

## Angemessene Emittentenpflichten bei der Umsetzung der überarbeiteten Ratingverordnung (CRA-III)

## Einleitung

Wir danken für die Gelegenheit, den Entwurf eines Gesetzes zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings (nachfolgend: Gesetzentwurf) kommentieren zu können. Unser Kommentar spiegelt die Sichtweise der Unternehmen wider, die den Kapitalmarkt u.a. über Anleiheemissionen zur Finanzierung ihres operativen Geschäfts nutzen. Die meisten Regeln des Gesetzentwurfs setzen den Text der überarbeiteten EU-Ratingverordnung um (CRA III). Als kritisch erachten wir allerdings, dass der Verstoß gegen die Pflichten aus Art. 8d CRA III als Ordnungswidrigkeit gilt. Hierbei geht es um die Prüfung, ggf. eine kleine Ratingagentur zu beauftragen, wenn mindestens zwei Ratingagenturen mandatiert werden. Bislang steht aber noch nicht fest, worin diese Anforderungen konkret bestehen.

## Unsere Anmerkungen im Einzelnen

Hauptadressat der überarbeiteten Ratingverordnung CRA III, die mit dem Gesetzentwurf in nationales Recht überführt werden soll, sind zwar die Ratingagenturen. Verschiedene Regelungen betreffen aber auch die Emittenten selbst, insbesondere der Art. 8d CRA III zur Inanspruchnahme mehrerer Ratingagenturen. Für den Fall, dass mindestens zwei Ratingagenturen beauftragt werden, soll der Emittent prüfen, ob eine kleine Ratingagentur (Marktanteil höchstens 10 Prozent) beauftragt werden kann. Wenn keine kleinere Ratingagentur berücksichtigt wird, soll dies dokumentiert werden.

An diese Dokumentationspflichten knüpft der Gesetzentwurf an. Gemäß § 39 Abs. 2b Nr. 4 WpHG-E handelt der Emittent ordnungswidrig, wenn die Dokumentation nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig erfolgt.

Viele Fragen zu dem Art. 8d der CRA III sind allerdings noch offen. Dies gilt insbesondere für die Anforderungen an die Prüfung und die Dokumentation, die bislang weder von der ESMA noch von der BaFin konkretisiert wurden. Daraus resultiert eine große Unsicherheit unter den Emittenten, wie die Anforderungen aus Art. 8d CRA III überhaupt umgesetzt werden sollen. Dabei sollte klargestellt werden, dass Emittenten keinesfalls im Sinne eines Kontrahierungszwangs dazu verpflichtet sind, eine „kleine“ Ratingagentur zu beauftragen. Vielmehr besteht lediglich die Verpflichtung, die Prüfung der Beauftragung einer „kleinen“ Agentur zu dokumentieren. Die Entscheidung gegen die Beauftragung könnte z.B. darauf beruhen, dass das Rating einer bestimmten „kleinen“ Ratingagentur von den (potentiellen) Investoren nicht in gleichem Maße akzeptiert wird wie die Bonitätseinschätzung einer großen, am Markt etablierten Ratingagentur. Die Beauftragung einer „kleinen“ Ratingagentur, die keine Marktakzeptanz besitzt, wäre nicht sachgemäß.

Insgesamt regen wir an, den § 39 Abs. 2b Nr. 4 WpHG-E ganz zu streichen oder zumindest klarzustellen, dass eine Ordnungswidrigkeit bzgl. der Dokumentationspflichten erst dann vorliegen kann, wenn konkrete Anforderungen an die Umsetzung des Art. 8d CRA III formuliert und veröffentlicht wurden.

Außerdem ist nicht ersichtlich, warum der obige Tatbestand der Ordnungswidrigkeit in Bezug auf Art. 8d CRA III nochmals in das KWG (§ 56 Abs. 5a Nr. 4 KWG-E) und VAG (§145 Abs. 1 Nr. 4) aufgenommen wird. Dies erscheint uns nicht systematisch, sind doch andere Emittentenpflichten von Versicherern oder Banken, etwa § 15 WpHG (Ad-hoc-Mitteilungen) oder § 15b (Insiderverzeichnisse) ebenfalls ausschließlich im WpHG und nicht nochmals zusätzlich im KWG bzw. VAG geregelt.

Auch bei dem Art. 8d CRA III handelt es sich um eine originäre Pflichten des Emittenten, die – wenn überhaupt – ausschließlich im WpHG geregelt werden sollten. Die Regelungen im KWG und im VAG sollten daher gestrichen werden.

Ungelöst ist schließlich die Frage der Zuständigkeit der jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörde. Art. 8d CRA III spricht von Pflichten des Emittenten, d.h. dem emittierenden Unternehmen. Unklar ist deshalb, welche lokalen Aufsichtsbehörden bei einer grenzüberschreitenden Emission eines Emittenten zuständig sind. In § 17 Abs. 5 WpHG-E wird an den Billigungsantrag angeknüpft, indem der BaFin mit der Stellung des Billigungsantrags eine Erklärung beizufügen ist, dass die Anforderungen u.a. aus Art. 8d erfüllt wurden. Unklar ist die Zuständigkeit der BaFin für den Fall, dass ein inländischer Emittent an einem ausländischen Börsenplatz (bspw. Luxemburg) die Zulassung einer Anleihe beantragt. In § 39 Abs. 2 b) WpHG-E wird keine dem § 17 Abs. 5 WpHG-E entsprechende Zuordnungsregelung getroffen, so dass es bei grenzüberschreitenden Emissionen unklar bleibt, ob die BaFin zuständig ist oder eine ausländische Aufsichtsbehörde, etwa in Luxemburg. Durch die doppelte Regelung der Ordnungswidrigkeitstatbestände im WpHG und im KWG und VAG könnte zudem neben der deutschen Banken- oder Versicherungsaufsicht auch die ausländische Wertpapieraufsicht zuständig sein und derselbe Sachverhalt unterschiedlichen lokalen Anforderungen unterliegen. Es fehlt wohl schon an einer klaren Ausgestaltung der lokalen Zuständigkeiten in der CRA III selbst.

## Kontakt

---

Dr. Norbert Kuhn  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederuau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon +49 69 92915 - 20  
Fax +49 69 92915 - 12  
kuhn@dai.de  
www.dai.de

Dr. Reinhard Kudiß  
Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.  
Breite Straße 29  
10178 Berlin  
Telefon +49 30 2028 - 1422  
Fax +49 30 2028 - 2422  
r.kudiss@bdi.eu  
www.bdi.eu

