



>>> Die Krise als Aufbruch –
Regulierung der Ratingagenturen verbessern

Inhaltsverzeichnis



Vorwort	5
Volker Kauder	
Ratingagenturen aus politischer Perspektive	7
Klaus-Peter Flosbach	
Überzeugenden globalen Ordnungsrahmen aufstellen	15
Jochen Sanio	
Regulierung von Ratingagenturen – europäische Initiativen	25
Paulina Dejmek	
Funktion und Aufgaben von Ratingagenturen	31
Daniel Kolter	
Qualitätssteigerung durch Belebung des Wettbewerbs	39
Dr. Thomas Schäfer	
Diskussion	43
mit Torsten Hinrichs, Jens Schmidt-Bürgel, Frank Westhoff, Prof. Dr. Helmut Siekmann, Jochen Sanio, Paulina Dejmek und Klaus-Peter Flosbach	
Rolle der Ratingagenturen – Bilanz und Ausblick	49
Eduard Oswald	
Dokumentation	51
Antrag „Ratingagenturen besser regulieren“ der CDU/CSU- und FDP-Bundestagsfraktion vom 9.11.2011 (Bundestagsdrucksache 17/7638)	

Vorwort



Die Kontrolleure müssen besser werden

Deutschland hat die Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009 sicherlich in Europa mit am besten gemeistert. Dennoch gilt immer noch das, was wir von der CDU/CSU-Bundestagsfraktion unmittelbar danach gesagt haben: Die Ursachen, die zur Krise geführt haben, müssen beseitigt werden. Die Politik hat die Aufgabe, die Finanzmärkte umfassend zu regulieren.

Zur Krise haben nicht nur Fehlentwicklungen bei den Banken beigetragen. Auch die Ratingagenturen tragen eine Mitschuld. Sie haben schlicht versagt. Keine der großen Agenturen hat vor dem gewarnt, was dann die Welt erleben musste. Die abenteuerlichen Kreditgeschäfte, die die Wirtschaft in den Abgrund gerissen haben, schienen ihnen gänzlich unbekannt gewesen zu sein. Dabei ist nicht zu bestreiten, dass Ratingagenturen durchaus ihre Berechtigung haben. Sie müssen aber auch zu vernünftigen Ergebnissen kommen.

Was die Ratingagenturen angeht, so gibt es aus der Finanzkrise gleich mehrere Lehren: Die Kontrolleure müssen selbstkritisch die Qualität ihrer Arbeit verbessern. Die Staaten müssen auch ihrem Handeln einen rechtlichen Rahmen geben. Und letztlich müssen sich alle Marktteilnehmer wieder selbst ein Bild von der Qualität einzelner Investments machen. Das Urteil der Ratingagenturen darf nicht der alleinige Maßstab sein.

Auf unserem Kongress im November 2011, aus dem heraus diese Broschüre entstanden ist, haben wir die Arbeit der Ratingagenturen kritisch gewürdigt. Dies war angebracht, weil sie auch in der Euroschuldenkrise eine diskussionswürdige Rolle spielen. Die Politik wird vor diesem Hintergrund die Arbeit der Ratingagenturen weiter beobachten – und notfalls auch eingreifen.



Volker Kauder MdB
Vorsitzender der
CDU/CSU-Bundestagsfraktion

Ratingagenturen aus politischer Perspektive

>>> Klaus-Peter Flosbach

Zentrale Rolle von Ratingagenturen im weltweiten Finanzsystem

Ratingagenturen spielen im weltweiten Finanzsystem eine zentrale Rolle. Hier bei uns im Bundestag wird man – unabhängig von der Fraktion – wahrscheinlich niemanden treffen, der nicht behaupten würde, dass die Ratingagenturen eine Mitschuld an der Krise seit 2008 tragen. Und mit dieser Einschätzung sind die Abgeordneten nicht allein, im Gegenteil.

In ihrem ersten jährlichen Untersuchungsbericht zu den zehn größten Ratingagenturen vom September 2011 kommt die US-Börsenaufsicht SEC zu dem Ergebnis, dass die wichtigen Ratingagenturen in Kernfragen ihres Geschäfts „offenkundige Fehler“ machen. Den Bonitätswächtern gelinge es teilweise nicht, methodischen Vorgaben zu folgen oder Interessenkonflikte zu vermeiden. Bei ihren Veröffentlichungen arbeiteten sie nicht zeitgerecht und nicht präzise.

Ich kenne die Sprüche mit dem Fieberthermometer oder den Schulnoten. Und ich weiß, dass die Ratingagenturen dazugelernt haben. In der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise sind sie endlich zu einer risiko-adäquaten und differenzierten Benotung der Bonität von Staaten gekommen, die vor der Einführung des Euro bestanden hat und die seit Einführung des Euro hätte erfolgen müssen. Ratingagenturen sprechen hier das aus, was viele Bürger und Experten denken.

Lehre aus der Krise: bessere Regulierung von Ratingagenturen

Gleichwohl – gänzlich unbeteiligt waren Ratingagenturen an der Krise nicht. Der Vorwurf besteht allgemein darin, mit der Vergabe teilweise unrealistisch guter Ratings den Marktteilnehmern ein zu niedriges Risiko signalisiert und ihnen dadurch einen falschen Anreiz für Investitionen gegeben zu haben.



Klaus-Peter Flosbach MdB
Finanzpolitischer Sprecher der
CSU/CSU-Bundestagsfraktion

Wenn wir an die Ursachen der Krise herangehen wollen, müssen wir uns also auch den Ratingagenturen widmen. Wenn wir zukünftige Krisen dieses Ausmaßes verhindern wollen, müssen wir auch die Ratingagenturen besser regulieren. Sie wissen, welche Lasten der Steuerzahler auf sich genommen hat, um diese Krise zu bewältigen. Wenn wir Sachwalter der Interessen des Steuerzahlers sind, nehmen wir uns dieses Themas selbstverständlich an. Das Thema Ratingagenturen wird damit zur Chefsache.

Was also ist die politische Perspektive einer besseren Regulierung der Ratingagenturen? Drei Punkte sind für mich dabei besonders wichtig:

1. Bei Ratings handelt es sich nur um eine zweite Meinung. Die Anlageentscheidung und die Verantwortung trägt immer der Investor selbst.
2. Die Beteiligungsverhältnisse bei Ratingagenturen können zu Interessenkonflikten führen.
3. Die Verantwortlichkeit der Ratingagenturen muss durch bessere Regulierung gestärkt werden.

Flosbach: „Investoren verlassen sich zu sehr auf externe Ratings. Sie müssen ihren Entscheidungen eine eigene ausreichende Risikobewertung zugrunde legen.“



Ratings sind lediglich eine zusätzliche Meinung

Investoren und Gläubiger haben ein Interesse daran, dass die Bonität ihrer Schuldner von unabhängigen und fachkundigen Dritten untersucht wird. Die Nutzer von Ratings haben sich bisher aber zu sehr allein auf die Bewertungen der Ratingagenturen verlassen.

Die Stimmung vor der Krise war geprägt durch eine zu geringe Risikowahrnehmung im privaten Sektor, kombiniert mit der Annahme einer schier grenzenlosen Liquidität der Finanzmärkte. Dies wurde verstärkt durch die Scheinsicherheit, die oft von vergangenheitsorientierten, rein quantitativen Risikomessverfahren ausgegangen ist.

Aber es war nur eine Scheinsicherheit. Über Jahre haben sich Ratingagenturen eine goldene Nase verdient, ohne die Risiken einer sich verschlechternden Wirtschafts- und Marktlage früh genug zu erkennen. Die Änderung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die sich vor ihren Augen vollzog, haben sie wohl nicht bemerkt, denn sonst hätten sie ihre Triple-A-Ratings nicht so zahlreich verteilt.

Aus ihrer eigenen Sicht verhielten sich viele Investoren durchaus risikobewusst, denn sie haben nur hoch geratete Finanzinstrumente gekauft. Dann mussten sie fassungslos mit ansehen, wie aus Triple-A-Wertpapieren innerhalb kurzer Zeit Ramschpapiere wurden, als die Ratingagenturen erst unter dem Druck der Krise ihre Fehler korrigierten.

Das Problem besteht darin, dass sich Investoren ausschließlich oder mechanistisch auf Ratings von Ratingagenturen verlassen und dabei ihre eigenen Sorgfaltsprüfungen und Risikomanagementpflichten vernachlässigen. So entsteht ein übermäßiges Vertrauen in externe Ratings.

Dies kann bei den Finanzakteuren zu Herdenverhalten führen, indem z. B. ein Schuldtitel nach einer Herabstufung von allen gleichzeitig verkauft wird. Die Folge: Die finanzielle Stabilität wird beeinträchtigt – vor allem dann, wenn die wenigen großen Ratingagenturen bei ihren Bewertungen falsch liegen. Investoren müssen ihren Investitionsentscheidungen daher eine eigene ausreichende Bewertung der Risiken zugrunde legen. Die feste Verankerung von externen Ratings in Regulierungsvorschriften muss zurückgeführt werden. Es muss klar sein, dass die Bonitätseinschätzungen der Ratingagenturen allein nicht als

Entscheidungsgrundlage ausreichen. Ratings sollten lediglich Ausgangspunkt oder Ergänzung eigener, unabhängiger Analysen von Investoren sein, die einer Regulierung unterliegen. Insbesondere größere Institute sollten bei der Berechnung der Kapitalunterlegung für Kreditrisiken verstärkt auf interne Risikobewertungsmodelle zurückgreifen, die von der Aufsicht genehmigt und damit als vertrauenswürdig und zuverlässig eingestuft wurden.

Hier besteht aus meiner Sicht der größte Handlungsbedarf. Hier muss eine bessere Regulierung ansetzen.

Beteiligungsverhältnisse können zu Interessenkonflikten führen

Für den Investor liegt der Wert eines hohen Ratings in dem zuverlässigen Urteil eines unabhängigen und fachkundigen Dritten darüber, dass er ein Finanzinstrument für praktisch risikolos halten darf.

Doch wie steht es mit der Unabhängigkeit dieses Dritten? Damit meine ich nicht die Interessenkonflikte, die sich daraus ergeben, dass die Emittenten der Finanzinstrumente und nicht die Investoren die Gebühren für das Rating bezahlen. Drohende Herabstufungen können so leicht zu Streitigkeiten oder gar einem Verlust der Gebühren führen. Dieser Punkt steht bereits im Zentrum der Diskussion.

Ich möchte vielmehr einen Punkt thematisieren, der bisher noch nicht so stark im Fokus der öffentlichen Debatte gestanden hat: die Beteiligungsverhältnisse bei Ratingagenturen.

Wenn man Presseberichten glauben darf, gibt es eine vertrauliche Studie einer Unternehmensberatung, die sich hiermit auseinandergesetzt hat. Sie kommt angeblich zu dem Ergebnis, dass es auffällige Gemeinsamkeiten in der Eignerstruktur von zwei der drei weltweit größten Ratingagenturen gäbe. Danach würden diese Ratingagenturen von denselben Aktionären kontrolliert. Bei diesen Aktionären würde es sich um rund ein Dutzend großer und global agierender US-Fondsfirmen und Finanzkonzerne handeln.

Unterstellt, die Studie kommt zu den richtigen Ergebnissen, wären durch die gemeinsame Eigentümerstruktur dem Wettbewerb der beiden führenden Ratingagenturen, die 80 Prozent des Marktes unter sich aufteilen, enge Grenzen gesetzt.

Stärkung der Verantwortlichkeit der Ratingagenturen

Die oben genannten beiden aufsichtsrechtlichen Vorgaben sollten durch einheitliche zivilrechtliche Haftungsregelungen flankiert werden. Die Gründe liegen auf der Hand: Kreditgeber müssen bei fehlerhaften eigenen Ratings als aktive Gläubiger mit Kreditausfällen rechnen. Damit haben ihre Ratings einen existenzsichernden, eigenverantwortlichen Status. Ratingagenturen hingegen erstellen Ratings für Schuldner, ohne selbst dem Schuldner Kredite zu gewähren. Im Gegensatz zu den Kreditgebern sind sie damit nicht im Risiko. Das sichert ihnen einerseits einen Teil ihrer Objektivität, vermindert aber andererseits ihre Eigenverantwortung. Ich halte es daher für notwendig, dass Ratingagenturen für die einheitliche und ordnungsgemäße Anwendung

Auf dem Unionskongress wurde darüber diskutiert, wie man externe Ratings von regulatorischen Vorgaben entflechten und einen zivilrechtlichen Haftungsrahmen schaffen kann.



der ihren Ratings zugrunde liegenden Methodik rechenschaftspflichtig sein sollten, insbesondere gegenüber den betroffenen Emittenten von Finanzinstrumenten, Investoren und Kreditnehmern. Daher sollte geprüft werden, ob eine zivilrechtliche Haftung der Ratingagenturen bei grober Fahrlässigkeit oder Vorsatz in den nationalen Rechtsordnungen der EU-Mitgliedstaaten einheitlich und klar verankert werden kann. Die letztendliche Verantwortung für die Investitionsentscheidungen muss aber immer – das hatte ich schon gesagt – bei den Investoren selbst bleiben.

Flosbach appelliert an die Aufsichtsbehörden, den Regulierungsrahmen mit wirksamen Regelungen, aber auch mit Augenmaß auszufüllen.

Effektive Aufsicht und mehr Transparenz

Ohne eine effektive Aufsicht sind die Regelungen nur die Hälfte wert. Hierfür müssen die richtigen Instrumente bereit gestellt wer-



den. Die Aufsicht kann nicht in Konkurrenz zu den Ratingagenturen treten und sich ein eigenes Urteil über die Risiken bilden. Das gilt für ausländische Sachverhalte noch mehr als für inländische. Die Ratingagenturen verfügen – auch im Vergleich zu hoch gerüsteten Investoren – über ein überlegenes Wissen, was zu einem guten Teil auf den Informationsprivilegien beruht, die ihnen die Emittenten der Papiere einräumen.

Ziel muss daher sein, insbesondere die Transparenz von Ratinggrundlagen zu verbessern. Gleichzeitig muss ein besserer Zugriff auf Daten für die Bewertung von Finanzinstrumenten und Schuldnern ermöglicht werden. Das erlaubt gleichzeitig dem Investor, die Qualität von Ratings besser zu vergleichen.

Appell an Regulierungsbehörden und Ratingagenturen

Regulierungsbehörden, Ministerien und internationale Standardsetzer sollten ihre Möglichkeiten ausschöpfen, den Regulierungsrahmen mit wirksamen Regelungen, aber auch mit Augenmaß auszufüllen. Sie sollten nicht nachlassen, nach Möglichkeiten zu suchen, wie der Regulierungsrahmen für Ratingagenturen stetig verbessert werden kann. Dazu gehören insbesondere die Entflechtung externer Ratings von regulatorischen Vorgaben und ein wirksamer zivilrechtlicher Haftungsrahmen.

An die Adresse der Ratingagenturen ist die Aufforderung gerichtet, an einer besseren Regulierung von Ratingagenturen kooperativ und konstruktiv mitzuarbeiten. Sie werden sich einer umfassenden Regulierung nicht entziehen können. Die Qualität der Regulierung hängt auch von ihrem Beitrag ab.

Ratingaktivitäten müssen im Einklang mit den Grundsätzen der Integrität, Transparenz, Rechenschaftspflicht und guter Unternehmensführung durchgeführt werden. Die in der Europäischen Union verwendeten Ratings müssen unabhängig, objektiv und von hoher Qualität sein. Sorgen Sie schnellstmöglich dafür, dass alle Marktteilnehmer der Qualität, Beständigkeit und Integrität der Ratings wieder vertrauen können. Es darf nicht sein, dass Ratingagenturen erst unter dem Druck von Krisen ihre Fehler korrigieren oder ihre Unabhängigkeit aufgrund der Beteiligungsstrukturen in Frage steht.

Verantwortung der Politik

Was mich als Parlamentarier betrifft, ich setze mich für eine bessere Regulierung von Ratingagenturen ein. Die Verantwortung für eine bessere Regulierung von Ratingagenturen liegt letzten Endes bei uns. Wir haben es selbst in der Hand, wie viel Macht wir den Ratingagenturen überlassen wollen. Ich fordere die Europäische Kommission auf, ihre Vorschläge zur Regulierung von Ratingagenturen möglichst schnell vorzulegen. Ich fordere den Rat und das Europäische Parlament auf, das Gesetzgebungsverfahren zügig abzuschließen.

Wenn sich die hier Angesprochenen an das halten, was ich soeben ausgeführt habe, haben sie die volle Unterstützung der CDU/CSU-Bundestagsfraktion. Die Koalitionsfraktionen haben einen Antrag¹⁾ vorbereitet. Mit diesem Antrag fordern sie die Bundesregierung auf, sich in den auf europäischer Ebene anstehenden Verhandlungen für eine bessere Regulierung von Ratingagenturen einzusetzen. Wir werden den Regulierungsprozess weiter aktiv begleiten und mitgestalten.

1) Der Deutsche Bundestag hat den Antrag „Ratingagenturen besser regulieren“ gemeinsam mit dem Antrag zur effektiven Regulierung der Finanzmärkte am 11. November 2011 in der Kernzeit debattiert. Der Antrag (Bundestagsdrucksache 17/7638) ist in dieser Broschüre auf Seite 51 bis 57 dokumentiert.

Überzeugenden globalen Ordnungsrahmen aufstellen

>>> Jochen Sanio

Es könnte zu regulatorischen Irrungen und Wirrungen kommen

Eigentlich sollte ich meinen Beitrag mit den höflichen Worten einleiten, wie sehr ich mich freue, meine Meinung zum spannenden Thema „Regulierung von Ratingagenturen“ darlegen zu dürfen. Allein, mein Enthusiasmus hält sich in Grenzen. Das Sujet quält mich schon viel zu lange – weil es so komplex ist und sich den dringend erforderlichen großen Lösungen hartnäckig widersetzt.

Die jahrelangen Bemühungen um eine wirksame Regulierung der großen Ratingagenturen haben in jüngster Zeit eine, wie ich meine, bedenkliche Entwicklung genommen. Die Situation könnte bald verfahren, ja sehr heikel sein: Es könnte zu regulatorischen Irrungen und Wirrungen kommen, wenn nämlich unterschiedliche nationale oder, wenn ich die Europäische Union nehme, regionale Regelungen für Ratingagenturen weltweit aufeinander treffen.

Ratingagenturen setzen unentbehrliche Wegweiser

Als global agierende Informationsmittler zwischen Schuldern und Gläubigern setzen die Ratingagenturen – wie gesagt: zumeist die drei großen – mit ihren Ratings unentbehrliche Wegweiser, an denen sich die Geldgeber aller Herren Länder bei ihren Anlageentscheidungen orientieren können. Daran sollten die Regulatoren nicht drehen.

Ratingagenturen bahnen und verkürzen die Informationswege und reduzieren vielschichtige Wirtschaftsdaten auf einfache Werturteile. Mit der speziellen Professionalität haben die Ratingagenturen dabei gegenüber den Marktteilnehmern einen entscheidenden Wissensvorsprung; dieser beruht nicht zuletzt auf Informationsprivilegien, die ihnen zumindest die privaten Emittenten einräumen. Wenn Ratingagenturen ihre Aufgabe korrekt erfüllen, leisten sie einen äußerst wichtigen Beitrag



Jochen Sanio
Präsident der Bundesanstalt
für Finanzdienstleistungs-
aufsicht

zur Stabilisierung der Finanzmärkte und erhöhen deren Effizienz. Kein institutioneller oder privater Anleger wäre gut beraten, wenn er bei seinen Anlageentscheidungen die Einschätzungen der Ratingagenturen unbeachtet ließe, und auch wir Aufseher tun gut daran, sie aufmerksam zu verfolgen.

Ratingagenturen sind unverzichtbar – gäbe es sie nicht, müssten sie erfunden werden. Die Herren von den Ratingagenturen wissen: Diesen sehr klaren Satz habe ich sogar direkt nach der Subprime-Krise gesagt, denn ohne Ratingagenturen wäre die Finanzwelt in weiten Teilen orientierungslos. Man wird sich schwer damit tun, einen Ersatz für sie zu finden, wenn man das denn möchte. Das gilt für die Betrachtung der Bonität privater Unternehmen genauso wie für diejenige von Staaten.

Ratingagenturen haben Schäden angerichtet

Wenn ich die Bedeutung der Ratingagenturen so unterstreiche, dann tue ich dies wohl wissend, dass die genannten großen Drei mit ihren skandalösen Ratings für strukturierte Finanzprodukte zu den Hauptverantwortlichen der Subprime-Katastrophe gehören, die sich zur größten Finanzkrise seit Menschengedenken ausweitete und das internationale Finanzsystem fast in den Untergang getrieben hätte. Angesichts der Schäden, die diese Ratingagenturen angerichtet haben, hätte man erwartet, dass sie für ihr Fehlverhalten hart bestraft würden – von den Marktteilnehmern, aber auch von staatlichen Instanzen. Doch abgesehen von ein paar Zivilklagen, die noch über ihnen schweben, ist nichts geschehen.

Mit einer interessanten Ausnahme: Nach mehr als drei Jahren will die US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission) jetzt eine Ratingagentur wegen möglicher Fehlbewertungen bei einem Hypothekenpapier mit dem schönen Namen „Delphinus CDO 2007-1“ näher unter die Lupe nehmen. Das Bemerkenswerte daran ist die Wahl des Zeitpunktes – ein paar Wochen nach dem Downgrading der USA durch eben jene Agentur. Dass die Aktion der SEC für die betroffene Ratingagentur ein existenzbedrohendes Ausmaß annehmen wird, erwarte ich allerdings nicht. Schließlich haben die amerikanischen Ratingagenturen nach dem Subprime-Debakel ihre Geschäftstätigkeit fortsetzen können – von jeder Sanktion

verschont. Es reichte, dass sie ihren festen Willen bekundeten, sich zu bessern. Wie gesagt, man braucht sie. Sie sind nicht von einem Tag auf den anderen zu ersetzen. Subprime war gestern. Heute haben wir es mit einer anderen Krise zu tun.

Ratingagenturen einer umfassenden Regulierung unterwerfen

Die Feststellung, dass Ratingagenturen unverzichtbar sind, kann nicht folgenlos bleiben. Wer wie die großen Ratingagenturen im internationalen Finanzsystem eine – wörtlich genommen – entscheidende und damit zentrale Rolle spielt, der gehört im weiteren Sinne zu den SIFIs, den „Systematically Important Financial Institutions“. Ihrer außerordentlichen Bedeutung entsprechend müssen die Ratingagenturen einer harten Regulierung unterworfen werden, die sicherstellt, dass sie auf Dauer bei ihrem Tun höchsten Qualitätsansprüchen genügen und das Vertrauen der Marktteilnehmer verdienen, die auf ihr Urteil angewiesen sind. Die schlimmsten Sünden der Vergangenheit dürfen sich nicht wiederholen.

Ratings müssen ein Höchstmaß an Verlässlichkeit aufweisen. Gewährleisten können das nur eine umfassende Regulierung und eine harte Aufsicht, die jedes Fehlverhalten konsequent sanktioniert. Die Ratingagenturen selbst verweisen gerne darauf, ihr Geschäftsmodell verlange eine makellose Reputation, weshalb sie schon aus eigenem Interesse alles daran setzten, Qualitätsmängeln beim Rating vorzubeugen.

Diese Behauptung hat immerhin einen wahren Kern: Grundlage des Geschäftsmodells der Ratingagenturen ist nicht die hohe Zufriedenheit auf Seiten derjenigen, die ihre Dienste bezahlen, also der Emittenten. Für die Ratingagenturen kommt es vielmehr entscheidend darauf an, dass die Investoren dem Rating vertrauen, das ihnen zum Nulltarif offeriert wird. Eine seltsame Konstellation, manche nennen sie auch pervers. Doch beim Bond-Rating hat sie über viele Jahrzehnte Ergebnisse hervorgebracht, an denen nicht viel auszusetzen war: Die beschriebene Interessenlage schien Gefälligkeitsratings zugunsten der Emittenten auszuschließen. Es ließ sich damals sogar nachweisen, dass die Ratingagenturen tendenziell eher zu hart als zu weich urteilten. Was könnte ihnen auch einen größeren Reputationsschaden zufügen als die krachende, plötzliche Insolvenz eines Emittenten, an dem noch das Gütesiegel „Investment Grade“ haftete? So geschehen im Skandal-Fall Enron.

Diese – scheinbar – beruhigenden Annahmen haben nach dem Rating-Debakel mit den strukturierten Subprime-Produkten ein für allemal ihre Gültigkeit verloren. In der Subprime-Krise hat sich gezeigt, dass die Ratingagenturen unter bestimmten Umständen nicht gegen die Versuchung gefeit sind, den Emittenten zu Gefallen zu sein. Ratings wurden maßgeschneidert – auf Bestellung von Emittenten, die nachfragegerechte Papiere auf den Markt werfen wollten. Die Reputation der Ratingagenturen fiel ihrer Profitgier zum Opfer. Die Käufer der hochkomplizierten Papiere konnten nicht erkennen, welche unglaublichen Missstände sich da entwickelt hatten. Und sie ahnten auch nicht, dass die Modelle, auf denen die Ratings der Agenturen fußten, in entscheidenden Punkten auf gewagten Annahmen beruhten, die von der späteren Marktentwicklung alsbald falsifiziert wurden.

Neutrale, unabhängige Aufsichtsinstanz mit weitreichenden Überwachungs- und Sanktionsbefugnissen

Nur eine neutrale, unabhängige Aufsichtsinstanz, also eine, die keine eigenen wirtschaftlichen oder anderen sachfremden Interessen verfolgt, könnte die Gewähr dafür bieten, dass die Ratingagenturen nicht noch einmal den Pfad der Tugend verlassen. Dazu müsste sie mit weitreichenden Überwachungs- und Sanktionsbefugnissen ausgestattet sein: Sie müsste laufend die internen Strukturen und Prozesse der Rating-Aktivitäten kontrollieren und mit harten Maßnahmen gegen fehlerhaftes Verhalten der Ratingagenturen vorgehen können.

Würde eine derartige Institution über die Qualität von Ratings wachen, dann könnte man sich eigentlich auch jede Diskussion darüber sparen, ob die Eigenkapitalnormen für Banken zu stark von externen Ratings abhängig sind. Richtig ist, dass heute externe Ratings im Eigenkapital-Standard Basel II eine große, ja überragende Rolle spielen – jedenfalls für einen Großteil der Banken. Deshalb überarbeitet der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht auch gerade die Regeln zur Nutzung dieser Ratings. Dabei sollte man allerdings aufpassen, dass den Banken, die selbst über kein oder nur ein sehr begrenztes Know-how zur Beurteilung der Bonität von Emittenten verfügen (insbesondere von solchen im Ausland), die Nutzung von externen Ratings nicht abgeschnitten wird. Denn was soll dann an

ihre Stelle treten? Auf diese Frage habe ich bislang keine überzeugende Antwort erhalten. Diese Banken sind hinsichtlich wichtiger Informationen auf Zulieferunternehmen angewiesen. Es wäre fatal, wenn sie darauf verzichten müssten; dann würde der nächste Abenteuerspielplatz eröffnet.

Aufsicht für Ratingagenturen vor politischer Einflussnahme schützen

Was die Unabhängigkeit einer Aufsichtsinstanz für Ratingagenturen angeht, so müsste eine Konstruktion gefunden werden, die einen Schutz vor jeder politischen Einflussnahme gewährleistet. Lassen Sie es mich an dieser Stelle deutlich sagen: Downgradings von Staaten müssen – wie jede andere Herabstufung auch – hingenommen werden, sofern die Ratingagenturen sie auf einer sauberen methodischen Grundlage vornehmen und die zugrunde liegenden Bewertungskriterien bekannt machen – so wie das in jüngster Zeit korrekterweise geschehen ist. Die neueste Idee, die Veröffentlichung negativer Staaten-Ratings in

Sanio: „Downgradings von Staaten muss man hinnehmen, sofern sie methodisch sauber und anhand transparenter Kriterien vorgenommen wurden.“



Krisen-Situationen zu unterdrücken, ist offenbar aus der Not der Stunde und einem starken Unbehagen über das Timing der kürzlich erfolgten Abwertungen geboren. Die Idee wird dadurch aber nicht überzeugender. Will man wirklich die Bewertung der Bonität von Staaten gerade dann allein den CDS-Geschäftemachern überlassen, wenn die Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte am größten ist?

Ich halte nichts davon, die Ratingagenturen unreflektiert schlecht zu reden, sie gar zum Prügelknaben für Dinge zu machen, die sie nicht zu verantworten haben. Doch es ist unübersehbar: Die Diskussion über die Regulierung von Ratingagenturen ist seit langem auch von sachfremden, häufig nationalen Interessen geprägt, und daran wird sich wohl so schnell nichts ändern.

Das gilt in besonderem Maße für die Aufsichtsstrukturen, die gerade geschaffen werden. Bis vor kurzem unterlagen die Ratingagenturen keinerlei direkter Regulierung. Seit Ende 2004 gab es zwar weltweit gültige Mindeststandards für Ratingagenturen: die „Code of Conduct Fundamentals“ der IOSCO, der internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden. Doch der IOSCO-Kodex erwies sich in der Subprime-Katastrophe als ein totaler Reinfall, weil er rechtlich nicht verbindlich war und niemand seine Einhaltung hätte durchsetzen können. An diesem entscheidenden Manko änderte sich auch durch die Überarbeitung des Kodex im Jahr 2008 nichts.

Global harmonisierte Aufsichtsregeln wichtig

Mittlerweile haben die Europäische Union, aber auch viele andere bedeutende Finanzplätze wie Japan, Australien und die USA erste regulatorische Schritte unternommen – leider nicht auf der Grundlage global harmonisierter Aufsichtsregeln. Wir haben es hier mit einer Art Ausreißer auf dem Gebiet der internationalen Finanzmarktregulierung zu tun: Es wird nicht, wie sonst üblich, zuerst vom zuständigen Gremium – hier der IOSCO – ein globaler Aufsichtsstandard entwickelt, der dann in das jeweilige nationale Recht (einschließlich EU-Recht) überführt wird; statt dessen haben wir es mit einer Vielzahl unkoordinierter nationaler Alleingänge zu tun.

Die zu ordnen und unter einen Hut zu bringen, dürfte sich als äußerst schwierig erweisen. Die IOSCO entwickelt da herzlich wenig Dynamik.

Zwar hat sich das zuständige „IOSCO Standing Committee 6“ im Oktober darauf geeinigt, Empfehlungen an die Mitglieder zu erarbeiten, wonach globale Aufseher-Kollegien für die drei großen Ratingagenturen eingerichtet werden sollen. Doch derartige „Colleges“ dienen nur dem Informationsaustausch, sie sind keine Instanz, die verbindliche globale Regeln für weltweit tätige Ratingagenturen schaffen, geschweige denn deren Einhaltung überwachen kann.

Globale Regeln sind deshalb so wichtig, weil das Rating im Prinzip ein globales Produkt ist, das sehr schwer nur in einem Teil der Welt kontrolliert werden kann. Internationale Investoren wollen darauf vertrauen können, dass ein Rating eine gute Qualität besitzt, gleich wo es herausgegeben wurde. Deshalb sind auch die Regeln, die Ende 2009 durch die EU-Rating-Verordnung für das Territorium der EU erlassen wurden, nur von begrenzter Bedeutung. Mit ihrem Vorpreschen hat die EU den Bemühungen um globale Standards sicher einen Bärendienst erwiesen. Ich will aber fair sein: Wie die Erfahrungen der vergangenen Jahre gezeigt hatten, waren die maßgeblichen IOSCO-Mitglieder – vor allem ein besonders wichtiges – ohnehin weit von einem Konsens entfernt, solche Standards zu entwickeln.

EU-Rating-Verordnung stellt zum ersten Mal verbindliche Regeln auf

Positiv an der EU-Rating-Verordnung ist zu werten, dass sie zum ersten Mal verbindliche Regeln für Ratingagenturen aufstellt, wobei der Kernpunkt die Registrierung von Ratingagenturen mit Sitz in der EU ist. Hierfür müssen die Agenturen Anforderungen erfüllen, die an den freiwilligen Verhaltenskodex der IOSCO angelehnt sind, teilweise auch darüber hinausgehen. Dabei geht es um die wirklich wichtigen Fragen, insbesondere darum, wie sich Interessenkonflikte vermeiden lassen und wie für eine gute Ratingqualität gesorgt werden kann.

Ab 2012 wird es auf europäischer Ebene auch eine richtige operative Aufsicht über Ratingagenturen geben. Sie ist der ESMA, der European Securities and Markets Authority in Paris, übertragen worden. Bislang ist die ESMA noch mit der Registrierung der Agenturen beschäftigt. Als europäische Aufsichtsbehörde verfügt sie in ihrer „Credit Rating Agency Unit“ zurzeit über elf Mitarbeiter; bis zum Jahresende wird die Zahl auf dreizehn anwachsen. Die Behörde wird damit in der Lage sein, bei den

Ratingagenturen Vor-Ort-Prüfungen durchzuführen, ein unverzichtbares Mittel für jede effektive Aufsicht. Bei der jetzt anstehenden Novelle der EU-Rating-Verordnung werden die Kompetenzen der ESMA mit Sicherheit erweitert. Hervorheben will ich die geplante Verschärfung der Kontrolle der Modelle, die die Ratingagenturen anwenden, auch dies ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung.

Anerkennung von Nicht-EU-Ratings

Die Crux der EU-Rating-Verordnung liegt in der Anerkennung von ausländischen, das heißt Nicht-EU-Ratings, die von Agenturen außerhalb der EU herausgegeben werden. Gehören diese Agenturen zu einer Unternehmensgruppe, die mit ihrem europäischen Bestandteil in der EU registriert ist, dann dürfen sie ab dem Datum der Registrierung nicht mehr innerhalb der EU für regulatorische Zwecke genutzt werden, es sei denn, sie erhalten dafür eine gesonderte Zulassung. Unter diese ein-

Die European Securities and Markets Authority (ESMA) in Paris übernimmt ab 2012 die operative Aufsicht über die Ratingagenturen.



schneidende Beschränkung fallen natürlich auch die Ratings derjenigen Einheiten „der großen Drei“, die sich außerhalb der EU befinden.

Deren Ratings können in der EU nur dann genutzt werden, wenn die Staaten, aus denen sie stammen, bei der ESMA ein sogenanntes Übernahme-Verfahren – „endorsement procedure“ – erfolgreich durchlaufen haben. Die ESMA wird dabei nur dann eine positive Entscheidung fällen, wenn das Aufsichtsregime für Ratingagenturen in dem jeweiligen ausländischen Sitzstaat genauso streng – „as stringent as“ – ist wie das der EU.

Was die USA als Hauptadressaten der Vorschrift anbelangt, so könnte bedauerlicherweise eine negative EU-Entscheidung vorgezeichnet sein, falls die für Ratingagenturen zuständige SEC nicht in den nächsten Monaten überprüfbare Aufsichtsregeln erlässt. Heute strotzt die SEC nicht gerade vor aufsichtlicher Kraft, wenn sie Schwachpunkte feststellt, wie in einem Report¹⁾ vom September dieses Jahres; sie beschränkt sich am Ende auf „Empfehlungen“. Aufsichtliche Eingriffe sind jedenfalls von außen nicht erkennbar. Dazu kann ich auf Englisch eigentlich nur sagen: Not my cup of tea.

Im jetzigen Anwendungsstadium der EU-Verordnung – das ist immerhin ein schwacher Trost, der noch hoffen lässt – gilt eine Übergangsfrist von drei Monaten, bevor ein EU-Verbot wirksam würde; diese Übergangsfrist kann noch einmal um drei Monate verlängert werden. Da die US-amerikanischen Ratingagenturen mit ihren europäischen Einheiten am 31. Oktober registriert worden sind, besteht die Gefahr, dass deren in den USA erstellte Ratings ab Ende April 2012 in der EU nicht mehr genutzt werden dürfen. Ich hoffe sehr, dass dieses schlimme Ergebnis durch rechtzeitige Verhandlungen zwischen allen Beteiligten vermieden werden kann, denn das ist ein Ergebnis, an das ich gar nicht denken möchte.

Alle Banken in der EU könnten dann nämlich diese ausländischen Ratings nicht mehr zur Berechnung der Eigenkapitalunterlegung heranziehen. Sie stünden vor der Wahl, für die entsprechenden Risikoaktiva mehr Kapital vorzuhalten oder sich von ihnen zu trennen. Das ist im

1) 2011 Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organisation, Report of the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission, September 2011.

Übrigen die gleiche Fragestellung, die wir haben, wenn man kleine Banken dazu motivieren will, sich nicht an Ratings zu halten, und sie keine Alternative finden. Würden viele der betroffenen Banken sich dafür entscheiden, diese Risikoaktiva schnell abzustoßen, was zumindest bei Banken mit knapp bemessenen Eigenkapitalien nahe liegt, dann könnten sich daraus erhebliche negative Marktentwicklungen ergeben. Für so etwas verwendet man heute üblicherweise den unschönen Begriff „Kollateralschaden“.

Nationale Aufsichtsegoismen überwinden

Wer wie ich die langjährigen Versuche, Ratingagenturen international zu regulieren, aus der Nähe betrachten durfte, glaubt manchmal, Zeuge verwirrenden Handelns zu sein, bei dem das Ziel verfehlt werden könnte. Doch dieser Schluss wäre voreilig. Im internationalen Regulierungsgeschäft muss man einen langen Atem haben, wenn man neue Weltregeln kreieren und sie anschließend durchzusetzen will. Im Fall der Ratingagenturen ist wahrscheinlich eine Initialzündung durch die Politik vonnöten. Es wäre gut, wenn die G20-Regierungschefs diese sehr wichtige Angelegenheit nicht aus den Augen verlieren und die notwendigen globalen Fortschritte mit klaren Fristsetzungen einfordern würden. Dies scheint mir der beste Weg zu sein, um beharrliche nationale Aufsichtsegoismen zu überwinden und die leider nur sehr zögerlichen Arbeiten der IOSCO endlich in Schwung zu bringen. Ich jedenfalls gebe die Hoffnung nicht auf, dass in einer überschaubaren Zukunft doch noch der große Wurf gelingt, der uns die genannten Probleme vom Hals schaffen würde. Es muss gelingen, einen überzeugenden globalen Ordnungsrahmen für die Tätigkeit der Ratingagenturen aufzustellen – am besten, bevor regulatorische Säumigkeit die nächste Krise auslöst.

Regulierung von Ratingagenturen – europäische Initiativen

>>> Paulina Dejmek

Bessere Regulierung von Ratingagenturen notwendig

Das Thema Ratingagenturen bewegt Berlin und auch Brüssel. Zweifelslos erfüllen Ratingagenturen in den heutigen Finanzmärkten eine wichtige Funktion. Die Europäische Kommission ist sich der Bedeutung dieser Rolle durchaus bewusst. Wenn wir in diesem Bereich regulieren, darf es also keinesfalls zu einer „killing the messenger“-Strategie kommen. Das Fieber ist da, auch ohne Ratingagenturen als Messgerät.

Es ist aber auch kein Geheimnis, dass es in der Vergangenheit – und heute noch – erhebliche Probleme mit Ratings gegeben hat. Diese Probleme hängen zum einen mit der inneren Struktur, Organisation und Arbeitsweise der Agenturen zusammen, zum anderen aber auch bisweilen mit der Qualität der erstellten Ratings.

Die Staats- und Regierungschefs der G20 haben bereits 2008 auf die Notwendigkeit einer besseren Regulierung der Ratingagenturen auf der globalen Ebene hingewiesen. Hintergrund damals waren die Probleme mit amerikanischen „Subprime“-Produkten, die bis zum Sommer 2008, noch ihre Triple-A-Ratings behalten hatten und von Investoren in der ganzen Welt massiv gekauft wurden.

Heute ist die Problemstellung natürlich eine andere. Im Fokus stehen die Ratings von Staaten, nicht von Finanzprodukten. Aber die Probleme sind immer noch dieselben.

Überblick über die bisherigen Regulierungsschritte

Die Kommission hat im Jahr 2008 einen Verordnungsvorschlag über Ratingagenturen vorgelegt, der 2009 von den europäischen Gesetzgebern – dem Ministerrat und dem Parlament – verabschiedet wurde. Mit dieser Regelung war die Europäische Union federführend und unsere globalen Partner haben sich durch dieses Regelwerk inspirieren lassen.



Paulina Dejmek
Mitglied im Kabinett von
Kommissar Michel Barnier,
Generaldirektion Binnenmarkt
und Dienstleistungen der
Europäischen Kommission

Diese erste Verordnung zielte insbesondere darauf ab, ein System der Registrierung und Aufsicht von Ratingagenturen zu schaffen. In vielen EU-Staaten waren Ratingagenturen zu diesem Zeitpunkt keiner wirklichen Aufsicht unterstellt. Darüber hinaus stellte die Verordnung Regeln über den inneren Aufbau der Agenturen auf, um vor allem Interessenkonflikten auf Seiten der Mitarbeiter zu vermeiden.

Im Juni dieses Jahres ist die erste Änderung dieser Verordnung in Kraft getreten. Dies war keine inhaltliche Änderung, vielmehr hatte diese Änderungsverordnung den Zweck, die Ratingagenturen der einheitlichen Aufsicht der inzwischen eingerichteten europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA in Paris zu unterstellen. Dies war ein logischer Schritt, denn Ratings machen nicht Grenzen halt. Sie werden von Investoren überall in Europa genutzt und die Folgen der Ratings sind weltweit zu spüren.

Trotzdem ist die Verordnung über Ratingagenturen natürlich sehr jung. Die Registrierung der größten Agenturen ist erst vor kurzem abgeschlossen worden. Ich bin mir sicher, dass sich viele die Frage stellen, warum die Kommission die Verordnung schon wieder ändern möchte. Dafür gibt es allerdings eine Reihe von sehr wichtigen Gründen.

Abhängigkeit von externen Ratings minimieren

Meines Erachtens ist das Hauptproblem die übermäßige Abhängigkeit („overreliance“) von Ratings. Die Kommission hat bereits erste Maßnahmen dazu bei der Überarbeitung der Bankenrichtlinien im Juli dieses Jahres getroffen. Dennoch ist die Anbindung an das Urteil von Ratingagenturen – festgeschrieben in zahlreichen europäischen und nationalen Rechtsvorschriften – noch zu eng.

Ratings sind nützliche Instrumente, um Investoren und Anleger über den Wert von Anlagen zu informieren. Sie sind, wie wir mehr als einmal gesehen haben, aber keine absoluten Wahrheiten und können deshalb nicht das eigene Urteil von Investoren ersetzen. Das müssen wir für alle Bereiche klarstellen und dementsprechend müssen wir jeden Automatismus in Rechtsvorschriften hinsichtlich des Gebrauchs von externen Ratings für Investmententscheidungen beseitigen. Die Kommission wird davon Gebrauch machen, insofern es sich um die europäische Gesetzgebung handelt. Viele nationale Rechtsvorschriften verweisen aber automatisch auf Ratings. Das gleiche gilt für viele Anleger-Richtlinien. Diese sind zwar nicht juristisch

bindend, werden aber weitgehend von institutionellen Anlegern genutzt. Bei diesem Thema müssen wir also gemeinsam und kollektiv handeln.

Wir sind uns selbstverständlich bewusst, dass vor allem kleinere Investoren sich auch künftig weitgehend auf externe Ratings verlassen werden, weil sie weder das Know-how noch die Ressourcen haben, um die notwendige Beurteilung eines Investments vollständig selbst intern durchzuführen. Wir denken aber, dass wir auch diesen Investoren helfen können, sich bis zu einem gewissen Grad eine eigene Meinung zu bilden. Dazu müssen wir dafür sorgen, dass sie besseren Zugang zu leichtverständlichen Darstellungen der Informationen haben, die den Ratings zugrunde liegen.

Die EU-Kommission hat seit 2008 ein System der Registrierung und Aufsicht von Ratingagenturen geschaffen. Weitere Regulierungsschritte folgen.



Das Europäische Parlament hat diesbezüglich in seinem Bericht vom Juni dieses Jahres folgendes Instrument vorgeschlagen: Die ESMA soll eine zentrale Datenbank verwalten, in der Informationen über bestehende Ratings gebündelt zugänglich gemacht werden. Dies würde Investoren einen "one-stop-shop" bieten und außerdem die Vergleichbarkeit der verschiedenen Ratings aus Sicht des Investors verbessern.

Transparentere und häufigere Länderratings

Die derzeitige Staatsschuldenkrise hat erneut gezeigt, dass die Bewertung der Kreditwürdigkeit von Staaten besonderer Sorgfalt bedarf. Wir fordern daher, dass die Ratingagenturen solche Ratings häufiger als bisher aktualisieren und dass sie mehr Informationen darüber zugänglich machen, wie sie zu ihrer Bewertung gekommen sind. Außerdem brauchen

EU-Binnenmarktkommissar
Michel Barnier hat am
15.11.2011 Vorschläge für
die weitere Regulierung von
Ratingagenturen vorgelegt.



wir Regelungen über den Zeitpunkt der Veröffentlichung solcher Ratings, um unbegründete nervöse Reaktionen der Finanzmärkte nach Möglichkeit zu vermeiden.

Unabhängigkeit der Ratingagenturen zur Vermeidung von Interessenkonflikten

Die aktuelle Rating-Verordnung befasst sich bereits mit Interessenkonflikten bei Mitarbeitern und Leitungsorganen der Ratingagenturen. Sie sagt aber nichts über mögliche Interessenkonflikte der Agentur-Eigentümer aus. Diese sind zum Beispiel da möglich, wo diese Eigentümer auch an den zu bewertenden Unternehmen beteiligt sind. Genauso problematisch ist der Fall, wenn ein zu bewertendes Unternehmen Anteile an der sie bewertenden Ratingagentur hält. Dies ist eines der Probleme, auf das auch die amerikanische Börsenaufsicht SEC in ihrem Bericht von Ende September hingewiesen hat.

Eine lang andauernde Geschäftsbeziehung zwischen der Ratingagentur und dem zu bewertenden Unternehmen ist problematisch. Wir haben zwar nicht vor, das Geschäftsmodell vollständig zu verbieten, bei dem das zu bewertende Unternehmen die Agentur für die Bewertung bezahlt. Denn auch das andere Modell, bei dem der Investor für das Rating zahlt, hat Nachteile. Wir wollen aber eine zu enge Beziehung oder gar Abhängigkeit zwischen Ratingagentur und Unternehmen vermeiden. Deswegen fordern wir, dass ein Unternehmen seine Ratingagentur nach einer angemessenen Frist auswechseln sollte.

Vielfalt im Ratingmarkt

Ein Agenturwechsel ist bei den derzeitigen Verhältnissen im Ratingmarkt schwierig. Es gibt viel zu wenige Marktakteure, weshalb weder Investoren noch Unternehmen eine wirkliche Wahl haben, wenn sie eine Agentur mit einem Rating beauftragen wollen. Es hat zwar in der Vergangenheit eine Reihe von Neugründungen im Ratingmarkt gegeben. Die meisten dieser neuen, kleineren Agenturen wurden aber relativ schnell von einer bestehenden, größeren Agentur aufgekauft. Unsere Maßnahmen zielen deshalb darauf ab, solchen kleineren Agenturen die Existenz und das Wachstum zu ermöglichen. An Instrumenten sehen wir legislative Maßnahmen vor, aber

auch Fördermaßnahmen für Netzwerke kleinerer Agenturen, die diesen Agenturen ein effizienteres Arbeiten ermöglichen würden.

Umfassendere Haftung der Ratingagenturen

Es muss klargestellt werden, dass Ratingagenturen gegenüber Investoren verantwortlich sind, wenn sie ihre Pflichten aus der Verordnung zumindest in grob fahrlässiger Weise verletzt haben. Wie bereits eingangs gesagt, spielen die Ratingagenturen eine wichtige Rolle in den Märkten und für die Investoren. Auch wenn wir versuchen, diese Abhängigkeit zu beschränken, werden Ratings in absehbarer Zukunft immer noch zur Anwendung kommen. Dann ist es aber auch nur recht und billig, dass ein Investor Ersatz seines Schadens verlangen kann, wenn er sich auf ein Rating verlassen hat, das aufgrund eines Verstoßes der Agentur gegen die Verordnung fehlerhaft war.

Nur um jedes Missverständnis auszuschließen: Wir wollen die Agenturen nicht für die Richtigkeit ihrer Bewertung haften lassen. Wir sind uns voll bewusst, dass jedes Rating ein Element der Vorhersage künftiger Entwicklungen einschließt; und niemand soll dafür haftbar gemacht werden, wenn er trotz der Anwendung der notwendigen Sorgfalt diese Entwicklung falsch vorhersagt.

Was wir wollen, ist vielmehr, dass die Ratingagenturen dafür einstehen, wenn sie auf fahrlässige Weise ihre Verpflichtungen verletzen. In einem solchen Fall würde die ESMA natürlich Aufsichtsmaßnahmen ergreifen. Das hilft aber dem Investor nichts, der durch eine solche Verletzung zu Schaden gekommen ist. Deswegen müssen wir einen Schadensersatzanspruch schaffen, auf den sich ein solcher Investor in dieser Situation berufen kann. Ein solcher Anspruch gibt es bereits in vielen Mitgliedstaaten, aber es fehlt an einem gemeinsamen europäischen Ansatz.

Diese oben genannten Punkte sind einige der Überlegungen, die dem Vorschlag der Kommission zugrunde liegen. Ich gehe davon aus, dass die Kommission diesen Vorschlag noch im Laufe dieses Monats verabschieden wird.¹⁾ Der Vorschlag muss dann von den europäischen Gesetzgebern verhandelt werden und wir hoffen, wie stets, auf eine zügige Verabschiedung.

1) Die EU-Kommission hat am 15.11.2011 ihre Vorschläge für die weitere Regulierung von Ratingagenturen vorgelegt. Die Vorschläge wurden dem Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat zur Beratung und Annahme übermittelt. Der Link zu den Dokumenten lautet: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies.

Funktion und Aufgaben von Ratingagenturen

>>> Daniel Kolter

Rolle der Ratingagenturen häufig missverstanden

Ratingagenturen spielen eine spezifische Rolle in den Finanzmärkten. Infolge der Subprime-Krise sind Ratingagenturen ins Rampenlicht geraten und nun erneut infolge der Staatsschuldenkrise. Die Frage, ob unsere Ratings richtig oder falsch sind oder wir mit Spekulanten kooperieren, um Euro-Staaten ins Wanken zu bringen, wird mittlerweile in vielen Familien am Mittagstisch diskutiert. Das Europäische Parlament hat vor kurzem eine Studie veröffentlicht, nach der die Hälfte aller Bürger in Europa wissen, was Ratingagenturen machen, oder zumindest schon einmal von ihnen gehört haben.

Gleichwohl haben wir in den vergangenen Jahren die Erfahrung gemacht, dass die Rolle der Ratingagenturen häufig noch immer missverstanden wird. Deshalb freue ich mich besonders über die Möglichkeit, hier einen Einblick in unsere Arbeit geben zu dürfen.

Während diese Konferenz stattfindet, ist die Europäische Kommission dabei, weitere Regulierungsvorschläge für Ratingagenturen vorzubereiten.¹⁾ Das wird heute sicher ein zentrales Thema der Diskussion sein. Ich finde es trotzdem oder gerade deswegen sehr passend, über die Funktion und Aufgaben von Ratingagenturen zu sprechen, da sie der Ausgangspunkt und die Basis für alle Regulierungsvorschläge sein sollten.

1) Die EU-Kommission hat am 15.11.2011 Vorschläge für die weitere Regulierung von Ratingagenturen vorgelegt. Diese sehen transparentere und häufigere Länderratings vor, streben mehr Vielfalt und strikte Unabhängigkeit der Ratingagenturen zur Vermeidung von Interessenkonflikten an und fordern eine umfassendere Haftung der Ratingagenturen für die erstellten Ratings. Zudem soll der Rückgriff auf externe Ratings verringert werden. Finanzinstitute, Fondsmanager und Anleger müssen mit der gebotenen Sorgfalt eigene Prüfungen durchführen. Die Vorschläge wurden dem Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat zur Beratung und Annahme übermittelt. Der Link zu den Dokumenten lautet: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies.



Daniel Kolter
Geschäftsführer
Moody's Deutschland

Ratings sind Leitplanken im globalen Finanzsystem

Ratings sind über die Zeit zur einheitlichen Sprache der Finanzmärkte geworden. Sie bilden Leitplanken im globalen Finanzsystem, da sie für alle Marktteilnehmer öffentlich zugänglich sind und eine Vergleichbarkeit von Kreditrisiken ermöglichen. Diese wiederum führt zu einer höheren Transparenz im Markt. Kurz: Ratings helfen Investoren, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen und erleichtern Emittenten den Marktzugang.

Aus unserer Sicht besteht unsere Aufgabe darin, die Kreditmärkte zu beobachten und sie aus unabhängiger Sicht zu kommentieren. Wir geben unsere Einschätzung in Bezug auf zukünftige Entwicklungen der Kreditwürdigkeit von Staaten, Finanzinstrumenten und Unternehmen. Eine solche Einschätzung ist naturgemäß subjektiv. Wir glauben aber, dass wir über ein tiefgreifendes Verständnis der Finanz- und Kapitalmärkte verfügen, und wir setzen alles daran, mit den besten Finanz- und Kreditanalysten zu arbeiten. Aber wir können nicht garantieren, dass sich die Dinge so entwickeln, wie wir es erwarten und wir sind erst recht keine Versicherung, die im Schadensfall greift.

Fundierte Einschätzungen zu Kreditrisiken

Wir beschäftigen uns nur mit dem Kreditrisiko. Wir geben keine Einschätzungen zu Liquidität oder Renditen ab oder zu anderen Risiken, die mit verschiedenen Instrumenten verbunden sind. Wir sind keine Rechnungsprüfer. Wir beraten auch nicht, strukturieren nicht und geben keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen. Vielleicht scheint das wenig zu sein. Aber das ist unsere Rolle, so wie wir sie sehen – und immer gesehen haben. Was heißt das nun konkret? Und warum meinen wir, dass unsere Analysen und Einschätzungen von Nutzen für die Finanzmärkte sind?

Wir geben fundierte Einschätzungen zu Kreditrisiken ab, und wir erstellen eine relative Rangfolge von Bonitätsrisiken. Wir vergleichen das Kreditrisiko verschiedener Emittenten, zwischen verschiedenen geographischen Regionen und zwischen verschiedenen Finanzinstrumenten. Ein Aaa-Rating heißt, dass wir das Ausfallrisiko von Deutschland zum Beispiel als äußerst gering einschätzen. Das Land Berlin raten wir als Aa1 und damit eine Stufe niedriger. Das heißt, wir halten einen Ausfall immer noch für sehr unwahrscheinlich, aber im Vergleich mit der Bundesrepublik ist die Gefahr doch

etwas höher. Unser Rating für Irland liegt bei Ba1. Im Markt gilt ein Rating in dieser Kategorie als „non-investment-grade“. Aber das heißt nicht, dass wir Investoren davon abraten, in irische Staatsanleihen zu investieren. Aber es heißt, dass aus unserer Sicht ein Investor in irische Staatsanleihen ein höheres Risiko hat, als wenn er deutsche Staatsanleihen kauft.

Gründliche quantitative und qualitative Analysen

Unsere Einschätzungen sind Einschätzungen mit Blick auf die Zukunft. Wir können leider nicht hellsehen, schauen weder in die Kristallkugel noch entscheiden unsere Analysten beim Feierabendbier über Rating-Herabstufungen – so wie manchmal in Karikaturen dargestellt. Umgekehrt gibt es auch eine öffentliche Wahrnehmung, nach der wir komplizierte mathematische Modelle entwickeln. Am einen Ende füttern wir die Modelle

Aus Kolters Sicht besteht die Aufgabe von Ratingagenturen darin, die Kreditmärkte zu beobachten und sie aus unabhängiger Sicht zu kommentieren.



mit ein paar Zahlen, und am anderen Ende kommt ein Rating heraus. Auch das ist nicht der Fall.

Wir nehmen gründliche Analysen von Emittenten und einzelnen Finanzinstrumenten vor. Das ist weder ein zufälliger Prozess noch ein automatischer. Wir sammeln wichtige Informationen quantitativer Art und werten diese aus. Wir wissen, was ein Emittent – also ein Staat oder ein Unternehmen – einnimmt und wie seine Ausgabenseite aussieht. Aber vieles in unserer Analyse ist qualitativ. Bei der Analyse von Unternehmen ist es zum Beispiel entscheidend, den Markt zu verstehen, in dem das Unternehmen tätig ist, und die Position des Unternehmens innerhalb dieses Marktes. Darüber hinaus fragen wir, wie sich der Markt in Zukunft entwickelt, wo Innovationen entstehen und wie sich diese Entwicklungen auf das Unternehmen auswirken – auch im Vergleich zum Wettbewerb. Hierzu reden wir mit dem Unternehmensmanagement und anderen wichtigen Akteuren. Das sind keine Einschätzungen, die man

Die Analysten nehmen nach eigenem Verständnis gründliche quantitative und qualitative Analysen vor. Über Ratings wird anhand definierter Methoden entschieden.



einfach in Zahlen fassen kann. Der qualitative Teil ist vermutlich der wichtigste Teil unserer Analyse. Den Cash-Flow kann man bei börsennotierten Unternehmen schnell nachschlagen – qualitative Analysen sind aufwendiger und setzen ein tieferes Verständnis der Märkte voraus. Wir investieren in Analysten, von denen wir glauben, dass sie die Märkte, die sie analysieren, besonders gut verstehen. Einige unsere Analysten nehmen auch eine Generalisten-Rolle ein. Sie sind dafür verantwortlich, dass unsere Ratings über verschiedene Märkte und Branchen hinweg kohärent sind.

Ratingkomitees entscheiden nach Analyse und Diskussion

Ratings sind das Resultat von Diskussionen zwischen unseren Analysten. Über alle Ratings wird in Komitees entschieden. In ihrer Analyse und Diskussion orientieren sich die Analysten an klar definierten Methoden, die im Übrigen öffentlich sind. Die Methoden geben einen Leitfaden dafür, welche Kriterien maßgebend für ein Rating sind. Aber auch im Rahmen dieser Methoden gibt es Diskussionsbedarf: Wie gut ist das Management eines Unternehmens, wie innovativ ist das Unternehmen, wächst es, erschließt es neue Märkte – und wie steht es in all diesen Punkten im Vergleich zu seinen Wettbewerbern da?

Um den Prozess etwas deutlicher zu machen: Es ist die Aufgabe des sogenannten leitenden Analysten, die Informationen über einen Emittenten zusammenzutragen und aufzuarbeiten, die für ein Rating nötig sind. Der leitende Analyst gibt auf dieser Grundlage eine Empfehlung für ein Rating. Im Ratingkomitee sitzen mehrere Analysten, die sich gut mit der Branche auskennen, eventuell auch aus anderen geographischen Regionen. Bei besonders bedeutenden Ratings ist das Komitee größer, und es werden zusätzlich weitere erfahrene Analysten eingeladen. Und dann diskutiert das Komitee nicht nur das Rating, sondern auch einzelne Elemente des Ratings. Ganz am Ende wird über das Rating abgestimmt: Zuerst geben die jüngeren Analysten ihre Stimme ab, damit sie nicht von den Kollegen mit mehr Erfahrung beeinflusst werden. Um nicht missverstanden zu werden: Jede Stimme zählt gleich viel. Das Ergebnis dieser letzten Abstimmung des Ratingkomitees bestimmt das Rating, aber eben erst nach einem langen Analyse- und Diskussionsprozess.

Mehrwert: Öffentlichkeit, Spezialisierung und Vergleichbarkeit

Wir sind nicht die einzigen, die Einschätzungen von Kreditrisiko vornehmen: Denken Sie zum Beispiel an eine Bank, die Kredite vergibt. Sie wird ähnliche Prozesse haben, je nach Höhe des Kredits natürlich. Aber die Einschätzungen der Bank sind nicht öffentlich. Unsere Ratings und die zugrunde liegenden liegenden Analysen sind frei zugänglich und somit geeignet, zur öffentlichen Diskussion beizutragen.

Wir sehen unseren Mehrwert unter anderem in unserer Spezialisierung. Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht ist das eine Frage von Skalenerträgen, den sogenannten economies of scale. Unsere Größe erlaubt es uns, mehr Ressourcen auf einen einzelnen Emittenten oder ein Instrument zu verwenden als ein einzelner Investor, der die Analyse nur für sich vornimmt. Das betrifft auch den Entscheidungsprozess: Bei uns sind immer eine Reihe von Analysten an der Kreditbewertung eines einzelnen Emittenten oder Finanzinstruments beteiligt.

Die Vergleichbarkeit ist auch eine Frage der „economies of scale“: Dadurch, dass wir eine Vielzahl von Emittenten und Instrumenten bewerten, geben wir Investoren einen größeren Marktüberblick. Wir sehen zum Beispiel großes Interesse aus Asien an unseren Bewertungen der europäischen Märkte.

Moody's ist nicht der einzige Ratinganbieter, der unabhängige Krediteinschätzungen abgibt und diese öffentlich macht. Die neue Aufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) hat – nach meinem aktuellen Kenntnisstand – bisher fünfzehn Ratingagenturen registriert. Aber wir stehen auch im Wettbewerb mit den Bloombergs und Reuters dieser Welt. Zumindest sind das die Informationsquellen, die der Manager eines Pensions- oder Investmentfonds nutzt. Ein professioneller Fondsmanager hat regelmäßig selbst ein gutes Marktverständnis, er prüft aber auch, was andere Marktbeobachter zu sagen haben. Das schließt auch unsere Ratings und die zugehörigen ausführlicheren Kommentare ein. Allerdings darf das nicht die einzige Informationsquelle sein, und ich glaube auch nicht, dass sie das im Allgemeinen ist.

Lehre aus der Finanzkrise: Regulierung von Ratingagenturen

Wir leben davon, gut durchdachte und akkurate Einschätzungen abzugeben. Wir überprüfen auch ständig, ob das der Fall ist und ob die Rangordnung, die wir festlegen, im Rückblick den tatsächlichen Ausfällen entspricht. Auch diese Studien veröffentlichen wir. Und die Treffgenauigkeit unserer Ratings ist hoch. Leider mit der Ausnahme der US-„Subprime“-Hypotheiken. Es gab ganz bedeutende Probleme in diesem Markt, die wir nicht gesehen haben. Andere haben sie auch nicht gesehen, was keine Entschuldigung ist. Aber wir haben da unseren eigenen Ansprüchen nicht genügt.

Eines von vielen Resultaten der Finanzkrise ist die Regulierung der Ratingagenturen. Im Laufe der Regulierungsdiskussion in den letzten Jahren haben wir immer mal wieder den Eindruck, dass es Bestrebungen gibt, unsere Rolle auszuweiten und uns zusätzliche Verantwortlichkeiten

Mit ihren Fehlbewertungen haben die Ratingagenturen die Finanzkrise mit ausgelöst. Kolter: „Wir haben da unseren eigenen Ansprüchen nicht genügt.“



zu geben. Die Finanzmärkte haben sich über die Jahre hinweg entwickelt und im Markt gibt es viele verschiedene Rollen, die von verschiedenen Teilnehmern wahrgenommen werden. Wir wollen gerne dem Sprichwort folgen und wie der Schuster bei unseren Leisten bleiben.

Problematisch ist allerdings die Verankerung von Ratings in den aufsichtsrechtlichen Regularien. Ratings sind nicht dazu gemacht, mechanisch verwendet zu werden. Es ist inzwischen regulatorischer Konsens, dass die Anreize für Marktteilnehmer, sich zu sehr auf Ratings zu verlassen, abgebaut werden müssen, und das ist ein Prozess, den wir sehr unterstützen. Tatsächlich hat Moody's seit 1995 öffentlich und in aller Deutlichkeit vor der regulatorischen Nutzung von Ratings gewarnt.

Meinungsvielfalt im Markt und Anreize für gründliche Risikoanalysen schaffen

Regulatorisches Ziel sollte es sein, die Meinungsvielfalt im Markt zu unterstützen und Anreize für gründliche Risikoanalysen zu schaffen, sowohl für Investoren als auch für andere Marktteilnehmer und -beobachter. In den vergangenen Wochen gab es jedoch Presseberichte über mögliche Vorschläge der Europäischen Kommission, die unseres Erachtens nicht zielführend wären. Diese Berichte schließen ein zwingendes Rotationsprinzip für Ratings ein, ebenso wie ein Mandat für die europäische Aufsicht ESMA, Ratingmethoden vor ihrer Nutzung zu genehmigen.

Diese Erwägungen scheinen auf der Annahme zu beruhen, dass es ein „korrektes“ Rating gibt, das von der ESMA kontrolliert wird und zwischen den Ratingagenturen hin- und hergereicht werden kann. Das ist unserer Auffassung nach ein ganz grundlegendes Missverständnis der Rolle von Ratings und steht in fundamentalem Widerspruch zur Förderung von größerer Meinungsvielfalt. Und eine erzwungene Rotation trägt auch nicht zu einer höheren Qualität der Ratings bei.

Die Europäische Kommission scheint auch zu erwägen, Staatenratings unter bestimmten Bedingungen zu untersagen oder auszusetzen. Das finden wir sehr bedenklich. Die Diskussion zu Regulierung der Ratingagenturen wird weiter gehen. Wir werden uns gerne daran beteiligen.

Qualitätssteigerung durch Belegung des Wettbewerbs

>>> Dr. Thomas Schäfer

Rolle der Ratingagenturen in der Subprime-Krise

Um die Rolle der Ratingagenturen im weltweiten Finanz- und Wirtschaftssystem und die daraus resultierende Kritik zu verdeutlichen, lohnt es sich, zunächst einen Blick auf die zurückliegenden Monate zu richten. Wichtigstes auslösendes Moment für die 2008 begonnene globale Finanzkrise war die sich seit 2007 zuspitzende Krise am US-Hypothekenmarkt. Die übermäßige Vergabe sogenannter „Subprime-Kredite“ an bonitätsschwache Schuldner konnte über strukturierte Anlageformen günstig refinanziert werden, wovon in exzessiver Weise Gebrauch gemacht wurde.

Obwohl bereits lange Zeit vorher eine deutliche Zunahme der Ausfälle am US-Hypothekenmarkt zu verzeichnen war, kam es erst ab Frühjahr 2007 in massiver Weise zu Herabstufungen. Hierbei wurden teilweise eklatante Fehleinschätzungen offenbar. So wurden bei einzelnen besonders komplex strukturierten Produkten bis zu 75 Prozent der ehemals „AAA“ gerateten Tranchen in den sogenannten „spekulativen“ Bereich der Ratingskala herabgestuft.

Diese kurzfristigen Herabstufungen unterhalb des „Investment-Grade-Bereichs“ führten zu panikartigen Verkäufen durch Banken und Investoren mit entsprechenden Wertverlusten. Die daraus resultierende Neubewertung von Bankenportfolios und die entsprechende Herabstufung von Banken hatten schließlich die „Austrocknung“ des Interbankenmarktes und die Liquiditätskrise der Banken zur Folge.

An dieser Stelle wird exemplarisch deutlich, welchen Einfluss das Urteil der Ratingagenturen auf die Finanzmärkte hat. Dieser Einfluss muss nun grundlegend in Frage gestellt werden.



Dr. Thomas Schäfer
Hessischer Minister
der Finanzen

Interessenkonflikte und Vergütungssystem problematisch

Von Seiten der Ratingagenturen wird darauf verwiesen, dass die Ursachen für die Fehleinschätzungen außerhalb der eingesetzten Methoden zu suchen seien, wohingegen in der öffentlichen Diskussion Interessenkonflikte als wesentliche Ursachen der Fehleinschätzungen angeführt werden. Diese ergeben sich zum einen aus der Bezahlung durch die Produkthanbieter, zum anderen aus der Rolle der Ratingagenturen als „Berater“ im Bereich strukturierter Produkte.

Aus dem derzeit vorherrschenden Vergütungssystem könnte zudem die Gefahr erwachsen, dass das Interesse der Agenturen an „Folgegeschäften“ gegenüber der Sorge um ihre Reputation überwiegt und günstigere Ratings erstellt werden, als es die objektiven

Schäfer fordert mehr Wettbewerb, um die Qualität der Ratings zu verbessern. Eine europäische Ratingagentur würde den Finanzplatz Frankfurt stärken.



Gegebenheiten rechtfertigen. Umgekehrt können Emittenten ihre Ratingagentur nach dem von ihr zu erwartenden Rating auswählen.

Erste Regulierung der Ratingagenturen 2009

Als Folge der besonderen Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise wurde auf europäischer Ebene mit einer am 7. Dezember 2009 in Kraft getretenen Verordnung erstmals eine nennenswerte Regulierung dieses Bereichs in die Wege geleitet. Schwerpunkte dieser Verordnung sind die Schaffung eines Registrierungs- und Aufsichtsrahmens, die Implementierung von Transparenzpflichten sowie der Aufbau interner Kontrollmechanismen zur Vermeidung von Interessenkonflikten.

Entsprechend einer 2011 erlassenen Änderungsverordnung wurde zudem die Zuständigkeit für die Registrierung sowie die wesentlichen aufsichtsrechtlichen Aufgaben von den bisher zuständigen nationalen Behörden auf die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) übertragen. Bei den materiellen Regelungen wurden die Emittenten strukturierter Produkte weiterhin verpflichtet, die für das Rating von strukturierten Produkten verwendeten Daten zu veröffentlichen.

Weitere Regulierung notwendig

Die derzeit in der Diskussion befindlichen Vorschläge zur Ergänzung dieser Regelungen gehen weiterhin in die richtige Richtung. In einer dazu durchgeführten Konsultation wurden vor allem die Reduzierung der Abhängigkeit von Ratings – insbesondere im Aufsichtsrecht –, die Verbesserung der Qualität von Staatenratings, die Implementierung alternativer Vergütungssysteme sowie die Belebung des Wettbewerbs und die Schaffung eines zivilrechtlichen Haftungsrahmens gefordert.

Insbesondere die Verbesserung der Qualität der Ratings sowie das „Timing“ der Veröffentlichungen rücken dabei im Zuge der aktuellen Staatsschuldenkrise in den Fokus. In einer beinahe vollständig vernetzten Welt, in der Informationen innerhalb weniger Sekunden um den Erdball laufen, wirkt sich bereits die Diskussion um eine mögliche Herabstufung eines Länderratings innerhalb kürzester Zeit auf die derzeit besonders fragilen Finanzmärkte aus. Besonders deutlich wurde die bestehende Machtposition der drei den Markt dominierenden

US-Unternehmen nach der Anfang Juli 2011 erfolgten Herabstufung Portugals durch die Agentur Moody's. Diese war erfolgt, obwohl sich Portugal im Gegenzug zu dem von EU und IWF geschnürten Hilfspaket zu einem umfangreichen Reformprogramm verpflichtet hat und eine erste Überprüfung durch die Kommission erst für August 2011 vorgesehen war.

Mehr Wettbewerb durch unabhängige europäische Ratingstiftung

Den Schlüssel zu einer Verbesserung der Qualität der Ratings sehen viele Experten in einer Verstärkung des Wettbewerbs und bringen an dieser Stelle bereits seit vielen Monaten die Gründung einer europäischen Ratingagentur ins Spiel.

Die Bundesregierung hat sich hierzu bereits positiv geäußert und auch die Hessische Landesregierung unterstützt entsprechende Initiativen. Die aktuell bedeutendste Initiative in diesem Bereich stellt das von der Unternehmensberatung Roland Berger Strategy Consultants (RBSC) vorangetriebene Projekt einer „Non-Profit-Unternehmensstiftung“ dar, die den Beginn ihrer Geschäftstätigkeit für Anfang 2012 plant. Das Europäische Parlament hat sich bereits in einer EntschlieÙung vom 8. Juni 2011 für eine derartige Rechtsform ausgesprochen und fordert die Kommission auf, die Implementierung einer völlig unabhängigen europäischen Ratingstiftung, die über Sachverstand in allen drei Bereichen des Ratings verfügt, aktiv zu begleiten. Das Parlament ist der Ansicht, dass die Management-, Personal- und Verwaltungsstruktur der neuen europäischen Ratingstiftung vollkommen unabhängig und autonom sein muss und beispielsweise gegenüber den Mitgliedstaaten, der Kommission und allen anderen öffentlichen Einrichtungen, der Finanzindustrie und anderen Ratingagenturen keinerlei Weisungen unterliegen sollte, um ihre Glaubwürdigkeit sicherzustellen.

Vor diesem Hintergrund geht es nun darum, die Stiftung auf ein breites Fundament zu stellen, um nach dem Markteintritt schnell als wichtiger Wettbewerber wahrgenommen zu werden und die selbstgesteckten Qualitätsziele zu erreichen. Die Hessische Landesregierung hat dabei vor allem die Stärkung des Standortes Frankfurt – durch eine Ansiedlung der europäischen Ratingagentur am Finanzplatz in Frankfurt – im Blick und wird die weitere Diskussion sehr aufmerksam verfolgen.

Diskussion

>>> mit **Torsten Hinrichs, Jens Schmidt-Bürgel, Frank Westhoff, Prof. Dr. Helmut Siekmann, Jochen Sanio, Paulina Dejmek und Klaus-Peter Flosbach**

Interne Ratings überwiegen im genossenschaftlichen Sektor

Frank Westhoff, Mitglied des Vorstandes der DZ-Bank AG, legte dar, inwieweit sich seine Bank auf Ratings verlasse und in welchem Umfang eigene Risikobewertungen vorgenommen würden. Westhoff erläuterte, das Rating sei nur ein Teil der Kreditentscheidung seiner Bank. Das Rating solle aufzeigen, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Kunde zeitgerecht seinen Kredit zurückführen könne. Der zweite wesentliche Faktor seien die internen Ratings, auf die seine Bank im Wesentlichen vertraue. Diese Ratings müssten genehmigt werden und unterlägen einer regulatorischen Aufsicht, und zwar regelmäßig. Manchmal kämen zehn Kollegen der Bundesbank oder der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Prüfung eines einzelnen Ratingsegments ins Haus. Sie prüften die Methodik, die Prozesse und überprüften, ob die Ratings regelmäßig aktualisiert würden. Westhoff betonte, dass mittlere und große Banken im genossenschaftlichen Sektor überwiegend interne Ratings benutzten. Sie seien das „führende System“, was aber nicht bedeute, dass externe Ratings unwichtig wären. Sie seien der Vergleichsmaßstab: „Man kann irren, und da kann eine zweite Meinung im Zweifelsfall nicht schaden. Und dafür nutzen wir im Wesentlichen externe Ratings“, sagte Westhoff.

Neue Ratingagentur löst Marktproblem nicht

Professor Helmut Siekmann vom House of Finance der Goethe-Universität Frankfurt äußerte sich zu den seit 1991 andauernden Bemühungen, eine europäische Ratingagentur zu gründen und meinte, sie seien vorerst gescheitert. Alle Anläufe seien vor allem an Finanzierungsfragen gescheitert. Siekmann wies darauf hin, dass auch Japan an einer Ratingagentur arbeite,

aber große Probleme habe, an der bestehenden Marktstruktur etwas zu ändern. Genauso sei das in China. Diese üblicherweise als Oligopol bezeichnete Marktstruktur sei im Grunde ein natürliches Monopol, gab Siekmann zu bedenken. In diesem Monopol werde zu sinkenden Durchschnittskosten produziert. Überleben würde letztendlich nur derjenige, der die geringsten Produktionskosten habe. Dass es im Grunde nur zwei die Märkte beherrschende Ratingagenturen gebe, liege vermutlich allein an den großen Investorengruppen, deren Statuten zwei Investmentgrade-Ratings vorsähen. Das führe auf Seiten der Agenturen zu enger Kooperation, wodurch Wettbewerb ausgeschlossen werde. Siekmann bezweifelte, dass Wettbewerb tatsächlich zielführend sein werde: „Es ist zu befürchten, dass mehr Wettbewerb zum ‚race to the bottom‘ führen wird“. Es habe in der Vergangenheit Indizien

Professor Siekmann von der Goethe-Universität Frankfurt befürchtete, dass mehr Wettbewerb zum „race to the bottom“ führen wird.



gegeben, dass der Versuch eines Wettbewerbers, Marktanteile eines anderen zu bekommen, über eine Herabsetzung der Qualität gegangen sei: „Es wurden unter geringeren Anforderungen Spitzennoten erteilt“, so Siekmann. Eine zusätzliche Ratingagentur würde das Marktproblem also nicht lösen.

Stiftung als Lösung?

Möglicherweise wäre eine Stiftung der richtige Weg, führte Siekmann aus. Es brauche dabei aber ein Stiftungskapital, aus dessen Erträgen die Tätigkeit finanziert wird. Damit sei die Unabhängigkeit der Marktteilnehmer gegeben, auch gegenüber dem Staat.

Paulina Dejmek von der EU-Kommission widersprach Siekmanns Befürchtung, ein weiterer Marktteilnehmer würde zu einem „race to the bottom“ führen. Das sei durch Regulierung und effektive Aufsicht zu verhindern.

Klaus-Peter Flosbach betonte, eine Beschränkung auf den europäischen Markt werde nicht zum Ziel führen, weil Ratings weltweit ausgereicht werden könnten, weshalb es eine weltweite Aufsicht brauche.

Markteintrittsbarrieren für neue Ratingagentur zu hoch

Jens Schmidt-Bürgel, Geschäftsführer von Fitch Ratings Deutschland, begann sein Statement mit dem Bekenntnis, dass er beim Wort „Wettbewerb“ immer gleich schmunzeln müsse, denn es gebe gar keinen Wettbewerb. Die beiden Großen, also Standard&Poor’s und Moody’s dominierten nach wie vor das Geschäft. Das sei ein festgefahrenes System. Was nun eine neue Ratingagentur betreffe, seien die Markteintrittsbarrieren so hoch, dass es kaum eine Chance gebe, zu einem global bedeutenden Wettbewerber zu werden. Schließlich werde der Wert einer Ratingagentur über die Zahl seiner Kunden und Ratings definiert. Eine neue Agentur finge aber bei null an, hätte selber keine Kreditwürdigkeit. „Man muss sich klar sein, dass eine substantielle Neugründung – das hört die Aufsicht nicht gerne – nur mit ‚unsolicited ratings‘, also mit unerbetenen, nicht bestellten Ratings funktionieren kann, wenn kein Großkonzern bereit sein sollte, einer vierten Agentur die Tür aufzumachen und ihr Zugang zu vertraulichen Informationen zu geben“, gab Schmidt-Bürgel zu Bedenken. Unternehmen ließen sich nur von Agenturen bewerten, von denen sie sich einen Zusatznutzen erwarten. Das heißt, dass ein weiteres Rating für die

Unternehmen zu einer Verringerung ihrer Refinanzierungskosten führen müsse. Kein Unternehmen werde sich raten lassen nur aus gesellschaftspolitischen Überlegungen heraus, meinte Schmidt-Bürgel.

Globale Regulierung notwendig

Die Deutschland-Geschäftsführer von Fitch und Standard&Poors Schmidt-Bürgel und Hinrichs kritisieren die sich teilweise konkurrierenden Regulierungssysteme.

Torsten Hinrichs, Geschäftsführer von Standard&Poor's Deutschland, ergänzte, S&P werde nicht nur in Europa reguliert, sondern auch in anderen Ländern nach unterschiedlichen Regeln. Dagegen hätten die Ratingagenturen den Anspruch, einen global einheitlichen Maßstab für Bonität herzustellen. Das gelinge nur, weil global mit einheitlichen Maßstäben, mit einheitlichen Prozessen und mit einheitlichen Kriterien gearbeitet werde.



„Andernfalls wären unsere Ratings nicht mehr vergleichbar und hätten keinen Nutzen am Markt“, bemerkte Hinrichs. Diesem Anspruch stünden auf der Regulierungsseite eine Vielzahl und Vielfalt von teilweise konkurrierenden Regulierungssystemen gegenüber. Aus diesem Grund unterstütze er auch Jochen Sanios Forderung nach globaler Regulierung. Mit ihr würde den Agenturen und Investoren ein großer Gefallen getan.

„Wenn man immer nur wartet, bis alles global gelöst ist, passiert überhaupt nichts“

Paulina Dejmek verteidigte das Vorpreschen Europas bei der Regulierung. Wenn man immer nur warte, bis alles global gelöst sei, werde überhaupt nichts passieren, betonte sie. Immerhin gehe es um die Finanzstabilität Europas. Es sei sehr wichtig, dass die Europäer die Verantwortung für die europäischen Märkte übernähmen. Dejmek zeigte sich optimistisch, dass die vergleichsweise strengen europäischen Regulierungsbestimmungen sich international durchsetzen.

Der Hessische Finanzminister Thomas Schäfer nahm Dejmek's Anregung einer Rating-Rotation auf, indem er sagte, dass eine europäische Ratingagentur sich in einem System erzwungener Ratingwechsel leichter etablieren könne als im jetzigen Zustand.

Timing von Ratings

Das Timing von schlechten Ratings, vor allem bei Staaten, die gerade einen harten Konsolidierungsprozess begonnen hatten, wurde in der Vergangenheit immer wieder kritisiert. Dazu sagte Schmidt-Bürgel, dass eine noch vor Monaten akzeptierte Staatsverschuldung von den Märkten auf einmal nicht mehr akzeptiert würde. Die Folge: Staaten könnten auf einmal Schwierigkeiten bekommen, sich auf den Märkten zu refinanzieren. Die Ratings müssten auf solche Marktbewegungen reagieren, sie könnten nicht nur alleine auf die Schuldenquote eines Landes schauen. Das Timing sehe für Außenstehende tatsächlich manchmal schlecht aus, weil etwa gerade europäische Gipfelbeschlüsse zur Rettung einzelner Staaten gefällt würden. Dennoch würde eine Herabstufung eines Landes immer genau abgewogen, auch mit dem Wissen, dass sie den ohnehin kritischen Marktzugang weiter erschwerte.

Unabhängige Analysten sind die Krisentreiber

Jochen Sanio meinte dazu, das Timing sei letztlich nicht entscheidend, sondern die Frage, ob eine Abstufung vertretbar ist oder nicht. Außerdem könne man Agenturen kein bestimmtes Timing vorschreiben. Was die wirklichen Krisentreiber betreffe, müsse man sich aber einmal bewusst machen, welch unglaubliche Macht in den letzten Jahren unabhängige Analysten außerhalb der Ratingagenturen, sogenannte Star-Analysten, bekommen hätten. „Solche Analysten sind in der Lage, ein Unternehmen ins Grab zu analysieren“, sagte Sanio.

Veröffentlichung von Ratings unabhängig von ökonomischen oder politischen Einflüssen

Torsten Hinrichs betonte, dass die Veröffentlichung von Ratings bei S&P unabhängig von ökonomischen oder politischen Einflüssen getroffen werde. S&P wolle nicht steuernd in Marktprozesse eingreifen, weshalb es sich genau an die EU-Vorschrift halte, und zwölf Stunden nach Benachrichtigung des Emittenten einer Anleihe das Ergebnis veröffentliche. Im Übrigen müsse etwa das Verkünden von Sparmaßnahmen in einem Land nicht unbedingt zu einer Verbesserung der Bewertung führen; auch das Gegenteil sei möglich – etwa, wenn solche Maßnahmen zu einer starken Schwächung des Wachstums und der wirtschaftlichen Entwicklung im Land führe.

Rolle der Ratingagenturen – Bilanz und Ausblick

>>> Eduard Oswald

Effiziente Regulierung und Aufsicht unverzichtbar

Ratingagenturen haben wesentlich zur Verschärfung der Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen. Sie haben die sich verschlechternde Wirtschafts- und Marktlage nicht früh genug erkannt und in ihren Ratings nicht berücksichtigt. Das gilt vor allem für den Bereich komplexer Verbriefungsprodukte. Aber auch die Nutzer von Ratings haben sich zu sehr allein auf die Bewertungen der Ratingagenturen verlassen, ohne ihren Investitionsentscheidungen eine eigene ausreichende Bewertung der Risiken zugrunde zu legen.

Ratings sind und bleiben für viele Marktteilnehmer nützlich und notwendig. Sie haben aufgrund der Expertise der Agenturen eine wichtige Orientierungsfunktion als zweite Meinung. Ratings wirken sich erheblich auf die Märkte aus und sind Grundlage für das Vertrauen von Anlegern und Verbrauchern. Eine effiziente Regulierung und Aufsicht des Ratinggeschäftes sind daher unverzichtbar. Ratingaktivitäten müssen im Einklang mit den Grundsätzen der Integrität, Transparenz, Rechenschaftspflicht und guter Unternehmensführung durchgeführt werden. Die in der Europäischen Union verwendeten Ratings müssen unabhängig, objektiv und von hoher Qualität sein. Wir unterstützen deshalb die laufenden Arbeiten zur Regulierung der Ratingagenturen auf globaler, internationaler und europäischer Ebene.

Aufbau einer europäischen Ratingagentur

Da der Ratingmarkt nur von einer kleinen Anzahl von Ratingagenturen dominiert wird, ist ein Mehr an Wettbewerb im Ratingmarkt grundsätzlich wünschenswert. Die Ratingverordnung dürfte den Wettbewerb bereits fördern. Allerdings sollten auch weitere Möglichkeiten überprüft werden, wie z.B. der Aufbau einer europäischen Ratingagentur.



Eduard Oswald MdB
Vizepräsident des
Deutschen Bundestages

Allerdings hat nur eine vom Staat unabhängige Ratingagentur Aussicht, vom Markt akzeptiert zu werden. Nur solch eine Agentur würde gewährleisten, dass für alle gleiche Wettbewerbsbedingungen bestehen.

Transparente Verfahren und Datenbasis

Ich will noch einmal festhalten: Ratingverfahren und die verwendete Datenbasis müssen transparent sein, damit einerseits die Arbeit der Ratingagenturen objektiv bewertet werden kann, damit andererseits aber auch jeder Investor im Rahmen seines Risikomanagements zu einer eigenen Bewertung der betreffenden Finanzinstrumente oder Schuldner kommen kann.

Ziel ist es, mit einem leistungsfähigen und international konsistenten Regulierungsrahmen auf nationaler Ebene den Finanzmarkt krisenfest zu machen und auf europäischer wie globaler Ebene einen entscheidenden Beitrag für dauerhaft stabile Finanzmärkte zu leisten. Leitmotiv ist der von der Bundesregierung in den Erklärungen der Gruppe der zwanzig bedeutendsten Industrie- und Schwellenländer (G20) verankerte Beschluss, dass es künftig kein Finanzmarktprodukt, keinen Finanzmarktakteur und keinen Finanzmarkt mehr geben darf, der nicht angemessen reguliert und beaufsichtigt ist.

Dienende Funktion der Bankenwirtschaft

Die CDU/CSU ist dem christlichen Menschenbild verpflichtet. So wie die Wirtschaft dem Menschen zu dienen hat, muss es auch die Finanzwirtschaft tun.

Wenn heute 99 Prozent aller Finanztransaktionen am Markt nicht Bezug nehmen zur Realwirtschaft, sondern ausschließlich Geschäfte sind, um Geld zu verdienen, stellen sich eine Reihe von Fragen. Für uns hat die Stabilität des Marktes eine zentrale Bedeutung. Wir verlangen eine dienende Funktion der Bankenwirtschaft. Nicht die Eigenleistung im Eigenhandel darf Vordergrund stehen, sondern die Stabilisierung unserer Wirtschaft. Die Banken müssen Kapital für die Realwirtschaft zur Verfügung stellen. Denn die Realwirtschaft ist die Stärke der deutschen Wirtschaft, nicht der Handel mit Geld. Das sollten wir bei allen Diskussionen voll im Blick haben.

Dokumentation

>>> Antrag „Ratingagenturen besser regulieren“

9. November 2011, Bundestagsdrucksache 17/7638

Antrag

der Abgeordneten Klaus-Peter Flosbach, Dr. Michael Meister, Peter Altmaier, Peter Aumer, Ralph Brinkhaus, Olav Gutting, Manfred Kolbe, Patricia Lips, Dr. h. c. Hans Michelbach, Dr. Mathias Middelberg, Stefan Müller (Erlangen), Eduard Oswald, Norbert Schindler, Dr. Frank Steffel, Christian Freiherr von Stetten, Anje Tillmann, Volker Kauder, Gerda Hasselfeldt und der Fraktion der CDU/CSU sowie der Abgeordneten Dr. Volker Wissing, Dr. Hermann Otto Solms, Björn Sänger, Dr. Birgit Reinemund, Dr. Daniel Volk, Holger Krestel, Frank Schäffler, Rainer Brüderle und der Fraktion der FDP

Ratingagenturen besser regulieren

Der Deutsche Bundestag wolle beschließen:

I. Der Deutsche Bundestag stellt fest:

Ratingagenturen haben wesentlich zur Verschärfung der Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen. Sie haben die sich verschlechternde Wirtschafts- und Marktlage nicht früh genug erkannt und in ihren Ratings berücksichtigt. Das gilt vor allem für den Bereich komplexer Verbriefungsprodukte. Aber auch die Nutzer von Ratings haben sich zu sehr allein auf die Bewertungen der Ratingagenturen verlassen, ohne ihren Investitionsentscheidungen eine eigene ausreichende Bewertung der Risiken zugrunde zu legen.

Ratings sind und bleiben für viele Marktteilnehmer nützlich und notwendig, haben aufgrund der Expertise der Agenturen eine wichtige Orientierungsfunktion als zweite Meinung. Ratings wirken sich erheblich auf die Märkte aus, sind Grundlage für das Vertrauen von Anlegern und Verbrauchern. Eine effiziente Regulierung und Aufsicht

des Ratinggeschäfts ist daher unverzichtbar. Ratingaktivitäten müssen im Einklang mit den Grundsätzen der Integrität, Transparenz, Rechenschaftspflicht und guter Unternehmensführung durchgeführt werden. Die in der Europäischen Gemeinschaft verwendeten Ratings müssen unabhängig, objektiv und von hoher Qualität sein.

In einem ersten Schritt wurde in der EU mit der am 7. Dezember 2009 in Kraft getretenen Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen (Ratingverordnung) der Grundstein für die Regulierung, Beaufsichtigung und Registrierung von Ratingagenturen gelegt. Allerdings wurden darin nicht alle grundlegenden Probleme abgehandelt. Die von der Europäischen Kommission eingeleitete Überprüfung bestimmter Aspekte des derzeitigen Regulierungsrahmens für Ratingagenturen ist daher zu begrüßen.

Der Deutsche Bundestag unterstützt die laufenden Arbeiten zur Regulierung der Ratingagenturen auf globaler, internationaler und europäischer Ebene.

II. Der Deutsche Bundestag fordert die Bundesregierung auf,

sich im Rahmen der von der Europäischen Kommission eingeleiteten Überprüfung bestimmter Aspekte des derzeitigen Regulierungsrahmens für Ratingagenturen dafür einzusetzen,

1. die Verknüpfung regulatorischer Vorgaben mit externen Ratings zu vermindern,
2. Rahmenbedingungen zu gewährleisten, die einen umfassenden Wettbewerb im Ratingmarkt ermöglichen,
3. die Transparenz von Ratinggrundlagen und den Zugriff auf Daten für die Bewertung von Finanzinstrumenten und Schuldnern zu verbessern, um die Qualität von Ratings besser vergleichen zu können,
4. mögliche Interessenkonflikte aufgrund von Vergütungsmodellen oder Gesellschafterstrukturen zu minimieren,
5. eine effektive Aufsicht durch die zuständige Behörde zu gewährleisten und
6. einheitliche zivilrechtliche Haftungsregelungen sicherzustellen.

Berlin, den 9. November 2011

Volker Kauder, Gerda Hasselfeldt und Fraktion,
Rainer Brüderle und Fraktion

Begründung

Gesetzliche Ratingabhängigkeit

Im Zusammenhang mit der erneuten Überarbeitung der Ratingverordnung sollten auch Maßnahmen zur Umsetzung der vom Financial Stability Board entwickelten und beim G20-Gipfel im November 2010 in Seoul indosierten allgemeinen Leitlinien zur Verringerung des blinden Vertrauens auf externe Ratings ergriffen werden. Die feste Verankerung von externen Ratings in Standards und Regulierungsvorschriften hat zu einer übermäßigen, zum Teil auch mechanistischen Orientierung vieler Marktteilnehmer an externen Ratings und – damit verbunden – zu einer Vernachlässigung der eigenen Sorgfaltspflichten der Marktteilnehmer geführt. Dadurch können abrupte Änderungen externer Ratings pro-zyklische Tendenzen im Finanzsystem verstärken und systemische Störungen verursachen.

Bonitätseinschätzungen der Ratingagenturen allein reichen nicht als Entscheidungsgrundlage aus. Ratings sollten lediglich Ausgangspunkt oder Ergänzung eigener, unabhängiger Analysen von Investoren sein, die einer Regulierung unterliegen. Insbesondere größere Institute sollten bei der Berechnung der Kapitalunterlegung für Kreditrisiken verstärkt auf interne Risikobewertungsmodelle zurückgreifen, die seitens der Aufsicht genehmigt und damit als vertrauenswürdig und zuverlässig eingestuft wurden.

Marktteilnehmer sollten insbesondere in strukturierte oder andere Finanzinstrumente nicht investieren, wenn sie nicht die zugrunde liegenden Kreditrisiken selbst bewerten können, alternativ dazu sollten sie die höchste Risikogewichtung anwenden. Auch das Eurosystem (Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken) sollte die eigenen Bezugnahmen auf externe Ratings fortlaufend kritisch überprüfen und gegebenenfalls weiter einschränken. Die Kommission sollte dabei den möglichen Einsatz alternativer Instrumente zur Berechnung der Kapitalunterlegung für Kreditrisiken sorgfältig bewerten.

Wettbewerb im Ratingmarkt

Da der Ratingmarkt nur von einer kleinen Anzahl von Ratingagenturen dominiert wird, ist ein Mehr an Wettbewerb im Ratingmarkt grundsätzlich wünschenswert. Die Ratingverordnung dürfte den Wettbewerb

bereits fördern. Allerdings sollten auch weitere Möglichkeiten überprüft werden: Um den Wettbewerb zu stärken, sollte die Kommission daher eine detaillierte Folgenabschätzung und eine Machbarkeitsstudie zur Schaffung einer unabhängigen, privatwirtschaftlich finanzierten und organisierten Europäischen Ratingagentur durchführen, die als Vollanbieter alle wichtigen Ratingklassen (Staaten, Finanzinstitute, Unternehmen, strukturierte Finanzinstrumente) abdeckt. Allerdings hat nur eine vom Staat unabhängige Ratingagentur Aussicht, vom Markt akzeptiert zu werden und würde gewährleisten, dass für alle gleiche Wettbewerbsbedingungen bestehen. Darüber hinaus sollte die Kommission auch die Möglichkeiten für die Einrichtung eines privatwirtschaftlich initiierten europäischen Netzwerks kleinerer und mittlerer Ratingagenturen bewerten. Ein derartiges Netzwerk könnte einen wichtigen Beitrag für mehr Wettbewerb im Ratingsektor liefern. Das gleiche gilt für die Möglichkeit privater Investoren, vorhandene Ratingverbundsysteme der Finanzbranche zu nutzen. Ein erhöhter Wettbewerb darf jedoch nicht zu einem „Rating-Shopping“ und zu niedrigeren Standards führen. Zudem sollten Maßnahmen zur Stärkung des Wettbewerbs die Gütesiegelproblematik nicht noch weiter verstärken. Gleichzeitig darf es nicht zu Missbrauch marktbeherrschender Agenturen kommen, indem beispielsweise Ratings einzelner Unternehmen vertraglich davon abhängig gemacht werden, dass verbundene Unternehmen oder bestimmte Vermögenswerte und Vertragspartner von der gleichen Agentur geratet werden müssen. Der Markteintritt neuer Ratingagenturen darf nicht unterlaufen, sondern muss erleichtert werden.

Verbesserte Transparenz

Ratingverfahren und die verwendete Datenbasis müssen transparent sein, damit einerseits die Arbeit der Ratingagenturen objektiv bewertet werden kann, andererseits aber auch jeder Investor im Rahmen seines Risikomanagements zu einer eigenen Bewertung der betreffenden Finanzinstrumente oder Schuldner kommen kann. Daher sollte die Europäische Kommission prüfen, wie die Transparenz der Informationen, die den Ratings insbesondere strukturierter Finanzinstrumente zugrunde liegen, unter Berücksichtigung von Datenschutzaspekten am besten

ausgeweitet werden kann, damit Anleger Risiken angemessen bewerten und ihren Sorgfaltspflichten nachkommen können.

Informationen über Staatsfinanzen sind für Investoren ähnlich gut zugänglich wie für Ratingagenturen. Hier ist die Problematik asymmetrischer Informationen daher wesentlich geringer ausgeprägt als bei Ratings bspw. strukturierter Finanzinstrumente. Die aktuelle Ratingverordnung enthält bereits Anforderungen, wonach Ratingagenturen ihre Modelle, Verfahren und grundlegenden Annahmen für Ratings transparent machen müssen, so dass abweichende Sonderregelungen für Staatenratings am Markt kaum zielführend sein dürften. Vielmehr dürften die geltenden Vorschriften auch in diesem Bereich zu einer Verbesserung des Monitoring, der Qualität, Integrität und Transparenz führen. Zudem dürften Maßnahmen zur Verringerung der Bezugnahme auf externe Ratings und zur Förderung eines verantwortungsvollen Umgangs mit Ratings zur Verhinderung von sog. Klippeneffekten mittelfristig auch in Bezug auf Staatsanleihenratings wirken und damit negative Effekte in Zusammenhang mit Ratingentscheidungen verringern. In erster Linie sind die Staaten aufgefordert, durch zeitnahe und belastbare Veröffentlichung ihrer Fiskalposition für mehr Klarheit für alle Marktteilnehmer zu sorgen.

Interessenkonflikte aufgrund von Vergütungsmodellen oder Gesellschafterstrukturen

Obwohl die geltende EU-Regulierung verschiedene Vergütungsmodelle für Ratings ermöglicht, herrscht in der Ratingbranche die Praxis vor, dass Emittenten die Ratings für ihre Schuldtitel selbst in Auftrag geben und bezahlen. Der Gefahr von Interessenkonflikten sollte durch angemessene Transparenz und regulatorische Maßnahmen begegnet werden, ohne dabei ein bestimmtes Zahlungsmodell vorzuschreiben. Um die Anfälligkeit von Ratings für Interessenkonflikte einzuschränken, sollte die Kommission auf der Grundlage ihrer Konsultation Vorschläge für alternative Zahlungsmodelle vorlegen, welche Nutzer und Emittenten einbeziehen und dabei die mögliche Anwendung des Modells des zahlenden Investors sowie seinen Vor- und Nachteilen besondere Aufmerksamkeit einräumen.

Interessenkonflikte können sich auch aufgrund der Gesellschafterstruktur von Ratingagenturen ergeben. Im Rahmen der

Organisation der Agenturen und durch die Kontrolle der Aufsicht ist sicherzustellen, dass Missbräuche aufgrund möglicher Eigeninteressen von Gesellschaftern, die gleichzeitig Investoren sind, verhindert werden.

Effektive Aufsicht

Durch die Verordnung (EU) Nr. 513/2011 vom 11. Mai 2011 wurde die alleinige Zuständigkeit für die Registrierung und Beaufsichtigung von Ratingagenturen auf die neue europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) übertragen. Mit dieser europäischen Aufsichtsbehörde wird eine konsistente und EU-weit einheitliche Anwendung der Vorschriften für Ratingagenturen gewährleistet. Bei zunehmender Regulierungsdichte im Bereich der Ratingagenturen sollten die Aufsichtsstrukturen regelmäßig überprüft werden, um die Effizienz der Aufsicht sicherzustellen.

Zivilrechtliche Haftungsregelungen

Ratingagenturen sollten für die einheitliche und ordnungsgemäße Anwendung der ihren Ratings zugrunde liegenden Methodik rechenschaftspflichtig sein, insbesondere gegenüber den betroffenen Emittenten von Finanzinstrumenten, Investoren und Kreditnehmern. Daher sollte geprüft werden, ob eine zivilrechtliche Haftung der Ratingagenturen bei grober Fahrlässigkeit oder Vorsatz in den nationalen Rechtsordnungen der EU-Mitgliedstaaten einheitlich und klar verankert werden kann. Die letztendliche Verantwortung für die Investitionsentscheidungen muss aber bei den Finanzmarktteilnehmern verbleiben. Eine Haftung sollte so ausgestaltet sein, dass sie nicht das blinde Vertrauen der Marktteilnehmer auf die „Richtigkeit“ des Ratings fördert.

Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen

Die Fraktionen der CDU/CSU und FDP sind sich bewusst, dass die Wirksamkeit der Finanzmarktregulierung im Rahmen internationaler Abstimmung erhöht werden kann. Aufgrund des globalen Charakters des Ratingdienstleistungssektors ist daher eine globale Herangehensweise

sowohl bei der Regulierung von Ratingagenturen als auch bei der Verringerung des blinden Vertrauens auf externe Ratings notwendig, um gleiche Rahmenbedingungen zu wahren, regulatorische Arbitrage zu vermeiden und die Märkte offen zu halten. Es ist dennoch zielführend, auf europäischer Ebene alle Ansätze möglichst frühzeitig umzusetzen, die einer besseren Kontrolle von externen Ratings und deren Wirkung dienen.

Berlin, den 9.11.2011

Volker Kauder, Gerda Hasselfeldt und Fraktion,
Rainer Brüderle und Fraktion

>>> CDU/CSU-FRAKTION IM DEUTSCHEN BUNDESTAG

Herausgeber:	Peter Altmaier MdB Stefan Müller MdB
Kontakt:	Parlamentarische Geschäftsführer Pressestelle/Öffentlichkeitsarbeit Platz der Republik 1, D-11011 Berlin Telefon 030/2 27-5 53 74 Telefax 030/2 27-5 01 46 pressestelle@cducsu.de www.cducsu.de
Gestaltung:	www.heimrich-hannot.de Dezember 2011
Fotos:	S. 1 picture-alliance/dpa, fotolia/Erk, photothek/BaFin S. 5 Martin Lengemann S. 7, 49 CDU/CSU-Bundestagsfraktion S. 8 fotolia/Arto S. 11, 12, 19, 25 CDU/CSU-Bundestagsfraktion, 33, 44, 46 Steven Rösler S. 15 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht S. 22 European Securities and Markets Authority S. 27 fotolia/finecki S. 28 EU-Kommission S. 31 Moody's Deutschland S. 34 picture-alliance/dpa S. 37 fotolia/Dan Race S. 39 Hessisches Ministerium der Finanzen S. 40 fotolia/Tom Bayer

Die Fotos dieser Broschüre sind urheberrechtlich geschützt.

Die Textbeiträge werden unter den Bedingungen einer Creative Commons License veröffent-



licht: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/de>.

Sie dürfen das Textwerk vervielfältigen, verbreiten und öffentlich zugänglich machen. Es gelten folgende Bedingungen: **Namensnennung:** Sie müssen den Namen des Autors/Rechteinhabers in der von ihm festgelegten Weise nennen. Zitierhinweis: Autor, Funktion, Beitragstitel, aus: CDU/CSU-Bundestagsfraktion. Die Krise als Aufbruch – Regulierung der Ratingagenturen verbessern **Keine kommerzielle Nutzung:** Dieses Werk darf nicht für kommerzielle Zwecke verwendet werden. **Keine Bearbeitung:** Dieses Werk darf nicht bearbeitet oder in anderer Weise verändert werden.

Diese Veröffentlichung der CDU/CSU-Bundestagsfraktion dient ausschließlich der Information. Sie darf während eines Wahlkampfes nicht zum Zweck der Wahlwerbung verwendet werden.



>>> CDU/CSU-FRAKTION IM DEUTSCHEN BUNDESTAG

**Platz der Republik 1
D-11011 Berlin
Telefon: 0 30/2 27-5 53 74
Telefax: 0 30/2 27-5 01 46
E-Mail: fraktion@cducsu.de
www.cducsu.de**