

Stellungnahme von DAI, BDI und VDT zum Entwurf der Europäischen Kommission für eine „Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) no 1060/2009 on credit rating agencies“

Frankfurt am Main / Berlin, 2. Februar 2012

Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut (DAI), der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) und der Verband deutscher Treasurer (VDT) nehmen mit diesem Positionspapier gemeinsam zu dem Vorschlag der EU-Kommission für eine „Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) no 1060/2009 on credit rating agencies“ Stellung. Dies erfolgt aus Sicht der Unternehmen, die auf ein Rating angewiesen sind, um erfolgreich Anleihen am Kapitalmarkt platzieren zu können.

Ratingagenturen erfüllen eine entscheidende volkswirtschaftliche Funktion. Durch ihre Analyse stellen sie den Marktteilnehmern (meist) öffentlich zugängliche Informationen zur Bonität von Anleiheemittenten zur Verfügung. Dies senkt die Kosten der Bonitätsanalyse und setzt bei den Emittenten entsprechende Anreize, die Kreditwürdigkeit zu verbessern (bzw. zu halten), um dem Markt eine gute Bonität zu signalisieren und damit eine reibungslose Emission von Anleihen zu gewährleisten. Insgesamt steigert ein effizient funktionierender Markt für Ratings die Liquidität der Kapitalmärkte, verbessert damit die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen und die Anlagemöglichkeiten der Investoren. Bei jeder Art von Regulierung der Ratingagenturen muss sichergestellt sein, dass sie diese wertvolle Funktion auch in Zukunft erfüllen können.

Der Ratingmarkt insbesondere für Anleihen von Corporates ist sowohl bei Investoren als auch Emittenten akzeptiert. Dazu hat die Verabschiedung der EU-Ratingverordnung (Nr. 1060/2009) im Jahr 2009 wesentlich beigetragen. Wir begrüßen die Bestrebungen der EU-Kommission, die eigene Risikobewertung sowie die aufsichtsrechtlich anerkannten Risikobewertungsmöglichkeiten insbesondere in der Finanzindustrie weiter zu verbessern und die übermäßige Ausrichtung von Anlageentscheidungen an Ratings zu vermindern. Entscheidend ist dabei der Ansatz, das übermäßige Vertrauen der Marktteilnehmer in Ratings, das zum größten Teil auch auf eine regulatorische Aufwertung der Ratingagenturen zurückzuführen ist, zu verringern.

Angesichts der spezifischen Expertise und Effizienzvorteile der Ratingagenturen werden Ratings jedoch auch künftig für Emittenten und Anleger unverzichtbar bleiben. Daher befürchten wir, dass die von der EU-Kommission vorgeschlagenen Maßnahmen die Funktionsfähigkeit des Markts für Unternehmensratings stark beeinträchtigen könnten. Die Umsetzung der Vorschläge würde die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen und damit deren Investitionsbereitschaft, die Fremdkapitalkosten sowie in der Konsequenz daraus die Beschäftigung spürbar beeinträchtigen.

Zweifellos haben die Ratingagenturen insbesondere in der Finanzmarktkrise beim Rating strukturierter Produkte Fehler gemacht. Viele der mit Bestnote bewerteten Verbriefungsinstrumente wurden innerhalb kürzester Zeit auf sub-investment-grade herabgestuft. Auf diese Schwächen haben die Finanzaufsichtsbehörden jedoch be-

reits adäquat und erfolgreich u.a. mit einer Kennzeichnungspflicht strukturierter Produkte reagiert.

Wir halten es daher für nicht gerechtfertigt, die Effizienz des Ratingmarktes insgesamt in Zweifel zu ziehen. Dies gilt insbesondere für das Rating von Unternehmensanleihen, da dieses nicht zur Finanzkrise beigetragen hat. Vielmehr stellt die EU-Kommission in ihrem Änderungsentwurf pauschal Funktionsdefizite fest und formuliert auf dieser empirisch nicht validen Grundlage weitgehende und umfassende Regulierungsvorschläge.

Bei näherem Hinsehen tragen die von der EU-Kommission hierfür vorgebrachten Argumente nicht:

- Ratingnoten für Unternehmen sind in Stresssituationen weitaus stabiler als die Ratings strukturierter Produkte aus dem Sub-prime-Segment. So wurden 2001, in dem es überdurchschnittlich viele Abstufungen von Unternehmensratings im Vergleich zum Rating des Vorjahres ergeben hatte, lediglich sechs Prozent der BBB-gerateten Unternehmen abgewertet (die Abstufung betrug meist nur eine Note). Hingegen wurden 2007 und 2008 im Marktsegment Subprime Residential Mortgage-Backed-Securities 68 Prozent der BBB-gerateten Finanzinstrumente um größtenteils mehr als drei Stufen abgewertet.¹ Die massenhafte Abwertung in diesem Segment belegt eindrucksvoll die methodischen Defizite bei der Bewertung von verbrieften US-Immobilienkrediten. Die Bonitätsbewertung von Unternehmen jedoch ist damit nicht vergleichbar und erfolgt anhand jahrzehntelang empirisch bewährter Methoden.
- In der Diskussion um die Regulierung des Ratingmarktes werden insbesondere Interessenkonflikte betont, die aus dem „Issuer-Pays-Modell“ resultieren. Es lässt sich allerdings empirisch belegen, dass daraus i.d.R. gerade kein „Gefälligkeitsrating“ resultiert. Vielmehr deutet vieles darauf hin, dass mit dem Übergang auf dieses Bezahlmodell in den 1970er Jahren die Ratingagenturen ihre Bewertungsstandards verschärft haben, um ihre Reputation als ihr wichtigstes Asset bei den Investoren nicht zu gefährden. Dies ist einer der Gründe dafür, dass die Ratingnoten für Anleihen von US-Unternehmen seit Mitte der 1970er Jahre bis Mitte der 1990er Jahre im Durchschnitt gesunken sind. Die Ratingagenturen sind also dazu übergegangen, die Unternehmen konservativer zu bewerten, obwohl sie von ihnen selbst für das Rating bezahlt werden.² Ebenfalls lässt sich nachweisen, dass Ratingagenturen in der Regel auf die Verschlechterung der Bonität eines Emittenten ohne größere Verzögerungen reagieren. Eine Verschlechterung der Bonitätsnote liegt aber nicht im Interesse des Emittenten, da dies seine Finanzierungssituation verschlechtert. Das Vorliegen von Interessenkonflikten würde daher die gegenteilige Vermutung nahelegen, dass Ratings nur deutlich verzögert zur eigentlichen Bonitätsverschlechterung herabgestuft werden.³

¹ Siehe International Monetary Fund: Global Financial Stability Report, April 2008, S. 61ff.

² Siehe Blume, Marshall E. et al.: The Declining Credit Quality of U.S. Corporate Debt: Myth or Reality?, in: Journal of Finance 53, 4, 2008, S. 1389-1413.

³ Siehe Covitz, Daniel M. / Harrison, Paul: Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate, Working Paper, Washington 2003.

- Die Investoren sind zudem mit den Bewertungen der Ratingagenturen weitgehend zufrieden. Dementsprechend haben Markteintritte neuer Ratingagenturen die Marktanteile nicht wesentlich verschoben; es ist bei dem natürlichen Oligopol geblieben. So hat die SEC nach der Insolvenz von Enron im Jahr 2001 auch zur Förderung des Wettbewerbs zahlreiche Ratingagenturen als „National Recognized Statistical Rating Organizations“ zugelassen, die damit ein Aufsichts-Qualitätssiegel erworben haben. Diese regulatorische Aufwertung hat aber die Marktanteile der etablierten Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's sowie Fitch nicht wesentlich verändert.⁴ Wenn Investoren mit den bisher führenden Agenturen grundlegend unzufrieden wären, hätten sie die Emittenten zu einem Wechsel gedrängt. Die Emittenten würden auf eine solche Forderung eingehen, weil sonst ihr primäres Ziel eines Ratings gefährdet wäre, die Akzeptanz ihrer Anleihen bei den Anlegern zu fördern. Die relativ hohe Stabilität der Marktanteile der führenden Ratingagenturen bei gleichzeitig deutlich erleichtertem Marktzugang für andere Agenturen zeigt somit, dass aus Investorensicht keine grundlegende Veränderung der Struktur des Ratingmarktes für notwendig erachtet wird.

Die derzeitige Diskussion um eine nochmals verschärfte Regulierung des Ratingmarktes krankt aber nicht nur daran, dass die Bedeutung und Funktionsfähigkeit des Ratingmarktes offenbar falsch eingeschätzt werden. Es wird auch ausgeblendet, dass Ratingagenturen, der Gesetzgeber und die Investoren aus den Krisenereignissen entsprechende Lehren gezogen haben:

- Die Ratingagenturen haben u.a. ihre Analyseprozesse, Transparenz und interne Corporate Governance verbessert.
- Regulierung und Aufsicht der Ratingagenturen wurden insbesondere durch die EU-Ratingverordnung aus dem Jahr 2009 gestärkt, die 2011 ergänzt wurde. Diese beinhaltet u.a. ein Registrierungsverfahren, verschiedene Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten, Methodentransparenz, Kennzeichnung nicht beauftragter Ratings, das Recht der Aufsichtsbehörde, „on-site“-Inspektionen durchzuführen und als Ultima Ratio den Lizenzentzug.
- Investoren prüfen Ratingurteile inzwischen deutlich genauer, um sich nicht dem Vorwurf auszusetzen, der Einschätzung der Ratingagenturen „blind“ zu folgen. Um den Investoren den Umgang mit Ratings zu erleichtern, sollte die Regelung zur Kennzeichnungspflicht nicht beauftragter Unternehmensratings allerdings klarstellen, dass sich diese auch auf die Internetseiten der Ratingagenturen bezieht. Investoren versorgen ihre IT-Systeme i.d.R. mit Informationen der Nachrichtenagenturen Bloomberg und Reuters, die aber wiederum ihrerseits nur auf Informationen zugreifen, die auf den Internetseiten der Ratingagenturen veröffentlicht werden. Auf den Internetseiten der Ratingagenturen fehlt aber oftmals der Hinweis, dass es sich um ein nicht beauftragtes Rating handelt, denn die Ratingagenturen fühlen sich hierzu nicht verpflichtet. Dies führt in der Praxis immer wieder zu Fehlinformationen. Unternehmen entscheiden sich aber bewusst für die Beauftragung von Ratingagenturen, da diese somit Insiderstatus erhalten und regelmäßig durch das Management u.a. über Strategie, Ausblick, Liquiditätssituation und Transaktionen von größerer Bedeutung persönlich unterrichtet werden. Dabei werden auch vertrauli-

⁴ Siehe Hill, Claire H.: Why did Rating Agencies do such a bad Job rating Subprime Securities?, in: University of Pittsburgh Law Review 71, 3, 2010, S. 585-608.

che Informationen ausgetauscht. Damit sicheren Unternehmen und Ratingagentur eine qualitativ hochwertige Kreditanalyse, die ausschlaggebend für die oben beschriebene hohe Zufriedenheit der Investoren ist. Einem nicht beauftragten Ratings fehlt dieser Qualitätsanspruch; daher sollte dieses eindeutig und in allen Medien von der Ratingagentur gekennzeichnet werden.

Insgesamt gibt es daher eine Reihe von Entwicklungen, die den erkannten Fehlentwicklungen im Ratingmarkt Rechnung tragen. Bei über die bisher umgesetzten Regelungen hinausgehenden Regulierungsmaßnahmen sollte deswegen beachtet werden, dass ein zu dichtes Regulierungsnetz die oben beschriebene Effizienz des Ratingmarktes beeinträchtigen und damit volkswirtschaftlich mehr Schaden anrichten als Nutzen stiften würde. Konkret könnte die Umsetzung der EU-Vorschläge dazu führen, dass das Rating für Emittenten und Investoren so unattraktiv wird, dass Ratings nicht mehr in Auftrag gegeben werden und niemand bereit ist, dafür zu zahlen. Dies würde die Funktions- und Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Anleihemärkte insgesamt deutlich beeinträchtigen.

Dies gilt insbesondere für das Vorhaben der EU-Kommission, den Wettbewerb im Ratingmarkt durch eine zwangsweise externe Rotation zu erhöhen. Der Emittent könnte nicht mehr dauerhaft auf am Markt etablierte Ratingagenturen zurückgreifen, was die Qualität der Ratingeinschätzung verschlechtern und damit die Finanzierungsmöglichkeiten entscheidend einschränken würde (siehe unten 1). Auch darf das Ziel, die Investorenentscheidung von den Urteilen der Ratingagenturen unabhängiger zu machen, nicht dazu führen, dass Emittenten vertrauliche Daten veröffentlichen müssen. Der Emittent würde diese Informationen überhaupt nicht mehr preisgeben, so dass die Ratingeinschätzung ausschließlich auf ohnehin öffentlich zugänglichen Informationen basieren und damit gravierend an Qualität verlieren würde (siehe unten 2). Darüber hinaus steht zu befürchten, dass sehr weitreichende Maßnahmen, wie das obligatorische Zweitrating bei strukturierten Produkten oder die Haftungsregeln, die Kosten für das Rating deutlich erhöhen würden, ohne einen Zusatznutzen zu stiften (siehe unten 3. und 4.). Kritisch sehen wir auch die extreme Erweiterung der Kompetenzen der ESMA (siehe unten 5.).

1) Externe Rotation (Art. 6b)

Um eine zunehmende Vertrautheit mit dem Ratinganalysten bzw. der Ratingagentur und damit verbundene potenzielle Interessenkonflikte zu vermeiden, schlägt die EU-Kommission einen zwingenden Wechsel der Ratingagentur nach maximal drei Jahren vor. Ein Wechsel der Ratingagentur muss sogar schon nach einem Jahr erfolgen, wenn zehn Emissionen eines Anleiheprogramms in Folge geratet wurden. Hat der Emittent mehr als eine Ratingagentur verpflichtet, sollen die Regelungen zur externen Rotation nur für eine von diesen gelten. Eine Ratingagentur soll aber insgesamt nicht mehr als sechs Jahre vertragliche Beziehungen mit einem Emittenten eingehen. Nach dem Wechsel ist eine „Cooling-off“-Periode von mindestens vier Jahren vorgesehen, bevor eine Agentur erneut mandatiert werden darf.

Aus mehreren Gründen lehnen wir diesen Vorschlag ab:

- Qualitätsverschlechterung durch externe Rotation wahrscheinlich: Der Vorschlag der externen Rotation kopiert eine Regulierungs-idee aus dem Wirtschaftsprüfermarkt, deren Wirksamkeit in verschiedenen empirischen Studien ausgiebig untersucht wurde. Fast übereinstimmend kommen diese Studien zu

dem Ergebnis, dass der gesetzlich erzwungene Wechsel des Wirtschaftsprüfers zu einem signifikanten Anstieg der Prüfungsfehler führt, worunter die Qualität des Prüfungsberichts deutlich leidet.⁵ Ähnliches wäre auch im Ratingmarkt zu befürchten. Erfahrungsgemäß benötigt ein Ratinganalyst mindestens zwei Jahre zur Aneignung der notwendigen Kenntnisse, um auch größere und komplexere Unternehmen bewerten zu können. Das Wissen der Ratingagenturen, akkumuliert in einer langjährigen Geschäftsbeziehung, ginge durch die externe Rotation verloren. Sowohl Qualität als auch Aussagekraft der Ratings würden deutlich verringert. Daran ändert auch das von der EU-Kommission vorgeschlagene „handover-file“ nichts (Art. 6a para. 6).

- Verringerung der Informationsqualität wahrscheinlich: Die externe Rotation soll den Wettbewerb zwischen den Ratingagenturen erhöhen, indem die Emittenten gesetzlich dazu verpflichtet werden, andere als die etablierten Ratingagenturen zu beauftragen. Ob eine Intensivierung des Wettbewerbs die Ratingqualität tatsächlich steigert, ist sehr zweifelhaft, zumal bislang Alternativen zu den etablierten großen Ratingagenturen fehlen, die von den Investoren akzeptiert sind. Heute beauftragen große Emittenten regelmäßig zwei Ratingagenturen, um im Markt Akzeptanz für ihre Anleihen zu finden. Beim Rating von Industrieunternehmen sind das in der Regel Standard & Poor's und Moody's. Eine von diesen müsste dem Regelungsvorschlag zufolge nach spätestens drei Jahren gewechselt werden und dann vier Jahre „Auszeit“ nehmen. In dieser Zeit wäre es vermutlich naheliegend, die Ratingagentur Fitch zu beauftragen, die noch am ehesten über eine annähernd gleiche Reputation verfügt. Allerdings muss auch die zweite Ratingagentur nach spätestens sechs Jahren eine Pause einlegen. Folglich dürfte in diesem Beispiel im siebten Jahr von den drei großen Ratingagenturen nur noch Fitch ein Rating abgeben. Wenn also ein Emittent kontinuierlich zwei Ratings haben will, müsste er dann eine vierte Agentur beauftragen. Emittenten, die bislang vertragliche Beziehungen zu drei Agenturen aufrecht erhalten, müssten in diesem Rotationsszenario sogar auf sechs Ratingagenturen zurückgreifen, um weiterhin dem Kapitalmarkt die Bonitätseinschätzung von drei Agenturen signalisieren zu können.

Die externe Rotation würde der Informationsqualität schaden, da der Emittent entweder auf das Urteil einer am Markt akzeptierten Ratingagentur verzichten oder eine der kleineren Ratingagentur beauftragen würde, die bislang i.d.R. auf bestimmte Unternehmen bzw. bestimmte Branchen spezialisiert sind und dementsprechend keine geeignete Alternative darstellen. Es sind auch deutliche Zweifel angebracht, ob diese Ratingagenturen in absehbarer Zeit sowohl personell als auch hinsichtlich ihrer Datenbasis, z.B. zur Schätzung statistisch valider Ausfall- und Übergangswahrscheinlichkeiten, die notwendigen Ressourcen aufbauen können, um Unternehmen außerhalb ihres bisherigen Kompetenzbereichs angemessen bewerten zu können. Noch wichtiger ist die Frage, ob sie von den Investoren akzeptiert werden.

- Vertragliche Bindungen: Viele Emittenten haben bindende Vereinbarungen abgeschlossen, in denen sie sich verpflichtet haben, dauerhaft ein Mindestrating von einer im Vertrag meist namentlich genannten Agentur nachzuweisen (bspw. Zuliefer- oder Abnehmerverträge). Auch in Kreditverträgen findet sich regelmäßig die Berücksichtigung von Ratings, das oftmals über die Höhe der

⁵ Siehe Cameran, Mara et al.: The Audit Firm Rotation Rule: A Review of the Literature, Working Paper, SDA Bocconi, September 2005.

Zinszahlungen entscheidet. Ebenso räumen sog. Change-of-Control-Klauseln in Anleiheverträgen den Gläubigern im Übernahmefall ein Kündigungsrecht ein, wenn der Emittent eine bestimmte Ratingschwelle unterschreitet. In manchen Fällen sind auch regulatorische Genehmigungen, z.B. energiewirtschaftliche Konzessionsverträge, an den Nachweis solcher explizit spezifizierter Ratings gebunden. Eine faktische Pflicht zum Wechsel auf eine bisherige „no-name“-Ratingagentur könnte Vertragsverletzungen durch den Emittenten verursachen, da er seine Vertragsparteien nicht zwingen kann, Ratings von anderen als den vereinbarten Agenturen zu akzeptieren. Darüber hinaus beeinflusst der Wechsel der Ratingagentur, da diese nicht die gleichen Methodologien anwenden, auch die Höhe der Ratingnote (bspw. bei Hybridkapital – siehe unten), was sich wiederum signifikant auf die vertraglich vereinbarten Leistungen (bspw. Zinszahlungen) auswirken kann. Diese aufgezeigten Probleme durch ein Verbot solcher Klauseln zu lösen wäre ein nicht akzeptabler Eingriff in die Vertragsfreiheit.

- Preistreibende Wirkung nicht ausgeschlossen: Abgesehen davon würde die Regelung vermutlich das Preis-/Leistungsverhältnis von Ratingdienstleistungen verschlechtern, denn jede der drei großen Ratingagenturen könnte sicher sein, in überschaubarer Zukunft von einem Emittenten beauftragt werden zu müssen.
- Aus Investorensicht kontraproduktiv: Investoren sind meist länger als drei Jahre in Unternehmensanleihen investiert (buy-and-hold). Ein Wechsel der Ratingagentur nach spätestens drei Jahren hätte zur Folge, dass sich der Investor während der gesamten Haltedauer mit unterschiedlichen methodischen Herangehensweise bei der Raterstellung auseinandersetzen müsste. Bspw. besteht kein Konsens unter den Ratingagenturen darüber, in welchem Umfang Hybridkapital als Eigenkapital anerkannt wird. Die unterschiedliche Behandlung von Hybridkapital spiegelt sich dementsprechend in der Höhe der Ratingnote wider. Beim turnusmäßigen Wechsel der Ratingagentur kann es daher alleine aufgrund unterschiedlicher Methodologien bereits zu substantiellen Ratingänderungen kommen. Für den Investor würden mit der externen Rotation zusätzliche Monitoringkosten anfallen, da er die Methoden und Bewertungen der unterschiedlichen Ratingagenturen vergleichbar machen muss. Dieses Problem lässt sich auch nicht durch die vorgeschlagene Einführung eines Europäischen Rating-Index mit einer EU-einheitlichen Ratingskala („EURIX“) lösen. Dies würde gerade eine Orientierung der Anleger am so ermittelten „Durchschnittsrating“ fördern und eine differenzierte Auseinandersetzung mit den Ratinganalysen verschiedener Agenturen und insbesondere eine eigenständige Bonitätsprüfung vermeidbar erscheinen lassen.
- Nachteiligkeit des „Issuer-Pays-Modell“ nicht erwiesen: Die Notwendigkeit der externen Rotation wird von der EU-Kommission aus vermeintlichen Unzulänglichkeiten des Issuer-Pays-Modell abgeleitet. Um potenzielle Interessenkonflikte zu vermeiden, favorisiert die EU-Kommission weiterhin das Investor-Pays-Modell. Bei diesem Modell bleibt aber das praktische Problem ungelöst, wie das bislang faktisch öffentliche Gut „Ratingnote“ exklusiv für zahlende Investoren angeboten werden kann. Zudem wird dabei übersehen, dass auch mit dem Übergang zum Investor-Pays-Modell Interessenkonflikte nicht ausgeschlossen sind, die aus dem Interesse der Investoren an einem tendenziell eher schlechteren Rating resultieren, da dieses mit höheren Zinszahlungen

verbunden wäre. Aus diesen Gründen ist daher das Issuer-Pays-Modell die relativ beste Alternative.

- Bestehende Rotationsregel ist ausreichend: Schon jetzt sieht die Ratingverordnung eine interne Rotation vor, d.h. das Mandat ist sowohl für Ratinganalysten als auch diejenigen Personen, die das Rating genehmigen, zeitlich begrenzt (Anhang I, Abschnitt C, Nr. 8). Der Rotationszyklus für führende Ratinganalysten beträgt bspw. vier Jahre. Da die Ratingverordnung 2009 in Kraft getreten ist, wird erst 2013 die erste interne Zwangsrotation fällig. Bevor weitere regulatorische Schritte eingeleitet werden, schlagen wir daher vor, die Wirksamkeit der bestehenden Rotationsregel grundlegend zu analysieren.

Eine externe Rotation ist u.E. ein zu weitreichender Eingriff in den Ratingmarkt; sie sollte wegen der damit verbundenen substantiellen Nachteile nicht eingeführt werden.

2) Offenlegungspflichten

Der Vorschlag der EU-Kommission sieht unterschiedliche Veröffentlichungspflichten seitens der Emittenten und Ratingagenturen vor:

- Annex 1, Section D, part 1, point 2a: Bisher legt die Ratingverordnung fest, dass die Ratingagentur alle Informationen, die ihr für ein Rating von strukturierten Produkten zur Vorabbewertung und Erstkontrolle vorgelegt wurden, veröffentlichen muss. Diese Regelung soll auf Emittenten- und Anleiheratings erweitert werden, unabhängig davon, ob der Emittent tatsächlich die Ratingagentur beauftragt. Außerdem muss sie ihre Annahmen, Parameter, Grenzwerte und Unsicherheiten erläutern und die Simulationsergebnisse von Stress-tests offenlegen.
- Art. 8a: Emittenten von strukturierten Produkten sollen verschiedene Informationen bereitstellen, die zentral auf einer Homepage der ESMA veröffentlicht werden. Hierzu gehören insbesondere „information on the credit quality and performance of the individual underlying assets of the structured finance instrument, the structure of the securitization transaction, the cash flows and any collateral supporting a securitisation exposure as well as any information that is necessary to conduct comprehensive and well informed stress tests on the cash flows and collateral values supporting the underlying exposures.“

Beide Regeln sollen nach den Vorstellungen der EU-Kommission dazu beitragen, den Investor in die Lage zu versetzen, die Bonität der betreffenden Finanzinstrumente selbst einzuschätzen, und den Wettbewerb zwischen den Ratingagenturen durch unbeauftragte Ratings zu erhöhen. Diese zusätzlichen Veröffentlichungspflichten lehnen wir aus folgenden Gründen deutlich ab:

- Bisher geben die Emittenten den von ihnen beauftragten Ratingagenturen auch vertrauliche, nicht publizitätspflichtige Informationen, die für ein fundiertes Ratingurteil unabdingbar sind (z.B. auch Planzahlen). Es ist von zentraler Bedeutung, dass der Emittent selbst bestimmen kann, wer Zugang zu etwaigen vertraulichen Informationen bekommt. Im Rahmen eines von ihm beauftragten Ratings ist beides gewährleistet, weil Rechte und Pflichten beider Parteien vertraglich geregelt sind. Mit der öffentlichen Bereitstellung sind ratingre-

levante Daten für Jedermann, auch die Wettbewerber des Emittenten, einsehbar. Konsequenz wäre, dass Emittenten den von ihnen beauftragten Agenturen künftig weniger Informationen als bisher zur Verfügung stellen; dadurch würde die Qualität der Ratings im Vergleich zur jetzigen Situation deutlich sinken. Im Extremfall würde der Emittent ausschließlich Informationen bereitstellen, die ohnehin öffentlich verfügbar sind. Ein Rating auf dieser Basis stiftet für den Investor jedoch allenfalls einen geringen Zusatznutzen, so dass Emittenten kaum bereit sein dürften, hierfür zu bezahlen. Darüber hinaus würde die Veröffentlichung bisher unveröffentlichter Unternehmensdaten unter Umständen mit anderen Publikationsvorschriften börsennotierter Aktiengesellschaften kollidieren (bspw. Ad-hoc-Vorschriften).

- Kritisch sehen wir auch den von der Kommission verfolgten Ansatz, durch Förderung unbeauftragter Ratings den Wettbewerb zwischen den Ratingagenturen zu erhöhen. Je nach Ratingkonzept unterscheiden sich die Informationsbedürfnisse der einzelnen Agenturen, die sich oftmals erst im regelmäßigen Dialog mit dem Emittenten konkretisieren. Dies führt dazu, dass die Emittenten zwar ähnliche, aber nicht identische Informationen liefern, um die Ratingagenturen in die Lage zu versetzen, z.B. den Verschuldungsfaktor in der jeweils spezifisch definierten Weise berechnen zu können. Zudem wird das Rating nicht nur auf der Basis quantitativer, „harter“ Kriterien erstellt. Eine ebenso große Rolle spielen qualitative Kriterien, wie die Qualität des Managements oder die Strategie und Wettbewerbsposition des analysierten Unternehmens. Ein Urteil hierüber setzt eine genaue Kenntnis des Unternehmens, seines Managements und der relevanten Märkte voraus, die auch „vor Ort“ im Analysegespräch gewonnen werden. Beides macht deutlich, wie wichtig der Dialog zwischen Ratingagentur und Emittenten ist, der bei unbeauftragten Ratings nicht möglich ist. Ein Rating, das lediglich auf öffentlich zugänglichen Informationen basiert, ist daher nicht ausreichend fundiert und wird auch von den Investoren als weniger aussagekräftig angesehen. Unbeauftragte Ratings können daher niemals eine so hohe Qualität erreichen wie beauftragte. Dies bestätigen auch empirische Studien.⁶

Abgesehen davon zeigt die Erfahrung, dass die Veröffentlichung unbeauftragter Ratings von einigen Ratingagenturen dazu genutzt wird, später den Auftrag für ein detailliertes Rating gegen Entgelt zu erhalten. Folge ist, dass unbeauftragte Ratings oftmals bewusst schlechter ausfallen, um bei einer entsprechenden Auftragserteilung ein „korrektes“, d.h. besseres Rating erstellen zu können. Umgekehrt könnte ein unbeauftragtes Rating tendenziell zu gut ausfallen, um sich für ein beauftragtes Mandat zu „qualifizieren“. Beides würde möglicherweise von den Investoren antizipiert, was ebenfalls Zweifel am Nutzen nicht beauftragter Ratings rechtfertigt. Außerdem ist kaum anzunehmen, dass unbeauftragte (und damit nicht honorierte) Ratings in größerem Umfang Teil eines für Ratingagenturen attraktiven Geschäftsmodells werden könnten.

- Nicht zu vernachlässigen ist auch der zusätzliche Aufwand für den Emittenten, der mit der Bereitstellung der in Art. 8a geforderten Informationen verbunden wäre.

⁶ Siehe Poon, Winnie P. H. / Chan, Kam C.: Solicited and Unsolicited Credit Ratings: A Global Perspective, ADBI Working Paper Series, No. 244, Asian Development Bank Institute, August 2010, insbesondere den umfassenden Literaturüberblick auf S. 2ff.

Aus Gründen der Vertraulichkeit ist zudem kritisch, dass die Ratingagentur für jeden Kunden die Höhe der Gebühren veröffentlichen soll, die für Ratings und andere Dienstleistungen erhoben wurden (Annex 1, Section E, part II, point 2). Grundsätzlich ist die Preispolitik der Ratingagenturen schon jetzt ausreichend transparent. Der zusätzliche Nutzen dieser Veröffentlichungspflicht ist deswegen nicht ersichtlich.

3) Obligatorisches Zweitrating für strukturierte Produkte (Art. 8b)

Emittenten strukturierter Produkte sollen künftig verpflichtet werden, mindestens ein Zweitrating einzuholen. Laut Begründung der EU-Kommission soll das Zweitrating dazu beitragen, das mit der Finanzkrise verloren gegangene Vertrauen in strukturierte Produkte wiederzugewinnen. Darüber hinaus soll das „Übervertrauen“ der Anleger in Ratingurteile verringert werden.

Beide Begründungen sind u.E. aus folgenden Gründen nicht stichhaltig. Ein obligatorisches Zweitrating ist daher kontraproduktiv:

- Voraussetzung für die erfolgreiche Platzierung eines strukturierten Produkts ist die Bereitschaft der Investoren, diese Wertpapiere zu erwerben. Es hat sich gezeigt, dass Investoren als Lehre aus der Finanzkrise nun eine größere Skepsis gegenüber dem Rating strukturierter Produkte an den Tag legen und das Ratingurteil kritischer überprüfen als zuvor. Für den Emittenten ergibt sich hieraus die Notwendigkeit eines Zweitratings, wenn die Investoren ohne ein solches keine Investitionsbereitschaft zeigen. Die derzeitige Platzierungspraxis zeigt aber, dass ein Zweitrating bei strukturierten Produkten in der Regel von den Investoren nicht verlangt wird. Dementsprechend würde ein gesetzlich verpflichtendes Zweitrating weitgehend an den Bedürfnissen der Investoren vorbei gehen und die Kapitalkosten des Emittenten unnötig erhöhen. Daher sollten die Emittenten unter Berücksichtigung der Wünsche ihrer Investoren weiterhin flexibel entscheiden können, ob sie ein Zweitrating beauftragen oder nicht.
- In bestimmten Segmenten des Marktes für strukturierte Produkte existiert oftmals nur ein Ratinganbieter, der über die notwendigen Ressourcen verfügt, diese Produkte sachgerecht zu bewerten. Es ist auch nicht zu erwarten, dass es in Kürze weitere Anbieter geben wird, die die entsprechenden Anforderungen erfüllen können. Die Aussagekraft eines Zweitratings wäre gering, wenn die zweite Ratingagentur fachlich oder aufgrund begrenzter Ressourcen nicht in der Lage ist, das Produkt angemessen zu bewerten.
- Es ist zudem nicht gesichert, dass ein obligatorisches Zweitrating die „overreliance“ der Investoren in die Ratingnote tatsächlich verringert. Ganz im Gegenteil könnte das Zweitrating den Anlegern eine zusätzliche Absicherung der Anlageentscheidung suggerieren, was die ursprüngliche Intention der Regel konterkarieren würde.

4) Haftung der Ratingagenturen (Art. 35a)

Bereits aufgrund der Ratingverordnung 2009 sind die Befugnisse der Aufsichtsbehörden äußerst umfassend; sie schließen etwa „on-site-Inspektionen“, den Lizenzentzug bei schwerwiegenden Verstößen gegen die Ratingverordnung sowie die Bußgeldverhängung bei aufsichtsrechtlichen Verstößen ein. Vor diesem Hintergrund ist

es fraglich, welchen Mehrwert eine zivilrechtliche Haftung gegenüber Investoren bei Verstößen gegen die Ratingverordnung hätte. Die Ratingagenturen könnten aus Furcht vor dem Haftungsfall dazu übergehen, ein zu vorsichtiges Rating abzugeben, das die tatsächliche Bonität des Emittenten unterschätzt. Damit würden seine Finanzierungskosten ungerechtfertigt steigen. Außerdem dürften potenzielle Haftungsansprüche von den Ratingagenturen in den Rating-Fees an die Emittenten weitergegeben werden. Dies dürfte die Kosten für Ratings deutlich erhöhen.

Diese geplante Haftungsregelung ist unseres Erachtens aus mehreren Gründen zu weitgehend und nicht angemessen:

- Ein bloßes „Vertrauen“ auf ein Rating beim Erwerb eines Schuldtitels sollte nicht hinreichend für Schadenersatzansprüche sein. Wenn überhaupt, müsste der Anleger nachweisen, dass seine Entscheidung wesentlich darauf basiert hat.
- Ein Schaden kann erst bei Nichtzahlung von Zinsen und Tilgung bei Fälligkeit oder bei zwischenzeitlichen Wertminderungen entstehen. Dann ist jedoch zu differenzieren zwischen Schäden, die durch eine Bonitätsverschlechterung oder Zins- und Währungsänderungen verursacht sind, für die keine Ratingagentur eine Haftung übernehmen kann, und solchen Schäden, die durch einen grob fahrlässigen oder gar vorsätzlichen Regelverstoß der Ratingagentur entstanden sind. Ein solcher Nachweis dürfte jedoch kaum zu führen sein.
- Die Einführung einer umgekehrten Beweislast zu Lasten der Ratingagenturen wäre grob unbillig und würde zusätzlich dazu beitragen, dass Ratings regelmäßig und vorsätzlich zu konservativ ausfallen. Dies ist aus Sicht der Emittenten nicht akzeptabel, da es den Marktzugang auf dem Ratingmarkt insgesamt erschwert, unter Umständen sogar verhindert und damit dem Wettbewerb schadet, und in vielen Fällen das Rating ungerechtfertigt verteuert. Auch könnte der Fall eintreten, dass die Ratingagenturen bei weniger am Kapitalmarkt etablierten Unternehmen ganz von einem Rating absehen, um sich präventiv nicht der Gefahr von Haftungsansprüchen auszusetzen. Hiervon wären insbesondere kleine und mittlere Unternehmen betroffen, was wiederum das Anliegen der EU-Kommission, gerade diesen Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, konterkarieren würde.

Kritisch zu sehen ist auch der Vorschlag der EU-Kommission, den Haftungsausschluss in den Verträgen zwischen dem Emittenten und den Ratingagenturen für nichtig zu erklären (Art. 35a para. 5). Aus Gründen der Rechtssicherheit müsste zumindest klargestellt werden, dass diese Regelung nicht für bestehende Verträge gelten kann.

5) Kompetenzen der ESMA

Die ESMA hat bereits jetzt weitreichende Kompetenzen hinsichtlich Lizenzerteilung, Einhaltung von Corporate Governance-Regeln etc. Vorgeschlagen wird nunmehr, dass die ESMA gemäß Art. 22a para. 3 von den Ratingagenturen vorgenommene Änderungen der Ratingmethode unter Zugrundelegung von Kriterien, die in technischen Standards spezifiziert werden sollen, vor ihrer Anwendung genehmigen muss. Soweit sich eine solche Vorabprüfung der Aufsichtsbehörde auf die formalen Anforderungen an die Ratingmethodik beschränkt, kann dies die Integrität und Verlässlich-

keit der Ratingagenturen stärken. Dies ist aber schon gewährleistet, da die Ratingagenturen ihre Methodik und deren Änderungen aufgrund der EU-Ratingverordnung bereits jetzt veröffentlichen müssen. Inhaltliche Eingriffe durch die Aufsicht lehnen wir jedoch grundsätzlich ab, da sie zu einer regulatorischen Normierung der Ratingmethoden führt. Dies wird richtigerweise auch in Art. 22 der EU-Ratingverordnung klargestellt. Über die Effizienz der Ratingmethoden sollte nicht die Regulierungsbehörde, sondern der Wettbewerb auf dem Ratingmarkt entscheiden. Eine Genehmigungspflicht durch die ESMA würde diesen Wettbewerb und damit die Qualität der Ratingmethoden beeinträchtigen. Zudem ist nicht ersichtlich, woher bei der ESMA oder anderen Behörden eine höhere Kompetenz als bei den seit Jahrzehnten im Markt tätigen Ratingagenturen stammen soll.

Ferner soll die ESMA Risiken, die mit dem bestehenden Konzentrationsgrad auf dem Ratingmarkt verbunden sind, einschätzen und in einem Bericht hierzu Stellung nehmen (Artikel 21c para. 5). Folge wäre möglicherweise, auch wenn dies nicht explizit erwähnt wird, dass die ESMA die Marktanteile etablierter Ratingagenturen einschränken könnte. Dies wäre aus ordnungspolitischer Perspektive ein nicht akzeptabler äußerst weitreichender Eingriff in einen funktionierenden Markt. Darüber hinaus sollten Wettbewerbsfragen ohnehin nicht von der ESMA, sondern von den nationalen oder europäischen Kartellbehörden wahrgenommen werden und sich auf Marktmissbrauch beschränken.

Fazit

Die Analyse des Marktes für Unternehmensratings zeigt, dass er sowohl aus Investoren- als auch Emittentensicht grundsätzlich gut funktioniert. Dem weiteren Drehen an der Regulierungsschraube fehlt daher jede Rechtfertigung. Vielmehr ist zu befürchten, dass die Vorschläge der EU-Kommission die Nutzung von Ratings erschweren, die Qualität der Ratingurteile verschlechtern und damit deren Wert für kapitalsuchende Unternehmen verringert würde. Im Extremfall würden die Emittenten vollständig auf ein Rating verzichten, so dass Investoren weniger gut informierte Entscheidungen treffen müssten. Damit würden sich auch die Fremdkapitalkosten erhöhen und die Rentabilität der Unternehmen verschlechtern. Die EU-Kommission sollte stattdessen hinnehmen, dass derzeit die drei großen Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch auch deshalb eine dominante Marktstellung einnehmen, weil ihre Einschätzungen zumindest beim Rating von Unternehmensanleihen über Jahre hinweg im wesentlichen richtige Bonitätseinschätzungen geliefert haben.