



MANAGERKREIS
DER FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG



Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich?

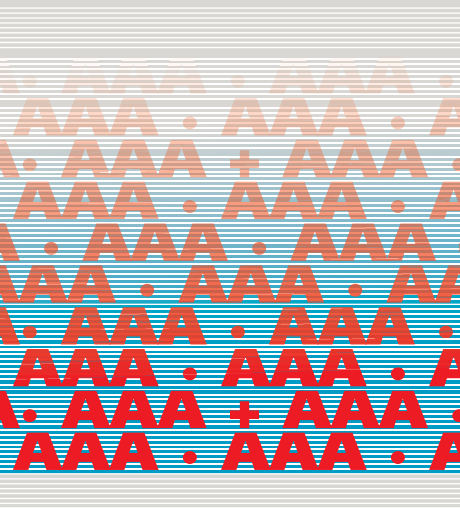
Autoren:

Alexander Stuwe

Mirko Weiß

Jürgen Philipper

Die Autoren sind Mitglieder der
permanenten Arbeitsgruppe
„Finanzpolitik, Steuern, Haushalt,
Finanzmärkte“ des Managerkreises
der Friedrich-Ebert-Stiftung.



Impressum

ISBN: 978-3-86498-200-2

Herausgeber:

Friedrich-Ebert-Stiftung, Zentrale Aufgaben

Redaktion:

Sina Dürrenfeldt , Patrick Rütger

© 2012 by Friedrich-Ebert-Stiftung

Umschlag + Layout:

Werbestudio Zum Weissen Roessl,
Susanne Noé

Druck:

bub Bonner Universitäts-Buchdruckerei
1. Auflage: 1.500

Printed in Germany 2012

Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich?

Autoren:

Alexander Stuwe

Mirko Weiß

Jürgen Philipper

* Die hier vertretene Meinung gibt ausschließlich die Meinung der Verfasser wider.

Inhalt

	Vorwort	5
1	Abstract	6
2	Ratingagenturen: Die Finanzkrise	8
3	Ratingagenturen: Bedarf und Marktstruktur	11
	3.1 Bedarf nach unabhängigen Bonitätsnoten	11
	3.2 Anwendung externer Ratings bei der Kapitalaufnahme	12
	3.3 Ratings in der gesetzlichen Regulierung von Banken	12
	3.4 Das Geschäftsfeld der Ratingagenturen	13
	3.5 Das Oligopol der „großen Drei“	14
	3.6 Der Mehrwert von Ratings	16
4	Ratingagenturen: Regulierung und Regulierungsvorschläge	18
	4.1 Ratingverordnung von 2009	18
	4.1.1 Registrierungspflicht	18
	4.1.2 Verhinderung von bzw. angemessener Umgang mit Interessenkonflikten	19
	4.1.3 Verbesserung der Transparenz	20
	4.1.4 Strukturierte Finanzprodukte	20
	4.2 Überarbeitung der EU-Ratingverordnung 2010	20
	4.3 Vorschläge der Kommission zur Überarbeitung der Regulierung von Ratingagenturen aus dem November 2011	20
	4.3.1 Reducing Overreliance	22
	4.3.2 Rotationszwang	23
	4.3.3 Harmonisierte Ratingskala	23
	4.3.4 Ratings für strukturierte Finanzinstrumente	24
	4.3.5 Transparenz	24
	4.3.6 Länderratings	24
	4.3.7 Weitere Ergänzungen	25
	4.3.8 Stand des Gesetzgebungsverfahrens	25
5	Schaffung einer europäischen Ratingagentur: Argumente und Vorschläge	26
	5.1 Zentralbankratings als Alternativmeinung	27
	5.2 Kreditversicherer als Nukleus einer neuen Ratingagentur	27
	5.3 Staatliche europäische Ratingagentur	28
	5.4 Stiftungsbasierte europäische Ratingagentur	28
	5.4.1 Wege zur Finanzierung einer europäischen Ratingagentur	28
	5.4.2 Maßnahmen zur (kurzfristigen) Akzeptanzsteigerung einer europäischen Ratingagentur	30
6	Ratingagenturen: Zusammenfassung	31
	Literaturverzeichnis	34

Vorwort

Die neoklassische Wirtschaftstheorie nennt unter anderem die vollständige Information als wichtigste Voraussetzung für das Funktionieren des Marktes. Nur wer alle Eigenschaften eines Produktes kennt, kann einen angemessenen Preis bestimmen und hiervon seine Kaufentscheidung abhängig machen.

In der Praxis hingegen sind solche umfassenden Informationen selten zu erhalten, da der Aufwand der Beschaffung in der Regel deutlich den eigentlichen Wert des Gutes übersteigt. Anstelle eigener Berechnungen wird daher häufig auf externe Analysen zurückgegriffen, im Falle von Finanzmarktprodukten also auf Ratingagenturen. Wie jedoch die „Subprime-Krise“ im Jahr 2008 und die in Folge ausbrechende, weltweite Finanzkrise gezeigt haben, waren die Einschätzungen der Ratingagenturen falsch und trugen damit wesentlich zur Krise bei. Klassisches Marktversagen ist eingetreten, das bis heute nicht beseitigt werden konnte.

Mit den zuletzt erschienenen Analysen „Basel III und Mittelstandsfinanzierung“ und „Finanzmarktregulierung: Einführung einer Bankenabgabe und Finanztransaktionssteuer auf deutscher und europäischer Ebene“ hat sich die Permanente Arbeitsgruppe „Finanzpolitik, Steuern, Haushalt, Finanzmärkte“ des Managerkreises der Friedrich-Ebert-Stiftung bereits mit einigen Instrumenten der Finanzmarktregulierung auseinandergesetzt. Angesichts des Ausmaßes der europäischen Schulden- und Refinanzierungskrise haben die Autoren und Mitglieder der Arbeitsgruppe nun die Ratingagenturen näher untersucht, die mit ihren Bewertungen mittlerweile Einfluss auf ganze Volkswirtschaften gewonnen haben. Lesen Sie daher mit Interesse, wie zuverlässig Ratingagenturen in ihren Einschätzungen überhaupt sein können und welchen Nutzen sie tatsächlich darstellen.

Dr. Harald Noack

*Vorsitzender der Permanenten
Arbeitsgruppe „Finanzpolitik,
Steuern, Haushalt, Finanzmärkte“*

Patrick Rüther

*Koordinierender Referent
Managerkreis der
Friedrich-Ebert-Stiftung*

1 Abstract

Das vorliegende Papier verfolgt das Ziel, den Nutzen von Ratingagenturen zu untersuchen und zu bewerten. Eine Bewertung ist dabei aus verschiedenen Blickwinkeln möglich. Angesprochen werden in diesem Papier einerseits betriebs- und volkswirtschaftliche Aspekte, insbesondere die Rolle der Ratingagenturen bei der Kapitalaufnahme und -anlage sowie andererseits auch Fragestellungen der Finanzmarktregulierung, insbesondere der Bankenregulierung.

Die Ausgangssituation der vorliegenden Bewertung ist dabei geprägt von den Erfahrungen der Finanzmarktkrise, die als sogenannte Subprime-Krise begann. Denkbar negativ fällt dabei das Urteil der National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States für die Rolle der Ratingagenturen aus:

„We conclude the failures of credit rating agencies were essential cogs in the wheel of financial destruction. The three credit rating agencies were key enablers of the financial meltdown. The mortgage-related securities at the heart of the crisis could not have been marketed and sold without their seal of approval. Investors relied on them, often blindly. In some cases, they were obligated to use them, or regulatory capital standards were hinged on them.“ (The Financial Crisis Inquiry Commission 2011: 25)

Insgesamt ist festzuhalten, dass die großen Ratingagenturen inzwischen eine weltweit hohe Machtstellung erlangt haben und das Handeln der Politik bzw. der Gesellschaft entsprechend stark beeinflussen. Dies allein ist staats-, macht- und finanzmarktpolitisch wegen der fehlenden demokratischen Legitimation vom Demokratieverständnis her sehr problematisch. Darüber hinaus haben die großen Ratingagenturen eine hohe systemische Bedeutung für die Finanzmärkte. Diese ergibt sich aus (1) der oligopolistischen Marktstruktur und somit dem Fehlen gleichgewichtiger alternativer Produkthanbieter, (2) der Tatsache, dass Fehleinschätzungen Rückwirkungen auf die Solvenz anderer Finanzmarktakteure haben können, insbesondere Kreditinstitute und Versicherungen, (3) der sehr verbreiteten und unkritischen Verwendung von Ratings sowie (4) der Verwendung von (externen) Ratingnoten in Regulierungsvorschriften.

Mit dem vorliegenden Papier soll nicht ein umfassender Überblick über die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzmarktkrise geleistet, sondern vielmehr der Bedarf nach Ratingagenturen kritisch beleuchtet werden. Wenn dieser Bedarf beispielsweise auch aus dem Blickwinkel der Bankenregulierung (noch) besteht, so verbleibt die Fragestellung, ob zusätzliche Anbieter wie z.B. eine europäische Ratingagentur benötigt werden.¹ Ergänzend werden die Reaktion der Politik auf identifizierte Schwächen der Regulierung von Ratingagenturen betrachtet und die bisher vorliegenden Regulierungsvorschläge gewertet.

Die Ergebnisse des Papiers lassen sich knapp wie folgt zusammenfassen:

- Die drei großen Ratingagenturen verfügen in der Bewertung von Emittenten und strukturierten Finanzprodukten über eine dominierende Rolle.

1 Hierzu bestehen verschiedene Vorschläge und Initiativen, u.a. von der Bertelsmann-Stiftung (International Non-Profit Credit Rating Agency INCRA) sowie ein von der Beratungsfirma Roland Berger Strategy Consultants angestoßenes Projekt zur Gründung einer stiftungsbasierten europäischen Ratingagentur.

- Fehlurteile der Ratingagenturen haben weitreichende Folgen sowohl in volkswirtschaftlicher Sicht für die Allokation und Verfügbarkeit von Kapital als auch in einzelwirtschaftlicher Sicht hinsichtlich der Möglichkeit und den Kosten der Kapitalaufnahme sowie den Konsequenzen für Anlageentscheidungen von Banken und Investoren auf Basis fehlerhafter Ratings.
- Ratingagenturen können zudem mit ihren Länderratings de facto Einfluss auf politische Entscheidungen, ja sogar auf ganze Volkswirtschaften nehmen, ohne hierzu demokratisch legitimiert zu sein.
- Ratingagenturen stellen damit ein hohes systemisches Risiko dar und müssen als solche streng überwacht werden. Auch die Frage der zu tragenden Konsequenzen für Fehlentscheidungen bis hin zur Haftung muss gestellt werden.
- Die Macht der großen Ratingagenturen beruht im wesentlichen
 - auf der herausragenden Rolle, die ihnen die Aufsichtsbehörden im Rahmen der Regulierung geben haben,
 - dem „convenience factor“, den externe Ratings für Emittenten, Investoren und Regulatoren mit sich bringen, da die Ressourcen und das Know-how zur Erstellung von Ratings nicht bzw. in geringerem Rahmen intern vorgehalten werden müssen,
 - der Möglichkeit, die Verantwortung für Risikoeinschätzungen – wenigstens zum Teil – zu delegieren sowie
 - der oligopolistischen Struktur des Ratingmarktes.
- Im Rahmen der notwendigen Regulierung von Ratingagenturen gehen die getroffenen bzw. die in der Diskussion befindlichen Maßnahmen im Großen und Ganzen in die richtige Richtung. Entscheidend ist, dass die European Securities and Markets Authority (ESMA) ihre jetzt erlangten Kompetenzen stringent wahrnimmt.
- Darüber hinaus ist es erforderlich, dass sich die Zentralbanken hinsichtlich der Akzeptanz von Sicherheiten zumindest bei Staatsanleihen, wünschenswerter Weise aber auch bei Unternehmensanleihen und Anleihen von Finanzinstituten, von externen Ratings unabhängig machen. Es stellt sich die Frage, ob strukturierte Produkte (mit Ausnahme von Kommunalobligationen und Pfandbriefen) nicht grundsätzlich als Sicherheit ausgeschlossen werden sollten.
- Unseres Erachtens ist es notwendig, die oligopolistische Struktur des Ratingmarktes aufzubrechen. Diesbezüglich förderlich wäre beispielsweise die Verpflichtung für ein weiteres Rating, welches nicht von den „großen Drei“ kommen darf.
- Ungeachtet dessen sollte das mittelfristige Ziel der Schaffung einer stiftungsfinanzierten, wirklich unabhängigen europäischen Ratingagentur weiterhin verfolgt werden. Kurzfristig bzw. alternativ kann die Vernetzung und Zusammenarbeit bestehender „kleinerer“ bzw. eher regional aktiver Ratingagenturen gefördert werden bzw. können Ratingagenturen für bestimmte Finanzprodukte bzw. Gruppen von Emittenten aufgebaut werden.

2 Ratingagenturen: Die Finanzkrise

Die Ratingagenturen sind seit der sogenannten Subprime-Krise unter massive Kritik geraten. Im Abschlussbericht der National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States heißt es: „This crisis could not have happened without the rating agencies. ... From 2000 to 2007, Moody’s rated nearly 45,000 mortgage-related securities as triple-A. This compares with six private-sector companies in the United States that carried this coveted rating in early 2010. In 2006 alone, Moody’s put its triple-A stamp of approval on 30 mortgage-related securities every working day. The results were disastrous: 83% of the mortgage securities rated triple-A that year ultimately were downgraded“ (The Financial Crisis Inquiry Commission 2011: 25). Gerade der letzte Punkt, späte Ratingherabstufungen, hat in der Öffentlichkeit und auch in Fachkreisen zu der massiven Kritik beigetragen.²

Ein ernster Vorwurf gegenüber den Ratingagenturen ist die Vermischung von Beratung und Vergabe von Ratingnoten unter einem Dach. Dies betrifft insbesondere die Bewertung sogenannter „strukturierter Papiere“ (z.B. Mortgage Backed Securities – MBS). Die dahinter stehende Frage einer potenziellen Zusammenarbeit von Emittent und Ratingagentur lässt sich nicht ohne weiteres entkräften. Es liegt empirische Evidenz vor, dass Emittenten mit einer Vielzahl an zu bewertenden Emissionen und damit hohen Gebührenzahlungen an die Agenturen während des Booms des Marktes für MBS bessere Ratingeinschätzungen erhalten haben als kleinere Emittenten. Dabei ist es erst seit Anfang der 70er-Jahre üblich geworden, dass die Emittenten von Wertpapieren Ratingagenturen mit der Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit der begebenen Finanztitel beauftragen (Solicited Ratings) und dafür bezahlen (Issuer-Pay-Model). Bis dahin wurden die Agenturen vornehmlich von den Investoren beauftragt (Unsolicited Ratings) und bezahlt (Investor-Pay-Model).

Die Bezahlung durch den Emittenten birgt grundsätzlich Interessenkonflikte bzw. die Gefahr eines zu positiven Ratings; das gilt vor allem, wenn es sich nicht um einmalige, sondern um (potenziell) wiederholte Beauftragungen zur Raterstellung handelt. Zwar steht bei einer systematisch zu positiven Beurteilung – mit diesem Argument negieren die Agenturen selbst jede Art möglicher Anreizverzerrung – die Glaubwürdigkeit der Agentur auf dem Spiel, allerdings greift diese Barriere nicht, wenn (1) sich alle Agenturen systematisch irren bzw. zu positiv bewerten und (2) Marktteilnehmer nicht auf andere Meinungsbilder zurückgreifen können. Kommt es infolge dieses Interessenkonfliktes zu allgemein nach oben verzerrten Bonitätseinschätzungen, geht der Effizienzvorteil von Ratingagenturen für die Kapitalmärkte zumindest teilweise verloren, weil die Kapitalallokation auf Basis fehlerhafter Informationen erfolgt.

Bezogen auf die wiederholte Beauftragung von Raterstellungen lohnt der Blick auf empirische Untersuchungen: Es erscheint so, als ob Tranchen größerer Emittenten eine schlechtere Kreditqualität aufweisen als dem Rating nach vergleichbare Tranchen kleinerer Emittenten. Die angesprochene Studie kommt zu dem Schluss, dass ein Erklärungsansatz hierfür die Verhandlungsmacht größerer Emittenten gegenüber den Ratingagenturen ist. Unabhängig von dieser Studie kommt die oben genannte Kommission der US-amerikanischen Regierung zu einem analogen Schluss: „You will also read about ... the pressure from financial firms that paid for the ratings, the relentless drive for market share, the lack of resources to

2 Dies gilt umso mehr, als dass bereits im Jahr 2005 der Zahlungsverzug bei Immobilienfinanzierungen angestiegen ist. Dies berichtete Fitch Ratings selbst (vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission 2011: 18).

do the job despite record profits“ (The Financial Crisis Inquiry Commission 2011: 25). Damit wirft die Kommission zugleich die Fragestellung auf, ob die angesprochenen Ratingagenturen über die notwendige Sachkenntnis bzw. die erforderliche Ressourcenausstattung für eine risikoadäquate Beurteilung der betroffenen Finanzprodukte verfügt haben. Kombiniert mit der oben genannten Zahl von 30 vergebenen AAA-Ratings je Arbeitstag kann diese Frage nicht vernachlässigt werden.

Ein weiterer Vorwurf gegenüber den Ratingagenturen lautet, dass diese im Ergebnis krisenverschärfend gewirkt hätten. Konkret wird dieser Vorwurf an den Herabstufungen von Ländern des Euroraums trotz neuer oder ausgeweiteter Instrumente zur Krisenbewältigung bzw. bekundeter Sparanstrengungen festgemacht. Illustriert sei dieser Vorwurf durch folgenden Auszug aus der Presse: „Die besagten Ratingagenturen haben immer wieder versucht mittels ihres inkonsequenten Verhaltens die Reformprozesse in der Eurozone zu stören, nicht selten mit Erfolg“ (Hackhausen 2012). Die etablierten Agenturen haben sowohl zu Beginn der Finanzkrise, d. h. in der Subprime-Krise, als auch später in der Staatsschuldenkrise einiger Länder des Euroraums sehr spät, dann aber drastisch reagiert.³ Durch die bereits vorliegende Synchronisierung der Risikoeinschätzung und durch ihr abruptes Verhalten haben die Agenturen dabei wie ein Brandbeschleuniger gewirkt und diesen Teilkrisen oftmals erst eine systemische Komponente gegeben.⁴ Es entstand zuweilen der Eindruck, dass die Agenturen in ihren Bewertungen nur auf Stimmungstrends reagieren. Eine solche späte, dann aber drastische Ratinganpassung, die weniger konkreten Ereignissen, sondern eher der allgemeinen öffentlichen Wahrnehmung folgt, verstärkt pessimistische Erwartungen im Markt, führt zu sich selbsterfüllenden Prophezeiungen und geht mit panikartigen Marktverwerfungen einher.

Im Zusammenhang mit der Verschlechterung der Ratingnoten für europäische Staaten und für die European Financial Stability Facility (EFSF) wurde zudem vielfach geäußert, dass die Ratingagenturen aufgrund ihres Firmensitzes in den USA in ihrer Bonitätseinstufung kritischer gegenüber europäischen Staaten als gegenüber US-amerikanischen Schuldner seien. Plastisch wurde die Frage in den Raum gestellt, ob die Ratingagenturen „verlängerter Arm des US-Imperialismus“ seien (Hackhausen: 2012). Gegen diese These stehen allerdings mehrere Aspekte: Einerseits ist mit rund 60 Prozent Anteil das französische Unternehmen Fimalac Haupteigentümer einer der drei großen Ratingagenturen (Fitch Ratings) und andererseits sind auch die Eigentümer der beiden anderen großen Ratingagenturen privatwirtschaftlich organisiert. Und letztlich erfuhren auch die USA selbst eine Ratingherabstufung. Damit können einige der zuvor benannten Vorwürfe nicht ohne weiteres bestätigt werden. Gleichwohl gilt: Trotz Schaffung der temporären European Financial Stability Facility (EFSF) bzw. des permanenten European Stability Mechanism (ESM) sind Irland, Italien, Portugal und Spanien mehrfach herabgestuft worden. Demgegenüber senkte Fitch Anfang Juli 2011 die Bewertung Minnesotas nur von AAA auf AA+, obwohl dieser Bundesstaat faktisch zahlungsunfähig war: Eine Einigung auf einen Haushalt war nicht in Sicht und

3 Dieses Verhalten scheint systematisch zu sein: Es zeigte sich nicht nur bei Subprime-Verbriefungen oder der Zahlungsunfähigkeit von Lehman Brothers („A“ am 12.9.2008 und „D“ am 16.9.2008), sondern auch bei den Finanzkrisen in Asien, Mexiko oder Russland in den 90er-Jahren sowie den Fehlentwicklungen bei Enron oder Worldcom.

4 So hat das massive und breitflächige Downgrading von Verbriefungstranchen die bestehende Informationsarchitektur zusammenbrechen lassen, was in der Folge die Verbriefungsmärkte allgemein in einen Zustand der Illiquidität versetzte. Zur Rolle von Ratings als Faktor systemischen Risikos vgl. Franke/Krahen 2009a sowie 2009b.

staatliche Behörden mussten ihre Arbeit einstellen. Im Vergleich zur Subprime-Krise kann mindestens gefragt werden, ob das vergleichsweise „forsche“ Vorgehen bei der Herabstufung zumindest zum Teil auf den Vorwurf der zu späten Reaktion der internationalen Ratingagenturen in der Subprime-Krise zurückzuführen ist.

Gleichwohl können Ratingveränderungen institutionell bedingt krisenverschärfend wirken. Werden sogenannte „trigger events“ ausgelöst, kann dies beispielsweise Verkaufszwänge bei Fondsmanagern auslösen. Zudem können Ratingherabstufungen zur Verschärfung der Kreditbedingungen bzw. -auflagen für Schuldner führen. Bei Kreditderivaten sind zusätzliche Sicherheitszahlungen im Rahmen von „collateral calls“ bis hin zur Auslösung einer Zahlungsverpflichtung bei Credit Default Swaps im Falle eines durch Ratingagenturen festgestellten Ausfalls möglich. In diesem Zusammenhang ist jedoch zunächst zu fragen, ob die Ratingnote problematisch ist oder die institutionelle Verankerung dieser Note in den jeweiligen Vertragsbedingungen.⁵

5 Dies soll jedoch nicht die Bedeutung der Fragestellung relativieren, ob die Ratingmodelle und -prozesse geeignet sind, eine nachhaltige Bonitätseinschätzung abzugeben.

Ratingagenturen: Bedarf und Marktstruktur

3

3.1 Bedarf nach unabhängigen Bonitätsnoten

Ratingagenturen erfüllen – im theoretischen Grundsatz – eine wichtige gesamtwirtschaftliche Funktion, indem sie die Informationsverfügbarkeit verbessern sowie zentralisieren und somit Komplexität reduzieren. Informationsasymmetrien werden somit abgebaut. Dies fördert das effiziente Funktionieren der Kapitalmärkte. Die Informationsverfügbarkeit wird vor allem dadurch verbessert, dass die Agenturen im Allgemeinen nicht nur öffentlich zugängliche Informationen sammeln, sondern auch über einen privilegierten Zugang zu umfassenden privaten Informationen verfügen, u. a. aus bilateralen Gesprächen mit den Emittenten. Dieses gilt insbesondere für die Beurteilung komplexer strukturierter Produkte. Bei Staaten hingegen sind die wesentlichen wirtschaftlichen und politischen Parameter weitestgehend allgemein bekannt. Daher muss hier die Frage erlaubt sein, ob die Ratingagenturen wirklich mehr wissen, oder ob sie nur das öffentlich Bekannte verkünden.

Der Bedarf nach unabhängigen Bonitätsnoten ist dabei das Resultat verschiedener Interessenlagen: Beispielsweise geben Investoren Fondsmanagern oftmals Mindestratings vor, die das Kreditrisiko der Investition begrenzen sollen. Analog gelten z.B. Mindestratings bei Wertpapierpensionsgeschäften mit der Europäischen Zentralbank. Vergleichbares gilt für die Steuerung von Kreditportfolios von Banken. Einerseits soll das Portfoliorisiko durch Vorgabe einer Mindestbonität begrenzt werden, andererseits dienen die Bonitätsnoten ggf. auch als Ausgangspunkt der Preisfindung für Kreditengagements.⁶

Während im ersten Fall der Bedarf nach einer unabhängigen Bonitätsnote unmittelbar einleuchtend ist, dient die Note doch der Begrenzung der Handlungsfreiheit des Fondsmanagements, stellt sich im Fall der Banksteuerung die Frage, ob Banken nicht ausreichend Expertise haben (sollten), um selbst eine Bonitätseinschätzung vorzunehmen. Dies gilt umso mehr, als dass dies schon lange explizit von der deutschen Bankenaufsicht gefordert wird.⁷ Wenngleich dies der Fall ist, sah sich das Financial Stability Board zu folgender Forderung veranlasst: „Banks, market participants and institutional investors should be expected to make their own credit assessments, and not rely solely or mechanistically on CRA (Credit Rating Agency) ratings“ (FSB 2010: 2).

Offensichtlich ist die Orientierung an externen Bonitätsnoten also mindestens partiell weiterhin gegeben. Auch die bankaufsichtliche (regulatorische) Unterlegungspflicht von Krediten mit Eigenkapital folgt zum Teil dem Urteil der Ratingagenturen. Dies hat zur Folge, dass die betroffenen Kreditinstitute ggf. neben ihrer eigenen Bonitätseinschätzung auch auf externe Bonitätsnoten zurückgreifen (müssen).⁸ In diesem Fall kann das Rating also nicht als bloße „Meinungsausprägung“ (im Übrigen weitgehend ohne Haftungsfolgen) interpretiert werden. Die „Meinung“ nimmt unmittelbaren Einfluss auf die Eigenkapitalunterlegung.

Fraglich ist, ob eine vollständige Umstellung auf interne Risikoeinschätzungen eine bessere Risikobewertung zur Folge hätte. Hierzu gibt es durchaus kritische Stimmen: „Das Problem dieser internen Ratings liegt darin, dass sich die Köche typischerweise in ihre eigenen Mahlzeiten verlieben. Lehman Brothers hatte angeblich hoch entwickelte interne Bewertungsmethoden. Die erwiesen sich aber als völlig

⁶ Siehe hierzu Abschnitt: 3.6 Der Mehrwert von Ratings.

⁷ Vgl. MaRisk, BTO 1.4, Tz. 1.

⁸ Siehe hierzu Abschnitt: 3.3 Ratings in der gesetzlichen Regulierung von Banken.

unzureichend“ (Sean Egan, FAZ 2012). Betrachtet man hingegen klassische Hausbankbeziehungen, so ist die Frage mehr als erlaubt, ob die Hausbank nicht über mehr, zeitnähere und qualitativ bessere Informationen über einen Schuldner verfügt, als eine international tätige Ratingagentur. Darüber hinaus bleibt zumindest offen, ob die Ratingmodelle der internationalen Ratingagenturen jeweils geeignet sind, regional unterschiedlich verbreitete Arten der Unternehmensfinanzierung hinreichend präzise abzubilden.

Abschließend ist aus Sicht des Emittenten (Schuldners) festzuhalten, dass ein externes Rating Zugangsvoraussetzung zum Geld- und Kapitalmarkt sein kann. Dies wird im nachfolgenden Abschnitt thematisiert. Unabhängig von seinem Kapitalmarktzugang liegt es jedoch ggf. auch im Interesse des Schuldners eine Einschätzung über die Risikosituation seiner Unternehmung bzw. seines Geschäftsmodells von unabhängiger Stelle zu erhalten.

3.2 Anwendung externer Ratings bei der Kapitalaufnahme

Die obengenannten Fälle – Mindestratings für Investitionen durch Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungen bzw. für Wertpapierpensionsgeschäfte – sind einfache Beispiele für die Anwendung externer Ratings. Schuldner bzw. Emissionen ohne externe Ratings kommen für diese Geschäftsarten nicht oder nur begrenzt in Frage und werden damit im Vergleich zu anderen Schuldner diskriminiert. Kredite ohne externe Ratingnote werden ggf. auch mit höheren regulatorischen Eigenkapitalanforderungen belegt, so dass die Attraktivität solcher Forderungen im Vergleich zu mit externen Ratings versehenen Krediten sinken kann.

Bezogen auf Banken ist auch denkbar, dass betroffene Institute nicht oder nur teilweise über die notwendigen Prozesse und Instrumente verfügen, um selbst eine Risikoeinschätzung vorzunehmen, so fordert das Financial Stability Board für kleinere Banken: „Smaller, less sophisticated banks may not have the resources to conduct internal credit assessments for all their investments, but still should not mechanistically rely on CRA ratings and should publicly disclose their credit assessment approach“ (FSB 2010: 5).

Einerseits ist damit denkbar, dass eine Kapitalaufnahme aufgrund eines fehlenden externen Ratings nicht möglich ist, andererseits ist zumindest davon auszugehen, dass eine fehlende externe Bonitätseinschätzung ceteris paribus zu schlechteren Finanzierungsbedingungen führt.

Ratingagenturen beeinflussen somit durch ihre Bewertungen Investitionsentscheidungen. Sie nehmen damit nicht nur eine zentrale, sondern auch eine entscheidende Rolle bei der Kapitalallokation wahr. Daran würde sich die Frage anschließen, wer die Ratingagenturen dazu legitimiert hat bzw. ob ihr mutmaßlicher Informationsvorsprung eine solche Allokationsleitfunktion wirtschaftstheoretisch tatsächlich rechtfertigt. Die Beantwortung dieser Fragestellung würde jedoch den Rahmen des vorliegenden Papiers sprengen.

3.3 Ratings in der gesetzlichen Regulierung von Banken

Die herausgehobene Stellung insbesondere der drei großen, international agierenden Agenturen sowie der hohe Verbreitungsgrad und die unkritische Akzeptanz von externen Ratings sind durch die aufsichtsrechtliche Verankerung dieser Ratings von den Regulierungsinstanzen selbst stimuliert worden.

Dies verleiht den Ratingagenturen den Anschein von unumstößlicher Objektivität und fördert damit die unkritische Ratingakzeptanz. Darüber hinaus hat die Verankerung externer Ratings in Anlagevorschriften institutioneller Investoren das Potenzial, dass (starke und plötzliche) Änderungen von Ratingnoten dramatische Kursbewegungen auslösen können, weil beim „Durchbrechen“ gewisser Schwellenwerte

massiv Verkaufsorders ausgelöst bzw. erzwungen werden. Allgemein liegt eine Konstellation vor, in der Ratingveränderungen zu teilweise systemgefährdendem Herdenverhalten führen.

Der Bedarf nach Ratingnoten ergibt sich bezogen auf Deutschland für Banken aus der Solvabilitätsverordnung (SolvV). Banken haben die Wahl, den Anrechnungsbetrag für Kreditrisiken „entweder nach dem Kreditrisiko-Standardansatz (KSA) oder dem auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRBA)“ zu ermitteln.⁹ Die auf internen Ratings basierenden Ansätze (Modelle) benötigen eine Zulassung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Dabei ist „zwischen der Prüfung zur Zulassung des Instituts zum IRBA und der Prüfung der Eignung einzelner Ratingsysteme zu unterscheiden“ (BaFin 2007: 2). Im Rahmen der sogenannten IRBA-Eignungsprüfungen werden u.a. die Eignung der Modelle zur Ermittlung der Mindesteigenkapitalanforderung sowie die Vorbereitungen des jeweiligen Instituts bezüglich der Durchführung von Stresstests und Validierungen der Modelle durch die Bankenaufsicht beurteilt.

Die organisatorischen und technischen Anforderungen an die Einführung und Nutzung eines internen Ansatzes sind daher als hoch einzustufen. Entsprechend äußerten sich Vertreter der Genossenschaftsbanken: „Die Kosten für Implementierung, Betrieb und Gewährleistung des IRB-Ansatzes wären für kleine Banken derzeit unangemessen hoch und würden nicht durch eine mögliche Senkung der Kapitalanforderungen ausgeglichen“ (Ferry 2005: 8). Für den Sparkassensektor galt auf Ebene einzelner Sparkassen offenbar Vergleichbares: „Wir sind der Zentralverband von 465 lokalen Sparkassen, von denen keine ein IRB-System entwickeln könnte, das den Mindestkriterien des IRB-Ansatzes genügt“ (Ferry 2005: 9). Interne Modelle werden damit im Ergebnis vor allem von größeren Kreditinstituten eingesetzt.

Kleinere Banken nutzen somit oft den Kreditrisiko-Standardansatz. Der nach diesem Ansatz notwendige Betrag an Eigenkapitalunterlegung hängt in einer Vielzahl von Fällen von externen Ratingnoten ab. Abhängig von der Art der Forderungsklasse sind von der externen Ratingnote determinierte Risikogewichte für die Eigenkapitalunterlegung von null, zehn, 20, 50, 100, 150, 350 oder 1250 Prozent vorgegeben. In den betroffenen Fällen hat damit die externe Ratingnote unmittelbaren Einfluss auf den von der Bank vorzuhaltenden Eigenkapitalbetrag und mittelbaren Einfluss auf die Zinskondition.¹⁰ Die externe Ratingnote weist damit in diesen Fällen eine realwirtschaftliche Implikation auf. Für die betroffenen Banken ist im Ergebnis eine Abhängigkeit von externen Ratingnoten entstanden, so dass ein unmittelbarer Verzicht auf diese Noten nicht möglich ist. Jedoch wäre der entstehende Aufwand im Falle des Verzichts gegen die in diesem Papier beschriebenen Nachteile, insbesondere gegen die entstandene Macht der Ratingagenturen, abzuwägen.

3.4 Das Geschäftsfeld der Ratingagenturen

Das Geschäftsfeld der großen Ratingagenturen beschränkt sich nicht auf die reine Vergabe von Bonitätseinschätzungen. Festgemacht an Standard & Poor's lassen sich leicht andere Geschäftsfelder beschreiben: Standard & Poor's fungiert einerseits als ein Anbieter bedeutender (Aktien-)Marktindizes, andererseits erstellt die Agentur Studien sowohl zu einzelnen Unternehmen als auch zu Märkten bzw. definierten Marktsegmenten. Darüber hinaus bewertet die Agentur das Management von Investmentfonds und bietet Risikomessverfahren sowie Methoden zur Bewertung von einzelnen Wertpapieren an. Formal unabhängig von diesen Tätigkeitsfeldern erfolgt das Rating von Emittenten, Staaten und einzelnen Emissionen.¹¹

9 § 8 Abs. 1 SolvV.

10 Siehe hierzu Abschnitt: 3.6 Der Mehrwert von Ratings.

11 Einen Überblick über das Tätigkeitsprofil bietet die Homepage von Standard & Poor's: www.standardandpoors.com/home/en/eu.

Naturgemäß mit anderen Schwerpunkten bzw. Tätigkeitsfeldern bieten auch die weiteren beiden großen Ratingagenturen verschiedenste Dienstleistungen an, wovon das Rating nur einen Teil darstellt. Die drei „großen Agenturen“ verweisen alle auf vorhandene „Codes of Conduct“ (oder Ähnliches), die der Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen den Geschäftsfeldern dienen sollen. Sofern dies gegeben ist, wäre ein Hauptkritikpunkt an den Ratingagenturen, die Vermischung von Ratingaktivitäten mit entsprechenden Neutralitätserfordernissen seitens des Beurteilers und gewinnorientierter Beratungsleistung, hinfällig. Es bleibt mindestens abzuwarten, ob diese Verhaltensrichtlinien die gewollte Wirkung entfalten.

Gleichwohl verbleibt der Kritikpunkt der Bezahlung des Ratings. Solange das zu bewertende Unternehmen selbst die Kosten für das Rating übernimmt, entsteht ein potenzieller Interessenkonflikt, wie er beispielsweise empirisch in der Subprime-Krise beobachtbar war.¹² Beide potenziellen Interessenkonflikte – also die sich aus verschiedenen Geschäftsfeldern ergebenden und potenziell aus dem Bezahlmodell resultierende – sind Ausgangspunkt einiger Überlegungen zur Schaffung einer neuen Ratinginstitution und zur Regulierung der Ratingagenturen (vgl. bspw. RBSC 2011: 4).¹³

3.5 Das Oligopol der „großen Drei“

Die Marktstellung der „großen Drei“ sei zunächst erneut aus einer regulatorischen Sicht betrachtet. Grundlage ist dabei wiederum die Solvabilitätsverordnung: Bezogen auf die Risikogewichtung, also die Eigenkapitalunterlegung durch Banken, waren im Jahr 2011 folgende Ratingagenturen nach §§ 52 und 53 SolvV anerkannt (ggf. abhängig vom Marktsegment):

- Creditreform Rating AG,
- DBRS,
- Euler Hermes Rating GmbH,
- Japan Credit Rating Agency Ltd.,
- Fitch Ratings,
- The McGraw-Hill Companies unter der Marke Standard & Poor's Ratings Services und
- Moody's Investors Service.¹⁴

Unter anderem die „großen Drei“ sind damit aus der Perspektive der Verwendung der Risikogewichte aufsichtsrechtlich legitimiert. Ähnliches gilt für die USA, in denen die Ratingagenturen als staatlich anerkannte Bonitätsprüfer gelten. International wird der Ratingmarkt von diesen drei Agenturen dominiert:

12 Siehe hierzu Abschnitt: 2. Ratingagenturen: Die Finanzkrise sowie 4. Ratingagenturen: Regulierung und Regulierungsvorschläge.

13 Siehe hierzu Abschnitt: 4. Ratingagenturen: Regulierung und Regulierungsvorschläge.

14 Die Übersicht der entsprechend der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.9.2009 über Ratingagenturen registrierten Ratingagenturen findet sich unter ESMA 2012.

„Big Three“	Weltmarktanteil (insg. ca. 5 Mrd. USD)	Umsatz	Gewinn	Mitarbeiterzahl
Standard & Poor's	47 %	1,7 Mrd. USD	0,88 Mrd. USD	10.000
Moody's	32 %	2,03 Mrd. USD	0,77 Mrd. USD	4.500
Fitch	16 %	0,83 Mrd. USD	0,17 Mrd. USD	2.997

Die realwirtschaftliche Wirkung der Ratingeinschätzungen hängt dabei einerseits von der Marktdurchdringung der „großen Drei“ und andererseits vom Nutzungsgrad der Ratingnoten beispielsweise durch kreditgebende Banken und Investoren ab.¹⁵ Weiter oben wurden typische Banken beschrieben, die auf externe Ratingnoten zurückgreifen, um damit die regulatorisch notwendige Eigenkapitalunterlegung zu bestimmen. Aufgrund der Struktur des Bankenmarktes dürfte dies in Deutschland auf eine große Zahl von kleineren und mittelgroßen Banken zutreffen. Im Folgenden sei nun auf die Marktdurchdringung der „großen Drei“ eingegangen.

Im Jahr 2007 gingen Analysten davon aus, dass Standard & Poor's und Moody's Investors Service zusammen über einen Marktanteil unter allen Ratingagenturen von rund 80 Prozent verfügten. Diese Zahl stieg auf rund 95 Prozent unter Einbezug von Fitch Ratings (vgl. The Economist 2007). Dabei ist zu beachten, dass sich diese Anteile auf einen nicht präzise definierten Markt beziehen. Zwar ist vom Weltmarkt die Rede, gleichwohl ist nicht abschließend klar, welche Geschäftsbereiche der Ratingagenturen einbezogen wurden (vgl. Hackhausen 2012). Aus diesem Grund seien nachstehend noch qualitative Einschätzungen und absolute Aussagen der Agenturen selbst betrachtet. Die Marktstellung wurde zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Marktanteile wie folgt beschrieben: „The big rating agencies are ‚as close to Shangri-La as you can get, at Microsoft-plus margins,‘ ... They wield great power – a downgrade can tip a company into bankruptcy – but lack Accountability“ (The Economist 2007).

Die Ratingagenturen selbst beschreiben ihren Tätigkeitsumfang, jeweils bezogen auf das Geschäftsfeld „Rating“ mit beeindruckend hohen Zahlen. Beispielsweise schreibt Standard & Poor's: „In 2010 S&P issued 162,418 new and 556,872 revised ratings“ (Standard & Poor's 2012). Moody's Investors Service erwähnt „Ratings on over 170,000 corporate, government and structured finance securities“ (Moody's Investors Service 2012a). Bezogen auf die Kreditanalyse äußert Moody's Investors Service: „Our credit opinions cover the debt of approximately 12,000 corporations, 25,000 local and state governments, 110 sovereign nations and 16,000 structured finance transactions, as of December 31, 2009“ (Moody's Investors Service 2012b). Fitch Ratings weist im Vergleich kleinere, wenngleich nicht unbedeutende Zahlen aus: „Credit analysis conducted for our Financial Institutions sector provides insightful and comprehensive ratings on more than 3,500 banks and 120 covered bonds around the world.... Fitch Ratings' sovereign team is dedicated to providing timely and objective ratings and insightful research on the foreign and local debt issuance of over 100 countries“ (Fitch Ratings 2012).

15 Dabei ist neben dem Nutzungsgrad vor allem entscheidend, ob die Ratingnote eine ergänzende Information im Rahmen der Kreditprüfung ist oder zusätzlich als Grundlage des Risikogewichts Verwendung findet.

Wenn es auch ohne eindeutige Definition des relevanten Markts nicht möglich ist, Marktanteile zu beschreiben – beispielsweise kann davon ausgegangen werden, dass der Anteil der „großen Drei“ für deutsche Kleine und Mittlere Unternehmen (KMU) geringer ist als bei internationalen kapitalmarktorientierten Unternehmen – belegen die absoluten Zahlen eindrucksvoll die Marktstellung der „großen Drei“. Die stark oligopolistische Marktstruktur im Ratingsegment – somit das Fehlen von gleich anerkannten Alternativenanbietern bzw. Meinungsvielfalt – erzeugt dabei einerseits große (politische) Macht aufseiten der Agenturen und andererseits können Ratingentscheidungen starke Marktbewegungen auslösen. Eine solche Synchronisierung der Risikoeinschätzung durch wenige Akteure ist sehr bedenklich: Es besteht die Gefahr, dass wegen fehlender Pluralität der Risikoeinschätzung herdenartige Entwicklungen und entsprechende Volatilitäten provoziert werden sowie ein durch die Ratingagenturen induzierter „Investorenstreik“ hervorgerufen wird. In diesem Kontext besteht auch die Gefahr eines Marktmissbrauchs durch die Agenturen selbst. Letzteres bekommt zusätzlich Gewicht, weil Standard & Poor's sowie Moody's Investors Service teilweise von denselben Investorengruppen kontrolliert werden.¹⁶

Zudem entstehen bei den wenigen Anbietern Monopolrenten, welche andere Marktteilnehmer zu tragen haben und aus Perspektive volkswirtschaftlicher Wohlfahrtstheorie negativ zu beurteilen sind. Durch die Herabstufung von Länderbewertungen beeinflussen die Agenturen zudem die finanzielle Handlungsfähigkeit dieser Länder sowie ihrer Kredit- und Versicherungswirtschaft ganz entscheidend. Die Agenturen können dadurch die Zahlungsunfähigkeit eines Landes und den Zusammenbruch seiner Finanzwirtschaft katalysieren. Dies allein ist bereits problematisch, noch gravierender ist jedoch, wenn spezifische europäische Strukturen oder Charakteristika nicht berücksichtigt werden.

3.6 Der Mehrwert von Ratings

In der Finanzwirtschaft ist klar zwischen Verfahren zur Risikomessung und Verfahren zur Bestimmung eines „fairen“ Preises zu unterscheiden.¹⁷ Greift das Pricingmodell auf Ratingnoten als (einzige) Eingangsgröße zurück, ist der Zusammenhang zwischen Ratingnote und Pricing offensichtlich. Dieser Zusammenhang verstärkt sich dann ganz besonders, wenn Ratingagenturen in ihrer Bewertung auf die Entwicklung bzw. die Veränderungen von Risikomargen (z.B. CDS-Spreads¹⁸) für Emittenten zurückgreifen.

Empirische Untersuchungen lassen aber Zweifel aufkommen, ob Ratingklassen tatsächlich eine Mehrinformation gegenüber anderen öffentlich verfügbaren Daten wie z.B. Bilanzkennziffern haben. Darüber hinaus ist fraglich, welches Risiko durch Ratings im Ergebnis tatsächlich beschrieben wird. Empirisch kommt zumindest eine Studie zu dem Ergebnis, dass Ratings das marktweite sogenannte systematische

16 So belaufen sich die Überschneidungen bei den Shareholdern auf 38 % bei Standard & Poor's bzw. McGraw-Hill und 53 % bei Moody's (Krall, M., Roland Berger Strategy Consultants 2012: Deficiencies of the Rating Industry, Vorschlag zur Gründung einer Europäischen Ratingagentur, Präsentationsunterlagen, S. 9, mimeo).

17 Beispielhaft sei auf Jarrow et al. (1997) verwiesen: „For pricing purposes, it is necessary to use the 'risk-neutral' probabilities. For risk management purposes, however, it is necessary to use both the 'risk-neutral' and the empirical probabilities“.

18 CDS-Spreads bezeichnen den Preis für einen Kreditausfallswap (Credit Default Swap – CDS), im Allgemeinen angegeben in Basispunkten: „Mit Abschluss eines Kreditausfallswaps verpflichtet sich der Sicherungsgeber gegen eine ... zu zahlende Prämie [CDS-Spread bzw. CDS-Prämie], bei Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses (z. B. Zahlungsausfall oder -verzug) eine Ausgleichszahlung an den Sicherungsnehmer zu leisten. Die Höhe der CDS-Prämie hängt vor allem von der Bonität des Referenzschuldners, der Definition des Kreditereignisses und der Laufzeit des Vertrags ab“ (Bundesbank Glossar: Kreditausfallswap, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/K/kreditausfallswap.html).

Risiko deutlich besser abbilden, als das dem gerateten Unternehmen innewohnende spezifische Risiko (das sogenannte idiosynkratische Risiko) (vgl. Hilscher/Wilson 2011). Während jedoch das systematische Risiko von einem informierten Investor durch Streuung seines Portfolios ausgesteuert werden kann, verbleibt das idiosynkratische Risiko. Die Kenntnis hierüber ist entscheidend für die Bewertung einer Information, aber offenbar nicht oder nur zum Teil durch die Ratingnote beschrieben. Richten sich Investoren jedoch trotzdem in ihren Investitionsentscheidungen an den Ratingnoten aus, so besteht die Gefahr einer Fehlallokation von Kapital. Dies gilt sowohl aus Investorensicht als auch für den Markt insgesamt.

Neben dieser wirtschaftlichen Betrachtung ergeben sich ggf. unabhängig Kosten aus der regulatorischen Anforderung einer Eigenkapitalunterlegung.¹⁹ Das gebundene Eigenkapital ist in der Regel mit einer Renditeanforderung versehen. Aus der regulatorischen Sicht entsteht damit aus einer zweiten Perspektive ein Zusammenhang zwischen Ratingnote und Preis. Wobei auch an dieser Stelle zu diskutieren ist, ob die externe Ratingnote einen Mehrwert gegenüber einer internen Risikoeinschätzung aufweist. Die Interdependenz mit der betriebswirtschaftlichen Analyse ist mindestens unklar.²⁰ Aber auch aus dem Blickwinkel der Regulatorik besteht somit die Gefahr einer Fehlallokation von Risikokapital.

19 Siehe hierzu Abschnitt: 3.3 Ratings in der gesetzlichen Regulierung von Banken.

20 Als Beispiel sei das regulatorische Risikogewicht für Staatsanleihen des Euroraums von null Prozent angeführt. Die gehandelten Risikoprämien entsprechen offensichtlich nicht diesem Risikogewicht.

4 Ratingagenturen: Regulierung und Regulierungsvorschläge

In Anbetracht der Kritik an den Ratingagenturen als Mitauslöser und Katalysator der Finanzkrise sowie in Anlehnung an den G20-Beschluss, alle Finanzmarktteilnehmer einer angemessenen Regulierung und Aufsicht zu unterwerfen, nahm sich die EU-Kommission dieses Themas rasch an. Dabei war ein Verbot von Ratingagenturen – wie teilweise als Reaktion auf die aufgetretenen Schwächen im Ratingmarkt diskutiert worden ist²¹ – nie Option. Dies wäre auch weder durchsetzbar noch sinnvoll: Die Kapitalmärkte brauchen Informationssammelstellen zur Bewertung der Rückzahlungswahrscheinlichkeit von Schuldnern; nur so lassen sich bestehende Informationsasymmetrien beseitigen. Ein Verbot würde einem effizienten Funktionieren der Finanzmärkte entgegenstehen, zudem ist zu erwarten, dass sich andere Formen/Dienstleister der Bonitätsbewertung herausbilden. Konsens war indes, die Ratingagenturen wegen ihrer hohen Bedeutung für die Stabilität der Finanzmärkte einer wirksamen Aufsicht zu unterziehen.

4.1 Ratingverordnung von 2009

Rat und Europäisches Parlament haben im September 2009 eine (erste) Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen beschlossen (CRA 1).²² Vorausgegangen waren Vorarbeiten seitens des Committee of European Securities Regulators (CESR) sowie der EU-Kommission. Hauptanliegen waren: die Verbesserung der Integrität, der Qualität und der Transparenz der Ratings; die Einführung einer Aufsicht über die Ratingagenturen sowie eine Registrierungspflicht für Ratingagenturen. Bei Nichtbefolgung der Regulierungsvorgaben sind der Aufsicht umfangreiche Sanktionsmöglichkeiten eingeräumt, u.a. Entzug der Registrierung oder vorläufiges Geschäftsverbot.

Die wesentlichen Inhalte der Verordnung seien nachstehend benannt:

4.1.1 Registrierungspflicht

Alle in der EU tätigen Ratingagenturen müssen ein Registrierungsverfahren – das bestimmte Anforderungen an die Organisation der Agenturen sowie an die Qualität des Ratingsprozesses stellt – durchlaufen. Die Zulassung erfolgte zunächst – auf Basis von CESR-Guidelines – durch die nationalen Aufsichtsbehörden in Zusammenarbeit mit den Aufsichtskollegen. Seit Juli 2011 ist die ESMA mit der Registrierung betraut.

Für aufsichtliche Zwecke (beispielsweise Eigenkapitalunterlegung) dürfen Kreditinstitute, Versicherer etc. nur Ratings von registrierten/zertifizierten Agenturen verwenden. Ratings von Agenturen, die nicht der Verordnung unterliegen (Ratings aus Drittländern), können nur unter bestimmten Voraussetzungen aufsichtlich verwendet werden. Ratings nicht registrierter Agenturen oder nicht anerkannte Ratings aus Drittstaaten sind aufsichtsrechtlich nicht verwendbar. Die Übergangsfrist wurde mehrfach durch die ESMA verlängert, letztendlich bis zum 30. April 2012.

Nach Auslaufen einer Übergangsregelung sind die Vorschriften ab dem 7. Juni 2011 grundsätzlich vollumfänglich zu beachten. Ohne entsprechende Registrierung waren Ratings für aufsichtliche Zwecke nur

21 Vgl. bspw. Heiner Flassbeck, Chefvolkswirt der United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD.

22 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.9.2009 über Ratingagenturen.

für drei, maximal sechs Monate verwendbar. Die Übergangsfrist wurde mehrfach durch die ESMA verlängert, letztendlich bis zum 30. April 2012.

Hintergrund war auch, dass sich die Registrierungsverfahren für die europäischen Tochtergesellschaften der drei großen US-amerikanischen Ratingagenturen lange hingen und erst Ende Oktober 2011 erfolgten. Bisher haben 31 Agenturen den Registrierungsprozess abschließend durchlaufen (von denen einige zur selben Gruppe gehören).²³

In Bezug auf Japan hat die EU-Kommission bereits im September 2010 die Gleichwertigkeit der Regulierung von Ratingagenturen verbindlich festgestellt. Das heißt, dass Ratings, die von in Japan ansässigen Agenturen festgestellt werden, von Finanzinstituten in der EU unmittelbar für regulatorische Zwecke verwendet werden können. Für Australien (Dezember 2011), die USA (März 2012), Kanada (März 2012), Hongkong (März 2012), Singapur (März 2012), Argentinien (April 2012), Mexiko (April 2012) sowie Brasilien (April 2012) hat die ESMA die dortige Regulierung von Ratingagenturen als „as stringent as“ die europäische klassifiziert. Demnach können Ratingurteile von dort ansässigen Agenturen auch nach Auslaufen der Übergangsfrist von April 2012 in der EU aufsichtlich verwendet werden. Eine Äquivalenzentscheidung der EU-Kommission – wie im Fall Japans – steht indes noch aus.

4.1.2 Verhinderung von bzw. angemessener Umgang mit Interessenkonflikten

Bezüglich des Umgangs mit Interessenkonflikten sind die folgenden Aspekte adressiert:

- Beratung und Rating dürfen nicht gleichzeitig angeboten werden;
- Einrichtung eines internen Kontrollsystems zur Prüfung der Qualität von Ratings sowie einer Compliance-Stelle;
- Vorgaben hinsichtlich der Besetzung und Vergütung des Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrates;
- Regelmäßige Rotation von Analysten und Mitgliedern des Ratingkomitees zur Vermeidung einer zu starken „Nähe“ zum zu bewertenden Emittenten. Ebenso darf ein Analyst kein Unternehmen bewerten, an dem er Eigentumsanteile besitzt.

23 Stand Anfang Oktober 2012 waren folgende Agenturen in der EU registriert und zugelassen (Auflistung nach Zertifizierungsdatum [Sitzland]): Euler Hermes Rating GmbH (DE), Japan Credit Rating Agency Ltd. (Japan), Feri EuroRating Services AG (DE), Bulgarian Credit Rating Agency AD (BG), Creditreform Rating AG (DE), Scope Credit Rating GmbH/PSR Rating GmbH (DE), ICAP Group SA (GR), GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH (DE), ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH (DE), Companhia Portuguesa de Rating S.A. (PT), AM Best Europe-Rating Services Ltd. [AMBERS] (UK), DBRS Ratings Limited (UK), Fitch France S.A.S. (FR), Fitch Deutschland GmbH (DE), Fitch Italia S.p.A. (IT), Fitch Polska S.A. (Polen), Fitch Ratings España S.A.U. (ES), Fitch Ratings Limited (UK), Fitch Ratings CIS Limited (UK), Moody's Investors Service Cyprus Ltd (CY), Moody's France S.A.S. (FR), Moody's Deutschland GmbH (DE), Moody's Italia S.r.l. (IT), Moody's Investors Service España S.A. (ES), Moody's Investors Service Ltd (UK), Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S. (FR), Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.(IT), Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited (UK), CRIF S.p.A.n (IT), Capital Intelligence (Cyprus) Ltd (CY), European Rating Agency, a.s. (SK), Axesor SA (ES).

4.1.3 Verbesserung der Transparenz

Zur Verbesserung der Transparenz sieht die Ratingverordnung von 2009 folgende Verpflichtungen für die Ratingagenturen vor:

- Veröffentlichung eines jährlichen Transparenzberichtes;
- Pflicht zur Veröffentlichung der Methoden, Modelle und der wesentlichen Annahmen, auf denen ein Rating basiert;
- für ein Finanzinstrument darf nur dann ein Rating erstellt werden, wenn die Datengrundlage von ausreichender Qualität ist;
- die Aufsicht pflegt eine Liste mit Informationen hinsichtlich der vergangenen Performance der Ratingagenturen.

4.1.4 Strukturierte Finanzprodukte

Ratings für strukturierte Produkte müssen von anderen Ratings durch ein spezielles Symbol unterscheidbar sein.

4.2 Überarbeitung der EU-Ratingverordnung 2010

Bereits in 2010 erfolgten die Vorarbeiten für die erste Überarbeitung der Verordnung (CRA 2). Diese trat im Mai 2011 in Kraft.²⁴ Demnach ging ab Juli 2011 die Zuständigkeit für die Aufsicht der Ratingagenturen auf die ESMA über, sie kann jedoch Aufgaben an die nationalen Aufsichtsbehörden delegieren. Die ESMA ist in ihrer Aufsichtstätigkeit mit verschiedenen Befugnissen ausgestattet: So kann sie die Übermittlung von Unterlagen und Daten verlangen, Personen vorladen und hören, Prüfungen vor Ort vornehmen und Verwaltungssanktionen, Geldbußen und Zwangsgelder verhängen.

Darüber hinaus wird eine erhöhte Transparenz bei strukturierten Finanzprodukten angestrebt: Die Emittenten von strukturierten Finanzprodukten sind verpflichtet, alle Informationen, die einer beauftragten Ratingagentur zur Erstellung des Ratings zukommen, auch allen anderen registrierten Ratingagenturen zu eröffnen. Hintergrund ist, allen registrierten Ratingagenturen die Möglichkeit zu geben, sogenannte unbeauftragte Ratings auf eine angemessene Informationsbasis zu stellen.

4.3 Vorschläge der Kommission zur Überarbeitung der Regulierung von Ratingagenturen aus dem November 2011

Ungeachtet der erlassenen Ratingverordnung bestanden zahlreiche Probleme fort:

- oligopolistische Marktstrukturen;
- „Ratinggläubigkeit“ bzw. eine faktisch hoheitliche Machtstellung der Ratingagenturen;
- fehlende Haftungsregelungen (jenseits grober Fahrlässigkeit);

²⁴ Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.5.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen.

- unzureichende Regelungen bezüglich des Zeitpunktes von Ratingentscheidungen und mithin die Gefahr panikartiger Marktentwicklungen infolge „überraschender“ und deutlicher Herabstufungen.

Bereits im November 2010 hat die EU-Kommission eine Konsultation für eine weitere Überarbeitung der EU-Ratingverordnung gestartet und diesbezüglich im Juli 2011 einen Roundtable durchgeführt. Die adressierten Themenfelder betreffen: Verringerung der Bezugnahme auf Ratings, neue Bestimmungen für Ratings von Staatsanleihen (insbesondere längere Ankündigungsfristen für Ratingänderungen), Stärkung des Wettbewerbs im Bereich der Ratingagenturen, Einführung zivilrechtlicher Haftungsregelungen, Verminderung von Interessenkonflikten aufgrund des Issuer-Pay-Model.

Im Juni 2011 hat das EU-Parlament einen Initiativbericht bzw. eine nichtlegislative EntschlieÙung zur weiteren Regulierung der Ratingagenturen (Bezug nehmend auf die Konsultation der Kommission) verabschiedet und sich dabei auch für die Gründung einer europäischen Agentur (in der Rechtsform einer Stiftung und mit staatlicher Anschubfinanzierung) ausgesprochen.²⁵ Folgende Punkte werden in der EntschlieÙung herausgestellt:

- Rückführung der übermäßigen Abhängigkeit des Regulierungssystems von externen Kreditratings in einem realistischen Zeitraum;
- Überprüfung des Rückgriffs auf externe Ratings bei Festlegung notenbankfähiger Sicherheiten;
- Stärkung interner Risikobewertung bzw. verstärkte Nutzung des IRB-Ansatzes
- Verbesserung des Zugangs zu wichtigen kreditbezogenen Informationen;
- Kapazitätsausbau bei Aufsichtsgremien zur Überwachung einer verstärkten Nutzung interner Kreditrisikobewertungen;
- für sämtliche für Regulierungszwecke eingesetzte externe Kreditratings sollten zwei Ratings obligatorisch sein und ggf. das ungünstigere herangezogen werden. Die Entscheidung über die zu beauftragende Agentur sollte für das erste Rating vom Emittenten vorgenommen werden, für das zweite obligatorische Rating von der ESMA;
- Anregung zur Einführung eines Europäischen Rating-Indexes (EURIX), der alle am Markt verfügbaren Ratings registrierter Ratingagenturen zusammenfasst;
- zivilrechtliche Haftung der Ratingagenturen bei grober Fahrlässigkeit oder bei Fehlverhalten soll in der gesamten EU auf eine einheitliche Grundlage gestellt werden;
- Aufforderung an die Kommission zu Vorschlägen für alternative Zahlungsmodelle;
- Aufforderung an die Kommission zur Folgenabschätzung und Durchführbarkeitsstudie für eine unabhängige europäische Ratingstiftung;
- Aufforderung an die Kommission zur Prüfung einer Unterstützung zur Herausbildung eines Netzwerks europäischer Ratingagenturen.

25 EntschlieÙung des Europäischen Parlaments vom 8.6.2011 zu den Zukunftsperspektiven der Ratingagenturen (2010/2302(INI)); P7_TA-PROV(2011)0258.

Die EU-Kommission hat im November 2011 einen Vorschlag zur Überarbeitung der bestehenden Regulierung angenommen (CRA 3).²⁶ Ziel der Kommission ist es, die Mängel in der bestehenden Regulierung zu beheben. Insbesondere soll ein übermäßiger Rückgriff auf Ratings verringert, die Ratingverfahren qualitativ verbessert sowie eine höhere Wettbewerbsintensität unter den Ratinganbietern erzeugt werden.

4.3.1 Reducing Overreliance

Die Kommission stellt fest, dass Ratings derzeit eine quasi-institutionelle Rolle spielen. Daher will die Kommission den Rückgriff auf sie verringern.²⁷ Die Kommission konstatiert, dass die Vorschläge zur Capital Requirements Directive IV (CRD IV) bzw. Capital Requirements Regulation (CRR) bereits bewirkt haben, dass weniger auf externe Ratings Bezug genommen wird und die Finanzinstitute mit der gebotenen Sorgfalt eigene Prüfungen durchführen müssen. Für die Vorschriften für Fondsmanager hat die Kommission nunmehr ähnliche Änderungen vorgeschlagen. Das Paket soll absehbar mit einer Änderung der Versicherungsvorschriften vervollständigt werden.

Die Kommission wählt damit den Weg der Rückführung des regulatorischen Rückgriffs auf externe Ratings, nicht jedoch die vollständige Verbannung dessen. Und in der Tat würde die scheinbar nahe liegende Lösung, externe Ratings aus den Regulierungsvorschriften vollständig zu verbannen und Kreditinstitute bzw. andere institutionelle Finanzmarktakteure zu ausschließlich eigenen Bonitätsbeurteilungen zu verpflichten, bei näherer Betrachtung keinen tragfähigen Weg darstellen:

- Erstens hat die Finanzkrise gravierende Schwächen sogenannte interner Risikobewertungsmodelle offengelegt.²⁸ Die Aufgabe des auf externen Ratings basierenden Standardansatzes zugunsten des auf internen Ratings basierenden IRB-Ansatzes wäre daher mit erheblichen Stabilitätsrisiken verbunden.²⁹

26 COM 2011/746 (Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds im Hinblick auf den übermäßigen Rückgriff auf Ratings) sowie COM 747 (Verordnung zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009).

27 Die Überlegungen stehen im grundsätzlichen Einklang mit Vorschlägen des Financial Stability Boards. Um die herausgehobene Position der Ratingagenturen sowie ihre Meinungsführerschaft zu reduzieren, hat das FSB verschiedene Maßnahmen diskutiert: mittelfristige Rückführung der aufsichtsrechtlichen Verankerung von Bewertungen verschiedener Ratingagenturen; Stärkung bankinterner Bewertungssysteme; Eingrenzung der Bezugnahme auf Ratingnoten in Verträgen; Ausweitung der Informationspflichten von Wertpapieremittenten, um den Marktteilnehmern eine bessere, eigene Risikoeinschätzung zu ermöglichen (vgl. ausführlich FSB 2010).

28 Was interne Modelle anbelangt, herrscht seit Längerem der Verdacht, dass einerseits diese Modelle nur von ihren „Konstrukteuren“ auf Bankseite verstanden werden und andererseits ihre Kalibrierung durchaus bewusst vom Motiv der Eigenkapitalentlastung getrieben ist. Eher wissenschaftlich betrachtet liegt das Problem interner Modelle darin, dass Verteilungen unterstellt werden, die Black-Swan-Events ausblenden. Wenn also die Gegenwart stark von der Zukunft abweicht, entsteht ein prognostisches Problem. Nicht zuletzt in Anbetracht der skizzierten Probleme hat der Baseler Ausschuss im Februar 2012 verlauten lassen, eine Arbeitsgruppe zur Untersuchung interner Risikomodelle, insbesondere im Ländervergleich, einzurichten. Wann erste Ergebnisse und eventuelle Handlungsvorschläge vorliegen, ist noch nicht absehbar.

29 Der Standardansatz wird derzeit vor allem von kleineren bis mittleren Kreditinstituten angewandt. Hintergrund sind die hohen prozeduralen Anforderungen an interne Bewertungsmodelle sowie die damit verbundenen hohen Fixkosten. Die Anwendung interner Ratingverfahren könnte daher nur über (gruppeninterne) Poolösungen – die grundsätzlich in allen drei Säulen des deutschen Kreditgewerbes möglich sind – erfolgen.

- Zweitens ist die das interne Bewertungsmodell abnehmende Aufsichtsbehörde dann letztlich die in der Verantwortung stehende Instanz. Dies wird weder seitens der Aufsicht selbst gewünscht sein, noch wäre es der Reputation einer Aufsichtsbehörde – insbesondere im Nichterfolgsfall – zuträglich, wodurch die (politische) Stellung der Aufsichtsbehörde insgesamt geschwächt wird.

In Anbetracht dessen werden externe Ratings in den Regulierungsvorschriften auch zukünftig nicht verzichtbar sein. Weitere Regulierungsschritte, die die Arbeit der Ratingagenturen betreffen (u.a. die Methodologie der Raterstellung), sind daher unverzichtbar.

Letztlich wird jedoch die Möglichkeit, US-amerikanischen Ratingagenturen Vorgaben zu setzen – allein schon weil die Drohung, diese regulatorisch nicht anzuerkennen, infolge weniger Alternativenanbieter unglaubwürdig ist – begrenzt bleiben. Daher müssen (europäische) Alternativenanbieter gefördert und ggf. ein neuer Akteur aufgebaut werden.

Kurzfristig ist dafür zu plädieren, die Akzeptanzentscheidung über notenbankfähige Sicherheiten im Eurosystem vollständig von externen Ratings zu entkoppeln und stattdessen auf interne Bewertungen abzustellen. Dieses sollte zumindest für Staatsanleihen, wünschenswerter Weise aber auch für Unternehmensanleihen und für Anleihen von Finanzinstituten der Fall sein.

4.3.2 Rotationszwang

Die Kommission schlägt ein strenges Rotationsprinzip der Raterstellung vor. Demnach muss nach drei Jahren die Agentur gewechselt werden. Wenn eine Ratingagentur mehr als 10 Schuldtitel des Emittenten bewertet, bereits nach einem Jahr. Nach Ablauf einer „Abkühlungsphase“ von vier Jahren darf die Agentur erneut für eine Bewertung herangezogen werden.

Durch die erzwungene Nachfrage nach einer größeren Anbieterzahl soll einerseits der Markt für Wettbewerber geöffnet werden und andererseits soll das Rotationsprinzip mögliche Interessenkonflikte aus „Weiterbeschäftigung“ vermeiden.

Seitens der Kreditwirtschaft wird diesbezüglich die Befürchtung einer höheren Ratingvolatilität und einer Benachteiligung europäischer Emittenten an den internationalen Finanzmärkten infolge einer kürzeren und inkonsistenten Ratinghistorie geäußert. Zudem wird darauf verwiesen, dass sich bei Rotation die Performance der Ratingagenturen nicht beurteilen lasse. Wenngleich diese Befürchtungen nicht unmittelbar zu entkräften sind, sind sie mit der Chance, den Wettbewerb durch eine höhere Anbieterzahl zu stärken und neuen Akteuren die Möglichkeit eines Reputationsaufbaus zu geben, abzuwägen.

4.3.3 Harmonisierte Ratingskala

Die EU-Kommission schlägt die Standardisierung und Harmonisierung der Ratingnoten vor. Dahinter steht die Idee, auch bei einer erzwungenen Rotation zumindest in der Skalierung eine Vergleichbarkeit herzustellen.

Ob eine Vereinheitlichung bzw. Harmonisierung der Ratingskala bei unterschiedlichen zugrunde liegenden Methodologien erzielt werden kann, erscheint indes fraglich. Auf jeden Fall sollten Methodologien nicht standardisiert werden, da ansonsten eine Differenzierung zwischen den Agenturen nicht mehr möglich wäre, was tendenziell den Wettbewerb eher beschränken dürfte.

4.3.4 Ratings für strukturierte Finanzinstrumente

Der Kommissionsvorschlag sieht für Emittenten strukturierter Finanzinstrumente die Pflicht zur Bereitstellung umfangreicher Informationen sowie die Pflicht zur Beauftragung von mindestens zwei Agenturen vor, die jede ein eigenes, unabhängiges Rating erstellen.

Die Bereitstellungspflicht umfasst Informationen zur Kreditqualität und Wertentwicklung der dem strukturierten Finanzinstrument zugrunde liegenden einzelnen Werte, zur Struktur des Verbriefungsgeschäfts sowie zu den Cashflows und allen etwaigen Sicherheiten, mit denen eine Verbriefungsposition unterlegt ist. Darüber hinaus müssen alle Informationen, die notwendig sind, um umfassende und fundierte Stresstests in Bezug auf die Cashflows und Besicherungswerte, die hinter den zugrunde liegenden Forderungen stehen, durchführen zu können, bereitgestellt werden.

4.3.5 Transparenz

Der Kommissionsvorschlag sieht vor, dass Ratingagenturen zur Veröffentlichung detaillierter Informationen (Parameter, Stressszenarien etc.) verpflichtet sind und Änderungen in der Methodologie begründen müssen. Ebenfalls vorgesehen sind strengere Offenlegungspflichten gegenüber den Emittenten. So muss der bewertete Akteur Zeit und Gelegenheit bekommen, mögliche Fehler im Rating ermitteln und Gegenargumente vorbringen zu können. Mit den Maßnahmen sollen zum einen Dritte die Analysen der Agenturen nachvollziehen und beurteilen können. Zum anderen soll ein intensiverer Dialog zwischen Ratingagentur, Emittent und Investor entstehen.

Darüber hinaus soll die ESMA die Methodologie bewerten und genehmigen. Beaufsichtigt werden sollen ferner die Gebührenpolitik und -struktur.

Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz sowie Qualitätsvorgaben sind zweifelsohne als sinnvoll einzuschätzen, um Tendenzen zu Herdenverhalten entgegenzuwirken und die Agenturen frühzeitig unter kritischer Beobachtung der Marktteilnehmer zu stellen. Diese sollten jedoch weiter gehen als in den Kommissionsvorschlägen:

- die Transparenzpflichten sollten auch eine Offenlegung der Zusammensetzung des Ratingkomitees sowie der Gebährentabellen einschließen;
- Begrenzungen der Zahl der Ratinganalysen pro Analyst, um eine hinreichende Qualität allein aus Zeitgründen zu gewährleisten;
- zudem müssen alle durch den Emittenten bereitgestellten Informationen im Ratingprozess einbezogen werden;
- zu überlegen ist ferner, ob mindestens einer der Analysten im Besitz der Landessprache des Emittenten sein sollte, um bereitgestellte Informationen adäquat auswerten zu können.

4.3.6 Länderratings

Die Agenturen sind aufgefordert, Länderratings nicht mehr jährlich, sondern halbjährlich zu überprüfen. Ferner dürfen Länderratings erst nach Handelsschluss und mindestens eine Stunde vor Öffnung der Handelsplätze in der EU veröffentlicht werden. Außerdem sind für die Ratingagenturen vor allem in Bezug auf die Beschäftigung von Personal, das mit der Abgabe von Ratings befasst ist, neue Transparenzvor-

schriften vorgesehen. Die Frage eines temporären Einfrierens von Länderratings lässt die Kommission noch offen.

Die Möglichkeit, Länderratings vorübergehend (bis zu drei Monate) einzufrieren, sollte indes weiterverfolgt werden. Diese Regelung böte die Möglichkeit, Marktturbulenzen entgegenzuwirken, insbesondere wenn sie aus Verpflichtungen, nur in bestimmte Ratingklassen investieren zu dürfen, entstehen. Darüber hinaus erhielten die Länder Zeitfenster, um entsprechende politische Maßnahmen zu ergreifen. Damit würde man vermeiden, dass fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen mit Herabstufungen zeitlich unmittelbar zusammenfallen.

4.3.7 Weitere Ergänzungen

Der Kommissionsvorschlag greift darüber hinaus die nachfolgenden Punkte auf:

- Regelung der zivilrechtlichen Haftung von Ratingagenturen bei vorsätzlichem oder grob fahrlässigem Verstoß gegen die Verordnung über Ratingagenturen nach dem Grundsatz der Umkehr der Beweislast;
- Begrenzung der Beteiligung eines Anteilseigners oder eines Mitglieds einer Ratingagentur an einer anderen Ratingagentur auf maximal fünf Prozent;
- Schaffung eines EURIX, der alle auf dem Markt verfügbaren Ratings frei zugänglich bündelt.

4.3.8 Stand des Gesetzgebungsverfahrens

Der Kommissionsvorschlag befindet sich aktuell im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren, d. h. in den Beratungen des Europäischen Parlamentes und des Rates. Der ECOFIN beschäftigte sich zuletzt im Juni mit dem CRA 3-Vorschlag, jedoch bislang ohne abschließende Positionierung.

Der Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON) des Europäischen Parlaments hat Mitte Februar 2012 (Berichterstatter Leonardo Domenici [S&D], Schattenberichterstatter u.a. Sven Giegold und Dr. Wolf Klinz) seinen Berichtsentwurf vorgelegt. Dieser war Grundlage für die weiteren Beratungen und ist Mitte Juni vom ECON angenommen worden. Der Bericht ist im August im Plenum des Europäischen Parlamentes vorgestellt worden, die Abstimmung im Plenum ist für Dezember 2012 terminiert.

Im Bericht des ECON-Ausschusses wird insbesondere kritisiert, dass anders als im Entschließungsantrag des Parlaments vom Juni 2011 gefordert, die Einrichtung einer europäischen Ratingagentur im Vorschlag der Kommission nicht vorgesehen ist. Darüber hinaus fordert der ECON-Ausschuss unter anderem:

- ein Verbot unangeforderter Staatsschuldenratings;
- Einschränkungen für Fusionen oder Übernahmen von Ratingagenturen, die mit ihren Ratingtätigkeiten in der Union bereits ein beträchtliches Umsatzvolumen erzielen;
- eine Vorschrift, dass Ratingagenturen keine Anteile oder finanziellen Beteiligungen an bewerteten Unternehmen halten dürfen.

Ferner schlägt der ECON-Ausschuss vor, die ESMA mit einem Jahresbericht zur Leistungsfähigkeit von Ratingagenturen zu betreuen sowie Vorschläge zu Zahlungsmodellen, mit denen die Auswahl und Vergütung von Ratingagenturen von den bewerteten Unternehmen völlig unabhängig wird, zu erarbeiten.

5 Schaffung einer europäischen Ratingagentur: Argumente und Vorschläge

Das Ziel eines adäquaten aufsichtsrechtlichen Umgangs mit bestehenden Ratinganbietern ist stets nur eines unter verschiedenen gewesen. Von Beginn an wurde politisch diskutiert, wie die oligopolistische Marktstruktur „gebrochen“ werden kann. Infolge der extrem hohen Markteintrittsbarrieren ist im rein marktwirtschaftlichen Prozess indes keine Änderung der Marktstrukturen zu erwarten: Neuen Ratingagenturen mangelt es an Renommee und Akzeptanz auf Investorenseite, wodurch auch die Emittenten als Auftraggeber zurückhaltend sind. Gleichzeitig fehlt neuen Anbietern eine kritische Masse an erforderlichen Daten und Analystenteams, so dass sie kaum die Möglichkeit haben, sich eine Marktstellung aufzubauen.

Neben den wohlfahrtstheoretischen Vorteilen einer Wettbewerbssteigerung läge der Nutzen einer europäischen Agentur darin, dass sie die Struktur der europäischen Finanzwirtschaft besser verstehen könnte als andere, vornehmlich angelsächsisch geprägte Institutionen. Die Gründung einer europäischen Ratingagentur könnte zudem einen Beitrag zur Stärkung des europäischen Finanzplatzes leisten. Sollte es gelingen, eine europäische Agentur erfolgreich zu etablieren, wird es für die ESMA einfacher sein, diese – im Vergleich zu den nicht in Europa ansässigen Agenturen – zu regulieren bzw. zu beaufsichtigen. Dies trägt allgemein zur Finanzmarktstabilität bei.

Allerdings gab es bereits in der Vergangenheit verschiedene Initiativen zur Gründung einer europäischen Agentur, die erfolglos blieben und zum Teil mit entsprechendem finanziellem Aufwand scheiterten.³⁰ Wie schwer es für neue Wettbewerber ist, auf dem internationalen Ratingparkett Fuß zu fassen, zeigt auch das Beispiel DBRS: Nachdem im Jahre 2005 Büros in London, Paris und Frankfurt eröffnet wurden, mussten diese bei Ausbruch der Finanzkrise wieder geschlossen werden; seit 2010 ist DBRS wieder in Europa präsent (London).

Ungeachtet dessen ist es erklärter politischer Wille, die bestehenden Anbieterstrukturen zu ändern. Dabei sind mehrere Ansätze in der Diskussion. Neben der Unterstützung zum Aufbau eines Netzwerkes von kleinen und mittleren bestehenden Ratingagenturen laufen die Überlegungen auf die Schaffung einer neuen, stiftungsbasierten Ratingagentur (European Rating Foundation) hinaus. Das Stiftungskapital soll dabei von Unternehmen der Finanzwirtschaft aufgebracht werden. Zur Überbrückung der Aufbauphase ist teilweise auch eine staatliche (zurückzuzahlende) Anschubfinanzierung im Gespräch.

In der Diskussion um strukturelle Änderungen im Ratingmarkt findet sich ferner der Vorschlag einer europäischen Fondslösung (Beck/Wienert 2010: 24). Hierbei wendet sich der Emittent an einen noch zu gründenden europäischen Fonds, der ohne Nennung des Emittenten per Ausschreibung eine Agentur mit der Raterstellung beauftragt. Damit soll die Verbindung zwischen Ratingauftrag und Auftraggeber zerschnitten werden. Es wird diskutiert, einen solchen europäischen Fonds durch Beiträge aller Emittenten oder Investoren, die aufgrund gesetzlicher Vorschriften Ratings nutzen, zu finanzieren.

30 Zu nennen ist bspw. die von 24 deutschen Banken und Unternehmen getragene Initiative Company Rating mbH, Frankfurt/Main (1991 bis 1993).

5.1 Zentralbankratings als Alternativmeinung

Im Rahmen der Besicherung der Refinanzierungsgeschäfte (Liste der notenbankfähigen Sicherheiten) erstellen die Zentralbanken des Eurosystems, u.a. die Banque de France, die Deutsche Bundesbank sowie die Europäische Zentralbank (EZB) selbst, eigenständige Ratings. Eine Veröffentlichung dieser Zentralbankratings sowie die Vergrößerung des Beurteilungsradius – so ein in der Diskussion auftauchender Vorschlag – gäben dem Markt eine weitere Bewertungseinschätzung und fungierten im Kern wie eine zusätzliche Ratingagentur. Im Rahmen des im November 2010 initiierten Konsultationsverfahrens lehnte die EZB eine Veröffentlichung sowie regulatorische Verwendung von (internen) Zentralbankratings jedoch ab (vgl. EZB 2011).

5.2 Kreditversicherer als Nukleus einer neuen Ratingagentur

Da es für einen neuen Marktakteur notwendig ist, die erforderliche Datenbasis und entsprechende Algorithmen aufzubauen, entsteht eine erhebliche Vorlaufzeit. Daher wurde als Alternative zur Schaffung einer vollständig neuen Agentur diskutiert, große Kreditversicherer zur Ausweitung ihres Geschäftsfeldes zu ermutigen.

Die etablierten Kreditversicherer, wie etwa Euler Hermes oder Coface, bewerten bereits heute detailliert die wirtschaftliche Lage von Unternehmen und das gesamtwirtschaftliche Umfeld eines Landes. Somit verfügen sie über das notwendige Wissen, die Erfahrung und statistischen Grundlagen zur Bewertung von entsprechenden Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Wertpapieren. Dies – so ein in der politischen Diskussion geäußelter Vorschlag – prädestiniert sie als Nukleus einer europäischen Ratingagentur, d.h., diese Unternehmen könnten bei entsprechend erweiterter Geschäftstätigkeit die Aufgabe einer europäischen Konkurrenzagentur übernehmen.

Die Euler Hermes Gruppe hätte sich hierfür angeboten. Sie verfügt mit der Euler Hermes Rating GmbH bereits über eine Ratingagentur. Zudem wickelt die Euler Hermes Kreditversicherungs-AG verschiedene Instrumente der Außenwirtschaftsförderung im Auftrag der Bundesregierung ab, u.a. die Exportkreditgarantien des Bundes (sogenannte Hermesdeckungen) sowie die Garantien für Investitionen im Ausland zur Absicherung des politischen Risikos (sog. Investitionsgarantien).³¹ Die Euler Hermes Gruppe verfügt somit sowohl aus dem eigenen Rating- und Warenkreditversicherungsgeschäft als auch aus der Abwicklung von bundesdeutschen Programmen der Außenwirtschaftsförderung über Erfahrungen und verlässliche Daten bei der Ermittlung von Länderratings und Adressatenausfallrisiken. Euler Hermes hätte zusätzlich den Vorteil, dass als Allianz-Tochter auch eine Verlinkung mit den Daten und Arbeitsergebnissen der

31 Die Investitionsgarantien sind ein Förderinstrument der Bundesrepublik Deutschland für inländische Unternehmen zur Erschließung von Auslandsmärkten durch lokale Präsenz in Form eigener Fertigungs- und Servicestätten. Sie wurden 1959 eingeführt. Mit der Programmabwicklung beauftragte Mandatargesellschaften sind PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sowie die Euler Hermes Kreditversicherungs-AG.

Allianz-Tochter Pacific Investment Management Company (PIMCO) möglich wäre. Euler-Hermes hat jedoch anfängliche Pläne zur Mitwirkung an einer europäischen Ratinginitiative verworfen.

Als Nukleus wären grundsätzlich auch Kreditanalyseabteilungen von Banken oder Anlagegesellschaften denkbar. Diese könnten als Ratinganbieter zumindest für bestimmte Marktsegmente auftreten. Hier bieten sich möglicherweise für die Landesbanken (durch Ausgliederung und Zusammenlegung entsprechender Abteilungen) Betätigungsfelder. Entsprechende Initiativen sind jedoch bislang nicht entstanden.

5.3 Staatliche europäische Ratingagentur

Vereinzelt ist überlegt worden, eine staatliche europäische Ratingagentur zu gründen. Hierbei würden jedoch verschiedene Probleme auftreten: Ratings einer staatlichen Agentur besäßen vermutlich einen Mangel an Glaubwürdigkeit und somit Akzeptanz, insbesondere bezüglich staatlich emittierter Wertpapiere. Zudem dürften Fehleinschätzungen in Einzelfällen auch bei von öffentlichen Agenturen durchgeführten Bonitätsbewertungen nicht zu vermeiden sein. In diesem Zusammenhang treten Haftungsfragen, die letztlich vom Steuerzahler zu begleichen sind, auf.

5.4 Stiftungsbasierte europäische Ratingagentur

Auch infolge der fehlenden Umsetzbarkeit anderweitiger Ansätze konzentriert sich die Diskussion in Politik und Finanzwirtschaft nunmehr stärker auf das Konzept einer stiftungsbasierten europäischen Ratingagentur (European Rating Foundation). Dabei wird das Stiftungskapital von der Finanzwirtschaft aufgebracht. Zur Überwindung der Markteintrittsbarrieren (Aufbau eines Datenpools und Marktkenntnis, Ausgleich von noch nicht realisierten Skaleneffekten und Produktstandardisierungen, Überwindung noch fehlender Verbreitungstiefe sowie Akzeptanz bzw. Reputation) bedarf es einer (staatlichen) Anschubfinanzierung, die ggf. zurückzuzahlen ist.

Das Stiftungskonzept gewährleistet grundsätzlich ein erforderliches Maß an Unabhängigkeit. Zudem müsste zur Erlangung einer hinreichenden Glaubwürdigkeit die institutionelle Ausgestaltung so vorgenommen werden, dass die operative Arbeit der Agentur vollständig unabhängig und neutral gegenüber Anschubfinanzierern und Kapitalgebern der Stiftung erfolgen kann. Ferner bedürfte die operative Arbeit – auch um eine rasche Akzeptanz zu erreichen – eines hohen Maßes an Transparenz, d.h. einer Offenlegung der Urteilsgrundlagen und -verfahren.

5.4.1 Wege zur Finanzierung einer europäischen Ratingagentur

Insbesondere die Anlaufphase einer neuen Agentur wird nach einer externen Finanzierungslösung verlangen. Dies liegt in erster Linie an den erheblichen Markteintrittsbarrieren bzw. entsprechend hohen Anlaufkosten.

Eine potenzielle staatliche Anschubfinanzierung wäre primär aus zwei Gründen auch wirtschaftstheoretisch begründbar:

- Märkte mit hohen Markteintrittsbarrieren neigen zu monopolistischen oder oligopolistischen Anbieterstrukturen. Infolge des zu geringen Wettbewerbsgrades entstehen auf Anbieterseite Monopolrenten; zudem ist die Zahl vollzogener Transaktionen tendenziell zu gering. Der marktwirtschaftliche Prozess an sich kann diese Marktunvollkommenheit nicht überwinden. Ein Markteingriff in Form staatlicher Subventionierung des Markteintritts ist zur Erhöhung des Wettbewerbsgrades und somit

zur Realisierung volkswirtschaftlicher Wohlfahrtsgewinne notwendig. Prominentes Beispiel ist der Markt des Flugzeugbaus: Zur Überwindung des Monopols von Boeing hat die EU lange Markteintrittssubventionen für Airbus gezahlt.

- Gekoppelt mit einer Verpflichtung der Emittenten, der europäischen Agentur alle zur Raterstellung relevanten Informationen zugänglich zu machen, ist die europäische Agentur in der Lage, Unsolicited and Public Ratings zu erstellen. Damit liefert sie eine Art öffentliches Gut, wodurch eine staatliche (Anschub-) Finanzierung ebenfalls wirtschaftstheoretisch gerechtfertigt wäre.³²

Bezüglich des langfristigen „Bezahlmodell“ sind grundsätzlich verschiedene Modelle denkbar:

- (1) Steuerfinanzierung der Raterstellung,
- (2) Investor zahlt: Börse erhebt bei Emission eine zusätzliche Gebühr und führt diese an die Ratingagentur ab (bei Nichtplatzierung zahlt Emittent),
- (3) Institutionelle Investoren führen bezogen auf ihr Anlagevolumen eine (jährliche) Gebühr an einen „Verwaltungsfonds“ ab und Wertpapieremittenten wenden sich an den Fonds. Dieser vergibt den Ratingauftrag und bezahlt die Agentur.
- (4) Emittent bezahlt die selbst ausgewählte Agentur.
- (5) Emittent bezahlt, allerdings wählt die Aufsichtsbehörde die Agentur aus.

Eine dauerhafte staatliche Finanzierung der Raterstellung – im Sinne eines öffentlichen Gutes durchaus denkbar – ist politisch kaum durchsetzbar. Da allerdings das Gut „Rating“ Eigenschaften eines öffentlichen Gutes aufweist, also nicht rein privat nutzbar ist, gestaltet sich auch eine individuelle Bezahlung durch Investoren grundsätzlich problematisch. Anderweitige Lösungen, wie das Abführen einer prozentualen Gebühr bezogen auf das Anlagevolumen, wären indes ein stark pauschalisierendes Vorgehen. Die Erhebung einer Gebühr nur bezogen auf geratete Aktiva würde – da dies in der Regel bezogen auf einen Stichtag erfolgt – zu kurzfristigen Portfolioumschichtungen führen, die ggf. marktdestabilisierend wirken. Daher wäre – soll der Investor direkt zahlen – die Bezahlung des Ratings per Emission der geeignetere Weg, wenngleich Ausweichreaktionen auf nicht der Gebührenabführung unterliegenden Börsenplätzen denkbar sind.

Erfolgt die Bezahlung durch den Emittenten, sind Interessenkonflikte und somit ein potenziell verzerrtes Verhalten der Agentur grundsätzlich nicht auszuschließen. Dem kann allerdings durch strikte Transparenz des Ratingverfahrens und der Entscheidungsgrundlagen sowie der Vergabe des Ratingauftrages durch einen Dritten begegnet werden.

³² Vgl. Mählmann, T. 2010: „Wenn Emittenten über die Veröffentlichung ihres Ratings frei entscheiden können und nicht jeder Emittent über ein Rating verfügt, können sich Emittenten mit einem Rating hinter der Möglichkeit verstecken, kein Rating zu haben. Die Unsicherheit der Investoren, ob einzelne Emittenten über ein Rating verfügen... , ermöglicht es Emittenten mit einem Rating, ungünstige Informationen in Form schlechter Ratings erfolgreich zu verheimlichen ... Im Ergebnis werden ihre Emissionen damit vom Markt überbewertet. Die Emissionen der Emittenten ohne Rating werden dagegen unterbewertet.“

5.4.2 Maßnahmen zur (kurzfristigen) Akzeptanzsteigerung einer europäischen Ratingagentur

Um eine rasche Akzeptanz einer neuen europäischen Agentur am Markt zu ermöglichen, könnten verschiedene aufsichtsrechtliche Hebel und organisatorische Mechanismen angewandt werden:

- Das Eurosystem akzeptiert im Rahmen der Offenmarktgeschäfte nur Wertpapiere als Sicherheit, die (auch) über ein Rating der europäischen Agentur verfügen.
- Zudem müssen die Bankaufsichtsbehörden die Methoden zur Berechnung der Eigenkapitalunterlegung aus Counterparty Risk für Ratings der europäischen Agentur öffnen.
- Auf internationaler Ebene muss darauf hingewirkt werden, dass die US-amerikanische Börsenaufsicht ihre Regeln dergestalt ändert, dass der neuen europäischen Agentur ein Marktzutritt ermöglicht wird. Insbesondere muss die U. S. Security and Exchange Commission den NRSRO-Status (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) gewähren.
- Alle Wertpapiere, die von Marktakteuren aus dem EU-Gebiet emittiert werden, müssen – wobei weitere Ratings nicht ausgeschlossen sind – mit einem Rating der europäischen Ratingagentur ausgestattet sein.
- Alternativ kann verlangt werden, dass alle Emittenten, die ein Rating für ein Wertpapier erstellen lassen, die dafür notwendigen Informationen (einschließlich Beantwortung eventueller Rückfragen) auch der europäischen Agentur zur Verfügung stellen. Es ist dann wichtig, die europäische Ratingagentur zu verpflichten, sogenannte Unsolicited and Public Ratings zu erstellen, d.h. nicht vom Emittenten in Auftrag gegebene Ratings, gegen deren Veröffentlichung sich der Emittent nicht wehren kann, also an denen er keine Veröffentlichungsrechte besitzt.³³

³³ Da hierbei verschiedene Unternehmensdaten faktisch frei zugänglich gemacht werden, wird ein solches Vorgehen jedoch sehr wahrscheinlich zur Folge haben, dass die Emittenten bzw. Gläubiger deutlich weniger Informationen bereitstellen werden.

Ratingagenturen: Zusammenfassung

6

Zur Bewertung der Frage nach der Notwendigkeit und den Leistungen der Ratingagenturen verbleiben Kritikpunkte oder zumindest nicht eindeutig aus dem Weg geräumte Fragestellungen. Dieses gilt insbesondere für den Aspekt der institutionellen Verankerung von Ratingnoten. Dies kann entweder privatwirtschaftlich – Beispiele sind Anlagebedingungen von Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungen oder „trigger events“ bei Kreditderivaten – oder regulatorisch – im Falle der aufsichtsrechtlich vorgegebenen Unterlegungspflicht von Aktiva mit Eigenkapital – bedingt sein. Aus diesem Blickwinkel sind nicht die Ratingagenturen an sich, sondern die ihnen übertragene Macht zu kritisieren. Es ist jedoch wie oben beschrieben nicht ohne weiteres möglich, dies zu verändern, da einige Marktteilnehmer nicht ad hoc über die Fähigkeiten und Mittel verfügen, auf externe Ratingeinschätzungen zu verzichten.

Insofern stellt die scheinbar nahe liegende Lösung, externe Ratings aus den Regulierungsvorschriften vollständig zu verbannen und Kreditinstitute bzw. andere institutionelle Finanzmarktteilnehmer zu ausschließlich eigenen Bonitätsbeurteilungen zu verpflichten, bei näherer Betrachtung kaum einen tragfähigen Weg dar: Erstens hat die Finanzkrise gravierende Schwächen sogenannter interner Risikobewertungsmodelle offengelegt. Zweitens ist die das interne Bewertungsmodell abnehmende Aufsichtsbehörde dann letztlich die in der Verantwortung stehende Instanz. Dies wird weder seitens der Aufsicht selbst gewünscht sein, noch wäre es der Reputation einer Aufsichtsbehörde – insbesondere im Nichterfolgsfall – zuträglich, wodurch die (politische) Stellung der Aufsichtsbehörde insgesamt geschwächt wird. In Anbetracht dessen werden externe Ratings in den Regulierungsvorschriften auch zukünftig nicht verzichtbar sein. Regulierungsschritte müssen sich daher in erster Linie an die Ratingagenturen selbst richten.

Letztlich wird jedoch die Möglichkeit, US-amerikanischen Ratingagenturen Vorgaben zu setzen – allein schon weil die Drohung, diese regulatorisch nicht anzuerkennen, infolge weniger Alternativen ungläubig ist – begrenzt bleiben. Daher müssen (europäische) Alternativen gefördert und ggf. ein neuer Akteur aufgebaut werden. Die Schaffung einer stiftungsbasierten europäischen Ratingagentur kann dabei einen geeigneten Weg darstellen. Zusätzlich sollte die Vernetzung und Zusammenarbeit bestehender „kleinerer“ Ratingagenturen gefördert bzw. Ratingagenturen für bestimmte Finanzprodukte oder Klassen von Emittenten aufgebaut werden.

Kurzfristig ist dafür zu plädieren, die Akzeptanzentscheidung über notenbankfähige Sicherheiten im Eurosystem weitestgehend von externen Ratings zu entkoppeln und stattdessen auf eigene Bewertungen abzustellen.

Bezogen auf potenzielle Interessenkonflikte innerhalb der Ratingagenturen sind zumindest für ggf. unterschiedliche Interessenlagen aus den verschiedenen Geschäftsfeldern der Ratingagenturen mit entsprechenden Verhaltensrichtlinien Grenzen eingezogen. Die Form der Bezahlung des Ratings stellt aber weiterhin einen Interessenkonflikt dar, der als Kritikpunkt zu werten ist. Dem kann durch strikte Transparenz des Ratingverfahrens und der Entscheidungsgrundlagen sowie der Vergabe des Ratingauftrages durch einen Dritten begegnet werden.

Der ggf. indirekte Zusammenhang zwischen Preisfindung für Kredite und Rating ist kritisch zu sehen. In Analogie zur Fragestellung der Abhängigkeit von externen Ratingnoten ist hier jedoch zunächst zu

fragen, ob nicht jeder Investor (gleichbedeutend: jede kreditgebende Bank) unabhängig von externen Ratingnoten in der Lage sein sollte, eine eigene Analyse des fairen Preises für ein Produkt durchzuführen.³⁴ Wäre dies der Fall, würde dies die für einzelne Marktteilnehmer vorhandene Abhängigkeit von externen Ratingnoten lösen.

Die zuvor genannten Punkte sind entweder betriebswirtschaftlicher oder regulatorischer Natur. Aus der volkswirtschaftlichen Perspektive gilt der Hauptkritikpunkt der oligopolistischen Struktur. Wenn gleich auch andere Ratingagenturen vorhanden bzw. durch die Aufsichtsbehörden zugelassen sind, ist der Marktanteil an sich kritisch zu werten. An dieser Stelle sei Schrooten (2011) zitiert: „Tatsächlich verfügen die drei genannten Rating-Agenturen seit langem über eine marktbeherrschende Position. ... Das ist schon lange so und hat bislang nur wenige gestört. Grundsätzlich weist jedoch jedes simple volkswirtschaftliche Lehrbuch darauf hin, dass im Falle von Marktmacht die einfachen Gesetze der Marktwirtschaft ausgehebelt werden“ (Schrooten 2011: 1). Auch aus diesem Blickwinkel ist daher die Förderung (europäischer) Alternativenanbieter bzw. der Aufbau eines neuen Akteurs zu befürworten.

Volkswirtschaftlich und betriebswirtschaftlich bleibt darüber hinaus bedenklich, dass Ratingagenturen mit ihren Bewertungen die Kapitalallokation beeinflussen. Fehltritte können dann gravierende volkswirtschaftliche bzw. betriebswirtschaftliche Konsequenzen haben, wie die Bewertung strukturierter Immobilienfinanzierungen in den USA oder zu späte und ggf. zu dramatische Änderungen von Länderratings belegen.

Zusammenfassend und mit Bezug auf die Frage, ob Ratingagenturen notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich sind, kann als Ergebnis festgehalten werden:

Ratingagenturen werden solange einen Markt für ihre Produkte, insbesondere für die von ihnen erstellten Ratings finden, wie Banken, Versicherungen, Fonds und Investoren einem regulatorischen oder selbst auferlegtem Zwang folgen bzw. einen Bedarf für diese, ihren Entscheidungsprozess vereinfachenden und unterstützenden Ratings haben.

In Anbetracht dessen und der Freiheit der globalen Märkte sind Verbote weder sinnvoll noch zulässig, so dass man Ratingagenturen als im weitesten Sinne notwendig ansehen muss.

Im Sinne dieser Logik ist aber zulässig zu folgern, dass sie nicht generell notwendig und damit in Teilaspekten überflüssig sind, ohne dass dies bisher zu Konsequenzen geführt hat. Dies liegt insbesondere an der unveränderbaren Macht der Marktbeteiligten gegen die Veränderungen nur mit deren Willen und mit ihnen durchführbar sind. Es wäre aus unserer Sicht allerdings erstrebenswert, die Rolle externer Ratings in regulatorischen Fragen stärker zu begrenzen. Die insoweit an Ratingagenturen übertragenen Aufgaben sollten die hierfür Verantwortlichen soweit möglich wieder selbst übernehmen und erledigen.

Als „Übel“ muss aus volkswirtschaftlicher Sicht die oligopolistische Struktur des Marktes angesehen werden zumal hiermit eine zu große Marktmacht der drei führenden Agenturen verbunden ist.

Ratingagenturen können und dürfen sich von den Auswirkungen Ihres Tuns nicht freizeichnen. Ihre Fehlurteile haben zu volkswirtschaftlichen und betriebswirtschaftlichen Verwerfungen bzw. Schäden mit beigetragen, insbesondere dort wo externe Ratings weitgehend unkritisch für regulatorische Zwecke oder Anlageentscheidungen übernommen wurden.

Unseres Erachtens weisen Ratingagenturen eine hohe systemische Relevanz auf, zumal sie mit ihren Bewertungen Einfluss auf ganze Volkswirtschaften gewonnen haben. Von daher halten wir eine intensive Beaufsichtigung der Ratingagenturen sowie eine perspektivische Änderung der oligopolistischen Marktstruktur für zwingend erforderlich.

Literaturverzeichnis

Beck, Hanno; Wienert, Helmut (2010): Ein Fonds für Ratingagenturen, in: Financial Times Deutschland vom 27.07.10, S. 24.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin 2007): Merkblatt zur Zulassung zum IRBA, Frankfurt, www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/BA/mb_070401_zulassung_IRBA.pdf?__blob=publicationFile.

Europäische Zentralbank (EZB 2011): European Commission's Public Consultation on Credit Rating Agencies – Eurosystem Reply, Frankfurt, www.ecb.int/pub/pdf/other/ecpublicconsultationcreditratingagencieseurosystemreplyen.pdf.

Ferry, John (2005): Fortschritte bei Basel II, db.riskwaters.com/global/risk/foreign/deutsches/dec05/Deu_8-10.pdf.

Financial Stability Board (FSB 2010): Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, www.fsa.go.jp/inter/fsf/20101029-2/01.pdf.

Fitch Ratings (2012): Sector Coverage, www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/sector-coverage.jsp.

Franke, Günter; Krahnen, Jan P. (2009a): The Future of Securitization, in: Fuchita, Yasuyuki; Herring, Richard J.; Litan, Robert E. (Hrsg.): Prudent Lending Restored: Securitization after the Mortgage Meltdown, Tokyo (et al.), S. 105-161.

Franke, Günter; Krahnen, Jan P. (2009b): Instabile Finanzmärkte. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Vol. 10(4), S. 335-366.

Frankfurter Allgemeine (FAZ 2012): Die Finanzmärkte verstehen die Folgen der Euro-Rettung für Deutschland nicht, Interview mit Sean Egan, 01.02.2012, m.faz.net/aktuell/finanzen/euro-krise-die-finanzmaerkte-verstehen-die-folgen-der-euro-rettung-fuer-deutschland-nicht-11634320.html.

Hackhausen, Jörg (2012): Das Märchen von der amerikanischen Verschwörung, in: Handelsblatt vom 17.01.2012, www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/ratingagenturen-das-maerchen-von-der-amerikanischen-verschwoerung/6077072.html.

Hilscher, Jens; Wilson, Mungo (2011): Credit ratings and credit risk. Working Papers 31, Brandeis University, Department of Economics and International Business School.

Mählmann, Thomas (2010): Ratings und ihre Veröffentlichung, WISU, Vol. 39(5), S. 677-682.

Moody's (2012b): Moody's Investors Service, www.moodys.com/credit-ratings.

Moody's (2012b): Moody's Investors Service, ir.moodys.com/overview.cfm.

Schrooten, Mechthild (2011): Europäische Rating-Agentur. Zweck und Optionen, library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08693.pdf.

Standard & Poor's (2012): Key Statistics, www.standardandpoors.com/about-sp/key-statistics/en/us.

The Economist (2007): Measuring the measurers. Credit rating could do with more competition, and a bit more rigour, 31.05.2007, www.economist.com/node/9267952.

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011): The Financial Crisis Inquiry Report, Washington, S. 1-629.

Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich?

THESENPAPIERE DES MANAGERKREISES:

Basel III und Mittelstandsfinanzierung, Oktober 2011

**Finanzmarktregulierung: Einführung einer Bankenabgabe und
Finanztransaktionsteuer auf deutscher und europäischer Ebene**, Juli 2011

Zukunftsinvestitionen trotz Schuldenbremse, Mai 2011

**Nachhaltiges Wachstum finanzieren –
Strategien und Finanzierungsinstrumente für eine Green Economy**, November 2010

Lehren aus der Finanzmarktkrise ziehen, Mai 2010

Diese und weitere Thesenpapiere finden Sie zum Download auf:

www.managerkreis.de