

# **ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS**

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E. V. BERLIN • BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E. V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBANDE. V. BERLIN-BONN • VERBAND DEUTSCHER HYPOTHEKENBANKEN E. V. BERLIN

## **Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung**

**14. August 2003**

## **I. Vorbemerkungen**

Der Zentrale Kreditausschuss (ZKA) hat in seiner Stellungnahme zum Thema Finanzplatz Deutschland vom 28. Mai 2003 anlässlich der Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 4. Juni 2003 die Notwendigkeit betont, die Verlässlichkeit von extern kommunizierten Unternehmensbewertungen durch Finanzanalysten und Rating-Agenturen – nicht zuletzt im Sinne des Anlegerschutzes – sicherzustellen. Hervorgehoben wurde dabei unter anderem, dass eine mögliche Regulierung von Rating-Agenturen auf internationaler Ebene betrieben werden sollte, um auf diese Weise nicht nur eine Mindestregulierung, sondern vor allem eine *Mindestharmonisierung* der Regeln für die überwiegend global agierenden Rating-Agenturen zu gewährleisten.

Vor diesem Hintergrund begrüßen wir es, dass die Bundesregierung sich dieses wichtigen Themas annimmt und dabei auch die in den Vereinigten Staaten geleisteten Vorarbeiten durch die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) berücksichtigt. Wir danken für die Gelegenheit zur Stellungnahme und bitten um Verständnis dafür, dass es sich bei den nachfolgenden Ausführungen angesichts der Kürze der Frist zunächst nur um erste Überlegungen zu aus unserer Sicht wesentlichen Fragen dieses komplexen Themenfeldes handeln kann.

Im Einzelnen soll auf folgende Punkte eingegangen werden:

- die Bedeutung der Rating-Agenturen für den Finanzmarkt, insbesondere aus Sicht der Anleger und Emittenten (sogleich unten II.)
- die bestehende Wettbewerbssituation im Rating-Markt (unten III.)
- Fragen einer möglichen Regulierung der Tätigkeit von Rating-Agenturen (dazu unten IV.)
- die Problematik einer Bezugnahme von Rechtsnormen auf Ratings (unten V.).

## **II. Die Bedeutung der Rating-Agenturen für den Finanzmarkt**

### **1. Die Rolle der Rating-Agenturen aus Sicht der Investoren**

Rating-Agenturen geben eine Einschätzung ab, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Emittent eines Schuldtitels seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen wird. Da hierfür stets die gleiche Bewertungsskala verwendet wird, können die Marktteilnehmer, die in der Mehrzahl nicht über die notwendigen Ressourcen für eine eigene Bonitätsbeurteilung verfügen, die Bonität der einzelnen Wertpapieremittenten relativ einfach abschätzen und untereinander vergleichen. Rating-Agenturen leisten damit einen wichtigen Beitrag zur Markttransparenz an den Kapitalmärkten.

Dies erleichtert es den Investoren, die unterschiedlichsten Anlagen in verschiedenen Ländern zu tätigen. Damit wird der Absatzmarkt von Schuldtiteln für die meisten Emittenten vergrößert. Die weltweite Nutzung der Ratings international anerkannter Agenturen führt dazu, dass sich insbesondere bei Unternehmensanleihen, Anleihen von Emittenten aus Emerging Markets und bei neuen Finanzinstrumenten Marktliquidität und Marktbreite verbessern.

Eine tragende Rolle spielen Ratings insbesondere für die Anlageentscheidung institutioneller Investoren. Für sie stehen die einzelnen Adressrisiken der potenziellen Schuldnerunternehmen im Vordergrund. Viele institutionelle Investoren sehen deshalb in ihren internen Leitlinien vor, nur in Finanztitel zu investieren, die über mindestens ein Rating einer der renommierten Agenturen verfügen. Das hat unmittelbare Auswirkungen auf die Fähigkeit der Emittenten, sich Fremdkapital zu verschaffen (vgl. näher unter II. 2.).

Bei einigen Finanzierungsinstrumenten, wie z. B. Asset Backed Securities (ABS), kommt es nicht auf die Bonität des Emittenten an. Wichtig für die Investitionsentscheidung ist vor allem die Beurteilung der Strukturen dieser meist sehr komplexen Finanzierungsinstrumente. Die Rating-Agenturen verfügen in der Regel über das hierfür erforderliche spezielle Fachwissen. Mit wachsender Bedeutung komplexer Finanzinstrumente wird auch die Bedeutung von Rating-Agenturen weiter zunehmen.

Schon in den vergangenen Jahren haben mit der kräftigen Zunahme der Emission von Unternehmensanleihen sowie der verstärkten Nutzung der Kapitalmärkte zum Transfer und zur Diversifizierung von Risiken Ratings für die Finanzierung und Risikopolitik von Unternehmen und Banken an Bedeutung gewonnen. Auch größere deutsche Wirtschaftsunternehmen sind verstärkt dazu übergegangen, Kapital auf den internationalen Finanzmärkten aufzunehmen. Dieser Prozess wird sich fortsetzen. Damit werden auch die Bedeutung der Rating-Agenturen und das Gewicht ihrer Bonitätseinstufungen für die Finanzierung von Staaten und Unternehmen weiter wachsen. Ein weiterer Schub ist eventuell durch die Umsetzung von Basel II zu erwarten, auch wenn hier beim sog. internen Rating-Ansatz auf die bankinternen Bewertungssysteme abgestellt wird.

## **2. Die Rolle der Rating-Agenturen aus Sicht der Emittenten**

Den Emittenten geben die Ratings einen Anhaltspunkt darüber, wie ihre Zahlungsfähigkeit von außenstehenden Spezialisten eingeschätzt wird. Im Idealfall erkennen sie, welche Kriterien für die Bonitätsbeurteilung relevant sind und wo Schwachstellen gesehen werden. Das ermöglicht bei funktionierender Kommunikation zwischen Emittent und Rating-Agentur ein gezieltes Vorgehen

innerhalb der Unternehmen, um Schwachstellen zu beseitigen und sich dadurch künftig eine billigere Finanzierung zu sichern.

Für Unternehmen und Banken hängen die Kosten der Fremdkapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt zumeist entscheidend vom Urteil der Rating-Agenturen ab. Veränderungen des Ratings schlagen sich meist in verteuerten (bei einer Herabstufung) bzw. günstigeren (bei einer Höherstufung) Finanzierungsbedingungen nieder. Bei sog. "Fallen Angels" – Unternehmen, die vom Investmentgrade- in den Non-Investmentgrade-Bereich herabgestuft werden – wird wegen der restriktiven Investitionsregeln vieler institutioneller Anleger auch der Zugang zum Kapitalmarkt beeinträchtigt.

Darüber hinaus haben sog. "Rating Trigger" massive Auswirkungen auf die finanzielle Situation von Unternehmen. Das sind Klauseln in Handels- und Finanzverträgen, die bei Unterschreiten einer definierten Rating-Einstufung bestimmte vertraglich vereinbarte Verpflichtungen auslösen. Vielfach berücksichtigen die Rating-Agenturen bei ihrer Bonitätsanalyse die Auswirkungen von Rating Triggers auf die Bonität des Unternehmens. Dies kann wiederum, insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, zu einer beschleunigten Herabsetzung der Kreditqualität des bewerteten Unternehmens führen.

Mit der Änderung des Baseler Bankenakkords (Basel II) für die Eigenkapitalunterlegung von Kreditengagements erhalten Ratings auch auf dem Kreditmarkt eine zunehmende Bedeutung. Die Eigenkapitalunterlegung der Kreditinstitute soll entsprechend des für den Kreditnehmer ermittelten Ausfallrisikos für den herausgereichten Kreditbetrag erfolgen. Ein höheres Kreditrisiko führt dann automatisch zu einer Unterlegung mit mehr Eigenkapital seitens der Bank. Die Ausfallwahrscheinlichkeiten werden dabei mittels bestimmter Rating-Verfahren festgestellt. Die verstärkte Nutzung von internen und externen Rating-Verfahren in der Kreditvergabe wird die Entwicklung einer Rating-Kultur weiter fördern.

Bereits heute unterliegen nahezu alle Unternehmen, die sich Fremdmittel auf den Kapitalmärkten beschaffen möchten, insbesondere wegen der internen Investitionsleitlinien der institutionellen Investoren, faktisch dem Zwang, ihre Emissionen raten zu lassen. Nur einige wenige Unternehmen mit hohem Bekanntheitsgrad und exzellenter Reputation können noch Kapitalmarktinstrumente ohne externes Rating am Markt platzieren.

Schließlich sind für Teilnehmer an bestimmten Transaktionen an den Finanzmärkten Mindest-Rating-Einstufungen erforderlich. Gerät beispielsweise eine Bank durch eine Herabstufung unter

diese Mindestbonität, wird sie von den anderen Marktteilnehmern für derartige Transaktionen nicht mehr als Kontrahent akzeptiert.

Im Ergebnis besitzen die Rating-Agenturen einen erheblichen Einfluss auf die Finanzierungsspielräume und -konditionen von Unternehmen und damit auf die Lenkung der Kapitalströme und die Preisgestaltung an den Finanzmärkten. Allein dieser Umstand rechtfertigt Überlegungen, ob die gegenwärtigen Strukturen verbesserungsbedürftig sind und ob die Rating-Agenturen einer staatlichen Aufsicht unterstellt werden sollten, so wie auch interne Rating-Verfahren der Bankenaufsicht unterstellt sind.

### **III. Wettbewerb zwischen den Rating-Agenturen**

Grundlage für die Verlässlichkeit und Glaubwürdigkeit einer Rating-Agentur und damit ihre Stellung im Wettbewerb ist ihr sog. „Track Record“. Die Rating-Agentur muss durch eine langjährige Historie nachweisen können, dass die in der Vergangenheit vergebenen Ratings die Bonität der gerateten Unternehmen und Staaten hinreichend gut einschätzten.

Aufgrund ihrer jahrzehntelangen Historie genießen Moody's und S&P die größte Reputation und Akzeptanz bei den Investoren. Fitch, die drittgrößte Rating-Agentur, hat im Bereich der Finanzinstitute einen guten Namen, jedoch bei der Bonitätsanalyse von Nichtbanken einen gewissen Akzeptanznachteil gegenüber den beiden anderen Agenturen, sodass für Unternehmen im oberen Investmentgrade-Bereich, die für eine geplante Kapitalmarkttransaktion ein (einziges) Rating benötigen, nur die ersten beiden Agenturen in Frage kommen, während Fitch allenfalls als zweite Meinung herangezogen wird. Zusammen decken diese drei Rating-Agenturen 95 Prozent des Marktes für Rating-Dienstleistungen ab. Der Anteil von S&P wird auf 42 Prozent und der von Moody's auf 38 Prozent geschätzt.

Neben den drei global agierenden Rating-Agenturen kam es in den vergangenen Jahren – vornehmlich im Zuge der Basel-II-Diskussionen – zu zahlreichen Neugründungen, auch in Deutschland. Diese kleineren, national ausgerichteten Rating-Agenturen wie Creditreform Rating AG, Hermes Rating AG, RS Ratings Services AG, URA Unternehmens Rating-Agentur AG usw. spielen allerdings bisher keine Rolle bei Unternehmen, die eine Rating-Agentur aus kapitalmarktorientierten Motiven mandatieren. Sie verfügen aufgrund ihres geringen Alters noch nicht über einen ausreichenden Track Record und daher auch nicht über eine Akzeptanz durch die Investoren.

Mit anhaltender Tendenz zu einer kapitalmarktorientierten Finanzierung kann es in Anbetracht der gegebenen Marktconstellation dazu kommen, dass einer wachsenden Nachfrage nach Ratings eine unveränderte Zahl von Anbietern gegenüber steht, wobei die Nachfrager – die Unternehmen, die sich überprüfen lassen wollen – auf diese Dienstleistung angewiesen sind, um ihre Schuldtitel international absetzen zu können. Deshalb wäre es wünschenswert, wenn die oligopolistische Struktur des externen Rating-Marktes durch weitere Wettbewerber aufgeweicht werden könnte. Negative Effekte der oligopolistischen Marktstruktur für Emittenten zeigen sich u.a. auch in hohen Gebührenforderungen der Rating-Agenturen, deren Verhältnis zur Arbeitsleistung der Agenturen nicht hinreichend nachvollziehbar ist.

Neue Rating-Agenturen stehen in Anbetracht der hohen Bedeutung einer durch langjährige Tätigkeit erworbenen Reputation jedoch vor schwer überwindbaren Hindernissen. Solange sie den erforderlichen Track Record nicht aufweisen können, ist – da ihr Rating von den Investoren nicht akzeptiert wird – eine Mandatierung durch ein Unternehmen, das sich über den Kapitalmarkt finanzieren möchte, unwahrscheinlich. Ohne derartige Mandate können neue Rating-Agenturen jedoch keinen aussagekräftigen Track Record aufbauen.

Deshalb werden die neuen deutschen Rating-Agenturen auch in Zukunft wahrscheinlich keine Bedeutung am Kapitalmarkt erringen können, sondern sich weitgehend auf mittelständische Unternehmen konzentrieren müssen, die nicht aus kapitalmarktorientierten Motiven, sondern aus anderen Beweggründen (z. B. Imageeffekt, Bonitätssignal an Kunden, Lieferanten sowie Mitarbeiter, Interesse des Managements an einer Stärken-Schwächen-Beurteilung durch einen unabhängigen Dritten) ein Rating wünschen und für die aus Kostengründen zudem ein Rating durch eine der großen Rating-Agenturen nicht in Betracht kommt.

Hinzu kommt, dass die Ratings der großen Agenturen in aufsichtsrechtliche oder gesetzliche Regelungen Eingang gefunden haben. Zurzeit gibt es lediglich vier Agenturen, die von der SEC ein entsprechendes Qualitätssiegel erhalten haben. Ein neuer Wettbewerber wäre so lange benachteiligt, bis er dieser Gruppe angehört.

Im Interesse einer effizienten Versorgung mit objektivierbaren, hochwertigen Bonitätseinschätzungen sollte es auf Dauer nicht bei drei international anerkannten Rating-Agenturen bleiben. Deshalb wäre es zu begrüßen, wenn das bestehende Oligopol durch die Zulassung weiterer Rating-Agenturen in gewissem Umfang abgebaut werden könnte. Auf jeden Fall muss sichergestellt sein, dass ein Eintritt zusätzlicher Wettbewerber und deren Etablierung am Rating-Markt möglich ist.

Wettbewerbsfördernd würde sich die Zulassung weiterer Agenturen durch die zuständigen Aufsichtsbehörden nach festgelegten Kriterien auswirken.

#### **IV. Regulierungsfragen**

Zentrale Fragen im Zusammenhang mit der Regulierung der Tätigkeit von Rating-Agenturen sind aus unserer Sicht:

- die Verbesserung der Transparenz der Rating-Verfahren und -Methoden (unten 1.),
- Regelungen zur Vermeidung/ Offenlegung von Interessenkonflikten (unten 2.),
- sowie weitere Regulierungsaspekte, insbesondere einer künftigen Zulassung und Aufsicht der Rating-Agenturen und der Sicherstellung eines angemessenen Verhaltens gegenüber ihren Kunden (unten 3.).

##### **1. Verbesserung der Transparenz der Rating-Verfahren und -Methoden**

###### **a) Offenlegung der Informationsgrundlagen und Kennzeichnung auftragsloser Ratings**

Für die Anleger als Adressaten der Ratings ist im Rahmen ihrer Anlageentscheidung von großer Bedeutung, welche Informationen Grundlage der Rating-Bewertung und -Entscheidung waren. Dabei sollte zum einen offengelegt werden, ob sich das Rating allein aus öffentlich zugänglichen Informationen speist oder darüber hinaus interne Unternehmensinformationen Eingang in die Bewertung gefunden haben. Im erstgenannten Fall, der beim sog. „auftragslosen“ („unsolicited“) Rating vorkommt, wird das Rating-Ergebnis vom Markt anders bewertet, als dies der Fall ist, wenn auch Unternehmensinterna eingeflossen sind. Zum anderen ist für eine zuverlässige Einschätzung der Rating-Ergebnisse durch den Markt von Belang, welche wesentlichen Schlüsselinformationen und Annahmen die Rating-Entscheidung tragen.

Es ist daher aus unserer Sicht geboten, Art und Umfang der Offenlegung dieser Informationen und Annahmen sowie eine Kennzeichnungspflicht auftragsloser Ratings zum Gegenstand eines allgemein akzeptierten Industriestandards zu machen, wie dies von der SEC in ihrem Konzeptpapier (sub II. F.) in Betracht gezogen wird. Ein solcher Standard sollte unter Einbeziehung der Aufsicht und der Marktteilnehmer entwickelt werden.

Die im Zusammenhang mit Basel II diskutierte Anerkennung externer Ratings zur Bestimmung der Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken bei Kreditinstituten sollte sich nicht auf die erwähnten

auftragslosen Ratings erstrecken. Solche Ratings sollten schon deshalb nicht für bankaufsichtsrechtliche Zwecke anerkannt werden, weil sie aufgrund der fehlenden unternehmensinternen Informationen eine geringere Qualität als beauftragte Ratings haben.

#### **b) Offenlegung der angewandten Rating-Verfahren und -Methoden; Dokumentation**

Transparenz in den Methoden und Rating-Verfahren ist für Investoren wie geratete Unternehmen außerordentlich wichtig. Sie können daran erkennen, welche Aspekte bzw. Schwachstellen für Rating-Agenturen besonders bedeutsam sind. Die Rating-Agenturen verlangen von Unternehmen, die sich über den Kapitalmarkt refinanzieren, ein hohes Maß an Transparenz. Umgekehrt ist jedoch für Emittenten und Anleger regelmäßig nicht in ausreichendem Maße nachvollziehbar, wie die Gesamtbewertung zustande kommt. Auch bleibt im Regelfall unklar, welche Methoden sich die Rating-Agenturen bei der Bewertung einzelner Umstände bedient hat und ob und inwieweit sich die Methoden und Verfahrensweisen gegenüber einem früheren Rating im Einzelfall oder generell verändert haben. Von den Rating-Agenturen ist deshalb ein höheres Maß an Transparenz ihrer Aktivitäten zu fordern. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass es an einer laufenden Aufsicht über die Tätigkeit der externen Rating-Agenturen bislang fehlt.

Insbesondere im Interesse einer anlassbezogenen oder turnusmäßigen aufsichtlichen Überprüfung wäre des Weiteren die Einführung von Dokumentationspflichten in Bezug auf die Rating-Verfahren (vgl. auch SEC-Konzept, sub II. C.) zu begrüßen.

Durch eine verbesserte Transparenz von Rating-Verfahren und -Entscheidungen im beschriebenen Sinne kann und sollte aus Sicht des ZKA zunächst vor allem eine aussagekräftigere Beurteilungsgrundlage für Anleger, Emittenten und sonstige Nutzer von Ratings geschaffen werden. Eine verbesserte Durchschaubarkeit der eine Rating-Entscheidung tragenden Gründe ist aus unserer Sicht darüber hinaus notwendig, um die mit Rating-Änderungen typischerweise einhergehende Verunsicherung der Marktteilnehmer zu mindern und die in Folge dessen häufig auftretende Volatilität des Marktes zu verringern.

Im Zusammenhang mit den von den Agenturen angewandten Methoden ist auf eine weitere Problematik hinzuweisen: Die Analysten der Rating-Agenturen sind in der Regel in verschiedene Teams aufgeteilt. So gibt es beispielsweise getrennte Expertenteams für das Rating strukturierter Produkte wie Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) und für das Rating von Banken. Letztere sind beispielsweise auch für das Rating von Pfandbriefen zuständig. Aufgrund der Komplexität der Produkte und Märkte ist dies durchaus sinnvoll. Es gibt aber auch Gemeinsamkeiten unter den Produkten. Es ist deshalb unabdingbar, dass gemeinsame Problemkreise auch gleich be-

handelt werden. Dies ist aber erfahrungsgemäß nicht der Fall. Selbst dann, wenn die Teams sich austauschen bzw. in begrenztem Umfang zusammenarbeiten, besteht die Gefahr, dass an bestimmte gleiche Anforderungen (z.B. an das regulative Umfeld) unterschiedliche Maßstäbe angelegt werden. Dies kann den fairen Wettbewerb zwischen den einzelnen Produkten gefährden.

Um sicherzustellen, dass nicht aufgrund unterschiedlich gesetzter Bewertungsmaßstäbe bzw. Gewichtungen in verschiedenen Teams Wettbewerbsverzerrungen entstehen, sollte gewährleistet werden, dass bei ähnlichen Produkten vergleichbare Bewertungsmaßstäbe angewendet werden.

## **2. Regelungen zur Vermeidung/Offenlegung von Interessenkonflikten**

Ein Rating kann nur dann dazu beitragen, die Effizienz von Finanzmärkten zu erhöhen, wenn sichergestellt ist, dass die Bonitätsbewertung von Ländern oder Unternehmen nicht durch andere Interessen beeinflusst werden. Deshalb muss dafür Sorge getragen werden, dass Interessenkonflikte möglichst vermieden oder offengelegt werden. Das geht nur über international abgestimmte Vorschriften.

### **a) Vergütung des Ratings durch die Emittenten**

Rating-Agenturen haben ein Geschäftsinteresse, weil sie von den gerateten Unternehmen oder Staaten bezahlt werden. Alle großen Agenturen beziehen ca. 85 bis 90 % ihrer Einnahmen aus Gebühren der gerateten Unternehmen. Zumindest theoretisch besteht die Möglichkeit, dass das veröffentlichte Rating-Urteil besser als die tatsächliche Risikosituation des gerateten Unternehmens ausfällt, beispielsweise um Folgeaufträge zu erhalten. Praktisch hat sich dies bislang jedoch nicht bestätigt. Wir führen das zum einen darauf zurück, dass das Risiko eines Reputationsverlustes ausreichende Anreize zu objektiven Ratings bietet, zum anderen darauf, dass aufgrund des sehr geringen Anteils, den einzelne Emittenten am Umsatz der jeweiligen Agentur haben, von einer wirtschaftlichen Abhängigkeit kaum gesprochen werden kann (vgl. auch SEC-Report, Seite 41).

Der ZKA sieht daher in einem vom jeweiligen Emittenten vergüteten Rating kein vordringliches Regelungsproblem.

### **b) Erbringung nicht ratingbezogener Dienstleistungen durch die Agenturen**

Von größerem Gewicht sind dagegen die im SEC-Report (Seite 42 f.) vorgetragenen Bedenken im Hinblick auf das Anbieten von weiteren Dienstleistungen außerhalb des Ratings durch die Agenturen gegenüber den Emittenten. Hier besteht ein potenzieller Interessenkonflikt. In den USA muss-

ten sich – um ein Beispiel anzuführen – vor diesem Hintergrund die großen international tätigen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften von ihren Beratungsfirmen trennen, um mögliche Interessenkonflikte beider Tätigkeitsfelder auszuschließen.

Demgemäß sollte erwogen werden, vergleichbare Regeln zur Behandlung dieser potenziellen Interessenkonflikte im Geschäft der Rating-Agenturen zu schaffen. Dazu gehören insbesondere Organisationspflichten, die eine strikte sachliche, personelle und räumliche Trennung des Rating-Geschäftes von den Nebengeschäftsbereichen sicherstellen (sog. „Firewalls“ bzw. „Chinese Walls“). Des Weiteren wäre es sinnvoll, die Agenturen zu verpflichten, bei Veröffentlichung des Ratings offen zu legen, ob der betreffende Emittent innerhalb eines bestimmten Zeitraumes neben dem Rating sonstige Dienstleistungen der Agentur in Anspruch genommen hat.

#### **c) Weitere potenzielle Interessenkonflikte**

Geprüft werden sollte über die genannten Aspekte hinaus, weitere potenzielle Interessenkonflikte zum Gegenstand einer Offenlegungspflicht von Rating-Agenturen zu machen. Nahe liegt dies insbesondere für den Fall einer Beteiligung des gerateten Emittenten an der Rating-Agentur und umgekehrt sowie des Bestehens von Organverflechtungen zwischen beiden Unternehmen. Denn ein Rating kann den eigenen Börsenwert oder den Börsenwert der eigenen Muttergesellschaft bzw. den Preis für Fremdkapital beeinflussen. Interessenkonflikte können auch entstehen, wenn die Agentur Unternehmen bewertet, die bedeutende Geschäftspartner anderer Teile des Konzerns sind, oder wenn es sich um Unternehmen handelt, die wichtige Konkurrenten wichtiger Geschäftspartner des Konzerns sind.

Denkbar wäre, die Übernahme einer Rating-Agentur durch ein Unternehmen zu untersagen oder Bestimmungen zu erlassen, die sicherstellen, dass eine Rating-Agentur, die Teil eines Konzerns ist, keine anderen Teile dieses Konzerns, keine wesentlichen Geschäftspartner und keine wesentlichen Konkurrenten des Konzerns bzw. seiner wichtigsten Geschäftspartner bewerten darf.

Um eine finanzielle Abhängigkeit der Rating-Agentur von ihren Kunden zu verringern bzw. zu vermeiden, diskutiert die SEC gegenwärtig eine bestimmte Mindestausstattung der Rating-Agenturen mit finanziellen Ressourcen. Diese Vorschriften halten wir ebenso wenig für zielführend wie Überlegungen, einen Maximalanteil der Erlöse mit einem einzelnen Kunden an den Gesamterlösen einer Rating-Agentur vorzuschreiben. Denn solche Regeln würden letztlich die Markteintrittsbarrieren für zusätzliche Wettbewerber noch erhöhen.

Sinnvoll ist hingegen die Einführung einer Offenlegungspflicht in Bezug auf das Halten von Wertpapieren durch Mitarbeiter von Rating-Agenturen, soweit die Papiere oder deren Emittent Gegenstand des Ratings sind, oder die Festsetzung von Mindestanforderungen an die interne Organisations- und Entlohnungsstruktur.

### **3. Weitere Regulierungsaspekte**

Über die vorgenannten zentralen Aspekte hinaus möchten wir im Folgenden zu einigen weiteren Regulierungsansätzen der SEC Stellung nehmen, die uns diskussionswürdig scheinen.

#### **a) Zulassungsverfahren für Rating-Agenturen**

Um sicherzustellen, dass nur solche Agenturen auf dem Rating-Markt tätig werden dürfen, die den Mindestanforderungen an Qualifikation und Unabhängigkeit entsprechen, könnten international einheitliche oder vergleichbare Zulassungsvorschriften erlassen werden. Allerdings stellt ein Zulassungsverfahren insbesondere bei anspruchsvollen Zulassungskriterien stets auch eine Wettbewerbsbarriere dar. In den USA erhielt beispielsweise Dominion Bond Rating Service als vierte Agentur neben Moody's, S&P und Fitch die Zulassung durch die SEC erst zu Beginn des Jahres 2003. Das war die erste Zulassung in den USA seit mehr als zehn Jahren.

Auf der anderen Seite besteht ein allgemeines Interesse an einem qualitativ hochwertigen Rating. Dies setzt strenge Zulassungsbedingungen voraus, auf die im Interesse einer Vertrauen schaffenden Reputation der betreffenden Rating-Agenturen nicht verzichtet werden kann.

Rating-Agenturen bedürfen gegenwärtig für die Aufnahme ihrer Tätigkeit in Deutschland keiner besonderen Zulassung. In den anderen elf Mitgliedsländern des Baseler Ausschusses wurden Rating-Agenturen in einem offiziellen Verfahren bereits anerkannt. Moody's, S&P und Fitch sind in allen anderen Mitgliedsländern voll anerkannt, die Dominion Bond Rating Service in vier Ländern. Daneben gibt es noch einige andere Rating-Agenturen, die vereinzelt offiziell ernannt sind.

Damit unterscheidet sich die Rechtslage in Deutschland deutlich, etwa von der in anderen europäischen Staaten, insbesondere aber von der in den Vereinigten Staaten bestehenden Situation. Die Erschließung nennenswerter Geschäftsfelder ist dort von einer Anerkennung der Agentur als sogenannte „Nationally Recognized Statistical Rating Organization“ (NRSRO) durch die SEC abhängig. Diese Anerkennung durch einen verbindlichen Auslegungsakt der Kommission setzt die Erfüllung von einer Reihe von Kriterien voraus. Dazu gehören unter anderem die Organisationsstruktur der Agentur, ihre finanziellen Ressourcen, die von ihr angewendeten Verfahren, das Bestehen von

Vorkehrungen gegen Informationsmissbrauch und zur Behandlung von Interessenkonflikten sowie die Ausbildung der Mitarbeiter (vgl. SEC-Konzept, sub II. B.).

Wesentlicher Grund für die Aufstellung derartiger Erfordernisse zur Anerkennung als NRSRO ist, dass in den Vereinigten Staaten in zahlreichen gesetzlichen und untergesetzlichen Normen auf Ratings von NRSROs Bezug genommen wird und daher ein besonderes Bedürfnis für die Einhaltung vergleichbarer Standards besteht.

In Anbetracht der von uns kritisch beurteilten Tendenz (vgl. näher unter V.), auch im europäischen Rahmen Ratings zum Anknüpfungspunkt von Rechtsnormen zu machen, sollte die Einhaltung vergleichbarer Standards sichergestellt werden. Dies gilt auch mit Blick auf die Qualifikation der Rating-Analysten und die Zusammensetzung der Rating-Teams. Letztere entspricht jedoch nicht immer den Erfordernissen. Dies gilt insbesondere mit Blick auf juristische Themen. In vielen Fällen erfordert ein regulatives Umfeld juristisches Fachwissen, das bei Rating-Agenturen häufig nicht ausreichend vorhanden ist.

Vor diesem Hintergrund sollte die Notwendigkeit und mögliche Gestaltung eines Zulassungsverfahrens für Rating-Agenturen im europäischen und internationalen Kontext sorgfältig geprüft werden.

#### **b) Laufende Aufsicht über die Tätigkeit von Rating-Agenturen**

Wenn Bestimmungen zur Verbesserung der Transparenz der Rating-Prozesse und zur Regulierung von potenziellen Interessenkonflikten eingeführt werden sollten, muss ihre Einhaltung durch die Agenturen überwacht werden. Eine angemessene Kontrolle könnte insoweit im Rahmen der bereits bestehenden Kontrollmaßnahmen des Finanzmarktes durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht erfolgen. Grundsätzlich ist nicht nachvollziehbar, dass von der Kreditwirtschaft verwendete interne Rating-Verfahren nach den Vorgaben des sog. IRB-Ansatzes von Basel II deutlich schärferen und umfangreicheren Aufsichtsanforderungen unterliegen, während externe Rating-Agenturen nur wenige, relativ allgemein gehaltene Eignungskriterien erfüllen müssen, um bankaufsichtsrechtlich anerkannt zu werden.

Da Kontrollmaßnahmen im Interesse aller Finanzmarktteilnehmer und darüber hinaus der gesamten Wirtschaft sind, dürfen derartige Maßnahmen nicht zu Kostenmehrbelastungen der Kreditwirtschaft führen. Gleiches würde im Falle der Einführung eines Zulassungsverfahrens für die Einhaltung möglicher Zulassungskriterien gelten. Zudem sollte die Verlässlichkeit und Glaubwürdigkeit der Rating-Entscheidung insbesondere mit Blick auf einen wirksamen Marktsanktionsmechanis-

mus für Ratings gestärkt werden. Deshalb finden Regulierungsansätze, die auf eine angemessene laufende Aufsicht der Tätigkeit von Rating-Agenturen zielen, unsere Unterstützung.

**c) Angemessenes Verhalten von Rating-Agenturen gegenüber ihren Kunden**

Die Kommunikation zwischen Agenturen und Rating-Kunden ist verbesserungsbedürftig. Teilweise ist es zu Änderungen der Einstufung ohne vorherige Besprechung mit dem betroffenen Unternehmen gekommen, so dass die Veröffentlichungspraktiken nicht immer in Einklang mit einer vertrauensvollen Kundenbeziehung stehen. Oft wird auch die Änderung von Bewertungsmethoden, die Einfluss auf das Rating haben, innerhalb einer zu kurzen Frist vorgenommen, ohne dass das betroffene Unternehmen eine Möglichkeit hat, sich hierauf einzustellen.

Es sollten bestimmte "Spielregeln" aufgestellt werden, die das Verhältnis zwischen Rating-Agenturen und ihren Kunden beschreiben und festlegen. Gegenstand solcher Verhaltensregeln könnte u.a. sein:

- umfassende Diskussion mit dem betroffenen Land, Institut bzw. Unternehmen vor Veröffentlichung oder Veränderung eines Ratings;
- ergebnisoffene Diskussion grundlegender Methodenänderungen mit den hiervon Betroffenen;
- ausreichender zeitlicher Vorlauf vor der Änderung von Methoden, um den Betroffenen Zeit zu geben, sich an die Auswirkungen der Methodenänderung und der hiervon zu erwartenden Änderung auf die Bonitätsbewertung anzupassen.

Sollte es nicht gelingen, in diesen Fragen zu einem geordneten modus vivendi zwischen Rating-Agenturen und Rating-Kunden zu kommen, wäre zu überlegen, einen Code of Conduct zu entwickeln und das Verhalten der Agenturen diesbezüglich durch Aufsichtsbehörden zu überprüfen.

**d) Vorkehrungen gegen wettbewerbswidrige, missbräuchliche und unfaire Praktiken**

Wir sehen gegenwärtig keinen akuten gesetzgeberischen Handlungsbedarf gegen wettbewerbswidrige, missbräuchliche und unfaire Praktiken von Rating-Agenturen. Ein Auftreten der im SEC-Konzept (sub II. E.) beschriebenen Verhaltensweisen („notching“, Rechnungsversand bei unaufgeforderten, bislang unveröffentlichten Ratings mit Zahlungs“empfehlung“, Rating-Verweigerung bei Nichtabnahme von anderen entgeltpflichtigen Dienstleistungen) in nennenswertem Umfang kann zumindest aus Sicht der Kreditwirtschaft nicht bestätigt werden. Allerdings bietet die Veröffentlichung von Ratings gegen den Wunsch des gerateten Unternehmens („unaufgefordertes Rating“) vielfach Anlass zur Kritik. So besteht beispielsweise die Gefahr, dass ein solches Rating die

Situation eines Unternehmens verzerrt widerspiegelt, wenn es sich lediglich aus öffentlich zugänglichen Quellen speist, deren Informationsgehalt – etwa in Phasen einer Umstrukturierung – nicht ausreicht, um die Lage des Unternehmens sachgerecht zu beurteilen. Hier kann aber bereits eine erhöhte Verfahrenstransparenz sowie die genannte Kennzeichnungspflicht für derartige Ratings für eine gewisse Entschärfung der Problematik sorgen (siehe oben IV. 1. a und b).

## V. Bezugnahme von Rechtsnormen auf Ratings

Nicht nur in den USA, sondern auch in Europa ist die – aus unserer Sicht nicht unproblematische – Tendenz erkennbar, Ratings zum Anknüpfungspunkt von Rechtsnormen zu machen. So ziehen etwa Gesetzgeber, Bankenaufsicht, Notenbanken z.T. bewusst die Beurteilung der Rating-Agenturen als Maßstab heran. Ihre eigenen Kenntnisse und Beurteilungen über den Emittenten werden somit bedeutungslos, ihre Entscheidungen werden somit durch private Dritte vorbestimmt. Dies kann anhand folgender Beispiele verdeutlicht werden:

- Für Refinanzierungsgeschäfte mit dem Europäischen System der Zentralbanken müssen Kreditinstitute Sicherheiten hinterlegen. Bei der Beurteilung der „Notenbankfähigkeit“ von Schuldverschreibungen wird unter anderem auf die Ratings der Rating-Agenturen zurückgegriffen. Werden Schuldverschreibungen aufgrund eines „zu niedrigen“ Ratings als nicht „notenbankfähig“ eingestuft, hat dies spürbar negative Auswirkungen auf die Kurse dieser Wertpapiere. In Einzelfällen kann sogar der Absatz solcher Wertpapiere infolge zu hoher Refinanzierungskosten zum Erliegen kommen.
- Derzeit wird auf EU-Ebene im Rahmen der neuen Eigenkapitaladäquanzregelungen auch über die zukünftige Behandlung von Schuldverschreibungen nach Art. 22 Abs. 4 OGAW-Richtlinie diskutiert. Der Gesetzgeber sollte auch hier nicht auf externe Ratings als Grundlage abstellen. Er würde sich damit seiner Aufgabe entziehen, selbst eine Bewertung vorzunehmen. An die Stelle der Entscheidung des Gesetzgebers würde die von – bislang nicht hinreichend kontrollierten – privaten Agenturen treten.

Der Einfluss der Rating-Agenturen sollte nicht noch erhöht werden, indem Gesetzgeber, Aufsicht oder Zentralbanken die Bonitätsnoten in verstärktem Maße für wichtige Entscheidungen zu Grunde legen. Andernfalls würde hierdurch auch der Marktzutritt für neue Agenturen erschwert und damit der Wettbewerb in einem stetig wachsenden Markt behindert. Deshalb sollten ergangene und zukünftige Maßnahmen und Regulierungen des Gesetzgebers, der Bankenaufsicht und der Notenbank dahingehend kritisch überprüft werden, ob damit der faktische Einflussbereich der Rating-Agenturen erweitert wurde bzw. werden könnte, um dann zu entscheiden, ob dies tatsächlich gewollt und angemessen ist.