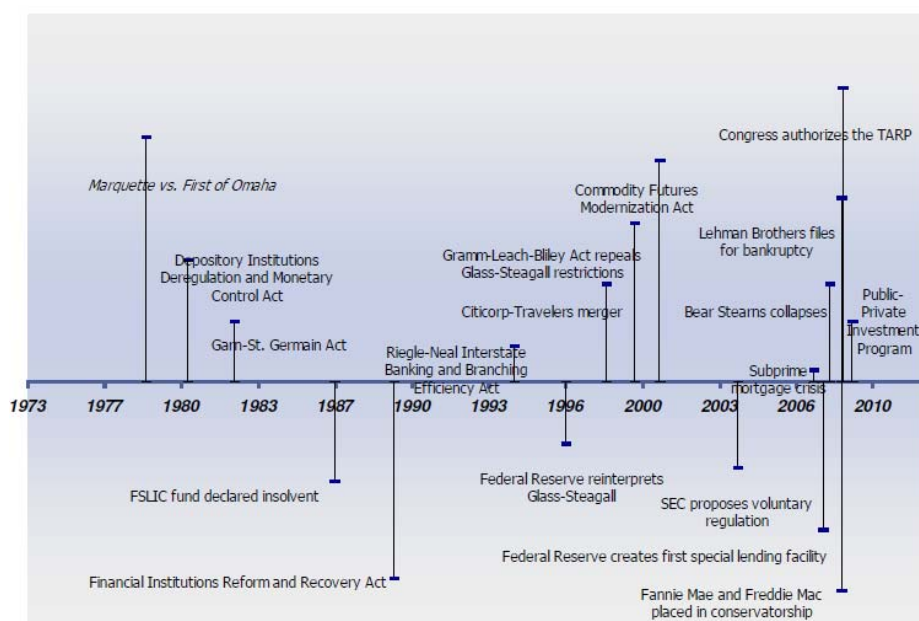
Die „marktradikalen Revolutionen“ von Thatcher und Reagan werden nach und nach weltweit übernommen. Ab 1989 kollabieren fast alle kommunistischen Wirtschaftssysteme. Zuletzt passen sich auch die linken und sozialdemokratischen Parteien dem neuen Zeitgeist an, - meist unter der Devise eines *Dritten Weges*. Meilensteine sind die US-Regierungen unter Bob Clinton (1993 bis 2001), in Großbritannien unter Tony Blair (1997 – 2007) und in Deutschland unter Gerhard Schröder (1998 – 2005). Cassidy beschreibt diesen Prozess so:

„By the 1990s, Bill Clinton, Tony Blair, and many other progressive politicians [including Gerhard Schröder] had adopted the language of the right ... With the collapse of communism and the ascendancy of conservative parties on both sides of the Atlantic, a positive attitude to markets became a badge of political respectability. Governments around the world dismantled welfare programs, privatized state-run firms, and deregulated industries that previously had been subjected to government supervision.“
(Cassidy 2009, 7)

Blair macht die „Reformen“ von Thatcher nicht wirklich rückgängig, die Macht der Gewerkschaften blieb nachhaltig begrenzt. Die Regierung Schröder unternimmt wichtige Deregulierungsschritte, sie erlaubt z.B. Leerverkäufe und begünstigt Zweckgesellschaften steuerlich. Kapital-anlagegesellschaften dürfen seither auch in Deutschland Hedgefonds auflagen und vertreiben, zudem wurde ein privates Pensionssystem eingeführt („Riester-Rente“) und der Arbeitsmarkt nachhaltig umgestaltet („Hartz IV“), - letzteres hatte auch zur Folge, dass in Deutschland von 2000 bis 2006 die Reallöhne sinken.

Die erste Regierung Clinton startet zuerst als Gegenprogramm zum Neoliberalismus unter Bush senior, dieser war Präsident von 1989 bis 1993. 1994 erringen die Republikaner (die sich unter dem neokonservativen *Contract with America* versammelt haben) die Mehrheit im Senat und blockieren Clintons ersten Haushaltentwurf. Clinton gibt nach, Mitte 1995 wird der *Fiscal Responsibility Act* verabschiedet, in der zweiten Amtszeit erklärt er die politische Abkehr von *Big Government*.

In der Regierungszeit von Clinton werden in den USA wichtige Schritte zur Deregulierung des Finanzsektors gesetzt. Die folgende Zeitleiste (aus Sherman 2009) gibt einen Überblick über wichtige „Reformen“ vom Anfang der siebziger Jahre bis hin zur Subprime-Krise ab 2006/07.



Meilensteine in der Deregulierung des US-Finanzsektors sind (nach Sherman 2009):

- 1978 werden im Streitfall *Marquette vs. First of Omaha* vom *Supreme Court* gesetzliche Schranken für Zinsobergrenzen für Kredite flexibel gemacht, in einigen Bundesstaaten werden sie dann zur Gänze aufgehoben.
- 1980 hebt der *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* Zinsobergrenzen für Bankguthaben auf.
- 1982 dereguliert der *Garn-St. Germain Depository Institutions Act* Sparkassen und erlaubt ihnen eine direkte Konkurrenz mit Geldmarktfonds.
- 1989 wird im *Financial Institutions Reform and Recovery Act* der Einlagenversicherungsfonds (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC*), der 1987 insolvent wurde, zum Großteil auf Kosten der Steuerzahler aufgelöst; im Hintergrund steht die *Savings and loan-Krise* der 80er-Jahre, die schon damals auf eine Deregulierung des Sparkassensektors zurückgeführt werden kann.
- 1994 werden im *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* alle Restriktionen im Bankenverkehr zwischen den US-Bundesstaaten aufgehoben. (Vor den 70er-Jahren war *interstate branching* in den USA verboten, 1975 in nur 14 Bundesstaaten erlaubt, dann sukzessive generell erlaubt. Vgl. Yildirim und Mohanty 2007.)
- 1996 reinterpretiert die Fed den *Glass-Steagall Act* aus 1933 und lockert die Trennung zwischen Kommerz- und Investmentbanken.
- 1998 entsteht Citicorp aus einer illegalen Fusion, man vertraut auf den späteren *Gramm-Leach-Bliley Act* aus dem Jahre

- 1999, bei dem große Teile des *Glass-Steagall Acts* aufgehoben werden. Das Trennbankensystem in den USA wird damit endgültig aufgelöst. Die Folge war ein Bankenboom und das Entstehen von Mega-Banken.
- 2000 wurden im *Commodity Futures Modernization Act* die meisten Regulierungen für *Over-the-counter-Derivative* aufgehoben.
- 2004 führt die Regulierungsbehörde SEC ein freiwilliges „Regulierungssystem“ ein, lockert die Mindestreservevorschriften und macht höhere Hebel möglich.

7. Das neoliberale Weltbild

Dieser Prozess hatte weltweite Ausstrahlung und führte zur Finanz- und Wirtschaftskrise 2007 – 2009, die immer noch weitergeht und sich in historisch einmaligen „quantitativen Lockerungen“ der Nationalbanken, in Problemen im Banken- und Schattenbankensektor und in der Staatsschuldenkrise von Euroländern manifestiert. Trotz einer Dauerkrise seit mehr als fünf Jahren blieb die neoliberale bzw. marktradikale Denkweise in ihrer Wirkung kaum beeinträchtigt. Auch die wirtschaftlichen und politischen Netzwerke, die vor 2007 das Programm einer „Deregulation“ betreiben haben, haben kaum Einbußen erfahren. Aktuell gibt es z.B. in Europa kaum politisch wirkungsvollen Widerstand gegen die „Fiskalpakete“, die die Tendenz haben, eine wirtschaftliche und politische Krise in Europa auszulösen.

Der Kern des neoliberalen Weltbilds ist die Behauptung von Hayek und seinen Gefolgsleuten, „das Marktsystem [sei] die unverzichtbare Grundlage und Matrix, auf der die moderne Zivilisation und die menschliche Freiheit aufbaut.“ (Thomasberger 2012, 16 und 23). Diese Ansicht ist zu einem nicht hinterfragten Allgemeinstandpunkt geworden. Viele Wirtschaftstheorien teilen diesen Standpunkt. Neoliberalismus bezeichnet keine spezielle theoretische Schule, keine besondere Denkansatz und keine besondere Methode. Die Gemeinsamkeit liegt – wie in der ursprünglichen Programmatik der Mont-Pèlerin Society - in der Zielsetzung, im Programm und in der Absicht, die Gesellschaft und die Politik jenen Bedürfnissen unterzuordnen, die – so glaubt man – ein Marktsystem benötige (Thomasberger 2012).

Das Marktsystem selbst wird dabei mit den Mitteln der ökonomischen Theorie beschrieben. Die Ökonomie ist im Zeitalter des Neoliberalismus zur Leitwissenschaft aufgerückt. Sie tritt dabei mit einem Wahrheitsanspruch auf, nur so kann sie gesellschaftlich Wirkung erlangen. Theorien sind demnach „Abbilder“ einer Realität, wie sie wirklich ist. Das neoliberale Welt-Bild nimmt für sich in Anspruch, die „Fakten“ der Welt richtig (und „wissenschaftlich“) zu erfassen. (Mises Kritik an der Unmöglichkeit einer Planwirtschaft, die er schon in den zwanziger Jahren formuliert hat, gilt als

„Beweis“, dass es zum Kollaps des Sowjetsystems kommen musste.) Wer diese Grundtatsachen nicht anerkennt, ist ein „Utopist“ und muss deshalb von jeder Einflussnahme auf die Politik ausgeschlossen werden (Thomasberger 2012).

Zentral für das neoliberale Wahrheitsprogramm ist ein Bild „des Marktes“ (Ötsch 2009). Es tritt in zwei großen Varianten auf: (a) in statischen Ansätzen der neoklassischen Mikroökonomie, populär zusammengefasst im gängigen Angebots-Nachfrage-Schema und (b) in prozessoral-dynamischen Ansätzen, wie in Hayeks Theorie einer „spontanen Ordnung“, letztere war vor allem in den USA erfolgreich. Die neoklassische Mikroökonomie hingegen ist der einflussreichste ökonomische Ansatz weltweit. Ihr größtes Gewicht übt sie über die Lehrbücher der Mikroökonomie, welche global standardisiert sind (Ötsch und Kapeller 2010). (Fast) jede Person, die Ökonomie studiert oder im Rahmen von anderen Studien (wie Betriebswirtschaftslehre, Recht oder Wirtschaftsrecht, Informatik oder Wirtschaftsinformatik, Soziologie, Politologie, ...) mit ökonomischen Theorien kurz in Kontakt kommt, schult ihr Denken über die Wirtschaft in diesen Lehrbüchern. Eine weltweite Elite wird auf diese Weise für ein marktradikales Denken empfänglich gemacht.

Die Lehrbücher der Mikroökonomie beginnen meist mit dem Modell eines „vollkommenen“ Marktes: der neoklassische Kerngedanke, wie Wirtschaft funktioniert. In diesem Modell wird bekanntlich das gängige Angebots-Nachfrage-Diagramm (mit steigender Angebots- und fallender Nachfragekurve) aus einer Theorie des „optimalen“ (rationalen) Verhaltens von Wirtschaftsakteuren abgeleitet.¹⁵ In diesem Schema wird der Marktpreismechanismus illustriert: Angebot und Nachfrage bestimmen den Preis. Abweichungen (Überangebot oder Übernachfrage) bewirken Preisanpassungen, worauf sich Angebot und Nachfrage anpassen. Das System kommt – meist glaubt man, dass dieser Prozess schnell geht - zu einem Gleichgewicht. Hier sind Angebot und Nachfrage gleich groß. Ein Markt wird als ein System gedacht, das sich von selbst zu einem Gleichgewicht bringt. Dieser Zustand ist optimal und effizient.

Marktradikalismus oder Neoliberalismus enthält (in der neoklassischen Variante) die Vorstellung, dieser „Mechanismus“ mache den Kern des Wirtschaftssystems aus. Prozesse, die man auf einzelnen Märkten beobachten kann, werden auf die ganze Wirtschaft übertragen: Marktwirtschaft oder

¹⁵ Das neoklassische Modell eines perfekten Wettbewerbsmarktes ist die Basis für das gängige Angebots-Nachfrage-Schema mit steigender Angebots- und fallender Nachfragekurve. Wird dieses Diagramm verwendet – und handlungstheoretisch interpretiert – wird implizit ein vollkommener Wettbewerbsmarkt vorausgesetzt. (Dieses Modell basiert auf Dutzenden von absurden Annahmen, im Detail bei Ötsch 2009 aufgelistet.) Viele Märkte sind aber oligopolartig strukturiert, das gilt auch für die meisten Finanzmärkte. In fast allen Lehrbüchern der Mikroökonomie finden sich Dutzende Anwendungen des Angebots-Nachfrage-Diagramms, ohne nur ein einziges mal die institutionellen Voraussetzungen ernsthaft zu diskutieren, die gegeben sein müssen, ob man das Diagramm überhaupt anwenden darf.

Kapitalismus wird als effizientes Wirtschaftssystem verstanden. Dieses System steuert sich von selbst und ist auf Grund seiner dauernden Preisanpassungsprozesse im Kern stabil. Seine Funktionsweise kann durch zeitlos gültige „Gesetze“ ausgedrückt werden, wie das „Gesetz der Nachfrage“ oder das „Gesetz des Angebots“. Die Gesetze „des Marktes“ drücken real ablaufende Prozesse aus. Die Wirtschaft wird so betrachtet von „Kräften“ getrieben, die wie Kräfte der Natur wirken: die „Selbstregulierungskraft“ der Wirtschaft (auf die wir vertrauen sollen) gilt als Tatsache (Ötsch 2009, 284ff.). Die Wirtschaft mutiert damit zu einer Maschine mit Qualitäten eines Naturprozesses (Mirowski 1990 und 2002, Ötsch 1990).

In den Lehrbüchern und im politischen Diskurs verdichten sich diese Vorstellungen zu einem Reden von „den Märkten“ oder „dem Markt“. „Der Markt“ erscheint als Prozess oder Institution, die – wie die Natur – selbständig abläuft und gegen die politisches Wollen nichts ausrichten kann: *„Wie die physikalischen Gesetze gelten Wirtschaftsgesetze für uns alle.“* (Bundwirtschaftsminister Schäuble).¹⁶ Sätze wie diese sind wohlbekannt:

- *„Niemand kann sich den Kräften des Marktes entziehen.“*
- *„Wir müssen uns den Regeln des Marktes unterwerfen.“*
- *„Den Gesetzen des Marktes entrinnt niemand.“*
- *„Wir müssen dem Markt Opfer bringen.“*
- *„Die Mechanismen des Marktes gelten weltweit.“*
- *„Die Logik des Marktes verlangt, dass wir...“*

Dieses Denken enthält viele Ungereimtheiten. Was „der Markt“ sein soll, kann letztlich gar nicht gesagt werden. Der Begriff selbst ist institutionell nicht definiert. Er kann nicht operationalisiert werden, „der Markt“ ist kein empirisch illustrierbares Phänomen (Ötsch 2009). Der theoretische Nachteil ist aber ein Vorteil im Diskurs: man kann den Begriff „der Markt“ ungemein vielschichtig anwenden:

1. „Der Markt“ gilt zum einen als eine Realität. Er beschreibt wirtschaftliche Prozesse, wie sie wirklich ablaufen. Was in der Wirtschaft geschieht, kann als Ergebnis „des Marktes“ dahingestellt werden (Neoliberalismus als wissenschaftliche Theorie der Wirtschaft).
2. „Der Markt“ und seine „Gesetze“ sind zugleich logische Forderungen an die Realität: so müsste es eigentlich sein. Aus der Logik des Modells wird zwingend auf reale Phänomene geschlossen, man kann sie logisch ableiten, eine empirische Untersuchung wird nicht benötigt (Neoliberalismus als Theorie der Logiken der Wirtschaft).
3. Aber „der Markt“ ist auch eine Norm. Mit Berufung auf ihn wurden und werden Privatisierung, Liberalisierung und Deregulierung gefordert. „Der Markt“ und seine

¹⁶ Deutsche Mittelstandsnachrichten vom 7.12.2012.

behaupteten Vorteile beschreiben ein Ziel, wie die Wirtschaft sein sollte, sie normieren einen Prozess, in dem die ganze Gesellschaft verändert wird (Neoliberalismus als Programm einer Umgestaltung der Gesellschaft).

4. Werden die Normen und Ziele „des Marktes“ umfassend gedacht, dann stellt „der Markt“ eine Utopie dar, die noch niemals realisiert worden ist und die immer wieder neu anzustreben sein soll (Neoliberalismus als Utopie).

Die vierfache Möglichkeit stellt einen großen Vorteil im Diskurs dar. Je nach Situation kann von der einen zu der anderen Verwendung gewechselt werden. Mit „dem Markt“ können bestehende Strukturen gerechtfertigt oder neue Strukturen gefordert werden. In der Rhetorik „des Marktes“ kann es niemals ernsthafte Schwierigkeiten im Kapitalismus geben. Selbst die Dauerkrise seit 2007 erscheint nicht als Problem des Wirtschaftssystems. Die Finanz- und Wirtschaftskrise wird entweder als Naturereignis (wie ein Tsunami oder ein Erdbeben) hingestellt oder „marktfremden“ Ursachen, wie einer falschen Wirtschaftspolitik zugeschrieben: schuld sei „die Politik“. Im Notfall kann man immer noch auf die Utopie ausweichen und sagen, „der Markt“ sei noch nirgendwo verwirklicht worden (und neue politische Forderungen zu einer „Deregulierung“ erheben).

Dieses Denken hat sich kollektiv zu einem Welt-Bild verdichtet und ist zu einer sozialen Tatsache geronnen. Wie jedes fundamentalistisches Welt-Bild ist es immun gegen empirische Kritik. Kein empirischer Tatbestand kann dieses Bild widerlegen. Jede Entwicklung kann als Ausdruck und Bestätigung für „den Markt“ interpretiert werden. Die krisenhaften Entwicklungen seit 2007 (die durch neoliberale Wirtschaftspolitiken möglich gemacht wurden) sind für Neoliberale kein Anlass, ihr Denken zu ändern. Im Gegenteil: die Finanzierungskrise von Eurostaaten schafft die Gelegenheit, ein neues Programm „des Marktes“ durchzusetzen (wobei die großen Ratingagenturen aktiv mitspielen). Gefordert werden jene „Strukturreformen“ (wie flexiblere Arbeitsmärkte, Deregulierung und Privatisierung), die vor der Krise vorherrschend waren und zu dieser geführt haben.¹⁷

Das Bild „des Marktes“ enthält viele Implikationen für den Diskurs um die Ratingagenturen. Was sie tun und welche Folgen ihr Tun bewirkt, wird als Ausdruck „des Marktes“ interpretiert, die institutionellen Besonderheiten konkreter Prozesse werden nicht untersucht. Man kann in diesem Denken auch die hoheitlichen Funktionen der Ratingagenturen nicht erfassen. Hinter dem Bild „des Marktes“ verschwinden die Machtaspekte von privat betriebener Governance. Im Bereich „des Marktes“ gibt es nämlich keine Macht. Im Gegenteil: „Der Markt“ wird ideologisch als Hort „der Freiheit“ überhöht. Auch die Wirtschaftstheorie begünstigt eine solche Sichtweise. Denn im

¹⁷ Zu den fundamentalen Paradoxien einer neoliberalen Wirtschaftspolitik vgl. Brodbeck 2001 und Thomasberger 2012.

neoklassischen Modell „des Marktes“ kann Macht nicht verortet werden: „der Markt“ präsentiert sich als machtfreie Zone. Bei „vollkommener Konkurrenz“ stehen sich viele Anbieter und viele Nachfrager gleichberechtigt gegenüber, niemand übt Macht über andere aus: „*Diese Gesellschaft ist im Idealtyp charakterisiert durch die Abwesenheit von Macht von Menschen über Menschen.*“ (C. Christian von Weizsäcker).¹⁸

Aber Governance bedeutet Macht und Macht dient Interessen. Welche Interessen verkörpern die drei großen Ratingagenturen? Bekannt sind die Interessenskonflikte, die im gängigen Geschäftsmodell der Ratingagenturen ab den siebziger Jahren eingebaut sind. Vorher wurden Ratings von potentiellen Investoren in Auftrag gegeben und von ihnen bezahlt, das Bonitätsrating für die Emittenten kostete nichts. Im neuen Modell (*issuer pay model*) werden die Ratings von den Emittenten finanziert, heute werden gut 90 Prozent der Umsätze der großen Ratingsfirmen auf diese Weise erwirtschaftet. Der dabei enthaltene Interessenskonflikt liegt auf der Hand: Firmen wollen für sich oder ihre Emissionen günstige Ratings, sie haben dadurch niedrigere Kosten und höhere Nachfrage, und Ratingagenturen wollen viele Ratings, sie haben dadurch größere Einnahmen.

Für die Ratingagenturen besteht also ein Anreiz Ratings auszustellen, die den Emittenten entgegenkommen (dies wurde auch durch einen früheren Präsidenten (*Senior President*) von Moody's bei einer Anhörung vor der SEC bestätigt).¹⁹ Viele Bewertungen waren auch das Ergebnis von direkten „Verhandlungen“ mit den Kunden. Diese konnten sich über schlechte Noten beschweren, die dann oft nach oben korrigiert wurden, gleichzeitig wurden auch „übertrieben“ kritische Analysten gefeuert.²⁰

Aber die Problematik reicht tiefer. Sie hat mit den Interessen der Eigentümer der Ratingagenturen zu tun. Nach Rügemer (2012, 45ff.) sind die größten Eigentümer der Ratingagenturen Hedgefonds: Standard & Poor's befindet sich im Besitz des Medienkonzerns McGraw Hill, dessen Eigentümer sind Capital World, Blackrock, Vanguard, State Street, T.Rowe Price, Washington Mutual usw. Moody's gehört Moody's Corporation, als deren Besitzer tauchen u.a. Berkshire Hathaway (der Hedgefonds

¹⁸ „Gerechtigkeit, Freiheit und Wohlstand. Die Auflösung einer vermeintlichen Antinomie“, Neue Zürcher Zeitung vom 14.5.2005, 19.

¹⁹ Neate, Rupert: Rating agencies suffer 'conflict of interest', says former Moody's boss, The Guardian 22.8.2011.

²⁰ Eine besonders kundenfreundliche Vorgangsweise wird von Moody's berichtet. (Im Jahre 2007 hatte Moody 94 Prozent aller CDOs bewertet, die sich auf Hypothekarkredite bezogen. Diese Titel verkörperten einen Marktwert von 190 Mrd. US-\$.) Nach der Korrektur der Bewertungspraxis, die den Bedürfnissen der Kunden mehr entgegenkam, schnellten bei Moody Umsatz und Gewinn in die Höhe. Nach Lucchetti, Aaron: Rating Analysts Switched by Firms, The Wall Street Journal, European Edition, 26.5.2008, und ders.: Rating Game: As Housing Boomed, Moody's Opened Up, The Wall Street Journal, European Edition, 14.4.2008.

von Warren Buffett) und die bereits genannten Hedgefonds auf. Die wichtigsten Eigentümer der beiden Ratingagenturen haben Anteile bei beiden zugleich. Insgesamt werden die zwei großen Ratingfirmen von einem Dutzend großer US-Fondsfirmen und Finanzkonzerne beherrscht (Tabelle 2), kleinere Anteile halten auch Morgan Stanley, Allianz Global Investors, Oppenheimer, Washington Mutual und Neuberger Berman.²¹

	Standard & Poor's	Moody's
Capital Group	13,2	16,2
Blackrock	4,7	7,0
Vanguard	4,7	5,8
State Street	4,6	4,4
T. Rowe Price	3,5	6,1
Bank of New York	1,2	2,2

Tabelle 2: Die größten Eigentümer der zwei größten Ratingagenturen²²

Die genannten Firmen gehören zum innersten Machtkern des Wirtschaftssystems und zählen zu den größten Aktionären der weltweit wichtigsten Firmen. Diese Firmen sind auch die großen Käufer und Verkäufer jener Produkte und Firmen, die die Ratingagenturen bewerten. Wie die Manager dieser Firmen untereinander kommunizieren und wer wem welche Informationen zukommen lässt, wissen wir nicht. Bekannt ist aber, dass die Eigentümer der zwei größten Ratingagenturen zu jenen Firmen gehören, die global über den größten Einfluss in Form von Beteiligungen verfügen. Dies wurde u.a. in einer Studie der Eidgenössischen Universität Zürich aus dem Jahre 2011 gezeigt (Vitali u.a. 2011), wo für das Jahr 2007 die weltweiten Beteiligungsverhältnisse und die Gewinne von 43.000 multinationalen Konzernen in einem globalen Netzwerk dargestellt wurden. Ihr Ergebnis zeigt ein ungemein konzentriertes System: 737 Shareholder üben die Kontrolle über 80 Prozent aller multinationalen Konzerne aus. Das innerste Zentrum bilden nur 147 Konzerne. Die Mitglieder dieser Supereinheit haben eine fast vollständige Kontrolle über sich selbst, weil sie sich in einem komplizierten Geflecht von Beteiligungen in wechselseitigem Besitz befinden und andere davon ausschließen. Sie beherrschen zudem rund 40 Prozent der übrigen Wirtschaft. Drei Viertel dieser Firmen sind Finanzfirmen. Von den 50 wichtigsten sind 48 Finanzinstitute. In der Liste der 50

²¹ Fitch gehört zu Fitch Group, diese gehört zur Hälfte dem US-Medienkonzern Hearst (bis heute noch als Familienkonzern geführt) und der französischen Finanzholding Fimalac (Abkürzung für La Financière de Marc de Lacharrière).

²² Aus Rügemer 2012, 61.

weltweit mächtigsten Firmen finden sich auch fast alle wichtigen Eigentümer der zwei großen Ratingagenturen: es sind die Positionen 2, 5, 8, 10, 11, 16, 19, 21, 27, 28 und 41.

Mit anderen Worten: Die weltweit mächtigsten Finanzinstitute sind die Eigentümer der beiden großen Ratingfirmen. Die einflussreichsten Firmen kontrollieren damit neben ihrem direkten Einfluss auf die Wirtschaft auf einer übergeordneten Ebene die allgemeinen Bedingungen ihrer eigenen Geschäfte, indem sie über die Ratingagenturen verfügen. Hinter der *Public Governance*-Macht der Ratingagenturen steht die Macht der größten Finanzkonzerne. Sie besitzen regulative (und mit Gesetzesmacht ausgestattete) Instrumente, in der ihre Interessen unmittelbar einfließen können:

„Es handelt sich [...] um ein hierarchisches Netzwerk von Einheiten, die schon als einzelne in ihren jeweiligen Sitzstaaten als „systemrelevant“ gelten: Ein System der Systemrelevanten. Sie sorgen für sich selbst und übernehmen keine Verantwortung für den Rest. Sie anonymisieren sich und bleiben für die große Öffentlichkeit unsichtbar.“
(Rügemer 2012, 65).

Hinter diesem konzentrierten Netzwerk stehen ultrareiche Personen, welche die persönlichen Eigentümer der Megafirmen sind. Aber diese Personen sind fast zur Gänze unbekannt: welche Personen ihr Vermögen in den größten Finanzfirmen mit der stärksten Kontrollmacht angelegt haben, wissen wir nicht. Bezeichnend ist jedenfalls, dass die zwei großen Ratingagenturen (wie ihre Hedgefonds-Eigentümer) ihre Geschäfte juristisch in Steueroasen angesiedelt haben. Große Teile des heutigen Finanzkapitalismus sind unsichtbar geworden und bleiben empirisch unbekannt und theoretisch unerforscht. Das Reden von „dem Markt“ hat die ideologische Funktion diese „unsichtbar“ ausgeübte Macht zu verschleiern.

8. Literatur

- Baklanova, Victoria (2011): Money market funds in the US and the EU: a legal and comparative analysis, University of Westminster, PhD thesis.
- Blundell, John (2003): Waging the War of Ideas. London: The Institute of Economic Affairs (Second edition).
- Bösch, Valerie (2011): Ratings in der Krise. Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft, Nr. 110, November
- Brieger, Steven Alexandre (2012): Ratingagenturen in der Krise. Reformvorschläge für ein stabiles Finanzsystem, Marburg.
- Brodbeck, Karl-Heinz (2001): Die fragwürdigen Grundlagen des Neoliberalismus. Wirtschaftsordnung und Markt in Hayeks Theorie der Regelselektion. In: Zeitschrift für Politik 48/1, 49-71.
- Cassidy, John (2009): How markets fail: The logic of economic calamities. New York.
- Cockett, Richard (1995): Thinking the Unthinkable. Think-Tanks and the Economic Counter-Revolution 1931 - 1983. London.
- Deb, Pragyant; Manning, Mark; Murphy, Gareth; Penalver Adrian and Toth, Aron (2011): Whither the credit ratings industry? Bank England, Financial Stability Paper 9, March.
- Desai, Radhika (1994): Second-hand Dealers in Ideas: Think-Tanks and Thatcherite Hegemony. In: The New Left Review: 27-64.

- Dittrich, Fabian (2007): *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*. Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln.
- Dodd (2010): *The Restoring American Financial Stability Act of 2010*, US-Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 30. April.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2011): *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area – General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, Frankfurt a.M.
- Financial Crisis Enquiry Commission (2011): *The Financial Crisis Enquiry Report*, Official Government Edition, Washington, January.
- Fitch Ratings (2010): *Sovereign Rating Methodology*, verfügbar unter: www.fitchratings.com.
- Fox, Justin (2009): *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, New York.
- Friedman, Milton (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*, in: ders.: *Essays in Positive Economics*, Chicago, 157-203.
- Gellner, Winand (1995): *Ideenagenturen für Politik und Öffentlichkeit. Think Tanks in den USA und in Deutschland*, Opladen.
- Hartwell, Ronald M. (1995): *A History of the Mont Pellerin Society*, Indianapolis.
- Hill, Claire A. (2010): *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?* . In: *University of Pittsburgh Law Review* 71: 595-810.
- Hillinger, Claude (2006): *Science and Ideology in Economic, Political and Social Thought*, Discussion Paper 2006-35, Departement of Economics, University of Munich.
- Horn, Robert, Mirowski, Philip (2005): *The Road to a World Safe for the Corporations: the Rise of the Chicago School of Economics*, University of Notre Dame (http://economix.u-paris10.fr/pdf/journees/hpe/2006-06-16_Mirowski.pdf).
- International Monetary Fund (IMF) (2010): *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Fundings and Systemic Stability*, October, Washington D.C.
- Käfer, Benjamin und Michelis, Jochen (2012): *Länderrisiko: Die ökonomischen Konsequenzen einer Herabstufung durch die Rating-Agenturen*, MAGKS Joint Discussion Papers 02, online unter: www.uni-marburg.de/fb02/makro/forschung/magkspapers/index_html%28magks%29
- Kashyap, Anil K. und Jeremy C. Stein (2004): *Cyclical Implications of the Basel II capital standards*, Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives* 28: 18-31.
- Klein, Naomi (2007): *Die Schock-Strategie. Der Aufstieg des Katastrophen-Kapitalismus*, Frankfurt/Main.
- Mayntz, Renate (2004): *Governance im modernen Staat*. In: Benz, Arthur (Hrsg.): *Governance – Regieren in komplexen Regelsystemen*, Wiesbaden, S. 65-76.
- McCauley, Joseph L. (2004): *What Economists can learn from physics and finance*, MPRA Paper 2240, October, online unter: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/2240/>
- MacKenzie, Donald (2008): *An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets*. Cambridge, Mass. and London.
- Mirowski, Philip (1990): *More Heat than Light. Economics as Social Physics. Physics as Nature's Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mirowski, Philip (2002): *Machine Dreams. Economics becomes a Cyborg Science*. Cambridge.
- Nordmann, Jürgen (2005): *Der lange Marsch zum Neoliberalismus. Vom Roten Wien zum freien Markt - Popper und Hayek im Diskurs*. Hamburg.
- Ötsch, Walter Otto (1990): *Das Sraffa-Paradoxon. Das gemeinsame Konsistenzproblem der neoklassischen und Marxschen Gleichgewichtstheorie*. Berlin.
- Ötsch, Walter Otto (2009): *Mythos Markt. Marktradikale Propaganda und ökonomische Theorie*. 2. Aufl. Marburg.
- Ötsch, Walter Otto, Kapeller, Jakob (2010): *Perpetuating the Failure: Economic Education and the Current Crisis*. In: *Journal of Social Science Education* 2: 16-25.
- Partnoy, Frank (1999): *The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, No. 3, 619-712.
- Partnoy, Frank (2009): *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*. In: *University of San Diego, School of Law, Legal Studies Research Paper Series*, 9/014.

- Peukert, Helge (2010): Die große Finanzmarktkrise. Eine staatswissenschaftlich-finanzsoziologische Untersuchung. Marburg.
- Prager, Christoph (2012): Ratingagenturen. Funktionsweisen eines neuen politischen Herrschaftsinstruments. Wien.
- Reichard, Christoph (2002): Governance öffentlicher Dienstleistungen. In: Budäus, Dietrich/Schauer, Reinbert/Reichard, Christoph (Hrsg.): Public und Nonprofit Management. Neuere Entwicklungen und Problemfelder. Linz-Hamburg.
- Rügemer, Werner (2012): Ratingagenturen. Einblicke in die Kapitalmacht der Gegenwart. Bielefeld.
- Schmelzer, Michael (2010): Freiheit für Wechselkurse und Kapital. Die Ursprünge neoliberaler Währungspolitik und die Mont Pèlerin Society. Marburg.
- Securities and Exchange Commission (SEC) (2003): Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, Jan.
- Securities and Exchange Commission (SEC) (2012): Credit Rating Standardization Study. Report to Congress As Required by Section 939(h) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, September.
- Sherman, Matthew (2009): A Short History of Financial Deregulation in the United States, Center for Economic and Policy Research, Washington, July.
- Sinclair, Timothy J., 2000: Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance. *Environment and Planning C: Government and Policy*, 18 (4): 487-502.
- Smith, James A. (1991): The Idea Brokers. Think Tanks and the Rise of the New Policy Elite. New York u.a.
- Speth, Rudolf (2004): Die politischen Strategien der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft. Hans Böckler Stiftung, August.
- Stumpp, Pamela M. (2009): The Unintended Consequences of rating triggers Moody's Investor Service, December.
- Tevelow, Amos A. (2005): From Corporate Liberalism to Neoliberalism. A History of American Think Tanks. Ph.D. Thesis an der University of Pittsburgh, online: <http://etd.library.pitt.edu/ETD/available/etd-08192005-162045/>, 24.8.2008.
- Thomasberger, Claus (2012): Das neoliberale Credo. Ursprünge, Entwicklung, Kritik, Marburg: Metropolis.
- Valdés, Juan Gabriel (1995): Pinochet's Economics: The Chicago School in Chile. Cambridge.
- Vitali, Stefania, Glattfelder, James B., Battiston, Stefano (2011): The network of global control. (http://arxiv.org/PS_cache/arxiv/pdf/1107/1107.5728v2.pdf).
- Walpen, Bernhard (2000): Von Igel und Hasen oder: Ein Blick auf den Neoliberalismus. In: *Utopie kreativ*: 1066-1079.
- Walpen, Bernhard (2004): Die offene Feinde und ihre Gesellschaft. Eine hegemonietheoretische Studie zur Mont Pèlerin Society. Hamburg: VSA.
- White, Lawrence J. (2010): The Credit Rating Agencies, *Journal of Economic Perspectives* 24(2), 211-226.
- Yildirim, H. Semih und Mohanty, Sunil K. (2007): Geographic Deregulation and Competition in the U.S. Banking Industry, York University and University of St. Thomas, Minneapolis, draft, November.