

KREDIT & RATING

PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

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

www.krp.ch

Auswahl von Ratingagenturen und Finanzierung von Ratings



Artikel aus KRP 4/2010
Rating
Karl-Heinz Bächstädt

Auswahl von Ratingagenturen und Finanzierung von Ratings

Die Kritik an der Beauftragung und Bezahlung von Ratings durch die Emittenten von Wertpapieren hat sich seit Beginn der Finanzmarktkrise wesentlich verschärft. Neue Nahrung erhielten die Vorwürfe, dass Ratingagenturen ihre Ratings an den Interessen der Auftraggeber, also der Emittenten, ausrichten durch Untersuchungen in den USA. Im Rahmen der Umsetzung der EU-Ratingverordnung in nationales Recht war in Deutschland unter anderem die Frage nach der Finanzierung von Ratings (und damit von Ratingagenturen) auch auf die politische Tagesordnung gelangt. Im Zusammenhang mit der Diskussion um die Finanzierung rückte außerdem die Auswahl von Ratingagenturen durch die Emittenten stärker in den Vordergrund.

Seit der Umsetzung von Basel II ist eine «gute» Ratingnote für ein Unternehmen nicht mehr nur für die Mittelbeschaffung auf dem Kapitalmarkt, sondern auch für die Kreditaufnahme bei Banken und Sparkassen essentiell. Die Regelungen der EU-Ratingverordnung¹ einschließlich des hierzu erlassenen deutschen Ausführungsgesetzes mindern zwar insbesondere durch organisatorische Anforderungen an die Ratingagenturen die Interessenkonflikte, aber können sie weder beseitigen noch entscheidend reduzieren. Die Einhaltung gesetzlicher Bestimmungen sichert nicht die Unabhängigkeit, wie aus zahlreichen anderen Bereichen des Finanzsektors bekannt, zum Beispiel der Anlageberatung.

INTERESSENKONFLIKTE AUFGRUND FINANZIERUNG.

Fast alle Ratingagenturen, insbesondere die großen US-amerikanischen Agenturen, lassen sich für das Rating von Wertpapieren von den Emittenten dieser Finanzprodukte bezahlen und werden somit im Wesentlichen von ihnen finanziert.² Dieses Finanzierungsmodell steht seit langer Zeit in der Kritik. Aus der Beauftragung und Bezahlung leiten Kritiker Interessenkonflikte ab: Sie sind überzeugt, dass sich Ratingagenturen aufgrund der Bezahlung durch die Emittenten dazu verleiten ließen, in deren Interesse zu handeln. Schließlich wollen diese ihre Wertpapiere am Kapitalmarkt platzieren und sich damit Eigen- oder Fremdkapital beschaffen sowie ihre Risiken den Anlegern übertragen. Es wird somit unterstellt, dass bei Ratings private Agenturen ihre Ratingnoten an den Vorstellungen oder sogar nach den Wünschen des Geldgebers = Emittenten ausrichten.³

INTERESSENKONFLIKTE AUFGRUND RATING-SHOPPING.

Bereits früher standen die drei führenden Ratingagenturen in starkem Wettbewerb zueinander, ausgetragen im Wesentlichen als Preiswettbewerb mit teilweise beträchtlichen Abweichungen von den offiziellen Gebührentabellen,⁴ sodass über den Preis die Auftragsvergabe an eine Ratingagentur beeinflusst werden konnte. Im Zusammenhang mit der Frage nach der Finanzierung von Ratings stellt sich auch die Frage nach der Auswahl von Ratingagenturen. Auch bei der freien Auswahl der Ratingagenturen durch die Emittenten lassen sich Interessenkonflikte identifizieren, denn Emittenten können sich grundsätzlich ihre Ratingagentur frei auswählen, von der sie ihre Wertpapiere oder sich selbst raten lassen. Bisher herrschte seitens der Investoren die Erwartung vor, bei den an den internationalen Kapitalmärkten emittierten und gehandelten Wertpapieren Ratings von allen drei führenden Ratingagenturen vorzufinden. Diese Erwartungshaltung scheint sich im Zuge der Finanzmarktkrise langsam aufzulösen. Die Akzeptanz bei den Investoren, es nicht mehr grundsätzlich negativ zu bewerten, wenn ein Emittent nicht mehr die drei führenden Ratingagenturen beauftragt hat, scheint vor dem Hintergrund der Kritik an den Bewertungen der Ratingagenturen insbesondere bei den strukturierten Finanzprodukten und der damit verbundenen abnehmenden Bedeutung der Ratingagenturen zu steigen. Die US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) verlangt ohnehin lediglich, dass am Kapitalmarkt finanzierende Unternehmen sich von mindestens zwei von ihr anerkannten Ratingagenturen⁵ bewerten lassen müssen. Daher können Emittenten im Vorfeld der Vergabe eines Ratingauftrags im Rahmen der Vorgespräche mit einem größeren Kreis von Ratingagenturen vor einem Erstrating einen fundierten Eindruck gewinnen, von welchen Agenturen sie die vorteilhaftesten Ratingnoten erwarten können. Diese (neue) Entwicklung hat beispielsweise bei deutschen Landesbanken in jüngster Zeit zur Kündigung von einer Ratingbeauftragung geführt. Auffällender Weise haben die Landesbanken jeweils der Ratingagentur gekündigt, die die schlechteste Ratingnote vergab. Folgt man dagegen ihrer offiziellen Begründung, dann haben dafür die hohen Kosten den Ausschlag gegeben.⁶ Außerdem werden als Gründe die Schrumpfung der Bilanzsummen und eine abnehmende Refinanzierung über die Kapitalmärkte angeführt.⁷ Mit der Kündigung des Ratings einer Ratingagentur kann sich ein Emittent somit bequem seiner «schlechtesten» Ratingnote entledigen. Alternativ könnte die Agentur zwar das Rating ohne Auftrag auf eigene Kosten fortführen.⁸ Dabei hat sie allerdings die neuen Anforderungen der EU-Ratingverordnung zu beachten: Ein solches Rating wäre eindeutig zu kennzeichnen.⁹ Außerdem müsste die Ratingagentur angeben, ob der Emittent in den Ratingprozess eingebunden war und ob sie Zugang zu den relevan-

ten, internen Dokumenten des Emittenten hatte.¹⁰ Da einerseits viele Banken, die sich am Kapitalmarkt refinanzieren, Ratings aller drei führenden Ratingagenturen aufweisen, aber andererseits Investoren immer häufiger akzeptieren, dass nur Ratings von zwei führenden Agenturen vorliegen, kann ein Emittent mit der Drohung einer Kündigung des Ratings Einfluss auf die Ratingagenturen ausüben. Neben dem dadurch zum Ausdruck kommenden neuen Selbstbewusstsein der Emittenten bedeutet diese Vorgehensweise auch einen Bedeutungsverlust von Ratingagenturen. Trotzdem bedurfte es offensichtlich erst einer öffentlichen Debatte über Ratingagenturen und der Finanzkrise, um einen solchen Schritt (Kündigung) zu unternehmen. Wenn Emittenten auf diesem Wege sich ihrer «schlechtesten» Ratingnote entledigen können, geraten Ratingagenturen unter zusätzlichen Druck, sich nicht mit «schlechten» Noten unbeliebt zu machen. Das würde wiederum den Vorwurf von Interessenkonflikten zusätzlich¹¹ verstärken. Auch der US-Kongress kritisierte, dass große Banken frei zwischen Ratingagenturen wählen können. Daher wurde zwischenzeitlich in den USA ein Gesetzesentwurf diskutiert, der Emittenten von Wertpapieren nicht mehr gestattet hätte, ihre Agentur frei zu wählen. Die Umsetzung sollte über die SEC erfolgen, die über eine neu einzurichtende Behörde als Intermediär zwischen den Emittenten von Wertpapieren und den Ratingagenturen agieren sollte, um zu verhindern, dass diese zu «guten» Ratingnoten verteilen, um nicht Kunden zu verlieren.

UNTERSUCHUNGEN DES US-KONGRESSES. Den starken Einfluss der Emittenten auf die Qualität der Ratings und die Abhängigkeit von Ratingagenturen im Bereich der strukturierten Finanzprodukte untermauerten jüngst die Anhörungen im Untersuchungsausschuss «Financial Crisis Inquiry Commission» des US-Kongresses. Ehemalige Mitarbeiter von Moody's schilderten, wie Investmentbanken Top-Ratings für ihre strukturierten Wertpapiere von ihnen forderten und mit der Abwanderung zur Konkurrenz drohten. Mark Froeba, ehemals Vizepräsident der Derivateabteilung von Moody's, sagte aus, dass Analysten kontrolliert und dazu gebracht worden seien, wider besseres Wissen zu gute Ratingnoten zu vergeben. Ratinganalysten seien eingeschüchtert worden, um die Bereitschaft zur Kooperation zu erhöhen. Zudem habe das Management von Moody's den Investmentbanken geholfen, sich gegenüber den Ratinganalysten durchzusetzen. Unterstützt wurde das Vorgehen durch eine entsprechende Personalpolitik bei Rekrutierung und Karriere. In einer Kultur der Angst sei das Erobern von Marktanteilen über sorgfältige Analysen gestellt worden. Der frühere Leiter des Anleger-Geschäfts Eric Kolchinsky wies auf den «extremen» Druck hin, den Marktanteil von Moody's zu erhöhen.¹²

RATING STRUKTURIERTER FINANZPRODUKTE ALS DOMINIERENDE KONFLIKTQUELLE. Ratingagenturen erstellen Ratings im Wesentlichen für Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und strukturierte Finanzprodukte. Die Zweifel an einer neutralen Erstellung des Ratings und der Güte einer Ratingnote aufgrund des potentiellen Zusammenhangs zwischen Umsatzgenerierung seitens der Ratingagentur und der Ratingnotenvergabe werden – zumindest in der Öffentlichkeit – undifferenziert gegenüber allen Geschäftsfeldern einer Agentur erhoben, richten sich aber im Wesentlichen aufgrund der gravierenden Fehleinschätzungen auf ihre Bewertungen bei den strukturierten Finanzprodukten. Aufgrund des Wachstums in

diesem Geschäftsfeld in den letzten 15 Jahren und der dort erzielbaren Umsatzrentabilität liegen Interessenkonflikte hier besonders nahe. Beispielsweise erzielte Moody's Corp. seit 1997 Wachstumsraten von durchschnittlich 24 Prozent pro Jahr aus dem Rating strukturierter Finanzprodukte und übertraf damit sogar das Wachstum der Emissionsvolumina. Sie erwirtschaftete in diesem Geschäftsfeld Umsatzrenditen von über 50 Prozent.¹³ Doch neben den Interessenkonflikten steht zunehmend die Arbeitsweise der Ratingagenturen beim Rating strukturierter Finanzprodukte unter massiver Kritik.¹⁴

EINNAHMEN DER RATINGAGENTUREN. Die führenden Ratingagenturen erzielen ihre Umsätze sowohl auf der Seite der Emittenten als auch der der Investoren. Von 1909 bis Anfang der 1970er Jahre resultierten ihre Einnahmen im Wesentlichen aus dem Verkauf ihrer Publikationen an Investoren. Die Folgen aus dem Zusammenbruch der größten US-amerikanischen Eisenbahngesellschaft Penn Central im Juni 1970, nachdem die US-Regierung unter Präsident Richard Nixon dem Penn Central System die Unterstützung verweigerte, führten dazu, dass sich die Emittenten, um Emissionen überhaupt noch durchführen zu können, gezwungen sahen, selbst Ratings in Auftrag zu geben. Zu den Investoren kamen somit die Emittenten als Kunden der Ratingagenturen hinzu. Heute zahlen

- die Emittenten, um mit den Ratings ihren Zugang zu den Kapitalmärkten zu erhalten oder zu sichern
- die Investoren, um – beispielsweise im Rahmen eines Abonnements – Zugang zu den Datenbanken mit den Ratingberichten, also den Ratinganalysen, der Ratingagenturen zu erhalten. Erst damit können die Anleger die Gründe für die vergebenen Ratingnoten erfahren

Mit den Emittenten erwirtschaften die großen US-Ratingagenturen inzwischen mehr als 80 Prozent ihrer Erträge. 2006 erzielte Moody's Corp. nur rund 13 Prozent ihres Umsatzes (US-\$ 258,7 Millionen) mit dem Verkauf von Credit Research.¹⁵ Lediglich die Ratingnoten, also die Ergebnisse der Ratinganalysen, stehen der Öffentlichkeit kostenlos zur Verfügung. Damit erreichen die Agenturen zwei Ziele: Diese Publizität sichert ihren Markteinfluss und bedient die Institutionen, die aufgrund von gesetzlichen Vorgaben oder Anlagerichtlinien gezwungen sind, Ratings zur Berechnung der Eigenmittelunterlegung im Kreditgeschäft der Banken nach Basel II oder in ihren Anlageentscheidungen zu berücksichtigen. Unentgeltlich stellen die Ratingagenturen außerdem allgemeine Ausführungen zu ihrer Methodologie zur Verfügung, die aber keine Rückschlüsse auf die Risiken spezifischer Finanzinstrumente und insbesondere der Anlagen, in denen ein Investor engagiert ist, zulassen.

ALTERNATIVE FINANZIERUNGSVORSCHLÄGE. Da das Geschäft mit den Emittenten die dominante Einnahmequelle der Ratingagenturen ist, stellt sich die Frage, wie alternative Finanzierungsmodelle aussehen könnten, bei denen keine oder wesentlich geringere Interessenkonflikte auftreten würden. Grundsätzlich bildet jede Art oder Quelle der Finanzierung eines Unternehmens – und damit auch einer Ratingagentur – eine Basis für Interessenkonflikte. An Vorschlägen, wie sich Agenturen finanzieren sollten, um Interessenkonflikte zu vermeiden, mangelt es nicht. Nachfolgend werden drei Alternati-

vengruppen näher betrachtet: Finanzierung durch Investoren, Strukturierte Zufallsauswahl und Gründung einer öffentlichen Ratingagentur.

FINANZIERUNG DURCH INVESTOREN. Weit verbreitet ist die Forderung, die Investoren sollten die Erstellung von Ratings bezahlen.¹⁶ Selbst von finanzmarktkritischen Organisationen wie WEED (World Economy, Ecology & Development – Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung)¹⁷ oder attac wird diese Auffassung vertreten. Dabei wird übersehen, dass dieser Vorschlag in die Vergangenheit weist: Allerdings war bis Anfang der 1970er Jahre die Finanzierung von Ratingagenturen durch Aufträge der Investoren üblich. Doch wenn Investoren nicht bereit sein sollten, für ein bestimmtes Unternehmen ein Rating zu beauftragen beziehungsweise zu finanzieren, bliebe diesem Unternehmen der Zugang zum Kapitalmarkt verschlossen. Davon wären besonders international noch unbekannte Unternehmen, Unternehmen aus kleineren Branchen oder Börsensegmente mit geringerer Marktliquidität betroffen. Zudem werden bei diesem Vorschlag die Interessenkonflikte nur verlagert, aber nicht wesentlich reduziert. Denn auch der Investor hat ein Interesse an (zu) «guten» Ratingnoten für die von ihm erworbenen Finanzprodukte, denn nur in wenigen Fällen wird er das Wertpapier bis zu seiner Fälligkeit im Bestand behalten. Daher richtet sich schon beim Kauf von Wertpapieren der Blick auf deren Verkaufsmöglichkeiten; hierzu gehören unter anderem die Liquidität des Marktes, aber eben auch ein möglichst gutes und stabiles Rating. Zwar hat der Investor im Zeitpunkt seiner Anlageentscheidung ein hohes Interesse an einer objektiven Ratingnote, um einen risikoadäquaten Kaufpreis zu entrichten und nicht nach dem Kauf durch ein downgrading eine höhere Risikoposition zu halten und durch die fallenden Kurse gegebenenfalls Abschreibungen oder Wertberichtigungen vornehmen zu müssen, doch ein über den Zeitablauf zu gutes Rating bis nach dem Zeitpunkt des Verkaufs des Wertpapiers tangiert ihn weniger. Nur Investoren, die beabsichtigen, die von ihnen zu erwerbenden Wertpapiere immer bis zum Ende ihrer Laufzeit halten zu wollen (hold-to-maturity), hätten ein Interesse an zu «schlechten» Ratings, weil sie dann für Anleihen und Kredite der Emittenten höhere Zinsen verlangen könnten. Doch das ist die Minderheit. Darüber hinaus kommen auf einen Investor beträchtliche Kosten zu, wenn er für alle von ihm für einen Kauf in Erwägung gezogenen Wertpapiere selbst ein Rating beauftragen und bezahlen müsste. Er könnte dann zudem einen Exklusivanspruch auf den Ratingbericht erheben, wenn er schon die Kosten des Ratings zu tragen hätte. Außerdem sind viele Investoren zugleich auch Emittenten von Wertpapieren, zum Beispiel Banken, Versicherungsgesellschaften, Regierungen. Nach geltender Rechtslage können sich außerdem Investoren als Anteilseigner bei einer Ratingagentur einkaufen.¹⁸ Leerverkäufer, die auf fallende Kurse setzen, sind zwar keine Investoren im engeren Sinne, hätten aber auch ein Interesse an zu «guten» Ratings.

STRUKTURIERTE ZUFALLSAUSWAHL (AUSWAHLVERFAHREN). Um die genannten Interessenkonflikte zumindest deutlich zu verringern, möglicherweise sogar aufzulösen, könnte ein Auswahlverfahren etabliert werden, das bestimmt, welche Ratingagentur das Rating eines Emittenten durchführen soll.¹⁹ Die Auswahl sollte unter Berücksichtigung von wenigen Kriterien, die auf die zu ratenden Objekte abstellen – zum Beispiel

Marktsegment, internationale oder nationale Unternehmen, Größe, Umfang oder Komplexität des Ratingobjektes –, nach dem Zufallsprinzip erfolgen. Dabei sind zumindest für die Anfangszeit Unterschiede zwischen den Ratingagenturen hinsichtlich der zur Verfügung stehenden Kapazitäten und Kompetenzen zu berücksichtigen. Aufgrund der Anbieterstrukturen des heutigen Ratingmarktes (drei große sowie eine hinreichende Zahl mittelgroßer Agenturen in den einzelnen Staaten) steht eine ausreichende Zahl von Ratingagenturen zur Verfügung. Zudem wäre der Zugang zu diesem Markt nicht beschränkt; die heute de facto existierenden Markteintrittsbarrieren reduzierten sich. Wenn Ratingagenturen von den Aufsichtsbehörden anerkannt sind, dann müssen alle Agenturen die gleichen Anforderungen erfüllen und sind damit erst einmal per se kompetent, zumindest für die zugelassenen Marktsegmente. Somit können aus deren Kreis per Zufallsauswahl zwei Agenturen bestimmt werden, ein Rating für ein Finanzierungsprodukt oder einen Emittenten in diesem Segment abzugeben. Dass sich am Kapitalmarkt finanzierende Unternehmen von mindestens zwei Ratingagenturen bewerten lassen müssen, verlangt seit 1975 nicht nur die SEC, die die Auswahl auf die von ihr anerkannten Agenturen (NRSRO) beschränkt, sondern empfiehlt sich beispielsweise auch unter Wettbewerbsaspekten.

Eine Differenzierung der Anerkennung von Ratingagenturen nach Marktsegmenten findet man bereits in Basel II. Nach deren Umsetzung in deutsches Recht mit der Solvabilitätsverordnung sind Agenturen nach Marktsegmenten zuzulassen.²⁰ Zwar wurden anfangs von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die vier größten, nordamerikanischen Ratingagenturen Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard & Poor's und Dominion Bond Rating Service (DBRS) in der Bundesrepublik Deutschland für alle Marktsegmente nach § 52 Abs. 2 Satz 6 SolvV anerkannt (gemäß §§ 52, 53 SolvV). Im August 2009 erhielten aber zusätzlich die Japan Credit Rating Agency Ltd. und als bisher einzige deutsche Ratingagentur die Creditreform Rating AG ihre Anerkennungen für das Marktsegment «Andere Forderungen» (nach § 52 Abs. 2 Satz 6 Nr. 3 SolvV). Gegebenenfalls könnte die Differenzierung der Marktsegmente gemäß Solvabilitätsverordnung erweitert werden und so Ratingagenturen mit einer ausgeprägteren Spezialisierung der Zugang zu einer Anerkennung eröffnet werden. Auch die drei großen US-Agenturen haben unterschiedliche Kompetenzen und sind nicht bei allen Branchen und Finanzprodukten gleich gut aufgestellt. Die kleineren Ratingagenturen decken zwar nicht das gesamte Spektrum von Kapitalmarktprodukten und -segmenten ab, sondern haben sich in der Regel auf bestimmte Segmente spezialisiert, können dort aber durchaus genauso kompetent wie die großen Agenturen sein. Zudem weisen nicht nur diese, sondern auch kleinere US-amerikanische Ratingagenturen jahrzehntelange Erfahrungen auf und können damit einen Track record abbilden. Für die Abgabe von Ratings würde also aus den Ratingagenturen, die für das jeweilige Marktsegment zugelassen sind, eine Zufallsauswahl getroffen. Die ausgewählten Agenturen geben das Erstrating sowie eine kleine Anzahl von Folgeratings ab. Danach haben andere Ratingagenturen, die ebenfalls nach dem Zufallsprinzip bestimmt werden sollen, die nächsten (Folge-)Ratings zu erstellen. Die organisatorische Durchführung des Auswahlverfahrens könnte bei der Aufsichtsbehörde liegen, aber auch über eine Clearingstelle erfolgen. Die Vergütung der Ratingagenturen kann sich nach einer Gebühren-

ordnung richten, die zunächst auf die heutigen Marktpreise zurückgreift und Art, Umfang und Komplexität der Aufgabe erfasst. Damit wird zugleich ein Preiswettbewerb zulasten der Qualität weitgehend unterbunden. Zufallsauswahl bei unterstellter Kompetenz finden wir an zahlreichen Stellen in Wirtschaft und Gesellschaft. Auch die Einschränkung der freien Wahl von Vertragspartnern in besonderen Fällen besteht bereits heute. Beispielsweise darf nicht jeder Wirtschaftsprüfer den Jahresabschluss von Kreditinstituten prüfen (§ 28 KWG). Die BaFin trifft eine Vorauswahl. Eine entsprechende Regelung für Ratingagenturen wurde neu in das Wertpapierhandelsgesetz eingefügt (§ 17 Absatz 5 Satz 2 WpHG). Auch bei den sogenannten «44er»-Prüfungen²¹ kann das zu prüfende Institut sich seinen Prüfer nicht selbst aussuchen, sondern bekommt ihn von der BaFin zugewiesen. Trotzdem hat das Institut die Kosten der Prüfung zu tragen. Die BaFin wählt darüber hinaus im Rahmen ihrer Ausschreibungen die Wirtschaftsprüfer für Kreditinstitute – wie im öffentlichen Bereich üblich – nur nach dem Preis aus; wer am billigsten eine Prüfungsleistung anbietet, bekommt den Auftrag. Kompetenz spielt bei der Auftragsvergabe keine Rolle. Wie bei Ausschreibungen üblich, bewerben sich zwar in der Regel nur Wirtschaftsprüfer, die den Auftrag auch «ordnungsgemäß» ausführen könnten, aber gelegentlich sind auch Wirtschaftsprüfer dabei, die aufgrund ihrer niedrigen Preise den Zuschlag erhalten. In beiden Fällen wird zwar vorab anhand von Kriterien eine Vorauswahl getroffen, doch die konkrete Beauftragung erfolgt über einen Zufallsmechanismus. Wer bei einem Gericht eine Klage einreicht, kommt heute bei den meisten Gerichten per Zufall zu einer Kammer beziehungsweise einem Einzelrichter, unabhängig davon, ob diese Kammer beziehungsweise dieser Richter für das Rechtsproblem tatsächlich kompetent ist oder überhaupt damit schon Erfahrungen gesammelt hatte (Grundsatz des «gesetzlichen Richters»).²² Beschränkungen von Rechten müssen jedoch grundsätzlich einem legitimen Zweck dienen, geeignet, erforderlich und verhältnismäßig sein. Angesichts der enormen Bedeutung von Ratings in der heutigen Zeit und der Aufwertung der Ratingagenturen durch die internationalen Aufsichtsregeln sind Einschränkungen bei der Auswahl der Agenturen und Eingriffe in die Vertragsfreiheit vertretbar. Auch Gerke empfiehlt zur «Bekämpfung» von Interessenkonflikten ein Auswahlsystem für die Vergabe von Ratingaufträgen.²³ Alternativ schlägt er die Gründung einer europäischen Alternative Investor Rating Agency (AIRA) vor, die von den Investoren der bewerteten Unternehmen getragen und finanziert werden soll.²⁴ Diese sollen für das Angebot risikorelevanter Informationen und die Ratings in einen Fonds einzahlen. Fonds und Gebührenordnung als Lösungen für eine Trennung von Finanzierung und Beauftragung von Ratingagenturen hatte bereits Huffschmid vorgeschlagen. Die Gebühren für die Erstellung von Ratings sollen aus einem Fonds finanziert werden, dessen Mittel aus Umlagen der Emittenten stammen, die die Leistungen der Ratingagentur in Anspruch nehmen. Somit erhalten die Agenturen ihre Einnahmen nicht direkt von den Emittenten, die oder deren Produkte sie bewerten, aber sie finanzieren trotzdem die Leistungen der Ratingagentur.²⁵

ÖFFENTLICHE RATINGAGENTUR. Häufig wird die Forderung nach einer anderen Finanzierung von Ratingagenturen mit der Gründung einer öffentlichen Ratingagentur beantwortet, gemeint ist eine staatliche Agentur. Sie solle jedoch nicht auf nationaler, sondern europäischer Ebene angesiedelt sein (öffentliche

europäische Ratingagentur).²⁶ Ratingagenturen bewerten allerdings auch Staatspapiere. Eine öffentliche Agentur hätte somit ebenfalls Interessenkonflikte: Wie soll sie unabhängig über die Bonität eines Staatspapiers entscheiden, wenn ihr Eigentümer der Staat ist? Das war vor einigen Monaten sehr deutlich an den Äußerungen von deutschen Politikern zu den Ratingabstufungen von Griechenland abzulesen; man wünschte sich von den Ratingagenturen keine «schlechten» Ratingnoten für Griechenland, damit dessen zu zahlende Zinssätze infolge der dann zu erwartenden höheren Risikoaufschläge nicht weiter steigen. Wenn aus politischen Gründen schon das statistische Amt der Europäischen Union Eurostat fehlerhafte Zahlen akzeptiert, dann ist nicht unbedingt zu erwarten, dass eine öffentliche europäische Ratingagentur ein anderes Verhalten praktizieren wird. Zur Erhöhung der Unabhängigkeit von (direkten) staatlichen Eingriffen wird von einigen Autoren und Organisationen eine europäische Ratingagentur als Einrichtung öffentlichen Rechts gefordert, die nicht in direktem Eigentum eines Staates oder einer Staatengemeinschaft stehen soll.²⁷ Die mit der Rechtsform Anstalt oder Körperschaft öffentlichen Rechts behauptete Staatsferne oder Unabhängigkeit konnte der interessierte Zuschauer in der jüngsten Gegenwart beispielsweise bei der Wahl des Regierungssprechers der Bundesregierung zum Intendanten des Bayerischen Rundfunks oder bei der vorgeschlagenen Vertragsverlängerung des damaligen Chefredakteurs des Zweiten Deutschen Fernsehens (ZDF) beobachten. Mangelnde Staats- beziehungsweise Regierungsnähe lässt sich auch für zahlreiche andere Einrichtungen öffentlichen Rechts nachweisen, zum Beispiel bei der Auswahl von Mitgliedern des Vorstands der Deutschen Bundesbank. Weitergehende Ausführungen zur Ausgestaltung einer öffentlichen beziehungsweise staatlichen Ratingagentur, insbesondere zu Kompetenzen, Kapazitäten, Track record, Vergütungsstruktur, findet man kaum. Lediglich Huffschmid verweist auf angeblich für die Durchführung von Ratings qualifiziertes und aufgrund des Funktionsverlusts der nationalen Zentralbanken unausgelastetes Personal bei der Zentralbank, das eingesetzt werden könnte.²⁸ Für die Akzeptanz einer Ratingagentur an den Kapitalmärkten ist im Wesentlichen ihr sogenannter Track record entscheidend, das heißt sie muss nachweisen können, dass sie mit den von ihr in der Vergangenheit vergebenen Ratings die Bonität der gerateten Unternehmen und Staaten hinreichend gut eingeschätzt hatte. Dafür braucht sie eine langjährige Historie. Eine neue Agentur kann das (noch) nicht bieten. Damit erklärt sich vorwiegend die zumindest internationale Bedeutungslosigkeit anderer Ratingagenturen und die Schwierigkeiten bei der Etablierung neuer Agenturen. Für eine deutsche oder europäische Ratingagentur spräche allerdings, dass sie aufgrund ihrer räumlichen Nähe die Finanzierungsusancen in Deutschland und Europa (stärkere Banken- statt Kapitalmarktfinanzierung) und die europäischen Rechnungslegungsvorschriften bei ihren Ratings viel stärker berücksichtigen würde. Das spielt bei den Ratings der drei (beziehungsweise vier) großen Ratingagenturen nur eine untergeordnete Rolle; dort erfolgen die Entscheidungen über das Ratingergebnis durch die «US-Brille». Einige Autoren schlagen noch weitergehend vor, Ratingagenturen aufzulösen und in die Finanzmarktaufsicht zu integrieren,²⁹ so dass für sie die Frage nach der Auswahl einer Ratingagentur weitgehend obsolet wird. Eine weitere Möglichkeit, indirekt die freie Auswahl von Ratingagenturen einzuschränken, ist, die von der öffentlichen Agentur vorgenommenen Bewertungen von Finanz-

produkten für alle verbindlich zu erklären.³⁰ Dabei bleibt jedoch offen, warum die öffentliche Ratingagentur bei ihrer Analyse von Finanzprodukten mit Sicherheit zu besseren (das heißt treffsicheren) Ergebnissen gelangt als die privaten Agenturen.

ZUSAMMENFASSUNG. Die heutige Beauftragung und Bezahlung der Ratings durch die Emittenten von Wertpapieren steht seit vielen Jahren in der Kritik. Erst in jüngster Zeit trat die Frage, ob auch bei der durch die Emittenten vorgenommenen Auswahl der Ratingagenturen ein Interessenkonflikt vorliegen könne, hinzu. In beiden Bereichen lassen sich Abhängigkeiten sowie Einflussnahmen nachweisen, insbesondere bei dem Rating strukturierter Finanzprodukte. Trotzdem finden sich kaum neue Lösungsvorschläge, wie eine interessengeleitete Finanzierung von Ratings und Auswahl von Ratingagenturen verhindert, zumindest aber entscheidend reduziert werden könnte. Die bisherigen Vorschläge greifen entweder auf die Vergangenheit zurück und empfehlen wieder die Finanzierung durch Investoren oder es erklingt der Ruf nach dem Staat, der eine öffentliche, das heißt staatliche Agentur gründen solle. Auch finanzmarktkritische Nichtregierungsorganisationen (NGO) beziehen sich auf die Vergangenheit und beleben überholte Regelungen wieder. Ebenso findet man auf der politischen Ebene keine neuen Entwürfe. Auch dem Kapitalismus, der Marktwirtschaft und privatwirtschaftlichen Organisationen sehr kritisch gegenüber stehende Parteien wie beispielsweise Die Linke verweisen mit der Forderung nach einer öffentlichen Ratingagentur lediglich auf den jetzt geforderten Staat;³¹ mit der Gründung einer öffentlich-rechtlichen beziehungsweise staatlichen Agentur wären Interessenkonflikte eliminiert. Dagegen stellt der skizzierte Lösungsvorschlag einer strukturierten Zufallsauswahl eine Neuerung dar und greift direkt in die durch Abhängigkeiten und Einflussnahmen gekennzeichneten Beziehungen zwischen Ratingagentur und deren Kunde ein, indem eine Institution zwischengeschaltet wird, die nach dem Zufallsprinzip die Auswahl vornimmt und den Emittenten für das Rating ihrer Finanzprodukte die Ratingagenturen zuweist. Die aktuellen politischen Diskussionen sowohl in den USA als auch auf europäischer Ebene zeigen das Interesse an diesem Modell.

Fussnoten:

- 1 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (im Folgenden zitiert: EU-Ratingverordnung).
- 2 Eine Ausnahme bildet die in Pennsylvania beheimatete Ratingagentur Egan-Jones Ratings, die keine Zahlungen von den Emittenten erhält. Sie war die erste Agentur mit diesem Geschäftsmodell, die 2008 von der US-amerikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) als Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) registriert wurde.
- 3 Vgl. hierzu ausführlich Bächstädt, Karl-Heinz, Unabhängigkeit trotz Interessenkonflikte? Ratingagenturen im Spannungsfeld von Beauftragung, Analyse, Beratung und Bezahlung, in: Kredit & Rating Praxis, Heft 2, April 2008, 34. Jg., S. 24–28 (im folgenden zitiert: Unabhängigkeit).
- 4 Vgl. Sachverständiger Schmidt-Bürgel (Fitch Deutschland GmbH), in: Deutscher Bundestag, Finanzausschuss, Fachgespräch «Rolle und Verantwortung der Rating-Agenturen im aktuellen Finanzmarktgeschehen», Wortprotokoll Nr. 16/84, 84. Sitzung, 13. Februar 2008, Berlin 2008, S. 34.
- 5 Seit 1975 Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO).
- 6 Bei der LBBW soll sich die Kosteneinsparung auf 850.000 Euro p.a. belaufen. Vgl. Schreiber, Meike, Landesbanken setzen S&P vor die Tür. HSH und Nord/LB entledigen sich Bonitätsnote, in: Financial Times Deutschland, 15. Juni 2010, S. 16; o.V., HSH trennt sich von Ratingagentur. Der Vertrag mit der Agentur Standard & Poor's wird nicht verlängert, in: Handelsblatt, 15. Juni 2010, S. 33.
- 7 Vgl. ebenda.
- 8 Zu den Hintergründen von unbeauftragten Ratings siehe Bächstädt, Unabhängigkeit, a.a.O., S. 26.
- 9 Vgl. EU-Ratingverordnung, S. 3, Ziffer 21 und S. 13, Ziffer 5.
- 10 Vgl. EU-Ratingverordnung, S. 13, Ziffer 5.
- 11 neben der Finanzierung.
- 12 Vgl. o.V. Ratingagenturen schieben Banken Schuld an der Krise in die Schuhe. Frühere Mitarbeiter fühlen sich zur Vergabe von Topnoten gedrängt – EU bündelt Aufsicht, in: Börsen-Zeitung vom 4. Juni 2010, S. 1; o.V., Moody's-Analysten zitterten vor Banken. Anhörung zu Ratings, in: Financial Times Deutschland, 2. Juni 2010; o.V., Buffett lässt Ratingagenturen fallen. Umstrittene Bewertungen, in: Financial Times Deutschland, 3. Juni 2010.
- 13 Vgl. Everling, Oliver, Stellungnahme für das Fachgespräch «Rolle und Verantwortung der Ratingagenturen im aktuellen Finanzmarktgeschehen», Deutscher Bundestag, Finanzausschuss, 8. Februar 2008, Berlin 2008, S. 1.
- 14 Vgl. beispielsweise Lewis, Michael, The Big Short. Inside the doomsday machine, New York 2010, insbesondere S. 73, 98–99, 130, 156 und 169–170.
- 15 Vgl. Everling, Oliver, a.a.o., S. 1–2.
- 16 Vgl. zum Beispiel Sinn, Hans-Werner, Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, 2. Auflage, Berlin 2009, S. 307.
- 17 Vgl. WEED (World Economy, Ecology & Development – Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung), Eine umfassende Antwort auf die systemische Krise – Memorandum für den Bundestag zur Finanzmarktreform – 7. Mai 2010, Berlin 2010, S. 7.
- 18 Einer der größten und erfolgreichsten Investoren, Warren Buffett hielt über seine Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway 2009 über 20 Prozent an der börsennotierten Moody's, derzeit sind es noch ca. 13 Prozent. Er ist damit größter Aktionär.
- 19 Vgl. Bächstädt, Karl-Heinz, Stellungnahme im Rahmen der öffentlichen Anhörung am 24. März 2010 im Deutschen Bundestag, Finanzausschuss, zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung «Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung)», Berlin 2010, S. 2–3 (im Folgenden zitiert: Stellungnahme).
- 20 Siehe im Einzelnen §§ 52 (Anerkennung von Ratingagenturen) und 53 (Voraussetzungen für die Anerkennung von Ratingagenturen) SolvV sowie die Merkblätter der BaFin vom 22. Januar 2007 und vom 26. Januar 2007 (beziehungsweise deren Aktualisierungen).
- 21 Sonderprüfungen auf Veranlassung der BaFin gem. § 44 KWG.
- 22 Einzelheiten werden im Geschäftsverteilungsplan geregelt. Die rechtliche Grundlage bildet § 21e GVG (Gerichtsverfassungsgesetz).
- 23 Vgl. Gerke, Wolfgang, Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages zum Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung, 22. März 2010, Berlin 2010, S. 2.
- 24 Vgl. ebenda, S. 3.
- 25 Vgl. Huffschnid, Jörg, Stellungnahme zum Fachgespräch des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages «Rolle und Verantwortung der Rating-Agenturen im aktuellen Finanzmarktgeschehen» am 13. Februar 2008, Berlin 2008, S. 3–4.
- 26 Vgl. Theilacker, Bertram, Gastbeitrag: Weniger Macht für Ratingagenturen, in: Börsen-Zeitung, 10. April 2010 (im Folgenden zitiert: Gastbeitrag); ders., Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Bundesregierung «Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung)» – BT-Drucksache 17/716, 19. März 2010, Berlin 2010, S. 3 (im Folgenden zitiert: Stellungnahme); ders., Ratingagenturen: Verstaatlichen statt beaufsichtigen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 13, 2009, S. 643–644 (im Folgenden zitiert: Ratingagenturen); Huffschnid, a.a.O., S. 3; WEED, a.a.O., S. 7.
- 27 Vgl. zum Beispiel WEED, a.a.O., S. 7.
- 28 Vgl. Huffschnid, a.a.O., S. 3.
- 29 Vgl. Theilacker, Bertram, Gastbeitrag, a.a.O.; ders., Stellungnahme, a.a.O., S. 3; ders., Ratingagenturen, a.a.O.; Huffschnid, a.a.O., S. 3.
- 30 Vgl. Schäfer, Dorothea, Mehr denn je: Europa braucht eine europäische öffentliche Rating-Agentur, in: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Wochenbericht Nr. 20/2010 vom 19. Mai 2010, Berlin 2010.
- 31 Vgl. Die Linke im Bundestag, Arbeitskreis II: Wirtschaft, Finanzen, Steuern, Energie und Umwelt, Den Bankensektor neu ordnen – und mit der Vergesellschaftung beginnen. Ein Diskussionspapier, Mai 2010, Berlin 2010, S. 22–23; dies., 2. Auflage, August 2010, S. 30–31.

AUTOR

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