KREDIT & RATING
PRAXIS
Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ
BdRA Bundesverband der Ratinganalysten und Ratingadvisor e.V.

www.krp.ch

• Ratingregulierung geht in die 3. Runde – Die neue EU-Rating-verordnung wurde beschlossen

Artikel aus KRP 2/2013
Rating
von Karl-Heinz Bächstädt und Markus Henn

Ratingregulierung geht in die 3. Runde – Die neue EU-Ratingverordnung wurde beschlossen

Karl-Heinz Bächstädt,
Markus Henn

Der vorliegende Artikel knüpft an den Beitrag der beiden Autoren «Greift die EU bei Ratingagenturen durch? Kritische Würdigung der Vorschläge der EU-Kommission zur Regulierung der Ratingagenturen»[1] an und zeigt auf, inwieweit sich die EU-Kommission mit ihren Vorschlägen vom November 2011 durchsetzen konnte. Es zeigt sich, dass im Bereich der Rotation von Ratings, der Ratingmethoden und der Haftung zentrale Abschwächungen stattfanden. Allerdings wird es dennoch einige wichtige neue Regeln geben, besonders zur Reduzierung der Bezugnahme auf Ratings, zur Transparenz und zu Länderratings.

Am 16. Januar 2013 war es endlich soweit: das Europäische Parlament setzte einen Schlussstrich unter die zweite Überarbeitung der EU-Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen in nur vier Jahren. Mit dem Plenumsbeschluss des Parlaments[2] wurde der zuvor mit den Ministern der Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission ausgehandelte Kompromiss zum Gesetz. Die erst 2009 in Kraft getretene EU-Verordnung zu Ratingagenturen[3] erfährt damit schon ihre zweite Überarbeitung nach 2011,[4] das ist also bereits der dritte Anlauf seit Beginn der Finanzkrise. Da es sich hier um eine Verordnung handelt, gilt sie unmittelbar in ganz Europa und bedarf keiner Umsetzung in das nationale Recht. Daneben gibt es noch zwei kleinere Überarbeitungen der Richtlinien für Alternative Investmentfonds und für Gemeinsame Anlagen in übertragbare Wertpapiere (OGAW),[5] die noch in das nationale Recht umgesetzt werden müssen.

Die Reform bringt eine Reihe von einschneidenden Änderungen für das Rating mit sich, allerdings wurden entscheidende Veränderungen im Lauf des Gesetzgebungsprozesses von der Tagesordnung genommen. Im Folgenden soll vor allem auf das endgültige Ergebnis zu den sechs wichtigsten Punkten eingegangen werden. Die größten Änderungen sind jeweils in einem Kasten zusammengefasst. Danach folgen Details und es wird auch kurz auf Änderungen in der beschlossenen Regulierung gegenüber dem ursprünglichen Gesetzesvorschlag der EU-Kommission[6] Bezug genommen. Die wichtigsten Reformen im Überblick sind:

1. Die Bezugnahme auf externe Ratings wird beschränkt.
2. Ratings werden transparenter.
3. Länderratings müssen regelmäßiger und transparenter erfolgen.
4. Mehr Wettbewerb und Rotation bei einigen Ratings wird vorgeschrieben.
5. Die Unabhängigkeit der Agenturen wird gestärkt.
6. Die Haftung der Ratingagenturen wird etwas erhöht.

NEUREGULIERUNG 1: DIE BEZUGNAHME AUF EXTERNE RATINGS WIRD BESCHRÄNKT.

- Bezugnahmen auf externe Ratings von Seiten der EU-Behörden und im Recht der EU sollen gestrichen werden, sofern sich Alternativen umsetzen lassen.
- Finanzinstitute, Fonds und Versicherungsgesellschaften müssen eigene Bewertungen vornehmen und dürfen sich nicht automatisch oder ausschließlich auf externe Ratings stützen.
- Die Behörden sollen die Angemessenheit der internen Bewertungsverfahren von Finanzinstituten, Fonds und Versicherungsgesellschaften überwachen.

Die Idee, Bezüge zu Ratings aus Gesetzen zu streichen und die Finanzinstitute, Fonds und Versicherungsgesellschaften wieder stärker auf eigene Bewertungen zu verpflichten, wurde schon ursprünglich von der EU-Kommission vorgeschlagen und geht auch auf Empfehlungen des Rates für Finanzstabilität (Financial Stability Boards) der G20 zurück.

Bis 31. Dezember 2013 sollen nun zunächst die EU-Aufsichtsbehörden prüfen, wo in ihren Leitlinien und Empfehlungen Bezüge zu Ratings sind, die automatische Reaktionen auslösen. Sie sollen gegebenenfalls gestrichen werden. Über den Vorschlag der Kommission hinaus wurde jetzt noch von Parlament und Ministerrat aufgenommen, dass bis 1. Januar 2020 auch aus dem gesamten Recht der EU Bezüge gestrichen werden sollen, sofern sich Alternativen für die Kreditbewertung finden lassen und umgesetzt worden sind. Zu diesem Zweck soll die Kommission zunächst bis Ende 2015 einen Bericht erstellen. Das späte Datum für die Umsetzung (2020) zeigt allerdings, dass dies für ein großes Unterfangen gehalten wird – oder hinausgeschoben werden soll. Zudem könnte die Voraussetzung, dass eine Alternative da sein muss, die Anwendung dieser Vorgabe massiv einschränken, denn

es bleibt weiterhin völlig offen, welche Alternativen zur Verfügung stehen oder sich zukünftig anböten.[7] Um im Bereich der Fonds die neue Linie durchzusetzen, wurden die Richtlinien zu Alternativen Investmentfonds (AIF) und zu Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) geändert. Es ist den Fonds nicht mehr gestattet, die Kreditwürdigkeit ihrer Vermögenswerte «ausschließlich und automatisch auf externe Ratings zu stützen oder sie als einzigen Parameter zu verwenden».
Die Streichung von starren Bezugnahmen ist insofern zu begrüßen als gerade sie vor allem den großen Ratingagenturen eine Macht verleiht, die zu Problemen nicht nur bei den Investoren und Anlegern, sondern auch bei der Stabilität des Finanzsystems führen kann und auch geführt hat.

NEUREGULIERUNG 2: RATINGS WERDEN TRANSPARENTER.

- Ratingagenturen müssen mehr Informationen zu den Ratings und den Bewertungsmethoden offenlegen und mindestens einen Arbeitstag vor der Offenlegung eines Ratings den Emittenten über die Ratingnote und über die Gründe dafür informieren.
- Zusätzliche Informationspflichten gelten für Emittenten, Originatoren und Sponsoren strukturierter Finanzprodukte.
- Ratings müssen an eine von der Aufsicht betriebene Europäische Ratingplattform gemeldet werden, sofern sie nicht gegen Gebühr für Anleger erstellt werden. Für alle Ratings gelten gewisse Meldepflichten an einen Datenspeicher.
- Regeln für Ratings gelten generell auch für Ratingausblicke.
- Bis zur Offenlegung von Ratings und Ratingausblicken gelten die diesbezüglichen Informationen als Insiderinformationen.
- Ratingagenturen sollen Emittenten und Anleger zu allen wesentlichen Änderungen an ihren Methoden konsultieren und ihnen einen Monat Zeit für Kommentare geben.
- Ratingagenturen müssen Fehler in ihren Methoden oder bei deren Anwendung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), den bewerteten Emittenten und auf ihrer Webseite bekannt geben.

Die beschlossenen Transparenzvorschriften entsprechen nur teilweise dem, was schon die Kommission vorgeschlagen hatte. Da Transparenz inzwischen zu einer Art Zauberformel für bessere Regulierung geworden ist, gibt es hier aber immer noch zahlreiche neue Vorgaben, die sich zum großen Teil erst im Anhang zu der Verordnung finden. Die Offenlegungspflichten umfassen bei den Methoden vor allem die Quellen, Modelle, Annahmen, Parameter, Grenzen und Unsicherheiten der Bewertung sowie die entscheidenden Personen. Weiterhin müssen Informationen über alle Unternehmen und Schuldinstrumente veröffentlicht werden, für die eine Erstkontrolle oder Vorabbewertung erfolgt. Unaufgeforderte Ratings müssen besonders gekennzeichnet werden. Für strukturierte Produkte müssen zusätzlich die Emittenten, Originatoren und Sponsoren Informationen zu den zugrundeliegenden Werten, zur Struktur des Verbriefungsgeschäfts, zu Cash flows und zu Sicherheiten offenlegen.

Einen weiteren Beitrag zu höherer Transparenz sollen die Ratingagenturen mit der jährlichen Offenlegung ihrer Kundenliste mit den Umsätzen, auch aufgeschlüsselt nach der geographischen Verteilung, leisten. Darüber hinaus haben sie ihre Preispolitik für Rating- und Nebenleistungen darzulegen und sollen bekannt geben, wer für die Erstellung eines Ratings zuständig ist, welche Methoden verwendet wurden, einschließlich der Annahmen, Parameter, Grenzen und Unsicherheiten sowie Informationen zu Stresstests, Cash flow-Analysen und erwarteten Änderungen.
Allerdings haben EU-Ministerrat und EU-Parlament den Vorschlag gestrichen, dass die ESMA neue Methoden genehmigen muss und haben außerdem neu hineingenommen, dass nur die wesentlichen Änderungen an den Methoden gemeldet werden müssen – zuvor war es noch jede Änderung gewesen. Dies wird aber auch dazu führen, dass der näheren Bestimmung des Begriffs «wesentlich» durch die Kommission und die Aufsichtsbehörden zentrale Bedeutung für diese Regelung zukommen wird. Ähnliches gilt wohl auch für die Fehler, die gemeldet werden sollen. Ohne eine Konkretisierung ist nicht klar, was ein «Fehler» ist und was noch nicht.
Einen weiteren Vorschlag der Kommission haben Rat und Parlament leider nicht aufgegriffen. Das betrifft eine «auf das metrische System gestützte harmonisierte Standardratingskala» sowie Vorgaben zur Zahl der Ratingkategorien und zu Grenzwerten für jede Ratingkategorie. Das hätte eine Vergleichbarkeit der Ratingnoten erleichtert. Die Streichung dieses Vorschlags bedeutet, dass die Harmonisierung der Ratingnoten unterbleibt und ESMA nun vor allem nur noch Vorgaben zu den an sie zu übermittelnden Daten machen wird.
Die Europäische Ratingplattform hieß im Entwurf der Kommission noch Europäischer Ratingindex. Wichtiger als der neue Name ist aber, dass Parlament und Rat eine Ausnahme hineingenommen haben, nämlich für «Ratings oder Ratingausblicke, die ausschließlich gegen Gebühr für Anleger erstellt und offengelegt werden». Das dürfte wohl ein Großteil der Ratings sein. Damit wird die ursprüngliche Absicht, an einer zentralen Stelle Ratings zu sammeln und Transparenz zu schaffen, aufgehoben, die insbesondere den kleineren weniger bekannten Ratingagenturen einen Marketinggewinn eröffnet hätte.
Welche Informationen die Ratingagenturen im Einzelnen vorlegen sollen, wird von der ESMA, der die Aufsicht über die Ratingagenturen obliegt, in technischen Standards näher bestimmt, die dann von der Kommission beschlossen werden. Dieser Prozess wird sich wohl noch über das Jahr 2013 hinziehen. Kaum Eingang in die Verordnung fanden Vorgaben, Ratings stärker an Nachhaltigkeitskriterien auszurichten. Lediglich in den Erwägungsgründen am Anfang der Verordnung heißt es nun, die «Ratingmethoden sollten gegebenenfalls den mit Umweltrisiken verbundenen Finanzrisiken Rechnung tragen». Ob dieser Wunsch überhaupt eine Wirkung entfalten wird, hängt entscheidend von der Bereitschaft der Aufsichtsbehörde ab, ihn durchzusetzen.

Die Veröffentlichung von Ratings für EU-Mitgliedstaaten muss nun also häufiger erfolgen, aber zugleich darf sie nicht zu häufig geschehen. Denn «nicht angeforderte», das heißt nicht beauftragte Länderratings – hierzu zählen die Ratings der aus Sicht der Kapitalmärkte und Investoren bedeutenden Staaten, die grundsätzlich nicht für die Ratings zahlen – dürfen zukünftig

NEUREGULIERUNG 3: LÄNDERRATINGS MÜSSEN REGELMÄSSIGER UND TRANSPARENTER ERFOLGEN.

- EU-Mitgliedstaaten müssen alle sechs statt wie bisher alle zwölf Monate bewertet werden, jedoch unaufgefordert nicht häufiger als zwei bis drei Mal jährlich.
- Länderratings dürfen erst nach Handelsschluss und nur mindestens eine Stunde vor Öffnung der Handelsplätze in der EU veröffentlicht werden.
- Die «Eigenheiten des betreffenden EU-Mitgliedstaates» müssen bei der Bewertung untersucht werden.
- Öffentliche Mitteilungen (außer Ratings und Ausblicken) dürfen nicht auf Informationen aus dem «Einflusskreis des bewerteten Rechtssubjekts» beruhen, die ohne dessen Zustimmung veröffentlicht wurden, sofern es nicht allgemein zugängliche Informationen sind.
- Bis Ende eines Jahres muss ein Plan für das nächste Jahr für die Veröffentlichung der Länderratings und der Ausblicke vorgelegt werden.

nur noch zwei bis drei Mal pro Jahr veröffentlicht werden. Ausnahmen davon sind nur zur «Einhaltung gesetzlicher Verpflichtungen» gestattet. Außerdem sind zukünftig Ankündigungen, das Rating eines Landes oder einer Ländergruppe zu überprüfen, grundsätzlich untersagt.

Im Hinblick auf die Einschränkungen der Häufigkeit ist die Verordnung nicht ohne weiteres nachvollziehbar, denn die Ratingagenturen wurden teilweise gerade deshalb kritisiert, weil sie zu häufig ihre Länderratings aktualisierten. Mit dem von den Ratingagenturen bekanntzugebenden verbindlichen Zeitplan kehrt zwar eine Regelmäßigkeit bei der Veröffentlichung ein, doch dem Informationsbedürfnis und -wunsch, das sich nicht nach dem Kalender richtet, wird damit in keinster Weise entsprochen. Bei den großen Ratingagenturen wurden Länderratings ohnehin unterjährig überprüft. Aufgrund der Dynamik politischer Entwicklungen in einzelnen Staaten oder der Reaktionen auf den Finanzmärkten kann auch eine halbjährliche Überprüfung eines Länderratings einen zu langen Zeitraum darstellen.

Die Veröffentlichung von Länderratings soll zudem nur an einem Freitag erfolgen. Interessant ist folgender Aspekt: Sollten auch die Regulierer in Amerika und in Asien ähnliche Vorgaben für die Veröffentlichung von Länderratings wie in Europa aufstellen, bliebe – schon ohne Berücksichtigung des Freitags – nur noch ein kleines Zeitfenster von weniger als einem Tag, in dem Länderratings überhaupt noch veröffentlicht werden dürften. Die zahlreichen Einschränkungen können als Reaktion der Politik auf unangenehme Ergebnisse und auf unerwünschte Aussagen der Ratingagenturen interpretiert werden. Hier haben die Eigeninteressen von Regierungen über das breite Bedürfnis nach Aktualität von Informationen gesiegt. Es lassen sich allerdings zahlreiche Beispiele für überraschende Meinungsäußerungen von US-amerikanischen Ratingagenturen mit stark politisch geprägten Inhalten oder politisch getriebenen Zielen nachweisen, insbesondere vor europäischen Gipfeltreffen der Staats- und Regierungschefs zur Diskussion über sogenannte Rettungspakete für Staaten, denen ihre Zinssätze für die Refinanzierung beziehungsweise Emission ihrer Staatsanleihen an den Kapitalmärkten zu hoch waren.

Die Länderratings sind einer der wenigen Punkte, in denen der Vorschlag der Kommission verschärft wurde. Das überrascht allerdings nicht, da es ja die Mitgliedstaaten sind, die im Ministerrat mitentscheiden. Neben den genannten neuen Hauptregeln gibt es weitere Detailvorschriften, die teils auch nur im Anhang zu der Verordnung zu finden sind. Dort wird unter anderem auch festgelegt, dass «politische Empfehlungen, Auflagen oder Leitlinien» nicht Teil von Ratings oder Ratingausblicken sein dürfen. Wie sich dies in der Praxis umsetzten lassen wird, bleibt abzuwarten, impliziert doch eine Bewertung der finanziellen Situation oft auch eine zumindest indirekte Empfehlung. Aber auch bei Emittentenratings sind Empfehlungen, Auflagen oder Leitlinien Teil des Ratings oder des Ausblicks, mit denen dann das Management und die Eigentümer entsprechend umgehen müssen.

Eine umfangreiche Analyse der Vorstellungen über Länderratings auf der (europa)politischen Ebene hatten die Autoren bereits in ihrem letzten Artikel zur EU-Regulierung vorgenommen, sodass hier nur auf die Änderungen eingegangen wurde.

NEUREGULIERUNG 4: MEHR WETTBEWERB UND ROTATION BEI EINIGEN RATINGS WIRD VORGESCHRIEBEN.

- Ratings für Wiederverbriefungen müssen spätestens alle vier Jahre von einer neuen Agentur erstellt werden.
- Für komplexe strukturierte Finanzinstrumente sind zwei Ratings von zwei verschiedenen Ratingagenturen vorgeschrieben.
- Emittenten sollen im Fall von zwei Ratings prüfen, mindestens eine Ratingagentur mit weniger als 10 Prozent Marktanteil zu beauftragen.
- Die Kommission soll prüfen, ob ein «Netz kleinerer Ratingagenturen» aufgebaut werden könnte und die Ergebnisse bis 31. Dezember 2013 in einem Bericht veröffentlichen.

Die Rotation bei der Bewertung war von der Kommission deutlich schärfer geplant gewesen. Die Kommission hatte noch eine umfassende Rotation alle drei Jahre und teilweise sogar jedes Jahr vorgesehen und davon nur Staatsanleihen ausgenommen. Dieser Vorschlag wurde nun massiv abgeschwächt, da nur noch Wiederverbriefungen und diese auch nur alle vier Jahre beim Rating rotieren müssen. Zudem gibt es noch eine Ausnahmeregelung, wenn für einen Emittenten von Wiederverbriefungen mindestens vier Agenturen jeweils mehr als 10 Prozent der zu bewertenden Instrumente bewerten. Eine weitere Ausnahmeregelung gilt für Agenturen mit weniger als 50 Angestellten und einem Jahresumsatz von weniger als 10 Millionen Euro.

An der Forderung nach zwei Ratings für strukturierte Produkte hat sich gegenüber dem Kommissionsvorschlag nichts geändert. Allerdings haben das Parlament und der Rat die Vorgabe hineingenommen, dass Emittenten mit zwei Ratings mindestens eine Agentur mit einem Marktanteil von weniger als 10 Prozent beauftragen sollen. Um das zu erleichtern, soll die ESMA eine Liste mit entsprechenden Agenturen veröffentlichen. Die Vorschrift ist jedoch herzlich vage. So soll ein abweichendes Verhalten lediglich «registriert» werden. Die Konsequenzen dieser «Registrierung» sind nicht klar, dürften aber zu keinen ernsthaften Sanktionen

führen. Mit dieser unverbindlichen Forderung lässt sich keine Stärkung des Wettbewerbs erreichen. Eine Reihe von kritischen Anmerkungen zur Idee des verstärkten Wettbewerbs an sich hatten die beiden Autoren bereits im letzten Artikel zur EU-Regulierung gemacht, unter anderem was die Kapazitäten der Wettbewerber und einen möglichen (weiteren) Qualitätsverlust angeht. Einer der Versuche, eine alternative und zugleich nachhaltige Agentur aufzubauen, ist gerade erst infrage gestellt worden. Es handelt sich dabei um die Carlo Foundation, die maßgeblich vom Staat Liechtenstein vorangetrieben wurde, allerdings unter Beteiligung der Deutschen Bundesstiftung Umwelt (DBU), die den Nachhaltigkeitsansatz der Agentur prüfen und verbürgen sollte. Im Februar 2013 hat die DBU aber ihre Mitarbeit beendet. Die Stiftung ist zu dem Ergebnis gekommen, dass Liechtenstein eher eigene Standortinteressen verfolgte als an nachhaltigen Ratings interessiert zu sein.[7]

NEUREGULIERUNG 5: DIE UNABHÄNGIGKEIT DER AGENTUREN WIRD GESTÄRKT.

- Ein großer Anteilseigner einer Ratingagentur (ab 5 Prozent) darf nicht gleichzeitig ein großer Anteilseigner einer anderen Agentur sein.
- Wer maßgeblichen Einfluss auf eine Ratingagentur hat (vor allem ab 5 Prozent Beteiligung), darf keine Beratungsleistungen an Unternehmen verkaufen, deren Produkte von der Agentur benotet werden.
- Eine Ratingagentur darf nicht bewerten, wenn Interessenkonflikte durch die Beteiligung von Personen bestehen, die maßgeblich auf das Geschäft der Agentur Einfluss nehmen können (zum Beispiel mehr als 10 Prozent Beteiligung) oder sie muss zumindest den Interessenkonflikt offenlegen.
- Die Vergütung und Leistungsbewertung von Angestellten darf nicht von den Einnahmen abhängen, die eine Agentur von einem bewerteten Unternehmen erhält.

Die nun beschlossenen Regeln entsprechen im Wesentlichen dem, was schon die EU-Kommission vorgeschlagen hatte. Wirklich einschneidende Änderungen hatte schon die Kommission aus ihrem Vorschlag herausgenommen, wie zum Beispiel ein Verbot der Übernahme kleinerer Agenturen durch die großen.
Bei den nun beschlossenen Regeln ist fraglich, ob sie überhaupt einen großen Effekt haben werden. Zwar gibt es bei den führenden US-amerikanischen Ratingagenturen eine Reihe von großen gemeinsamen Eigentümern[8] und es ist zumindest ein Investor – Capital Group – bei zwei der großen Agenturen mit über zehn Prozent beteiligt. Aber von der Anwendung sind Publikumsfonds («Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere», OGAW) einschließlich verwalteter Fonds wie Pensionsfonds und Lebensversicherungen ausgenommen, sofern die Beteiligung diese Akteure nicht in die Lage versetzt, einen beherrschenden Einfluss auf die Tätigkeit der Agentur auszuüben. Capital Group ist in Deutschland beziehungsweise der EU mit OGAW-Fonds registriert und also wohl ausgenommen.[9] Damit scheint die beschlossene Regelung nichts am Status quo zu ändern und wird wohl auch in Zukunft kaum angewendet werden. Denn durch Publikumsfonds wird ein großer Teil des globalen Kapitals verwaltet. Auch werden die Behörden in der Regel wohl davon ausgehen, dass ein solcher Fonds keinen beherrschenden Einfluss ausüben kann.
Ob die Eigentümer von Ratingagenturen einen Einfluss auf die Ratings ausüben, ist schwer zu belegen. Die Erkenntnisse, auch Äußerungen von Whistleblowern,[10] deuten eher auf einen Einfluss der Kunden als auf einen der Eigentümer hin. Allerdings wäre es keineswegs überraschend oder ungewöhnlich, wenn Eigentümer ihren Einfluss in ihrem Sinne nutzen würden. Von daher sind die Vorgaben der EU zu begrüßen. Unabhängige Ratingagenturen, die nicht mit der restlichen Finanzwelt (und damit auch den Großbanken und Fonds) verflochten sind, könnten – wie beispielsweise die unabhängigen Privatbankiers – einen Unterschied machen.

NEUREGULIERUNG 6: DIE HAFTUNG DER RATINGAGENTUREN WIRD ETWAS ERHÖHT.

- Die Ratingagentur haftet, wenn sie vorsätzlich oder grob fahrlässig gegen die Verordnung über Ratingagenturen verstößt und deshalb für einen Anleger oder Emittenten ein Schaden entsteht.
- Die geschädigten Anleger können ihre zivilrechtlichen Schadenersatzansprüche vor den mitgliedstaatlichen Gerichten geltend machen.
- Die Beweislast trägt der Emittent beziehungsweise der Anleger.

Die Frage nach der Haftung der Ratingagenturen für ihre Ratings ist eine seit langem diskutierte Fragestellung.[14] Die nun beschlossene Haftung weicht in einigen entscheidenden Punkten vom Entwurf der EU-Kommission ab. Zwar wurde die Haftung auf die Interessen der Emittenten erweitert, wohingegen sie zuvor nur auf die Anleger beschränkt war.
Die noch von der Kommission vorgeschlagene Umkehr der Beweislast, bei der die Agenturen ihre Unschuld hätten belegen müssen, hat sich aber nicht durchsetzen lassen. Nun sollen doch die Emittenten beziehungsweise Anleger den Beweis führen, dass ein Verstoß vorliegt. Sie sollen «genaue und detaillierte Informationen» vorlegen, aus denen hervorgeht, dass die Ratingagentur gegen ihre Pflichten verstoßen hat. Dies dürfte den Anlegern beziehungsweise Emittenten in der Praxis oft schwer fallen. Insofern ist die Regelung ausgesprochen schwach.
Die zahlreichen Verstöße gegen die Vorgaben der Verordnung, die eine Ratingagentur begehen kann, sind in einem Anhang ausführlich aufgelistet. Dazu zählen neben den vielen zuvor genannten Regeln zu Transparenz, Methoden etc. auch beispielsweise Fehler im Rahmen der Registrierung (Informationen) oder bei der Durchführung von Ratings. Verstöße werden der Ratingagentur also eher nicht leicht fallen. Die nun beschlossene Haftung deckt sich mit dem Ergebnis in den USA, wo eine anfangs starke Haftung von Präsident Obama am Ende durch Erlasse wieder zurückgenommen wurde. Im Übrigen steht sie auch im Einklang mit den ohnehin geltenden Gesetzen und der Rechtsprechung in Deutschland.
Inzwischen findet die von den großen US-Ratingagenturen traditionell vertretene Auffassung, dass Ratings unverbindliche Meinungsäußerungen seien, die im Rahmen der verfassungsrechtlich gesicherten Meinungsfreiheit abgegeben werden, in Fachkreisen

kein Gehör mehr. Schon die bloße Darstellung von Sachverhalten im Ratingbericht geht über eine Meinungsäußerung hinaus und stellt eine Tatsachenbehauptung dar. Auftritt der Ratingagenturen und Qualifikation der Ratinganalysten sind weitere Belege für eine vom Markt zu recht erwartete Professionalität.

Das Haftungsrisiko ist den großen US-Ratingagenturen auch bekannt. Moody's berichtet ihren Aktionären seit dem Ausbruch der Subprime-Krise 2007 über das Ausmaß einer möglichen Inanspruchnahme aus vielleicht fehlerhaften Ratings und der hierfür gebildeten Rückstellungen.[12] Auch auf gesetzlicher Ebene fand die besondere Verantwortung der Ratingagenturen und die Erfüllung von (Mindest)Anforderungen formell inzwischen seinen Niederschlag: Zum einen in den USA durch den «Credit Rating Agency Reform Act of 2006», also schon vor der Krise, und den Dodd-Frank-Act von 2010 sowie zum anderen in Europa durch die EU-Ratingverordnung 2009.[13]

Gerichte erkennen neuerdings auch eine Haftung der Ratingagenturen. So verurteilte im November 2012 ein Gericht in Australien Standard & Poor's auf Schadensersatz wegen unterlassener Prüfung der von dem Emittenten gelieferten Daten im Rahmen des Ratings von Kreditderivaten.[14] Demnächst soll aus dem gleichen Grund in den Niederlanden eine Klage gegen Standard & Poor's erhoben werden. Das US-Justizministerium hat eine Zivilklage gegen Standard & Poor's an einem kalifornischen Gericht eingereicht.[15] Ihr wird vorgeworfen, sie habe vor Ausbruch der Finanzkrise 2008 Investoren mit zu guten Bewertungen verbriefter Wertpapiere in betrügerischer Absicht getäuscht. Zuvor waren Verhandlungen zwischen dem US-Justizministerium und Standard & Poor's an der Höhe der Schadenersatzforderungen gescheitert.[16] Gegen Moody's soll eine Klage erwogen werden. Im Hinblick auf die Anforderungen zur Beweisführung ist auf eine Erleichterung im Bundesstaat New York hinzuweisen. Der Martin Act aus dem Jahre 1921 verlangt vom Generalstaatsanwalt keinen Nachweis von Vorsatz. Bereits ein fahrlässiger Rechtsbruch genügt. Das US-Justizministerium klagt aber auf Grundlage des Bundesrechts und muss daher vorsätzliches Handeln nachweisen.[17]

Auch die ESMA schaut genauer hin und rügte jüngst allgemein ohne Nennung von Namen Mängel in der Organisation, der Methodologie, der Offenlegung, bei Kontrollen sowie bei der Einhaltung der Mindeststandard der in Europa registrierten Ratingagenturen.[18] Bei der Frage nach der Haftung von Ratingagenturen und der Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen ist aber immer zu berücksichtigen, dass Ratings nur ein Element bei einer Anlageentscheidung bilden (dürfen).

FAZIT. Der Beschluss der EU bringt zwar einige, durchaus substantielle Änderungen für Ratingagenturen mit sich, die nicht nur zu mehr Transparenz führen, sondern auch tatsächlich in das Geschäft eingreifen. Aber eine völlig neue Situation schafft die überarbeitete Verordnung nicht. Nachdem schon die Kommission zentrale Änderungen in ihrem ersten Vorschlag verworfen hatte, haben das EU-Parlament und der Ministerrat die Verordnung weiter aufgeweicht, zum Beispiel bei der Rotation oder der Haftung. Insbesondere die großen US-amerikanischen Ratingagenturen, die mit ihrem Europageschäft der Verordnung unterliegen, brauchen sich also weiterhin keine größeren Sorgen vor einer schärferen Regulierung zu machen, die entscheidende Einschnitte in ihr Geschäftsmodell zur Folge hätten.

Fussnoten

1 Bächstädt, Karl-Heinz, Henn, Markus, Greift die EU bei Ratingagenturen durch? Kritische Würdigung der Vorschläge der EU-Kommission zur Regulierung der Ratingagenturen, in: Kredit & Rating Praxis, Heft 1, 2012, S. 18–25.

2 Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 16. Januar 2013 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zu Änderung der Verordnung (DG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0012+0+DOC+XML+V0//DE.

3 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Rating-Agenturen. http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:DE:PDF.

4 Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen. http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:DE:PDF.

5 Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 16. Januar 2013 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 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 Invest-mentfonds im Hinblick auf den übermäßigen Rückgriff auf Ratings. http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0013+0+DOC+XML+V0//DE.

6 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen vom 15. November 2011. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_de.pdf.

7 «Deutsche Umweltstiftung beendet Zusammenarbeit mit Liechtensteiner Banken», 28. Februar 2013, http://www.deutscheumweltstiftung.de/index.php?option=com_content&view=article&id=419:deutsche-umweltstiftung-beendet-zusammenarbeit-mit-liechtensteiner-banken&catid=36:pressemeldungen&Itemid=215.

8 Vgl. die Übersichten bei Rügemer, Werner, Rating-Agenturen. Einblicke in die Kapitalmacht der Gegenwart, Bielefeld 2012.

9 Siehe die Liste der ausländischen EU-Investmentvermögen (UCITS), die ihre Anteile in der Bundesrepublik Deutschland öffentlich vertreiben dürfen: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Liste/Unternehmensdatenbank/dl_li_investmentfonds_ucits.pdf?__blob=publicationFile&v=8.

10 Siehe zum Beispiel Harrington, William J., Comment on SEC Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 8. August 2011, http://www.sec.gov/comments/s7-18-11/s71811-33.pdf.

11 Siehe den Überblick über die Literatur zur Haftung von Ratingagenturen in: Bächstädt/Henn, a.a.O., hier S. 25 Endnote 26.

12 Vgl. Everling, Oliver, Rating-Agenturen haften für ihre Urteile, in: Neue Zürcher Zeitung, 19. Dezember 2012.

13 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009, a.a.O.

14 Vgl. Kopplin, Ilka, Cünnen, Andrea, Gerichte urteilen strenger. In Australien wurde S&P bereits verurteilt, jetzt steht in Europa eine Klage an, in: Handelsblatt, 6. Februar 2013, S. 32. Die Höhe des Schadensersatzes ist noch zu bestimmen. Der Streitwert betrug AUS-$ 30 Millionen.

15 Vgl. o.V., USA wollen die Ratingagentur S&P verklagen, in: Handelsblatt, 5. Februar 2013, S. 32; Atzler, E., Brower-Rabinowitsch, G., Cünnen, A., Hildebrand, J. Wiebe, F., Mega-Klage gegen Bonitätswächter. US-Regierung beschuldigt Ratingagentur Standard & Poor's, Investoren wissentlich getäuscht zu haben, in: Handelsblatt, 6. Februar 2013, S. 32–33; Benders, Rolf, USA starten Frontalangriff gegen Ratingagenturen. Alle drei Bonitätskontrolleure werden unter die Lupe genommen, in: Handelsblatt, 11. Februar 2013, S. 32; o.V., Ratingfirma weist Klage zurück, in: Handelsblatt, 13. Februar 2013, S. 30.

16 Vgl. Atzler et al., a.a.O., hier S. 33. Das US-Justizministerium forderte mindestens US-$ 1 Mrd. (das entspricht einem Jahresgewinn von S&P).

17 Vgl. Benders, a.a.O.

18 Vgl. Hanke, Thomas, Aufseher kritisieren Ratings, in: Handelsblatt, 19. März 2013, S. 32.

AUTOREN

Diplom-Kaufmann und Certified Rating Advisor Karl-Heinz Bächstädt, Unternehmensberater bei der Rating & Risk Consulting GmbH, www.ratingrisk.de, kh.baechstaedt@ratingrisk.de.

Mag. rer. pol. Markus Henn, Projektreferent für Finanzmärkte bei Weltwirtschaft, Ökologie und Entwicklung e.V., www.weed-online.org, markus.henn@weed-online.org.