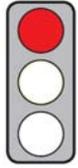


## KERNPUNKTE

**Ziel der Verordnung:** Die Kommission strebt mehr Wettbewerb und eine höhere Unabhängigkeit der Ratingagenturen an. Sie will den „übermäßigen Rückgriff“ auf Ratings verringern.

**Betroffene:** Ratingagenturen, Nutzer von Ratings, Emittenten, Aufsichtsbehörden.



**Pro:** Die Rotationspflicht erhöht die Unabhängigkeit der Ratingagenturen.

**Contra:** (1) Eine Regulierung ist nur für Ratings gerechtfertigt, die für aufsichtsrechtliche Zwecke genutzt werden. Regulierungsbedarf zur Steigerung des Wettbewerbs liegt daher nicht vor.

(2) Die Rotationspflicht kommt einer nicht zu rechtfertigenden Wettbewerbsverzerrung gleich. Sie senkt die Qualität der Ratings und wirkt sich negativ auf das Wachstum aus.

(3) Doppelte Ratings für Verbriefungen nur in der EU schwächen die Finanzmarktstabilität.

## INHALT

### Titel

**Vorschlag KOM(2011) 747** vom 15. November 2011 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 **über Ratingagenturen**

### Kurzdarstellung

#### ► Gegenstand und Geltungsbereich

- Die Kommission schlägt eine Fülle von Änderungen an der bestehenden Rating-Verordnung (Nr. 1060/2009) vor. Erklärtes Ziel dieser neuen Vorschriften ist es, den Wettbewerb im Ratingmarkt zu steigern, die Unabhängigkeit der Ratingagenturen zu erhöhen und den „übermäßigen Rückgriff“ auf Ratings durch Finanzmarktteilnehmer zu verhindern. (Begründung S. 8, 9 und 12)
- Der Geltungsbereich der Verordnung umfasst künftig auch Rating-Outlooks. Das sind Stellungnahmen zur wahrscheinlichen Richtung, in die sich ein Rating entwickeln wird (Art. 3 Abs. 1 lit. w).

#### ► Vertragliche Beziehungen zu einer Ratingagentur (Rotation)

- Eine Ratingagentur darf höchstens drei Jahre lang gegen Bezahlung Ratings über einen Emittenten oder seine Finanzinstrumente abgeben, wenn sie mit diesem einen Vertrag geschlossen hat (Art. 6b Abs. 1).
- Die Ratingagentur darf in diesen drei Jahren insgesamt höchstens zehn Finanzinstrumente dieses Emittenten bewerten. Die Zahl der Ratings, die bis zum Ende des ersten Vertragsjahres abgegeben werden können, ist aber nicht eingeschränkt. (Art. 6b Abs. 2)
- Hat ein Emittent mit mehr als einer Ratingagentur einen Vertrag geschlossen, gelten diese Bestimmungen nur für eine Ratingagentur. Allerdings dürfen die vertraglichen Beziehungen zu keiner der anderen Agenturen länger als sechs Jahre dauern. (Art. 6b Abs. 3)
- Erst vier Jahre nach Ablauf der Höchstlaufzeit vertraglicher Beziehungen darf eine Ratingagentur einen neuen Vertrag mit dem Emittenten schließen (Art. 6b Abs. 4).
- Wird eine Ratingagentur nach Ende der Höchstlaufzeit durch eine andere ersetzt, muss sie ihrer Nachfolgerin einen Übergabebericht zur Verfügung stellen. Dieser Bericht enthält alle Informationen, die notwendig sind, um die Vergleichbarkeit mit den bisherigen Ratings zu ermöglichen (Art. 6b Abs. 6 UAbs. 1).

#### ► Doppeltes Rating strukturierter Finanzinstrumente

- Strukturierte Finanzinstrumente – in der Regel sind das Kreditverbriefungen – müssen von mindestens zwei Ratingagenturen bewertet werden. Jede gibt ein eigenes, unabhängiges Rating ab. (Art. 8b Abs. 1)

#### ► Beteiligungsregeln

- Anteilseigner und Mitglieder einer Ratingagentur, die mindestens 5% des Kapitals oder der Stimmrechte halten, dürfen nicht (Art. 6a Abs. 1)
  - 5% oder mehr des Kapitals oder der Stimmrechte einer anderen Ratingagentur halten,
  - Mitglied eines Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsgremiums einer anderen Ratingagentur sein oder solche Mitglieder bestellen oder abberufen können,
  - beherrschenden Einfluss über eine andere Ratingagentur ausüben oder dazu in der Lage sein.

#### ► Transparenzanforderungen an Ratingagenturen gegenüber der ESMA

- Eine Ratingagentur muss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) jährlich melden:
  - die Gebühren, die sie den einzelnen Kunden für individuelle Ratings in Rechnung gestellt hat, und
  - ihre „Preispolitik, einschließlich der Gebührenstruktur und der Preiskriterien für Ratings in den verschiedenen Anlageklassen“. (Art. 11 Abs. 3 i.V.m. Anhang I, Abschnitt E, Teil II, Nr. 2 Abs. 1)
- Die dem Kunden in Rechnung gestellten Gebühren müssen „diskriminierungsfrei“ sein und auf den „tatsächlichen Kosten“ beruhen (Art. 6 Abs. 2 i.V.m. Anhang I, Abschnitt B, Nr. 3a).
- Will eine Ratingagentur ihre Modelle, Methoden oder Annahmen ändern, muss sie diese Änderungen unter Angabe von Gründen und Auswirkungen veröffentlichen und den „Akteuren“ die Möglichkeit zur Rückmeldung geben. Erst wenn die ESMA die Änderung genehmigt hat, darf die Ratingagentur sie anwenden. (Art. 8 Abs. 5a i.V.m. Art. 22a Abs. 3)

- ▶ **Transparenzanforderungen an Ratingagenturen gegenüber Kunden und Öffentlichkeit**
  - Eine Ratingagentur muss die von ihr bewerteten Unternehmen und Staaten spätestens einen vollen Arbeitstag vor der Veröffentlichung des Ratings oder des Rating-Outlooks über das Ergebnis und die wichtigsten Gründe für ihre Bewertung informieren, damit die betroffenen Unternehmen bzw. Staaten „auf sachliche Fehler hinweisen können“. (Anhang I, Abschnitt D, Teil III Nr. 3 S. 2 i.V.m. Teil I Nr. 3)
  - Eine Ratingagentur muss bei sämtlichen Ratings (bisher nur bei strukturierten Finanzinstrumenten) ihre „Annahmen, Parameter, Grenzen und Unsicherheiten“, Stresstests und Informationen über Cashflow-Analysen veröffentlichen (Anhang I, Abschnitt D, Teil I, Nr. 2a).
- ▶ **Europäischer Ratingindex**
  - Jede Ratingagentur übermittelt der ESMA alle Ratings. Sie muss diese Ratings in der Logik einer von der ESMA entwickelten Standardratingskala ausdrücken. Diese stützt sich auf das metrische System. Die ESMA veröffentlicht die Ratings aller Emittenten und Finanzinstrumente und berechnet jeweils ein Durchschnittsrating („Europäischer Ratingindex“). (Art. 11 a Abs. 1 und 2 i.V.m. Art. 21 Abs. 4a)
- ▶ **Sonderregeln für Länderratings**
  - Ein Länderrating ist ein Rating, bei dem ein Staat, eine regionale oder lokale Gebietskörperschaft eines Staates oder die Schuldtitel eines Staates oder einer Gebietskörperschaft bewertet werden (Art. 3 Abs. 1 lit. v). Ratings von Staaten werden in der Regel ohne Auftrag und daher kostenlos erstellt.
  - Die Regeln über die Höchstlaufzeit vertraglicher Beziehungen zu einer Ratingagentur (Art. 6b Abs. 1 bis 4) finden auf Länderratings keine Anwendung (Art. 6b Abs. 5).
  - Ändert eine Ratingagentur ein Länderrating oder einen Länderrating-Outlook, muss sie gleichzeitig einen „klaren und leicht verständlichen“ Prüfungsbericht vorlegen. Darin muss die Ratingagentur angeben:
    - Bewertung einer Reihe von vorgegebenen Indikatoren (etwa BIP, Inflation, Haushaltssaldo, Handelsbilanz) und Angabe des relativen Gewichts dieser Indikatoren,
    - quantitative und qualitative Einschätzung dieser Indikatoren,
    - eine „ausführliche Beschreibung“ der „Risiken, Grenzen und Unsicherheiten“, die mit der Ratingänderung zusammenhängen. (Anhang I, Abschnitt D, Teil III Abs. 1)
- ▶ **Zivilrechtliche Haftung der Ratingagenturen**
  - Eine Ratingagentur ist dem Anleger zum Schadenersatz verpflichtet, wenn sie vorsätzlich oder grob fahrlässig eine in Anhang III genannte Zuwiderhandlung (insbesondere: Interessenkonflikte, organisatorische Anforderungen, Vorschriften zur Offenlegung) begangen hat. Die Zuwiderhandlung muss sich auf das Rating ausgewirkt haben, „auf das ein Anleger beim Erwerb des bewerteten Instruments vertraut hat“. (Art. 35 a Abs. 1)
  - Die Verordnung sieht eine (teilweise) Beweislastumkehr vor. Kann ein Anleger eine Zuwiderhandlung einer Ratingagentur „glaubhaft“ machen, muss die Ratingagentur beweisen, dass sie eine solche nicht begangen hat oder dass sich eine solche nicht auf das abgegebene Rating ausgewirkt hat (Art. 35 a Abs. 4).
  - Die Haftung kann nicht vertraglich abbedungen oder beschränkt werden (Art. 35 a Abs. 5).
- ▶ **„Übermäßiger Rückgriff“ von Ratings durch Finanzinstitute und Aufsichtsbehörden**
  - Finanzinstitute – insbesondere Banken und Versicherungen, aber auch Investmentfonds – dürfen die Kreditwürdigkeit von Unternehmen oder Finanzinstrumenten „nicht ausschließlich oder automatisch auf Ratings stützen“. Sie müssen eigene Bewertungen des Kreditrisikos vornehmen. (Art. 5a S. 1)
  - Die EU-Aufsichtsbehörden EBA (Banken), EIOPA (Versicherungen) und ESMA (Wertpapiere) müssen darauf achten, dass ihre Bezugnahme auf Ratings in technischen Standards nicht dazu führt, dass Aufsichtsbehörden oder Finanzmarktteilnehmer sich automatisch auf Ratings stützen (Art. 5b UAbs. 1 S. 1).
- ▶ **Ratings aus Drittländern**

Finanzinstitute in der EU dürfen Ratings aus Nicht-EU-Ländern („Drittländer“) nur dann verwenden, wenn die Ratingagentur im Drittland „gleichwertigen“ Regeln unterliegt. Darüber entscheidet die Kommission. Drittstaatsregeln können auch dann „gleichwertig“ sein, wenn kein doppeltes Rating für strukturierte Finanzinstrumente verlangt wird. (Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Abs. 6)

### Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Ratings, die in einem EU-Mitgliedstaat abgegeben werden, werden von Finanzinstituten in der gesamten EU genutzt. Laut Kommission können daher nur EU-weit geltende Vorschriften die Anleger und Märkte schützen.

### Politischer Kontext

Die erst 2009 in Kraft getretene die Rating-Verordnung [(EG) Nr. 1060/2009; s. [CEP-Analyse](#)] wurde bereits 2011 geändert und Ratingagenturen der Aufsicht durch die ESMA unterworfen [Verordnung (EU) Nr. 513/2011, s. [CEP-Analyse](#)]. Am 8. Juni 2011 forderte das Europäische Parlament die Kommission auf, die Einrichtung einer unabhängigen Europäischen Ratingstiftung zu prüfen. Aufgrund der Ergebnisse der Folgenabschätzung nahm die Kommission von dieser Idee jedoch Abstand. Das ursprüngliche Bestreben des Binnenmarktkommissars Barnier, Ratings von Staaten zeitweise aussetzen zu können, war in der EU-Kommission nicht mehrheitsfähig.

## Stand der Gesetzgebung

15.11.11 Annahme durch Kommission  
Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

## Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion: GD Binnenmarkt  
Ausschüsse des Europäischen Parlaments: Wirtschaft und Währung (federführend), Berichterstatter: Leonardo Domenici (S&D-Fraktion, IT); Binnenmarkt und Verbraucherschutz; Recht  
Ausschüsse des Deutschen Bundestags: Finanzausschuss (federführend), Rechts-, Wirtschafts-, Haushalts- und Europaausschuss  
Entscheidungsmodus im Rat: Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 255 von 345 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

## Formalien

Kompetenznorm: Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)  
Art der Gesetzgebungszuständigkeit: Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)  
Verfahrensart: Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

# BEWERTUNG

## Ökonomische Folgenabschätzung

### Ordnungspolitische Beurteilung

**Es gibt kein überzeugendes ordnungspolitisches Argument dafür, gesetzliche Anforderungen an alle Ratingagenturen zu stellen.** Solche Anforderungen sind nur für solche Ratings notwendig, die für aufsichtsrechtliche Zwecke – Berechnung der Eigenkapitalforderungen – genutzt werden. Die Kommission sollte daher eine neue Kategorie unregulierter Ratings schaffen, die nicht aufsichtsrechtlich genutzt werden können.

Abgesehen davon, überzeugen die Regulierungsvorschläge der Kommission inhaltlich nicht. Die Kommission greift tief in die Vertragsfreiheit sowie in die unternehmerische Freiheit ein, indem sie die zulässige Vertragsdauer und die zulässige Zahl der Ratings beschränken will. Sie will damit die Unabhängigkeit der Ratingagenturen und darüber die Qualität der Ratings sowie den Wettbewerb steigern. Beides ist nicht sachgerecht:

**Die Rotationspflicht** wird zu häufigeren Wechsel der Ratingagenturen führen. Dies kann zwar die **Unabhängigkeit der Ratingagenturen steigern**. Die **Qualität der Ratings wird aber sinken**, weil Ratingagenturen sich öfter neu einarbeiten müssen. Auch wird es schwieriger, die Qualität der Ratingurteile einer Agentur ex post zu beurteilen und die Vergleichbarkeit der Ratingurteile über die Zeit sicherzustellen, wenn die Ratingtätigkeit regelmäßig unterbrochen wird.

Der angebliche Mangel an Wettbewerb kann die vorgeschlagenen Maßnahmen der Kommission nicht rechtfertigen. In der Tat dominieren die drei großen Ratingagenturen Standard&Poor's, Moody's und Fitch mit einem Marktanteil von nahezu 90 % den Markt. Rechtliche Markteintrittsbarrieren – die von der Kommission abzubauen wären – liegen aber nicht vor. Vielmehr erklärt sich ihre Marktmacht dadurch, dass die große Mehrheit der weltweiten Investoren Ratings gerade dieser drei Ratingagenturen verlangt. Grund dafür dürfte eine Mischung aus deren Glaubwürdigkeit und internationaler Bekanntheit sein. Diese Marktmacht ist aber „angreifbar“. Das bedeutet: Es ist allen Wettbewerbern der etablierten Ratingagenturen unbenommen, einen ähnlichen Ruf und Bekanntheit anzustreben. **Da eine unangreifbare Marktmacht nicht vorliegt, besteht aus wettbewerbsökonomischen Gründen kein Regulierungsbedarf.** Gleiches gilt für Vorgaben darüber, dass Gebühren der Ratingagenturen diskriminierungsfrei und kostenorientiert sein müssen.

**Die Rotationspflicht kommt einer massiven und nicht gerechtfertigten Förderung neuer Ratingagenturen gleich.** Institute, die mehr als zehn Verbriefungen jährlich emittieren, müssen spätestens ab dem dritten Vertragsjahr eine bisher nicht etablierte Ratingagentur heranziehen (siehe [CEP-Begleitdokument](#)). Der Markteintritt dieser Agenturen ist regulatorisch erzwungen, geht nicht auf deren Akzeptanz und Qualität zurück und muss letztlich von den Emittenten finanziert werden. Vor dem Hintergrund des Bestrebens der Kommission, neue Ratingagenturen zu fördern, sind die vorgeschlagenen Beteiligungsregeln – unbeschadet der ökonomischen Kritikwürdigkeit des Gesamtkonzepts – folgerichtig. Sie sollen sicherstellen, dass die Rotation dazu führt, dass eine ausreichende Zahl voneinander unabhängiger Ratingagenturen auf dem Markt zur Verfügung steht. Durch die explizite Bezugnahme auf Ratings in den europäischen Eigenkapitalvorschriften hat die EU den Ratingagenturen eine quasi-öffentliche Aufgabe zugewiesen. Fachliche und qualitative Anforderungen an die Methoden von Ratings, die für solche aufsichtsrechtlichen Zwecke eingesetzt werden sollen, sind daher folgerichtig. Die hier vorgeschlagene Kontrolle von neuen Ratingmethoden durch die ESMA ist akzeptabel. **Es besteht aber das Risiko, dass Investoren sich um so mehr blind auf Ratings verlassen**, wenn die ESMA diese Modelle genehmigt hat. Gleiches gilt für den von der ESMA zu erstellenden Europäischen Ratingindex.

**Höhere Transparenzanforderungen an Ratingagenturen – statt mehr Regulierung – versprechen am meisten Erfolg.** Investoren sollten verstärkt nachprüfen können, ob das Urteil einer Ratingagentur überzeugt.

**Die Offenlegung von Annahmen und Parametern zu allen Ratings sowie die Veröffentlichung von Prüfungsberichten bei Länderratings können demzufolge den Wettbewerb und die Qualität von Ratings stärken.**

**Die Haftung von Ratingagenturen** ist prinzipiell vertretbar. Angesichts der Unsicherheit, die inhärent mit

Ratings verbunden ist, ist zu begrüßen, dass sie für Verstöße aus Anhang III erst **bei grober Fahrlässigkeit** eintreten kann. Problematisch ist, dass das Konzept der groben Fahrlässigkeit nicht in allen EU-Ländern vorhanden ist. Daher ist nicht auszuschließen, dass die Haftung zu früh einsetzt und eine Überabschreckung verursacht. Das **kann die Aussagen von Ratingagenturen verzerren und ist der Qualität der Ratings abträglich**.

**Dass sich die Vorschrift, für strukturierte Finanzprodukte zwei Ratings anfertigen zu lassen, an die – europäischen – Emittenten richtet, schwächt die Finanzmarktstabilität.** Es wäre sinnvoller, diese Pflicht als Bestandteil der Eigenkapitalvorschriften den Finanzinstituten wie Banken und Versicherungen aufzuerlegen.. Andernfalls werden den europäischen Finanzinstituten Anreize gegeben, in Nicht-EU-Verbriefungen zu investieren, für die nur ein einziges Rating vorzulegen ist und die daher tendenziell kostengünstiger sind.

Wie schon bei der Eigenkapitalrichtlinie [KOM(2001) 453, siehe [CEP-Analyse](#)] drängt die Kommission auch hier darauf, dass Ratings bei der Eigenkapitalhinterlegung der Finanzinstitute eine geringere Rolle spielen. Noch unklar ist, welche Folgen dies für die Nutzung des Standardansatzes hat, der auf Ratings zurückgreift und vor allem von kleinen Banken genutzt wird.

#### Folgen für Wachstum und Beschäftigung

**Die Rotationspflicht** macht Finanzinstrumente europäischer Emittenten für Investoren unattraktiver, da über die Jahre hinweg nicht länger ein Rating derselben Ratingagentur vorliegt. Dies **kann Investoren verunsichern**, wenn sie nicht wissen, ob Ratingänderungen auf eine Bonitätsverschlechterung des Emittenten oder auf Unterschieden zwischen den Methoden der Agenturen zurückgehen. Das verteuert die Kapitalbeschaffung für europäische Emittenten **und wirkt sich negativ auf das Wachstum aus**. Angesichts des erheblichen Refinanzierungsbedarfs europäischer Banken kann dies auch die Finanzstabilität bedrohen.

### Juristische Bewertung

#### Kompetenz

Die Verordnung wird zu Recht auf Art. 114 AEUV (Binnenmarkt) gestützt.

#### Subsidiarität

Unproblematisch.

#### Verhältnismäßigkeit

Unproblematisch. Genauer zur Rotationspflicht, s.u.

#### Vereinbarkeit mit EU-Recht

Die Rotationspflicht greift in den Schutzbereich des Art. 16 der Charta der Grundrechte der EU (unternehmerische Freiheit) ein, da während der „Abkühlungsphase“ von vier Jahren Verträge zwischen den betroffenen Ratingagenturen und Emittenten verboten sind. Die Kommission bezweckt damit eine Stärkung der Unabhängigkeit der Ratingagenturen. Diese Unabhängigkeit ist ein wichtiges Gut, weil Ratings zum Funktionieren des Finanzsystems beitragen. Wenn man – wie die Kommission (Erwägungsgrund 9) – davon ausgeht, dass die Unabhängigkeit der Ratingagenturen nur gewährleistet werden kann, wenn sich mehr als zwei Ratingagenturen bei der Bewertung eines Emittenten abwechseln, ist es *rechtlich* – unbeschadet der *ökonomischen* Kritik - vertretbar, dass die „Abkühlungsphase“ länger dauert als die Höchstlaufzeit von Verträgen.

#### Vereinbarkeit mit deutschem Recht

In Deutschland klagen geschädigte Anleger in der Regel gegen ihre Banken und fordern Schadensersatz wegen mangelhafter Anlageberatung. Die erste Schadensersatzklage direkt gegen eine (US-amerikanische) Ratingagentur wurde vor dem Landgericht Frankfurt am Main erhoben. Der Kläger macht geltend, er habe seine Entscheidung, Zertifikate der nun insolventen Lehman Brothers Inc. zu kaufen, wesentlich auf das Rating gestützt. Das Gericht hielt die Klage für unzulässig, weil es örtlich nicht zuständig sei. Im Berufungsverfahren hob das Oberlandesgericht die Entscheidung mit – noch nicht rechtskräftigem – Urteil vom 28.11.2011 (Az. 21 U 23/11) auf. Die Anspruchsgrundlage ist noch umstritten. In Betracht kommt ein Vertrag mit Schutzwirkungen zugunsten Dritter, hier des Anlegers, zwischen dem Emittenten und der Ratingagentur. Noch nicht geklärt ist, ob Kläger zukünftig nur Ansprüche aus der Verordnung geltend machen oder sich zusätzlich auf möglicherweise bestehende nationale Anspruchsgrundlagen berufen können.

### Alternatives Vorgehen

Es sollte eine neue Kategorie für Ratings eingeführt werden, die nicht für aufsichtsrechtliche Zwecke genutzt werden dürfen. Für diese Ratings ist deshalb eine Regulierung nicht notwendig.

### Zusammenfassung der Bewertung

Ein Regulierungsbedarf für Ratingagenturen besteht nicht aus wettbewerbsökonomischen Gründen. Aus Gründen der Finanzmarktstabilität ist eine Regulierung nur dann gerechtfertigt, wenn die Ratings für aufsichtsrechtliche Zwecke herangezogen werden. Die Rotationspflicht kommt einer massiven und nicht gerechtfertigten Förderung neuer Ratingagenturen gleich. Sie kann die Unabhängigkeit der Ratingagenturen steigern, senkt aber die Qualität der Ratings und wirkt sich negativ auf das Wachstum aus. Die Offenlegung von Prüfungsberichten bei Länderratings kann die Ratingqualität stärken. Die Haftung von Ratingagenturen droht dagegen deren Aussagen zu verzerren. Durch ihre Ausgestaltung gefährdet die Vorschrift über doppelte Ratings für strukturierte Finanzprodukte die Finanzmarktstabilität.