

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 GIROVERBAND E. V. BERLIN-BONN • VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN E. V. BERLIN

**Stellungnahme des
Zentralen Kreditausschusses¹
zum
Konsultationspapier von CESR
“The role of credit rating agencies in structured finance”**

Ref.: CESR/08-36

28. März 2008

¹ The ZKA is the joint committee operated by the central associations of the German banking industry. These associations are the *Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR)*, for the co-operative banks, the *Bundesverband deutscher Banken (BdB)*, for the private commercial banks, the *Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB)*, for the public-sector banks, the *Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV)*, for the savings banks financial group, and the *Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp)*, for the mortgage banks. Collectively, they represent more than 2,200 banks.

Der Zentrale Kreditausschuss (ZKA) dankt für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Konsultationspapier von CESR "The role of credit rating agencies in structured finance".

Die Rating-Agenturen üben am Markt für strukturierte Finanzprodukte eine zentrale Funktion aus: Das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Qualität und Verlässlichkeit der Ratings sind grundlegende Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit dieses Marktsegmentes. Die aktuellen Finanzmarkturbulenzen wurden durch einen umfassenden Vertrauensverlust hinsichtlich der Qualität von Asset-Backed-Securities (ABS) ausgelöst. Hierzu haben auch Schwächen beim Rating beigetragen, wenngleich diese nicht die alleinige Ursache waren. Diese Schwächen müssen beseitigt werden. Das ist vorrangig die Aufgabe der Rating-Agenturen selbst.

Wir halten es darüber hinaus für sinnvoll, zu überprüfen, inwieweit am regulatorischen Rahmenwerk für Rating-Agenturen Verbesserungen notwendig sind. Deshalb begrüßen wir, dass sich die Aufsichtsbehörden intensiv mit der Rolle der Rating-Agenturen am Markt für strukturierte Finanzprodukte befassen.

Die von Rating-Agenturen, den Marktteilnehmer und den Aufsichtsbehörden beabsichtigten Maßnahmen sollten darauf abzielen, die Funktionsfähigkeit des Verbriefungsmarktes zu sichern. Denn dieses Marktsegment hat erhebliche positive Effekte für die Effizienz der Finanzmärkte, die Verteilung der Risiken sowie die Risikosteuerung in den Banken. Vor diesem Hintergrund begrüßen wir die differenzierten Aussagen im von CESR vorgelegten Konsultationspapier. Die dort angestellten Überlegungen werden von der deutschen Kreditwirtschaft weitgehend geteilt und viele Vorschläge finden unsere Zustimmung.

Dies betrifft auch die von CESR in den Ziffern 35 und 36 verwendete Definition strukturierter Finanzprodukte, der wir uns ausdrücklich anschließen. Bei der Diskussion um die Rolle von Rating-Agenturen am Markt für strukturierte Finanzprodukte, muss eindeutig klar sein, um welche Produktkategorien es sich hierbei handelt, da der Begriff „strukturierte Finanzprodukte“ vielfach unterschiedlich verwendet wird. Es ist wichtig festzuhalten, dass Pfandbriefe und andere Covered Bonds nicht in den Bereich strukturierter Finanzierungen fallen. Bei Pfandbriefen handelt es sich um gedeckte Bankschuldverschreibungen, bei denen die Bank der Emittent ist und die Sicherheiten auf ihrer Bilanz verbleiben. Zudem erfolgt keine Tranchierung. Zwar haben alle großen Rating-Agenturen separate Rating-Methoden für Covered Bonds entwickelt. In ihrer Detailanalyse wird der Besonderheit des Pfandbriefs aber nicht ausreichend Rechnung getragen.

Nachfolgend nehmen wir zu den einzelnen von CESR aufgeworfenen Fragen Stellung:

1. Transparenz

80. *Do you agree that the CRAs need to make greater on-going efforts to clarify the limitations of their ratings?*

Prinzipiell sind Ratings kein Ersatz für eine angemessene Risikoeinschätzung durch Investoren. Die Investoren müssen jedoch die hierfür erforderlichen Informationen zur Verfügung haben.

Wir unterstützen deshalb die Position von CESR unter Ziffer 79, dass die Rating-Agenturen die zentralen Eigenschaften und Grenzen der Aussagefähigkeit von Ratings umfassend nach außen kommunizieren sollten. Von besonderer Bedeutung ist unseres Erachtens die Verbesserung der Kommunikation über die wesentlichen Eigenschaften von Ratings; denn hier bestehen vielfach Unklarheiten. Aus unserem Mitgliederkreis werden in diesem Zusammenhang vor allem folgende Aspekte genannt:

- Die Aussage der Ratings (Ausfallwahrscheinlichkeit oder erwarteter Verlust),
- der Zeithorizont der Ratings,
- die exakte Definition des Ausfalls (Einbeziehung der Termingenauigkeit der Schuldendienstzahlungen),
- die Zuordnung von Ausfallwahrscheinlichkeiten zu Ratings (teilweise werden innerhalb einer Rating-Agentur für unterschiedliche Produkte dieselben Ratings verwendet, denen aber nicht identische Ausfallwahrscheinlichkeiten zugrunde liegen. Dies erschwert die Beurteilung in der Praxis. Ein bestimmtes Rating sollte stets für dieselbe Ausfallwahrscheinlichkeit stehen).

Umfangreichere Informationen seitens der Agenturen über die Grenzen des Aussagegehalts von Ratings halten wir ebenfalls für wichtig. Diese sollten sich jedoch nicht auf die allgemeine Feststellung beschränken, dass Ratings nur Aussagen über Ausfallwahrscheinlichkeiten beziehungsweise erwartete Verluste sind, aber keine umfassende Risikoeinschätzung darstellen. Die Unterschiede zwischen Staats- oder Unternehmensanleihen auf der einen sowie gleich gerateten strukturierten Finanzprodukten auf der anderen Seite sollten, beispielsweise in den Rating-Reports, ebenso deutlich werden, wie die speziellen Risiken der einzelnen Tranchen in Abhängigkeit von der Tranchendicke, bestimmten Marktentwicklungen oder unerwarteten Ausfällen bei den verbrieften Assets.

- 90. *Do you agree with CESR's view that although there has been improvement in transparency of methodologies, the accessibility and content of this information for complex structured finance products requires further improvement in particular so that investors have the information needed for them to judge the impact of market disruption on the volatility of the ratings?***

Die Empfehlungen von CESR zur Verbesserung der Veröffentlichungen der Rating-Agenturen zu ihrer Methodik werden aus den unter Ziffer 80 genannten Gründen von uns unterstützt. Die Rating-Agenturen haben zwar ihre Modelle öffentlich zur Verfügung gestellt. Jedoch fehlen entscheidende Informationen, die es erlauben, die Risiko-Einschätzung der Agenturen zu verifizieren. Aus Sicht unserer Mitgliedsinstitute sind insbesondere Informationen über die Stabilität der Ratings von besonderer Bedeutung. Bei der Bonitätseinschätzung von strukturierten Finanzprodukten sollten die Agenturen konkrete Angaben über die der Berechnung von Ausfallwahrscheinlichkeiten zugrunde liegenden Annahmen, die angenommenen Korrelationen zwischen den Bestandteilen der den Produkten ggf. zugrundeliegenden verbrieften Portfolios, die im Rahmen der Strukturanalyse durchgeführten Stress-Tests sowie die Konsequenzen unterschiedlicher Szenarien für das Rating zur Verfügung stellen.

- 97. *Do you agree that there needs to be greater transparency regarding the specific methodology used to determine individual structured finance ratings as well as rating reviews?***

Im Großen und Ganzen sind die zur Verfügung gestellten Informationen bei erstmaligem Rating von strukturierten Finanzprodukten nach Auskunft unserer Mitgliedsinstitute ausreichend. Jedoch unterstützen wir nachdrücklich die Empfehlung unter Ziffer 96, weil dies eine für Investoren und Emittenten wesentliche Information darstellt. Die Rating-Agenturen sollten auch deutlich machen, unter welchen Bedingungen Änderungen an der Methodik lediglich zu Anpassungen des Ratings von Neu-Emissionen führen und wann Rating-Aktionen für bereits umlaufende Wertpapiere für erforderlich gehalten werden.

- 100. *Do you agree that there needs to be greater public and standardised information on structured products in the EU? How would this be best achieved?***

Zurzeit finden Diskussionen zwischen der EU-Kommission und Vertretern der Finanzwirtschaft sowie innerhalb der Branche über Möglichkeiten zur Verbesserung der Transparenz über den Markt für strukturierte Finanzprodukte statt.

2. Monitoring

104. Do you agree with CESR that contractually set public announcements on structured finance performance would not add sufficient value to the market to justify the cost and possible saturation of the market with non-material information?

Wir teilen die Auffassung von CESR, dass eine vertragliche Verpflichtung der Rating-Agenturen zur Veröffentlichung von Informationen über die Performance von strukturierten Finanzprodukten keinen ausreichenden Mehrwert schafft, zumal es sich im Wesentlichen um vergangenheitsbezogene Informationen handelt. Wir würden es jedoch begrüßen, wenn die Rating-Agenturen umfassender über mögliche künftige Entwicklungen und eventuell hieraus erwachsende Konsequenzen für die Ratings informieren, beispielsweise über potenzielle Auswirkungen absehbarer gesamtwirtschaftlicher oder spezieller Entwicklungen auf den für Verbriefungen relevanten Märkten für strukturierte Finanzprodukte.

112. Do you agree that the monitoring of structured finance products presents significant challenges, and therefore should be a specific area of oversight going forward? Are there any particular steps that CRAs should take to ensure the timely monitoring of complex transactions?

Wir sind dezidiert der Auffassung, dass eine zeitnahe und umfassende Überwachung der Ratings strukturierter Finanzprodukte durch die Agenturen eine hohe Bedeutung für die Qualität und die Aktualität der Ratings hat. Dabei betrachten wir es prinzipiell als Aufgabe der Rating-Agenturen selbst, ihre Organisationsstruktur und internen Abläufe in angemessener Weise zu gestalten. Die von einigen Agenturen geplante personelle Trennung von erstmaligen Ratings und der laufenden Überwachung ist unseres Erachtens eine sinnvolle Maßnahme, weil bei den beiden Tätigkeitsbereichen unterschiedliche Anforderungen an die Analysten gestellt werden. Außerdem werden hierdurch potenzielle Interessenkonflikte auf der Ebene der Mitarbeiter vermieden. Darüber hinaus darf sich das Monitoring nicht lediglich auf einen Abgleich von erwarteten und tatsächlichen Ausfällen beschränken, weil dies dazu führen kann, dass Anpassungen von Ratings oder von Rating-Methoden mit Verzögerung angegangen werden. Deshalb sollten zusätzlich zukunftsorientierte gesamtwirtschaftliche und Marktanalysen mit in die Überwachung einbezogen werden. Darüber hinaus sollte ein regelmäßiger Informationsaustausch zwischen den verschiedenen Analystengruppen die Konsistenz der verschiedenen Ratings sicherstellen.

Um sicherzustellen, dass die Agenturen hierbei Mindeststandards erfüllen, befürworten wir eine entsprechende Anpassung der IOSCO Code of Conduct Fundamentals. Da es sich bei dem Monitoring von Ratings um eine übergeordnete Frage handelt, sollten sich diese Regeln nicht lediglich auf komplexe Finanzprodukte beschränken. Hinsichtlich der Monitoring-Frequenz sollte nach dem Typus der gerateten Referenzgröße unterschieden werden. So dürfte beispielsweise für die Ratings

von Unternehmen eine standardisierte Review-Frequenz von einmal jährlich ausreichend sein. Bei strukturierten Finanzprodukten wäre hingegen in regelmäßigen Märkten zumindest eine viertel- bis halbjährliche Überwachung und Berichterstattung angemessen. Im Falle von – entsprechend definierten – außergewöhnlichen Ereignissen sollte schließlich ein unmittelbares Monitoring durchgeführt werden.

Das setzt natürlich eine ausreichende Ausstattung der Agenturen mit qualifiziertem Personal auch für die Monitoring-Aufgaben voraus. Auch hierzu würden wir Mindeststandards im Rahmen des Codes befürworten. Schließlich sollten die Rating-Agenturen überlegen, künftig bei den Gebühren für strukturierte Finanzprodukte die „upfront fee“ zu verringern und die „monitoring fee“ anzuhäben. Damit würde der Anreiz für die Agenturen, sich vorrangig auf das Neugeschäft zu konzentrieren, gemildert und Investoren und Emittenten würde die Bedeutung der Überwachung von Ratings verdeutlicht.

3. Human Resources

118. Do you believe that the CRAs have maintained sufficient human resource, both in terms of quality and quantity, to adequately deal with the volumes of business they have been carrying out, particularly with respect to structured finance business?

Unsere Mitgliedsinstitute betrachten die Personalausstattung der Rating-Agenturen prinzipiell als ausreichend, soweit es sich um das erstmalige Rating handelt. Beim Monitoring ergibt sich ein anderes Bild; die Personalausstattung wird teilweise als zu gering betrachtet, um eine umfassende und zeitnahe Überwachung der Ratings sicher zu stellen. Dieses Problem hatte sich im Zuge der kräftigen Expansion des Verbriefungsmarktes verschärft; da die Belegschaft an dieser Stelle nicht entsprechend mitgewachsen war.

Wir teilen die Auffassung von CESR, dass die Rating-Agenturen – zumindest den Aufsichtsbehörden gegenüber – ausreichende Informationen über ihre Personalentwicklung zur Verfügung stellen sollten. Denn das gegenwärtige, auf dem Grundsatz „comply or explain“ beruhende Regulierungsregime basiert auch darauf, dass die Aufsichtsbehörden in der Lage sind, sich ein klares Bild darüber zu machen, ob die Mindeststandards des IOSCO Codes eingehalten werden. Qualität und Umfang des Personals bei Rating-Agenturen gehören mit zu den Faktoren, die hierbei von Bedeutung sind.

120. Do you consider that the generally unaltered educational and professional requirements of CRAs' recruitment policies negatively impact the quality of their rating process, given the rising complexity of structured finance products?

Wir erwarten, dass die Rating-Agenturen regelmäßig die Anforderungen an die Analysten überprüfen und – sollte sich dies als notwendig herausstellen – an die Produkt- und Marktentwicklung anpassen. Da die Ratings für den Markt für strukturierte Finanzprodukte eine zentrale Funktion haben, tragen die Agenturen eine übergeordnete Verantwortung für die Funktionsfähigkeit eines bedeutenden Marktsegments. Wir sehen aber auch ein hohes Eigeninteresse der Agenturen; denn die Qualität der Mitarbeiter ist ihr wichtigstes Asset. Mängel in der Qualifikation der Analysten würden ihre Reputation erheblich schädigen. Die Tatsache, dass sich die Anforderungen an die Mitarbeiter nicht geändert haben, ist deshalb nicht zwingend ein Zeichen für eine qualitative Verschlechterung der Analysten.

Problematischer ist unseres Erachtens die übermäßige Konzentration auf quantitative Modelle. Diese hat möglicherweise mit zu der Entwicklung zunehmend komplexer Produkte mit erheblichen volkswirtschaftlichen Nebenwirkungen geführt und zu der relativ langsamen Reaktion der Agenturen auf die Subprime-Krise beigetragen. Daher sollten beim Rating strukturierter Finanzprodukte qualitative Aspekte stärker beachtet werden. Die Strukturierung und sonstige Sicherungsmechanismen erlauben bei Verbriefungen zwar eine Umverteilung von Ausfallrisiken eines bestimmten Portfolios; entscheidend für den Umfang von Tranchen mit einem hohen Rating ist letzten Endes jedoch die Qualität der zugrundeliegenden Assets. Zusätzlich zu den Analysten, die vorrangig quantitative Verfahren beherrschen, sollten deshalb – in Abhängigkeit von der Art der strukturierter Finanzprodukte – verstärkt Fachleute für gesamtwirtschaftliche und für Marktentwicklungen in die Rating-Entscheidungen mit einbezogen werden. Im Interesse der Sicherung einer angemessenen Transparenz, sollten die Agenturen deutlich machen, in welcher Form diese externen Rahmenbedingungen in die Bewertung eingeflossen sind.

Sorge bereitet generell nicht so sehr der Tatbestand, dass die Anforderungen an die Rating-Analysten seit längerer Zeit nicht verändert worden sind, als vielmehr die relativ hohe Personalfluktuation bei den Agenturen, die meist dazu führt, dass die erfahrenen Analysten, die sich eine entsprechende Kompetenz erarbeitet haben, die Agenturen verlassen. Zur Sicherung einer Mindestqualität der Ratings sollten die Agenturen zumindest dafür Sorge tragen, dass wesentliche Entscheidungen – nicht zuletzt auch im Bereich der Überwachung – stets unter der Mitwirkung von erfahrenen Senior Analysten getroffen werden.

125. Do you agree there is a need for greater transparency in terms of CRA resourcing?

Öffentlich zugängliche Informationen über die Personalausstattung und die Qualitätsanforderungen an die Rating-Analysten könnten theoretisch dazu beitragen, das Vertrauen in die Qualität der Ratings zu stärken. Entscheidend ist aber letztlich die Erfahrung, die Emittenten und Investoren mit den Rating-Analysten in der Praxis machen. Anzustreben ist ferner Transparenz hinsichtlich der internen Struktur, der Organisation und der Entscheidungsabläufe in den Rating-Agenturen.

126. Do you agree that more clarity and greater independence is required for analyst remuneration at the CRAs?

Wir sehen keine zwingende Notwendigkeit für die Offenlegung der Entgeltpolitik der Rating-Agenturen. Wir halten es für sinnvoller, wenn die Agenturen für eine Reduzierung der Fluktuation ihrer Mitarbeiter sorgen würden, um auf diese Weise die Qualität zu sichern. Das bezieht auch das Entlohnungssystem mit ein.

4. Conflicts of Interest

133. Do you see the level of interaction between the CRAs and issuers of structured finance products creating additional conflicts of interest for the CRAs to those outlined above? Do you believe that any of these conflicts are not managed properly?

134. Do you agree that greater transparency is required regarding the nature of interaction between CRAs and issuers/ arrangers with regards to structured finance products and that there need to be clearer definitions of acceptable practice?

CESR weist zu Recht darauf hin, dass das Rating strukturierter Finanzprodukte ein iterativer Prozess ist. Im Gegensatz zum Rating traditioneller Anleihen haben die Emittenten bei strukturierten Finanzprodukten vielfältige Möglichkeiten, auf Rating-Indikationen der Rating-Agenturen zu reagieren, um beim Erst-Rating die gewünschte Bonitätsnote zu erreichen. Insofern findet beim Rating strukturierter Finanzprodukte zwangsläufig ein Informationsaustausch zwischen Emittenten und Rating-Agenturen statt, bevor die endgültige Struktur einer Emission feststeht.

Theoretisch besteht unter diesen Bedingungen das Risiko eines Interessenkonflikts, weil die Rating-Agenturen, bedingt durch ihr Gebührenmodell, ein Interesse an einem möglichst großen Volumen von Emissionen strukturierter Finanzprodukte haben. Es liegen uns allerdings keine konkreten Erkenntnisse vor, dass die Rating-Agenturen im Einzelfall diese Interessenkonflikte nicht vernünftig gemanagt haben. Dies wird unter anderem darauf zurückgeführt, dass sie ihre Reputation als neutrale Bewertungsinstanz nicht beschädigen wollen, zumal sie mit einer Vielzahl von Kunden Geschäfte abwickeln.

Gleichwohl sollten im Interesse der Funktionsfähigkeit der verschiedenen Märkte für strukturierte Finanzprodukte keine Zweifel an der Qualität und der Neutralität der Ratings auftreten. Überlegungen, derartige Interessenkonflikte zu beseitigen oder zu begrenzen, bewerten wir deshalb grundsätzlich positiv. Rating und Beratungstätigkeiten müssen klar getrennt werden; eine Beeinflussung des Rating-Ergebnisses durch andere Aktivitäten der Rating-Agenturen oder durch ihre Ertragsinteressen darf nicht stattfinden. Die Entscheidung über die Struktur einer Emission muss stets vom Emittenten auf der Grundlage objektiver Tatbestände getroffen werden. Nur hierzu sollen die Agenturen ihren Beitrag leisten, mehr aber auch nicht.

Weil bei strukturierten Finanzprodukten eine Kommunikation zwischen Emittenten und Rating-Agentur in gewissem Umfang unvermeidbar ist, muss zwischen unerlässlichem und mit Blick auf Interessenkonflikte unschädlichem Informationsaustausch einerseits sowie unzulässiger Beratung andererseits sorgfältig unterschieden werden. Dabei ist auch zu bedenken, dass die Finanzmärkte ausgesprochen innovativ sind; eine strikte Definition des erlaubten Informationsflusses zwischen Emittent und Rating-Agentur kann sich im Zeitablauf als unpraktikabel erweisen.

Vor diesem Hintergrund ist es nach unserer Einschätzung nicht möglich, die theoretisch vorhandenen Interessenkonflikte qua Definition von Beratungstätigkeit vollständig auszuschalten. Ziel muss es daher sein, das Risiko von Interessenkonflikten auf ein Minimum zu begrenzen. Dabei setzen wir auch darauf, dass die Agenturen aus Gründen der Sicherung ihrer Reputation ein hohes Eigeninteresse hieran haben.

Die Vorschläge von CESR (Ziffern 130 bis 132) gehen deshalb unseres Erachtens in die richtige Richtung. Auch nach unserer Auffassung besteht der vernünftigste Weg in einer Vorgabe von „best practices“ im Rahmen der IOSCO Code of Conduct Fundamentals, eindeutiger interner Regeln bei den Rating-Agenturen, einschließlich eines ausdrücklichen Verbots für Rating-Analysten, Empfehlungen abzugeben, einer umfassenden Information der Öffentlichkeit über diese Regeln durch die Agenturen sowie einer wirkungsvollen Überwachung ihrer Einhaltung durch die Aufsichtsbehörden.

Insbesondere im Falle eines Wechsels von Mitarbeitern von einem gerateten Unternehmen zu einer Rating-Agentur oder umgekehrt können Interessenkonflikte auftreten, die es zu vermeiden gilt. Wir halten es hier für sinnvoll, wenn die Rating-Agenturen „Look-back“-Überprüfungen von Ratings durchführen, wenn Rating-Analysten zu Unternehmen wechseln, deren Produkte sie zuvor regelmäßig geratet haben.

Außerdem würde eine detailliertere Offenlegung der Methoden den Umfang des Informationsflusses zwischen Emittenten und Agenturen vor der endgültigen Entscheidung über ein strukturiertes Finanzprodukt und damit auch das Risiko von Interessenkonflikten reduzieren.

138. Do you believe that there needs to be greater disclosure by CRAs over what they consider to be ancillary and core rating business?

Eine umfassende und eindeutige Information seitens der Rating-Agenturen, wie sie in ihrem Geschäft konkret „Nebentätigkeiten“ definieren, wäre sehr wichtig. Das erlaubte den Marktteilnehmern zu erkennen, wie die Agenturen mit dieser Frage umgehen. Dieses Thema wird bereits seit Jahren diskutiert, ohne dass bislang ausreichende Klarheit entstanden ist. Wir sind der Meinung, dass wegen der generellen Bedeutung dieser Frage für alle Betroffenen Rating-Agenturen, Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden gemeinsam eine Abgrenzung entwickeln sollten, die von den Rating-Agenturen dann vollständig umgesetzt werden sollte.

142. Do you believe that the fee model used for structured finance products creates a conflict of interest for the CRAs? If yes, is this conflict of interest being managed appropriately by the CRAs?

Generell sollte es jedem Anbieter von Dienstleistungen freistehen, wie er seine Preise gestaltet. Grundsätzlich ist praktisch jedes Gebührenmodell mit dem Risiko von Interessenkonflikten verbunden. Wir können nicht abschließend beurteilen, ob die Rating-Agenturen den theoretisch vorhandenen Interessenkonflikt angemessen gemanagt haben.

Wichtig wäre neben dem Preis auch ein Indikator für die Qualität der Ratings. Allgemein zugängliche, regelmäßige, standardisierte Studien aller Rating-Agenturen über Rating-Wanderungen könnten unseres Erachtens Emittenten einen wichtigen Anhaltspunkt für ihre Entscheidung liefern, welche Rating-Agentur sie beauftragen möchten.

146. Do you agree with CESR that there needs to be greater disclosure of fee structures and practices with particular regard to structured finance ratings so as to mitigate potential conflicts of interest?

Wegen der prinzipiellen Freiheit von Anbietern, Preise zu setzen und der oligopolistischen Marktstruktur halten wir eine umfassende Transparenz der Gebührenstruktur der Rating-Agenturen für äußerst wichtig, die auch eine Betrachtung der Veränderung der Gebühren einschließen sollte. Entscheidend dürfte dabei auch die objektive Nachvollziehbarkeit der Zusammensetzung der Gebühren sein.

5. Regulatory environment and Concluding Remarks

164. Do you agree with CESR's view of the benefits and costs of the current regime?

170. Do you agree that CESR has correctly identified the likely benefits and costs related to formal regulatory action?

Wir stimmen im Großen und Ganzen den Einschätzungen von CESR hinsichtlich der Vor- und Nachteile der beiden Regulierungsalternativen zu.

Prinzipiell mag eine straffe Regulierung von Rating-Agenturen mit dem Risiko verbunden sein, dass die Agenturen nicht mehr als unabhängige Institutionen betrachtet werden, die sich im Wettbewerb untereinander, aber auch mit Emittenten und Investoren, die über ausgebaute Risiko-Managementsysteme verfügen, um bestmögliche Qualität ihres Service bemühen.

Hinsichtlich der Auswirkungen einer Regulierung auf die Wettbewerbssituation kommen gegensätzliche Ergebnisse in Betracht: Eine umfassende Regulierung, die mit entsprechenden Qualitätsanforderungen für neue Marktteilnehmer verbunden wäre, könnte die ohnehin bestehenden Wettbewerbsprobleme noch verschärfen. Andererseits ließe sich argumentieren, dass im Falle einer Akzeptanz der Aufsicht und ihrer Instrumente, neuen Teilnehmern der Markteintritt gerade ermöglicht oder erleichtert wird, da sie über die staatliche Zulassung als „Qualitätsmerkmal“ verfügen. Es bestünde somit die Möglichkeit, dass nicht mehr, wie bisher, ausschließlich auf den „Track Record“ als das wesentliche Kriterium für die Beurteilung einer Rating-Agentur abgestellt würde. Dieser Überlegung liegt die seit Ende Juni 2007 geltende Registrierungsspflicht für NRSRO bei der SEC zugrunde.

Es trifft zu, dass die Aufsichtsbehörden im gegenwärtigen Regime keine Handhabe besitzen, um umfassende Untersuchungen hinsichtlich der Einhaltung des IOSCO Codes durch die Rating-Agenturen durchzuführen beziehungsweise um eine vollständige Anwendung des Code durchzusetzen (Ziffer 166 A und B). Die Tatsache, dass die Rating-Agenturen die Vorgaben der IOSCO Code of Conduct Fundamentals nicht in vollem Umfang umgesetzt haben, lässt das gegenwärtige Regulierungsregime ausdrücklich zu, sofern sie offengelegt und sachlich überzeugend begründet sind.

Unseres Erachtens gehört es mit zu den grundlegenden Elementen des aktuellen Regulierungs-Regimes, dass die Rating-Agenturen den Aufsichtsbehörden die Informationen zukommen lassen, die für ein Monitoring über die Einhaltung der eigenen Codes und die angemessene Beachtung des IOSCO Codes notwendig sind. Hier sehen wir eine Bringschuld auf Seiten der Agenturen. Messlatte könnten die Informationspflichten sein, die in den USA von den als NRSRO registrierten Rating-Agenturen gegenüber der SEC erfüllt werden müssen. Diese Informationen sollten allen für die Rating-Agenturen zuständigen Aufsichtsbehörden zugänglich sein. Damit wäre auch sicher

gestellt, dass die Behörden international den gleichen Wissensstand aufweisen. Das wiederum ist eine wesentliche Voraussetzung für ein möglichst einheitliches Verhalten gegenüber den Agenturen.

Nach unserer Auffassung kann man nicht zwingend davon ausgehen, dass eine straffere Regulierung einen stärkeren Anreiz für die Rating-Agenturen bietet, sorgfältig vorzugehen, um künftige Fehler beim Rating oder im Rating-Prozess zu verhindern (Ziffer 166 C). Ein hohes Qualitätsniveau beim Rating bildet die Geschäftsgrundlage der Agenturen; hierauf basiert das Vertrauen der Marktteilnehmer. Es liegt im ureigenen Interesse der Agenturen, dies zu sichern. Die jüngsten Entwicklungen zeigen, wie sehr ein Vertrauensverlust in das Rating von Asset-Klassen die Ertragsaussichten der Agenturen beeinträchtigen kann.

177. Do you believe that the current self-regulatory regime for CRAs should be maintained rather than introducing some form of formal recognition/ regulation?

Der ZKA hat das gegenwärtige, auf den IOSCO Code of Conduct Fundamentals basierende regulatorische Prinzip „comply or explain“ unterstützt, weil es den spezifischen Aspekten des Ratings besser gerecht wird als ein umfassendes, mit detaillierten Vorschriften verbundenes Aufsichtssystem oder auch eine Registrierungspflicht für Rating-Agenturen. Außerdem erleichtert die gegenwärtige Regelung ein international einheitliches Vorgehen von Aufsichtsbehörden. Naturgemäß steht diese Position unter dem Vorbehalt, dass wenn die erwarteten positiven Effekte ausbleiben oder sich herausstellt, dass Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten durch eine andere Art der Regulierung verhindert worden wären, über Alternativen diskutiert werden muss.

Bis zum Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen Mitte vergangenen Jahres bestand aus Sicht der deutschen Kreditwirtschaft keine Notwendigkeit für eine Korrektur des Regulierungsregimes. Die Entwicklungen an den Finanzmärkten im Vorfeld und im Zuge der Finanzmarkturbulenzen erfordern zwangsläufig eine Überprüfung dieses Konzepts. Wir halten es derzeit jedoch nicht für zwingend notwendig, den aktuellen Regulierungsansatz zu Gunsten einer umfassenden staatlichen Regulierung aufzugeben. Der Beitrag der Rating-Agenturen zu den Turbulenzen bestand vorrangig in ihren Annahmen über Ausfallwahrscheinlichkeiten und Korrelationen zwischen den Bestandteilen der verbrieften Forderungen, die sich im Nachhinein als unrealistisch herausstellten. Wir haben keine Erkenntnisse, dass in konkreten Fällen Interessenkonflikte oder falsche Governance-Strukturen zu Fehlbewertungen geführt haben, auch wenn es, wie unter Abschnitt 4 dargelegt, potenzielle Interessenkonflikte gibt, die gerade am Markt für strukturierte Finanzprodukte zu einem an der Zunahme des Neugeschäfts orientierten Verhalten der Agenturen führen können. Deshalb erscheint es uns sinnvoll, zu prüfen, wie das Monitoring der Rating-Agenturen durch CESR effizienter gestaltet werden kann.

Die Schwachstellen bei der Rating-Methodik, die im Zuge der Finanzmarkturbulenzen deutlich geworden sind, müssen vorrangig von den Agenturen selbst beseitigt werden. Dies betrifft zum einen die verwendeten Modelle und Annahmen. Insbesondere sollte die Risikoeinschätzung strukturierter Finanzprodukte nicht nur auf Basis quantitativer Modelle erfolgen, sondern qualitative Aspekte und wesentliche Einflüsse in angemessener Weise berücksichtigen. Dabei ist auf eine angemessene Transparenz Wert zu legen. Darüber hinaus muss das Monitoring verbessert und Mechanismen eingeführt werden, die eine rechtzeitige Reaktion auf Ereignisse sicherstellen, welche gravierende Wirkungen auf das Rating haben können. Schließlich sollte ein regelmäßiger Informationsaustausch zwischen den verschiedenen Analystengruppen innerhalb der Agenturen installiert werden, um die Konsistenz der verschiedenen Ratings sicherzustellen. Wir begrüßen es, dass die Rating-Agenturen inzwischen Anpassungen an den Modellen und den zugrunde liegenden Annahmen vorgenommen haben. Das zeigt, dass sie auf die Notwendigkeit von Korrekturen reagieren.

Über Maßnahmen zur Anpassung der Methodik und der Verkürzung der Reaktionsgeschwindigkeit hinaus sehen wir weitere Verbesserungsmöglichkeiten, die zu einer höheren Qualität der Ratings und zugleich zu einer umfassenderen Information der Nutzer von Ratings führen. CESR spricht in seinem Konsultationspapier die wesentlichen Aspekte an: Umfassende und zielgerichtete Transparenz über die wesentlichen Elemente der Ratings, Sicherung der Qualität der Mitarbeiter, Klarstellung des Zusammenwirkens von Emittenten und Rating-Agenturen und eindeutige Trennung von Rating-Aktivitäten und sonstigen Dienstleistungen.

Alle diese Punkte können durch Ergänzungen beziehungsweise Änderungen am IOSCO Code sinnvoll geregelt werden. Hierbei erwarten wir, dass die Rating-Agenturen die entsprechenden Anpassungen am IOSCO Code in ihre Codes übernehmen, etwaige Abweichungen hiervon auf ein Minimum begrenzen und überzeugend begründen und den Aufsichtsbehörden die Informationen zur Verfügung stellen, die für ein kompetentes Monitoring erforderlich sind.

Neben diesen Maßnahmen, die die Rating-Agenturen selbst betreffen, halten wir es auch für geboten, dass die Nutzung der Ratings als Anknüpfungspunkt für Gesetzgeber, Aufsichtsbehörden und Notenbanken einer kritischen Betrachtung unterzogen und verstärkt geprüft wird, inwiefern auch alternative Beurteilungsmöglichkeiten herangezogen werden können.