

**Kommentar von DAI, BDI und VDT zum Bericht des Ausschusses für
Wirtschaft und Währung im Europäischen Parlament zum Vorschlag der
Europäischen Kommission für eine „Verordnung des Europäischen
Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG)
Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen“**

Frankfurt M. / Berlin, 14. September 2012

Das Deutsche Aktieninstitut, der Bundesverband der Deutschen Industrie und der Verband Deutscher Treasurer verfolgen die Diskussion zur Regulierung von Ratingagenturen mit großem Interesse und begleiten den legislativen Prozess aktiv. Im Fokus stehen dabei die Interessen der Anleiheemittenten.

Ziel weiterer Regulierungen des Ratingmarkts muss es sein, die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen. Wir begrüßen daher Bemühungen, das Gewicht der Ratinganalyse sowohl in der Kapitalmarktregulierung als auch in der Anlageentscheidung der Investoren zu verringern. Aus Emittentensicht ist die Erhöhung des Wettbewerbs im Ratingmarkt wichtig, um den Trend unangemessener Preissteigerungen für die Ratingerstellung umzukehren.

Insgesamt sollte der Gesetzgeber aber berücksichtigen, dass ein valides und von den Investoren weltweit akzeptiertes Rating auch künftig ausschlaggebender Faktor einer erfolgreichen Anleiheemission sein wird. Erwiesenermaßen hat sich das Rating von Unternehmensanleihen bewährt. Es ist nicht mit dem Rating strukturierter Produkte auf der Basis von US-Hypotheken aus dem Sub-Prime-Segment zu vergleichen.

Regulierungsvorschläge, die nicht dazu beitragen, die Stabilität des Finanzsystems zu stärken, sondern die Begebung von Anleihen unverhältnismäßig verteuern und damit die Unternehmensfinanzierung erschweren, lehnen wir ab.

Dazu gehören verschiedene Änderungsvorschläge, die am 28. Juni 2012 im Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung im Europäischen Parlament (ECON) vorgelegt wurden und die im Folgenden kommentiert werden. Für die anstehenden Trilogverhandlungen empfehlen wir daher dringend, sich in diesen kritischen Punkten an der allgemeinen Ausrichtung des EU-Rates vom 25. Mai 2012 zu orientieren.

1) Externe Rotation und Maßnahmen zur Marktstruktur

Insbesondere für Emittenten, die sich bei ihren Anleiheemissionen an internationale Investoren wenden, existiert bislang keine Alternative zu den großen drei Ratingagenturen. Für eine reibungslose Anleiheemission ist es daher entscheidend, dass Emittenten in der Auswahl der Ratingagentur nicht eingeschränkt werden.

Vor diesem Hintergrund begrüßen wir, dass der ECON zwar von einer umfassenden externen Rotation abgesehen hat und diese auf strukturierte Produkte beschränken will. Aber auch dieser Vorschlag würde die Verbriefung von Kundenforderungen, ein Finanzierungsinstrument, das von großen und mittelständischen Unternehmen genutzt wird, beeinträchtigen. Daher sollte sich das Europäische Parlament der allgemeinen Ausrichtung des EU-Rats anschließen und die externe Rotation ausschließlich auf *Wiederverbriefungen* anwenden.

Zudem lehnen wir den Vorschlag ab, bei Mandatierung von mehr als einer Ratingagentur mindestens eine kleinere Ratingagentur berücksichtigen zu müssen [Änderungsvorschlag 92; Art. 8b a (neu)]. Der Fokus kleinerer Ratingagenturen liegt bislang i.d.R. auf bestimmten Branchen und Regionen – daher werden diese Ratings jeweils nur von einem kleinen Ausschnitt der Investoren akzeptiert. Eine verpflichtende Mandatierung solcher Ratingagenturen würde damit den eigentlichen Zweck des Ratings verfehlen, den mit der Anleiheemission adressierten Investoren glaubwürdig Kreditwürdigkeit zu signalisieren. Um die Zusatzkosten und den erheblichen Arbeitsaufwand einer nutzlosen Ratingeinschätzung zu sparen, würden die Emittenten im Zweifel dazu übergehen, nur noch eine Ratingagentur zu beauftragen. Den Investoren stünden weniger Informationen für eine fundierte Anlageentscheidung zur Verfügung; dies kann nicht im Sinne des Gesetzgebers sein.

Ebenfalls nicht zielführend sind die Regelungen zur Beschränkung der Marktanteile. Dazu gehört Änderungsvorschlag 26 [Erwägungsgrund 17 a (neu)], der das Rating durch eine Agentur auf 50 Prozent des Nennwertes der von einem Emittenten begebenen Anleihen beschränken will, sowie die Änderungsvorschläge 13 [Erwägungsgrund 7 a (neu)] und 92 [Art. 8b a (neu)], die sich auf den Gesamtmarkt beziehen. Nicht nur aus Mangel an von den Investoren akzeptierten Ratingagenturen, sondern auch aus Wettbewerbsgründen ist eine solche Regelung kontraproduktiv. Die Festlegung fixer Quoten zementiert die Struktur eines Marktes. Dadurch fehlen erst recht die notwendigen Anreize für die Anbieter, sich wettbewerbsmäßig zu verhalten. Davon sollte daher grundsätzlich abgesehen werden.

Problematisch ist ferner der Änderungsvorschlag 8 [Erwägungsgrund 5 b (neu)], der eine „Strafsteuer“ für größere Ratingagenturen vorsieht. Wir befürchten, dass diese spezielle Steuer nicht von den Ratingagenturen selbst getragen, sondern in Form höherer Preise für die Raterstellung an die Emittenten weitergegeben wird. Ebenfalls nicht sachgerecht ist es, dass diese Steuer für den Aufbau alternativer Ratingmodelle genutzt werden soll. Eine staatliche Finanzierung bestimmter Ratingmodelle bzw. -agenturen würde den Wettbewerb auf dem Ratingmarkt verzerren und damit dem Anspruch des gesamten Regulierungsvorhabens widersprechen, den Wettbewerb zu stärken. Außerdem ist in keiner Weise zu erwarten, dass staatliche oder staatlich geförderte Ratingagenturen per se qualitativ bessere Einschätzungen abgeben können.

Überflüssig ist der Änderungsvorschlag 91 (Art. 8b Abs. 1), der für die Vergabe des Ratingmandats für strukturierte Produkte einen paritätisch mit Investoren- und Emittentenvertretern besetzten Ausschuss fordert. Die Ratingagentur sollte weiterhin ausschließlich von dem Emittenten ausgewählt werden, der auch die damit verbundenen Kosten trägt. Hierbei ist es in seinem originären Interesse, die Interessen der Investoren zu berücksichtigen, um den Erfolg der Anleiheplatzierung nicht zu gefährden. Das Auswahlverfahren zur Besetzung des Ausschusses sowie die Ausarbeitung entsprechender Regeln für die Entscheidungsprozesse würden darüber hinaus einen enormen Aufwand verursachen und auch dadurch die Attraktivität der Begebung dieser Anleihen erheblich beeinträchtigen.

2) Zivilrechtliche Haftung

Potenzielle Ansprüche aus dem zivilrechtlichen Haftungsregime (Art. 35a) würden zu tendenziell konservativeren Ratings führen, ohne dass die beurteilte Bonität des Emittenten materiell schlechter wäre. Außerdem wäre mit einem deutlich ausgeweiteten Haftungsregime wahrscheinlich ein Anstieg der Preise für Ratings verbunden, da die

antizipierten Kosten für mögliche Haftungsfälle an die Emittenten weitergegeben würden. Beides würde die Kosten der Unternehmensfinanzierung unverhältnismäßig erhöhen. Darüber hinaus stellt ein solches Haftungsregime eine zusätzliche, spürbare Eintrittsschranke auf dem Ratingmarkt dar und widerspricht damit dem Anspruch, den Wettbewerb zu erhöhen. Verschärft würde dieses Problem durch die vorgeschlagene Beweislastumkehr zu Lasten der Ratingagenturen, die Haftungsklagen Tür und Tor öffnen könnte.

Wir lehnen daher ein zivilrechtliches Haftungsregime ab, zumal es auch, insbesondere im langfristigen Rückblick, sehr schwierig sein dürfte, belastbar einen kausalen Zusammenhang zwischen einem Verstoß gegen die Ratingregulierung und dem geltend gemachten Schaden des Investors / Emittenten nachzuweisen. Zumindest muss auf die Beweislastumkehr verzichtet werden, wie es auch der EU-Rat vorschlägt.

Nicht ausreichend ist auch Änderungsvorschlag 67 [Art. 5bb (neu)], nach dem Investoren keine Haftungsansprüche gegen Ratingagenturen geltend machen können, wenn sie selbst bei ihrer eigenen Due Diligence vorsätzlich oder grob fahrlässig Fehler begangen haben. Dies sollte jedoch auch für einfache Fahrlässigkeit oder für unvorhersehbare Marktentwicklungen gelten, die nicht der Ratingagentur angelastet werden können.

Darüber hinaus widersprechen sich die Änderungsvorschläge 107 (Art. 35a Abs. 1) und 109 [Art. 35a Abs. 5 a (neu)]. Während Änderungsvorschlag 107 ein Klagerecht sowohl für Investoren als auch Emittenten vorsieht, beschränkt sich Änderungsvorschlag 109 diesbezüglich ausschließlich auf Investoren. In den Trilogverhandlungen muss klargestellt werden, dass – wenn überhaupt – Investoren *und* Emittenten Haftungsansprüche geltend machen können. Alles andere wäre eine nicht gerechtfertigte Benachteiligung der Emittenten.

3) Regelungen zur Eigentümerstruktur

Regelungen zur Unabhängigkeit der Ratingagenturen sind wesentliche Voraussetzung für die Integrität des Ratingprozesses. Diese dürfen allerdings den Emittenten bei der Auswahl der Ratingagentur nicht unverhältnismäßig einschränken.

Vor diesem Hintergrund sehen wir Änderungsvorschlag 117 (Anhang I, Abschnitt B, Nr. 3, Abs. 1 a a) kritisch, dem zufolge eine Ratingagentur ein Unternehmen nicht bewerten darf, wenn einer ihrer Aktionäre mindestens zwei Prozent des Grundkapitals / der Stimmrechte hält und gleichzeitig Aktionär des gerateten Unternehmens ist. Auch wenn Investmentfonds und Pensionsfonds von dieser Regelung ausgenommen sind, befürchten wir, dass damit die Alternativen bei der Auswahl der passenden Ratingagentur eingeengt werden. Zudem ist die Notwendigkeit dieser Regelung nicht einleuchtend, denn ein Aktionär führt nicht die Geschäfte des Unternehmens. Eine Beteiligung von zwei und selbst von fünf Prozent des Grundkapitals / der Stimmrechte der Ratingagentur ist viel zu gering, um die Raterstellung beeinflussen zu können.

Zusätzlich entsteht das Problem, dass über bestehende gesetzliche Vorschriften hinausgehende Offenlegungsverpflichtungen der Aktionärsstruktur nicht umsetzbar wären, weil Emittenten selbst bei Namensaktien ihre Aktionärsstruktur nur eingeschränkt kennen. Die Anwendung dieser Regel wäre für den Emittenten bei der Beauftragung der Ratingagentur nur schwer möglich.

Angemessen ist hingegen der Vorschlag des EU-Rats, dass Ratingagenturen offenlegen sollen, wenn einer ihrer Aktionäre mit einem Anteil von mehr als 25 Prozent des Grundkapitals / der Stimmrechte gleichzeitig mehr als 25 Prozent des Grundkapitals an dem von dieser Ratingagentur gerateten Unternehmen hält.

4) Informationsbereitstellung durch den Emittenten

Änderungsvorschlag 90 (Art. 8a Abs. 1) sieht für den Emittenten die Pflicht vor, *alle* Informationen bezüglich ihrer Bonität und, falls verfügbar, der Wertentwicklung aller Finanzinstrumente zu veröffentlichen. Unternehmen, die Anleihen emittieren, unterliegen aber schon jetzt umfangreichen Transparenzvorschriften, die voll und ganz ausreichen, um den Investor umfassend zu informieren. Eine Erhöhung der Transparenzvorschriften würde den Aufwand der Begebung einer Anleihe unnötigerweise erhöhen und damit die Unternehmensfinanzierung verteuern. Richtigerweise sieht daher die allgemeine Ausrichtung des EU-Rates von einer solchen, über die bestehenden gesetzlichen Publizitätsvorschriften hinausgehende Informationspflicht für alle Finanzinstrumente ab.