

Nr. 179

FABIAN AMTENBRINK

**RATINGS IN EUROPA:
KRITISCHE ANMERKUNGEN
ZUM EUROPÄISCHEN REGULIERUNGSANSATZ**

2010

ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHES WIRTSCHAFTSRECHT

Vorträge und Berichte

Nr. 179

herausgegeben von den Mitgliedern des Zentrums



Dr. Fabian Amtenbrink

Professor an der Erasmus Universität
Rotterdam

Ratings in Europa: Kritische Anmerkungen zum europäischen Regulierungsansatz

Referat im Rahmen des Symposions
„Europäischer Finanzmarkt im Umbruch“
zur Vortragsreihe „Rechtsfragen der Europäischen Integration“
Bonn, den 30.10.2009

Copyright bei den Autoren

ausschließlich erhältlich beim Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht

www.zew.uni-bonn.de

Druck: Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

Inhalt

I. Einführung	1
II. Hintergrund	3
1. Zur Rolle von Ratingagenturen	3
2. Die europäische und internationale (Rechts-)lage vor Inkrafttreten der Verordnung	6
3. Kritik an der bisherigen Situation und Verbesserungsvorschläge	11
III. Der neue europäische Regulierungsansatz	16
1. Selbstregulierung oder ‚staatlicher‘ Eingriff?	16
2. Strengere Verhaltensregel für Ratingagenturen	20
3. Ein neues europäisches Zulassungsverfahren für Ratingagenturen	23
4. Aufsichtsmaßnahmen	29
IV. Schlussbemerkungen	31

I. Einführung

Seit Beginn der globalen Wirtschaftskrise, die als Subprime-Krise in den Vereinigten Staaten ihren Anfang nahm, ist die Rolle von Ratingagenturen stark in die Kritik gekommen. Nach Ansicht von Expertengremien hatten fragwürdige Beurteilungen von komplexen, strukturierten Finanzprodukten, wie etwa die Verbriefung von risikoreichen (sub-prime) Hypothekarkrediten, einen entscheidenden Anteil an der Entstehung und Entwicklung der Krise auf den globalen Finanzmärkten. Darüber hinaus ist vor allem die späte Reaktion der Ratingagenturen auf die sich schnell verschlechternden Marktbedingungen kritisiert worden. So war die Kreditwürdigkeit des globalen Finanzdienstleisters Lehman Brothers nur Tage vor dessen Kollaps von führenden Ratingagenturen noch mit der zweit- beziehungsweise dritthöchsten Bewertung ausgezeichnet worden.¹

Vor dem Hintergrund der globalen Finanzkrise und den stets zunehmenden Forderungen nach (über-)staatlicher Regulierung hat die Europäische Kommission bereits im November 2008 einen Richtlinienvorschlag zur Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union (EU) vorgelegt. Erklärtes Ziel der Europäischen Kommission war es sicherzustellen „(...) dass die in der Gemeinschaft verwendeten Ratings unabhängig, objektiv und von höchster Qualität sind.“²

¹ Moody's Investors Service und Standard & Poor's.

² Präambel, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen, KOM(2008) 704 endgültig (hiernach: Kommissionsvorschlag). Vgl.

Die endgültige Fassung der Verordnung über Ratingagenturen ist schließlich im September 2009 durch das Europäische Parlament und den Rat verabschiedet worden.³ Zeitgleich hat die Europäische Kommission bereits weitere Vorschläge zur Stärkung der Finanzaufsicht vorgelegt. Im Kern zielt diese neue Gesetzesinitiative auch auf eine Neuordnung der Kontrolle von Ratingagenturen ab, die den Regulierungsansatz der hier behandelten Verordnung 1060/2009 übersteigt.⁴

Die vorliegende Abhandlung widmet sich der Frage, ob und inwieweit Verordnung 1060/2009 etwaige Schwächen des bisherigen Systems beseitigen und einen Beitrag zur Verbesserung der Aufsicht über die Tätigkeiten von Ratingagenturen leisten kann. Zu diesem Zweck wird zunächst kurz auf den Hintergrund des europäischen Regulierungsansatzes einzugehen sein. Danach werden einige zentrale Aspekte der Verordnung 1060/2009 analysiert.

Bei diesem Beitrag handelt es sich um die schriftliche Fassung eines mündlichen Referats, das der Autor im Rahmen der Vortragsreihe „Rechtsfragen der Europäischen Integration“ im Oktober 2009 am Zentrum für europäisches Wirtschaftsrecht gehalten hat. Der Beitrag ist eine stark gekürzte

Amttenbrink and De Haan, Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal, Working Paper, April 2009 (abgerufen am 19 Februar 2010), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1394332.

³ Verordnung (EG) 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, Abl. EU 2009 L 302/1 (Verordnung 1060/2009).

⁴ Vgl. insofern die Pressemitteilung der Kommission vom 23 September 2009, Kommission verabschiedet Legislativvorschläge zur Stärkung der Finanzaufsicht in Europa, IP/09/1347. Vgl. unten Abschnitt III.3.

deutschsprachige Fassung eines in der *Common Market Law Review* erschienenen Artikels.⁵

II. Hintergrund

Zur besseren Einordnung des europäischen Regulierungsansatzes wird zunächst kurz auf die Funktion von Ratingagenturen im Allgemeinen, die bisherige europäische Rechtslage und die diversen Reformvorschläge, die aus Anlass der Finanzkrise in Bezug auf Ratingagenturen gemacht wurden, eingegangen.

1. Zur Rolle von Ratingagenturen

Obwohl es weltweit zahlreiche Ratingagenturen gibt, teilen sich nur drei Anbieter circa 95 Prozent des Marktes. Standard & Poor's Ratings Services und Moody's Investors Service – beide mit Sitz in den USA – halten circa 80 Prozent Marktanteil, während die britische Firma Fitch Ratings etwa 15 Prozent Marktanteil hat. Hauptbetätigungsfeld dieser Privatunternehmen ist die Abgabe von sogenannten Ratings.

Artikel 3(1) (a) der Verordnung 1060/2006 beschreibt Ratings als „(...) ein Bonitätsurteil in Bezug auf ein Unternehmen, einen Schuldtitel oder eine finanzielle Verbindlichkeit, eine Schuldverschreibung, eine Vorzugsaktie oder ein anderes

⁵ Vgl. *Antenbrink and De Haan*, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, *Common Market Law Review* 2009, 1915.

Finanzinstrument oder den Emittenten derartiger Schuldtitel, finanzieller Verbindlichkeiten, Schuldverschreibungen, Vorzugsaktien oder anderer Finanzinstrumente, das anhand eines festgelegten und definierten Einstufungsverfahrens für Ratingkategorien abgegeben wird.“ Darüber hinaus werden auch Bonitätsurteile über Staaten und selbst internationale Organisationen abgegeben. Bewertungen werden in sogenannten Ratingkategorien ausgedrückt, zumeist in Form von Buchstaben oder Zahlen, zum Teil ergänzt mit nachgestellten Zeichen. So kennt Standard & Poor’s ein Skala die von AAA als höchste Bewertung (*„Extremely strong capacity to meet financial commitments“*) bis D (*„Payment default on financial commitments“*) als schlechteste Bewertung reicht.⁶

Auf den heutigen Finanzmärkten nehmen Ratingagenturen eine Schlüsselposition ein. Sie dienen als wichtige Informations- und Entscheidungsquelle sowohl für (institutionelle) Investoren als auch für aufsichtsrechtliche Zwecke. Die Beurteilung von Finanzprodukten verlangt Expertenkenntnis und ist zeitraubend. Entsprechend attraktiv ist es deshalb für Investoren, um sich bezüglich der mit komplexen Finanzprodukten verbundenen Risiken auf die Einschätzungen von spezialisierten Marktanalysten zu verlassen, die letztere auf Grundlage (scheinbar) bewährter Vorhersagemodellen treffen. In den Erwägungen zu der

⁶ Erläuterungen zu den Ratingkategorien finden sich auf der Internetseite der Ratingagentur: http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us/#def_1 (abgerufen am 19 Februar 2010).

Verordnung wird deshalb auch zurecht auf die Bedeutung von Ratings hingewiesen: *„Ratingagenturen spielen auf den globalen Wertpapier- und Bankenmärkten eine wichtige Rolle, da Anleger, Kreditnehmer, Emittenten und Regierungen unter anderem die Ratings dieser Agenturen nutzen, um fundierte Anlage- und Finanzentscheidungen zu treffen.“*⁷

Darüber hinaus sind Ratings auch in der Finanzaufsicht von großer Bedeutung. Vor allem Kreditinstitute und Wertpapierfirmen können sich im Rahmen der Feststellung ihrer bankenaufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen bei der Berechnung des Kreditrisikos auf Ratings stützen. Ziel der Eigenkapitalanforderungen ist der Schutz von Investoren und Sparern. Ratingagenturen kommt damit zumindest mittelbar eine wichtige Funktion in der Regulierung der Finanzmärkte und der Stabilität des Finanzsystems zu.

Das Geschäftsmodell dieser Unternehmen hat sich im Laufe der Zeit gewandelt.⁸ Am Anfang der Entstehung von Ratingagenturen im vorigen Jahrhundert wurden Ratings im Wege von Abonnements finanziert und durch die jeweiligen Investoren bezahlt. Seit Mitte der 70er Jahre des vorigen Jahrhunderts hat sich dann aber das Modell des zahlenden Emittenten weitestgehend durchgesetzt, wonach der Emittent eines Finanzinstruments oder – produktes die Ratingagentur

⁷ Erwägung Nr. 1 Verordnung 1060/2009.

⁸ Zu der Frage, ob es sich bei Ratingagenturen um ‘Finanzunternehmen’ handelt, die zumindest mittelbar dem Gesetzes über den Wertpapierhandel unterliegen vgl. *Witte und Bultmann, Unternehmensrating – Rechtsschutz und legislativer Handlungsbedarf*, in *Achleitner und Everling* (Hrsg.), *Rechtsfragen im Rating* (Wiesbaden, Gabler 2005), 98 ff.

für die Abgabe eines Ratings vergütet.⁹ Grund für die Einführung dieses Geschäftsmodells war nicht zuletzt das Aufkommen neuer Vervielfältigungsmethoden durch die die Exklusivität der mittels Abonnement herausgegebenen Analysen nicht länger gewährleistet werden konnte.

2. Die europäische und internationale (Rechts-)lage vor Inkrafttreten der Verordnung

Die Verordnung zielt auf die Behebung eines Regulierungsdefizits auf mitgliedstaatlicher und europäischer Ebene ab. Aus dieser Zielsetzung kann allerdings nicht der Schluss gezogen werden, dass Ratingagenturen bis dato keinerlei Verhaltensregeln unterworfen waren.

Bezüglich rechtsverbindlicher Vorgaben auf europäischer Ebene spielt die Rahmenvereinbarung über die Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht aus dem Jahre 2004 eine entscheidende Rolle. Die Vorgaben des Basel II-Abkommens sind in der EU in Form der Eigenkapitalvorschriften der Richtlinie 2006/48/EG über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und der Richtlinie 2006/49/EG über die angemessene

⁹ Darüber hinaus stellen Ratingagenturen auch Ratings aus, die nicht in Auftrag gegeben worden sind. Diese Ratings werden allerdings als weniger verlässlich eingeschätzt, da sie oftmals auf öffentlich zugänglichen Daten basiert sind. Vgl. hierzu *Kormos*, ‚Quis custodiet ipsos custodes? Revisiting rating agency regulation‘, (2008) *International Business Law Journal*, 569.

Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten umgesetzt worden.¹⁰

Entsprechend der Eigenkapitalrichtlinie 2006/48/EG werden die Risikogewichte und die daraus resultierenden Eigenkapitalanforderungen der Forderungen von Kreditinstituten und Wertpapierhäusern anhand *externer Ratings* bestimmt.¹¹ Ein externes Rating darf nur dann zu diesem Zweck verwendet werden, wenn die die Risikobewertung vornehmende externe Ratingagentur von den zuständigen nationalen Behörden zuvor anerkannt worden ist.¹² Grundsätzlich ist eine Anerkennung nur dann möglich, wenn die Ratingmethoden der Ratingagentur Objektivität, Unabhängigkeit und Transparenz gewährleisten, sie kontinuierlich überprüft werden und die erstellten Ratings zuverlässig und transparent sind.¹³ Anhang VI Teil 2 der Richtlinie umfasst detaillierte technische Kriterien, die die zuständigen nationalen Behörden zu prüfen haben. So müssen die Zulassungsbehörden sich beispielsweise davon überzeugen, dass die Methodik für die Vergabe von Ratings streng, systematisch und beständig ist und einer Validierung unterliegt, die auf historischen Erfahrungswerten beruht. Auch darf die Methodik keinen externen politischen Einflüssen oder

¹⁰ Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, ABl. EU 2006 L 177/1; Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, ABl. EU 2006 L 177/201.

¹¹ Art. 80(1) und Art. 81 Richtlinie 2006/48.

¹² Ibid., Art. 81(1).

¹³ Ibid., Art. 81(2).

Restriktionen und keinem wirtschaftlichen Druck unterliegen, der das Ratingurteil beeinflussen könnte. Die Ratings der Ratingagentur müssen laufend überprüft werden und bei Änderungen der finanziellen Situation angepasst werden.¹⁴ Auch müssen die Grundsätze der von einer Ratingagentur angewandten Kreditbeurteilungsmethodik öffentlich zugänglich sein, damit sich potenzielle Nutzer ein Urteil über ihre angemessene Herleitung bilden können.

Neben diesen Vorgaben der Richtlinie 2006/48/EG hat sich der Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden¹⁵ auf Leitlinien für die Anerkennung von externen Ratingagenturen geeinigt.¹⁶ Aufgrund dieser Leitlinien haben sich die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten seitdem informell auf die Anerkennung diverser Ratingagenturen verständigt.¹⁷

Bezüglich der Verwendung von Ratings für die Bestimmung der Eigenkapitalanforderungen gab es also bereits vor in Kraft treten der Verordnung 1060/2009 europäische Vorgaben für die Tätigkeiten von Ratingagenturen. Allerdings sehen diese Regelungen nicht etwa auch ein allgemeines europäisches Zulassungs- oder Aufsichtsverfahren vor. Tatsächlich wird in den Erwägungen zu der Richtlinie 2006/48/EG auf die Notwendigkeit hingewiesen *„(...) einen angemessenen*

¹⁴ Nach jedem signifikanten Ereignis, mindestens aber einmal im Jahr.

¹⁵ Committee of European Banking Supervisors (CEBS).

¹⁶ Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions, vom 20 Januar 2006, vgl. <http://www.c-ebs.org/getdoc/0da3a72b-d3dc-4214-b691-bbf5fdd4af55/GL07.aspx> (abgerufen am 19 Februar 2010).

¹⁷ Soweit bekannt: Fitch, Standard & Poor's, Moody's und DBRS.

künftigen Anerkennungs- und Beaufsichtigungsprozess für Ratingagenturen im Auge zu behalten¹⁸.

Auch jenseits der Eigenkapitalrichtlinie gab es im begrenzten Umfang bereits europäische Verhaltensvorgaben für Ratingagenturen. Erwähnenswert, wenn auch am Rande, sind die Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation¹⁹ und die Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten.²⁰ Zwar werden Ratings nicht als Empfehlungen im Sinne der letztgenannten Richtlinie definiert, dennoch wird gefordert, dass Ratingagenturen interne Politiken und Verfahren verabschieden, die sicherstellen, dass die von ihnen veröffentlichten Ratings sachgerecht dargeboten werden und dass nennenswerte Interessen oder Interessenkonflikte im Zusammenhang mit den Finanzinstrumenten oder den Emittenten, auf die sich die Ratings beziehen, angemessen offengelegt werden.²¹ Darüber hinaus werden Ratingaktivitäten nicht automatisch vom Anwendungsbereich der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente erfasst.²²

¹⁸ Erwägung Nr. 39.

¹⁹ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003, Abl. EG 2003 L 96/16.

²⁰ Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, Abl. EU 2003 L339/73.

²¹ Ibid., Erwägung Nr. 10.

²² Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur

Bezüglich internationaler Vorgaben ist vor allem auf den Verhaltenskodex für Ratingagenturen der *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) hinzuweisen.²³ Der Kodex hat keinen rechtsverbindlichen Charakter. Dementsprechend werden Ratingagenturen auch lediglich aufgefordert etwaige Verstöße zu begründen.²⁴ Darüber hinaus sind die Verhaltensvorgaben auch vergleichsweise unbestimmt.²⁵ Dennoch wird dem IOSCO-Kodex in der Praxis durchaus Bedeutung beigemessen. Der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden²⁶ hat in der Vergangenheit jährlich einen Bericht an die Europäische Kommission verfasst, in dem die Einhaltung des Kodex durch Ratingagenturen beurteilt wurde.²⁷ Der Ausschuss charakterisiert den Verhaltenskodex als ‚(...) *the standard on which CRA conduct of business should be assessed*‘.²⁸ Auch die Europäische Kommission hat die Rolle des IOSCO-Kodex gewürdigt. In ihrer Begründung zum Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen stellt diese fest: *„Im Hinblick auf die inhaltlichen Anforderungen*

Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, Abl. EU 2004 L 145/1. Vgl. Mitteilung der Europäischen Kommission über Rating-Agenturen vom 23.12.2005 (2005/11990), 8, wonach ‚(...) das Erstellen eines Ratings für die Rating-Agentur nicht zwangsläufig auch eine „Anlageberatung“ im Sinne von Anhang I der MiFID nach sich zieht.‘

²³ *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Revised version, May 2008.

²⁴ ‘Comply or explain’.

²⁵ Vgl. *Antenbrink and De Haan*, supra FN 5.

²⁶ Committee of European Securities Regulators (CESR).

²⁷ CESR, ‘CESR’s Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance’, May 2008, vgl. http://www.cesr-eu.org/data/document/CESR_08_277.pdf (abgerufen am 19 Februar 2010).

²⁸ *Ibid.*, S. 3.

sieht die Kommission den überarbeiteten IOSCO-Kodex als einen globalen Maßstab an²⁹ Gleichzeitig wird aber auch darauf hingewiesen, dass der Kodex „(...) einige Beschränkungen [hat], die beseitigt werden müssen, sollen diese Regeln voll zur Anwendung gelangen.“³⁰

3. Kritik an der bisherigen Situation und Verbesserungsvorschläge

Im Rahmen der Erforschung der Ursachen der globalen Finanzkrise ist auch die Rolle von Ratingagenturen durch diverse internationale Expertengremien, wie etwa dem *Financial Stability Forum*, dem Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden und der Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte³¹ unter die Lupe genommen worden. Auf Kritik ist vor allem die Art und Weise gestoßen, in der Ratingagenturen auf der Grundlage von unvollständigen Datensätzen und unzureichenden Modellen komplexe Finanzprodukte mit hohen Ratings versehen haben.³² Auch auf die latente Gefahr von Interessenkonflikten, die von dem Modell des zahlenden Emittenten ausgeht, ist hingewiesen worden. Tatsächlich ist dieses Geschäftsmodell nicht unproblematisch. Einerseits basiert das Ratinggeschäft größtenteils auf der Glaubwürdigkeit der Beurteilungen der

²⁹ Begründung zum Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen, supra Fn. 2, S. 3.

³⁰ Begründung zum Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen, supra Fn. 2, S. 3.

³¹ European Securities Markets Expert Group (ESME).

³² Vgl. *Financial Stability Forum*, Report of the FSF on Enhancing Market and Institutional Resilience, April 2008.

Ratingagentur. Eine Ratingagentur wird darum auch alles vermeiden wollen, was das Risiko eines Vertrauensverlustes erhöht. Andererseits schafft der Umstand, dass Ratings größtenteils durch die Emittenten von Finanzprodukten bezahlt werden den perversen Anreiz, um im Sinne eines guten Geschäftsverhältnisses mit dem Kunden die Kreditwürdigkeit seiner Produkte zu positiv zu bewerten. Diese Gefahr besteht vor allem dann, wenn sich die Geschäftsbeziehungen der Ratingagenturen mit dem Kunden nicht auf die Erstellung von Ratings beschränken, sondern darüber hinaus auch andere Nebendienstleistungen erbracht werden.³³ Damit befinden sich Ratingagenturen in einem permanenten Spannungsfeld zwischen dem kurzfristigen Vorteil, der sich aus der Zufriedenstellung der Kunden ergibt, und der langfristigen Wahrung ihres guten Rufes.

Des Weiteren ist kritisiert worden, dass weder Ratingagenturen, noch Investoren oder Aufsichtsbehörden in ihren Beurteilungen hinreichend deutlich differenzieren zwischen komplexen strukturierten und herkömmlichen Finanzprodukten.³⁴ Das birgt die Gefahr in sich, dass die bei komplexen strukturierten Finanzprodukten vergleichsweise größeren Auswirkungen einer etwaigen Fehlbewertung unterschätzt werden, und in der jüngsten Vergangenheit wohl auch tatsächlich unterschätzt wurden. Dies ist besonders

³³ Etwa in Form einer Beratung bei der Ausgestaltung neuer Finanzprodukte.

³⁴ Zur Rolle von Ratingagenturen bei der Beurteilung von solchen Finanzprodukten vgl. *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, The Role of Credit Rating Agencies in the Structured Finance Markets*, May 2008.

deshalb besorgniserregend, weil sich der Absatz dieser Finanzprodukte seit Mitte der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts mehr als verdreifacht hat³⁵ und sich inzwischen ein Drittel bis die Hälfte aller durch Ratingagenturen vorgenommenen Ratings auf solche Finanzprodukte beziehen.³⁶

Vorschläge zur Reform des bestehenden Systems haben sich vor allem auf das Ratingverfahren selbst konzentriert. So ist die deutliche Trennung zwischen traditionellen und strukturierten Finanzprodukten angemahnt und eine bessere Überprüfung der durch den Emittenten zur Verfügung gestellten Daten eingefordert worden. Auch sollten zusätzliche Maßnahmen zur künftigen Vermeidung von Interessenkonflikten getroffen werden. Vor allem ist aber darauf hingewiesen worden, dass Anleger ein größeres Maß an eigener Sorgfalt walten lassen müssen, anstelle blind auf Ratings zu vertrauen. Tatsächlich scheinen Anleger sich nicht immer der Tatsache bewusst zu sein, dass Ratings nicht alle mit einem Finanzprodukt verbundene Risiken abdecken. Ratings beurteilen Kreditrisiken, nicht jedoch auch Markt- und Liquiditätsrisiken.³⁷

Bemerkenswert ist, dass sich keines der genannten Expertengremien ausdrücklich für die sofortige Einführung

³⁵ *Fender und Mitchell*, Strukturierte Finanzierung: Komplexität, Risiken und die Rolle von Ratings, BIZ-Quartalsbericht, Juni 2005.

³⁶ Mit Bestnote AAA, *WOZ Die Wochenzeitung*, <http://www.woz.ch/artikel/rss/15417.html> (abgerufen am 19 Februar 2010).

³⁷ Vgl. *Antenbrink and De Haan*, supra Fn. 5, S. 1918.

einheitlicher gesetzlicher Regelungen für Ratingagenturen ausgesprochen hat. Selbst die von der Europäischen Kommission mit der Erstellung einer Studie zur Rolle von Ratingagenturen beauftragte Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte hat in ihrem Bericht vom Juni 2008 ausdrücklich darauf hingewiesen, dass der Nutzen einer Regulierung nicht die damit verbundenen Kosten übersteigen würde, weshalb man von einer Regulierung absehen sollte.³⁸ Auch der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden hatte bereits im Mai 2008 darauf hingewiesen, dass es keinerlei Erkenntnisse darüber gäbe, dass Marktregulierung in diesem Sektor zu einer spürbaren Verbesserung führe und Situationen, wie sie sich bei der Subprime-Krise hervorgetan haben, in Zukunft vermieden werden könnten.³⁹ Der Ausschuss sprach sich deshalb für marktgesteuerte Verbesserungen auf Grundlage einer Weiterentwicklung des IOSCO-Kodex und die Errichtung einer Standardisierungs- und Aufsichtsinstanz auf internationaler oder zumindest europäischer Ebene aus. Der Durchsetzung der verbesserten Standards sollte vor allem durch mehr Transparenz und durch eine Politik des ‚*naming and shaming*‘ Nachdruck verliehen werden.

³⁸ ESME, Role of Credit Ratings Agencies, ESME's report to the European Commission, June 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf (abgerufen am 19 Februar 2010).

³⁹ CESR, CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit ratings in structured finance, May 2008, <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5049> (aufgerufen am 19 Februar 2010).

Angesichts dieser Expertenmeinungen mag es verwundern, dass die Europäische Kommission sich dennoch dazu entschlossen hat, einen Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen auszuarbeiten. Zwar legt die Europäische Kommission in ihrer Begründung zum Verordnungsvorschlag dar, dass sie alle Optionen geprüft habe und zwar von der Wahrung des Status Quo bis zum Erlass von Rechtsvorschriften. Im Endeffekt ist die Europäische Kommission allerdings zu dem Schluss gelangt: *„Die legislative Option hatte klare Vorteile gegenüber den anderen Optionen, insbesondere im Hinblick auf die Wirksamkeit und die Rechtssicherheit“*.⁴⁰ Wirksamkeit, Rechtssicherheit (Vertrauen in die Regelungen), gemeinsamer Rahmen und Flexibilität aus Sicht des Betriebes von Ratingagenturen in der EU sind in diesem Zusammenhang von der Europäischen Kommission als die wichtigsten Erwägungsgründe für eine europäische Regulierung von Ratingagenturen angeführt worden. Zur Begründung führt die Europäische Kommission weiterhin aus: *„EU-Rechtsvorschriften scheinen die einzig mögliche Option zu sein, um die Anleger und die europäischen Finanzmärkte hinreichend vor dem Risiko der Misswirtschaft von Ratingagenturen zu schützen“*.⁴¹

Tatsächlich zeigte sich die Europäische Kommission unter Leitung des damaligen Kommissars für den Binnenmarkt und den Dienstleistungssektor Charlie McCreevy wenig beeindruckt

⁴⁰ Begründung zum Vorschlag für eine Verordnung über Ratingagenturen, supra Fn. 2, S. 6.

⁴¹ Ibid., S. 7.

von den Bemühungen zur Selbstregulierung von Ratingagenturen: *„Eine auf der freiwilligen Einhaltung des IOSCO-Kodexes basierende Selbstregulierung scheint keine angemessene verlässliche Lösung für die Behebung der strukturellen Mängel des Gewerbes zu sein.“*⁴² Umso bemerkenswerter ist deshalb die Tatsache, dass Ratingagenturen in der Verordnung ausdrücklich dazu aufgerufen werden, den IOSCO-Kodex auf freiwilliger Basis anzuwenden.⁴³

III. Der neue europäische Regulierungsansatz

Angesichts der Erwägungsgründe der Europäischen Kommission zur Verordnung drängt sich die Frage auf, ob und inwieweit der gewählte europäische Regulierungsansatz tatsächlich zur Verbesserung der Aufsicht über die Tätigkeiten von Ratingagenturen beitragen kann. Im Rahmen dieser kurzen Abhandlung kann nachstehend allerdings nur auf einige zentrale Aspekte der Verordnung eingegangen werden.⁴⁴

1. Selbstregulierung oder ‚staatlicher‘ Eingriff?

Als vielleicht *den* größten Nachteil der Verordnung kann – so seltsam es auch klingen mag – die Existenz der Verordnung

⁴² Ibid., S. 3. Vgl. auch die dahingehenden öffentlichen Äußerungen von McCreevy, *Regulating in a Global Market*, speech by Charlie McCreevy, at the occasion of the inaugural Global Financial Services Conference, Dublin, 16 June 2008 (Speech/08/334).

⁴³ Erwägung Nr. 8 Verordnung 1060/2009.

⁴⁴ Detailliertere Ausführungen hierzu finden sich bei *Antenbrink and De Haan*, supra, Fn. 5.

als solches angesehen werden. Die Systemrelevanz von Ratingagenturen beruht vor allem auf dem Vertrauen, das Anleger diesen Ratings nicht zuletzt angesichts mangelnder eigener Fachkenntnisse schenken. In den Erwägungen zur Verordnung wird dann auch ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die Nutzer von Ratings diesen nicht blind vertrauen, sondern stattdessen eigene Sorgfalt walten lassen sollten.⁴⁵ Jedoch stellt sich die Frage, ob die gesetzliche Regulierung von Ratingagenturen bei Anlegern nicht gerade den umgekehrten Effekt haben wird. Mit anderen Worten, wird durch die Verordnung nicht gerade der falsche Eindruck erweckt oder zumindest verstärkt, dass Ratings angesichts ihrer europaweiten gesetzlichen Regulierung grundsätzlich verlässlich sind? Tatsächlich ist das erklärte Ziel der Verordnung *„(...) ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz zu gewährleisten, indem für Ratings, die in der Gemeinschaft abgegeben werden, gemeinsame Qualitätsanforderungen festgelegt werden“*.⁴⁶

Die Verordnung erweckt den Anschein eines Qualitätssiegels für Ratingagenturen und deren Ratings. Angesichts ihres Inhalts und begrenzten Regulierungsumfangs mit Bezug auf Ratingmethoden und -modellen kann die Verordnung eine solche Qualitätssicherung aber wohl nicht gewährleisten.⁴⁷ Vor dieser Gefahr hat auch bereits die Expertengruppe

⁴⁵ Erwägungsgrund Nr. 10 Verordnung 1060/2009.

⁴⁶ Ibid., Erwägungsgrund Nr. 75.

⁴⁷ Vgl. *Antenbrink and De Haan*, supra, Fn. 5.

Europäische Wertpapiermärkte gewarnt: *'In fact, full formal regulation may be counter-productive as it might be seen by users in the market place to imply a level of official endorsement of ratings which is neither justified nor feasible.'*⁴⁸ Einige Kommentatoren gehen sogar davon aus, dass die Verordnung letztlich weniger Zurückhaltung bei der Abgabe von Ratings zur Folge haben wird. Ratingagenturen werden nicht mehr allein oder primär auf die Wahrung ihrer Reputation bedacht sein, sondern vielmehr auf die Beibehaltung ihrer Lizenz. Solange die Registrierung nicht gefährdet ist, ist nicht auszuschließen, dass sich Ratingagenturen ganz auf die Erstellung von für ihre Kunden günstige Ratings konzentrieren werden.⁴⁹

Trotz dieser grundsätzlichen Kritik am europäischen Regulierungsansatz kann nicht außer Acht gelassen werden, dass der vor Inkrafttreten der Verordnung geltende freiwillige Verhaltenskodex als unzureichend bewertet worden ist. Die Regulierung von Ratings kann deshalb vielleicht auch als das kleinere von zwei Übeln betrachtet werden. Zudem erweist sich die Verordnung bei näherer Betrachtung in vielen Teilen als eine Detailausarbeitung des im Mai 2008 überarbeiteten IOSCO-Verhaltenskodex. Vor allem die in den Artikeln 6 bis 13 der Verordnung sowie die in deren Anhang I festgelegten organisatorischen und operationellen Anforderungen an

⁴⁸ Supra Fn. 32.

⁴⁹ Vgl. *Morrison*, Rating agencies, regulation, and financial market stability, Saïd Business School, University of Oxford, 2008; *Partnoy*, How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers, University of San Diego, School of Law, Legal Studies Research Paper Series, no. 07-46.

Ratingagenturen finden ihren Ursprung im IOSCO-Kodex. Ein Beispiel ist die Aufforderung an Ratingagenturen, um bei der Abgabe von Ratings stärker als bisher zwischen konventionellen und strukturierten Finanzprodukten zu unterscheiden. In der Verordnung werden Ratingagenturen zusätzlich dazu verpflichtet für strukturierte Finanzprodukte eine eigene Ratingkategorie zu benutzen, etwa durch die Verwendung eines zusätzlichen Symbols.⁵⁰ Auch unbeauftragte Ratings müssen also solche gekennzeichnet werden. Dabei muss durch die Ratingagentur offengelegt werden, ob das bewertete Unternehmen oder ein mit diesem verbundener Dritter in den Ratingprozess eingebunden war und ob die Ratingagentur Zugang zu den Büchern oder zu anderen einschlägigen internen Dokumenten des bewerteten Unternehmens oder eines mit diesem verbundenen Dritten hatte.⁵¹ Es ist allerdings fraglich, ob die Einführung von neuen Kennzeichnungspflichten bei Investoren zu mehr Sorgfalt im Umgang mit komplexen Finanzprodukten und deren Ratings führen wird.

Während der IOSCO-Kodex Ratingagenturen lediglich aufruft ausreichend Informationen über ihre Verfahrensweisen, Methoden und Annahmen bei der Erstellung von Ratings zu veröffentlichen, sieht die Verordnung verbindliche Vorschriften

⁵⁰ Art. 10(3) Verordnung 1060/2009.

⁵¹ Ibid., Art. 10(4)-(5).

vor.⁵² Ratingagenturen müssen diese Informationen künftig offenlegen.⁵³ Darüber hinaus werden Ratingagenturen nicht nur dazu verpflichtet etwaige Änderungen bei den verwendeten Methoden, Modelle oder grundlegenden Annahmen zu melden, sondern daraufhin alle bis dato abgegebenen Ratings auf den Prüfstand zu stellen und gegebenenfalls neue Ratings auf Grundlage des neuen Verfahrens zu erstellen.⁵⁴ Eine vergleichbare Regelung findet sich zwar auch im IOSCO-Kodex, jedoch lediglich auf freiwilliger Basis.

2. Strengere Verhaltensregel für Ratingagenturen

Der euopäische Gesetzgeber war deutlich darum bemüht, Interessenkonflikten bei der Erstellung von Ratings künftig entgegenzuwirken. So ist in der Verordnung die wichtige Forderung des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden aufgegriffen worden, die Kern- und Nebendienstleistungen von Ratingagenturen klar zu definieren. Im Prinzip ist es Ratingagenturen künftig nicht mehr gestattet, um Beratungsleistungen für das bewertete Unternehmen oder einen verbundenen Dritten zu erbringen. Ausdrücklich ausgeschlossen sind die Beratung in Bezug auf die Unternehmens- oder Rechtsstruktur, Vermögenswerte,

⁵² Im Kodex finden sich regelmäßig freibleibende Umschreibungen wie ‘feasable’ und ‘when appropriate’.

⁵³ Art. 8 und Anhang 1 Abschnitt E II-III Verordnung 1060/2009.

⁵⁴ Ibid., Art. 8(6).

Verbindlichkeiten oder Tätigkeiten des bewerteten Unternehmens oder des verbundenen Dritten.⁵⁵ Allerdings verbietet die Verordnung nicht alle Nebendienstleistungen.⁵⁶ So dürfen Ratingagenturen auch in Zukunft Marktprognosen, Einschätzungen der wirtschaftlichen Entwicklung, Preisanalysen und andere Analysen allgemeiner Daten sowie damit zusammenhängende Verteilungsdienste erbringen. Die Erbringung solcher Dienstleistungen für durch die Ratingagentur bewertete Unternehmen oder mit diesen verbundenen Dritten wird durch die Verordnung nicht ausgeschlossen.⁵⁷ Allerdings darf dies nicht zu Interessenkonflikten führen.

Die Offenlegungspflicht für Nebendienstleistungen ist sicherlich begrüßenswert. Fraglich ist aber, wie sich das Gebot der Vermeidung von Interessenkonflikten mit der durch die Verordnung ebenfalls eingeräumten Möglichkeit verträgt, auch in Zukunft an Kunden die ein Rating in Auftrag gegeben haben Nebendienstleistungen zu verkaufen. Die durch die Verordnung vorgenommene Trennung der Ratingaufträge von anderen Dienstleistungen kann die wirtschaftliche Abhängigkeit der Ratingagenturen von ihren zahlenden Kunden und die sich daraus direkt oder indirekt ergebene Konfliktlage jedenfalls nicht vollständig aufheben.

⁵⁵ Ibid., Anhang I, Abschnitt B (4).

⁵⁶ Als Nebendienstleistungen werden alle Dienstleistungen betrachtet, die keine Ratingtätigkeit sind.

⁵⁷ Dies ergibt sich aus der in Anhang I, Abschnitt B (4) Verordnung 1060/2009 formulierten Auflage, alle Nebendienstleistungen, die für das bewertete Unternehmen oder für mit diesem verbundene Dritte erbracht wurden offen zu legen.

In Bezug auf potentielle Interessenkonflikte fordert die Verordnung weiterhin die Einführung eines Rotationssystems, mit dem ein gestaffelter Wechsel in den Analyseteams und Ratingausschüssen gewährleistet werden muss.⁵⁸ In den Erwägungen zu der Verordnung wird als Begründung hierzu ausgeführt, dass *„Langandauernde Beziehungen zu Unternehmen, für die Ratings erstellt werden, oder den mit diesen verbundenen Dritten könnten die Unabhängigkeit von Ratinganalysten und Mitarbeitern, die die Ratings genehmigen, in Frage stellen.“*⁵⁹

Das gilt auch für die Leitungsebene einer Ratingagentur. Entsprechend wird in der Verordnung festgelegt, dass mindestens ein Drittel der Mitglieder des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans einer Ratingagentur unabhängige Mitglieder sein müssen, die *nicht* in die Ratingtätigkeiten eingebunden sind.⁶⁰ Selbst zur Mandatsdauer und der Vergütung dieser Mitglieder finden sich Details in der Verordnung. So darf die Mandatsdauer der unabhängigen Mitglieder des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans fünf Jahre nicht übersteigen und nicht erneuerbar sein. Darüber hinaus darf deren Vergütung nicht vom geschäftlichen Erfolg der Ratingagentur abhängen und muss so festgelegt werden, dass die Unabhängigkeit ihres Urteils gewährleistet ist.⁶¹ Eine ähnliche Regelung findet sich

⁵⁸ Ibid., Art. 7(4) und Anhang I, Abschnitt C (8).

⁵⁹ Ibid., Erwägung Nr. 33.

⁶⁰ Ibid., Anhang I, Abschnitt A (2).

⁶¹ Ibid., Abschnitt A (2).

auch für Ratinganalysten und Personen, die Ratings genehmigen.⁶²

Als tendenziell unzureichend müssen die in der Verordnung vorgesehenen Regelungen beurteilt werden, die leitende Tätigkeiten ehemaliger Ratinganalysten für durch die Ratingagentur zuvor beurteilte Unternehmen zeitlich beschränken. Derartige Personen dürfen für den Zeitraum von sechs Monaten nach dem Rating keine ‚Schlüsselposition‘ in der Geschäftsführung eines bewerteten Unternehmens annehmen.⁶³ Undeutlich bleibt welche Tätigkeiten innerhalb des Unternehmens im konkreten Fall als Schlüsselposition qualifiziert werden müssen. Auch ist es angesichts der relativ kurzen Sperrfrist nicht ausgeschlossen, dass ein ehemaliger Ratinganalyst von seinem neuen Arbeitsgeber übergangsweise und zum Schein in einer untergeordneten Position eingesetzt wird.

3. Ein neues europäisches Zulassungsverfahren für Ratingagenturen

Grundsätzlich bezieht sich der Anwendungsbereich der Verordnung auf Ratings, die von in der EU registrierten Ratingagenturen abgegeben und der Öffentlichkeit bekannt

⁶² Ibid., Art. 7(5).

⁶³ Ibid., Anhang I, Abschnitt C (7).

gemacht oder an Abonnenten weitergegeben werden.⁶⁴ Sofern die Ratingagentur ihren Sitz in der EU hat, bedarf sie einer Registrierung. Ausschließlich Ratingagenturen die sich im Rahmen der Verordnung haben registrieren lassen, können als sogenannte externe Ratingagentur gemäß Anhang VI Teil 2 der Richtlinie 2006/48/EG anerkannt werden.⁶⁵ Vor allem Kreditinstitute im Sinne der vorgenannten Richtlinie und Wertpapierfirmen im Sinne der Richtlinie 2004/39/EG dürfen für aufsichtsrechtliche Zwecke in Zukunft im Prinzip nur Ratings von Ratingagenturen verwenden, die ihren Sitz in der EU haben und gemäß dieser Verordnung registriert sind.⁶⁶ Allerdings bietet die Verordnung den in der EU ansässigen Ratingagenturen die Möglichkeit, um unter gewissen Voraussetzungen ein in einem Drittland abgegebenes Rating zu übernehmen.⁶⁷ Darüber hinaus sieht die Verordnung ein Zertifizierungsverfahren für die Verwendung von Ratings für Unternehmen mit Sitz in Drittländern oder für in Drittländern ausgegebene Finanzinstrumente vor, die von einer Ratingagentur mit Sitz in einem Drittland abgegeben wurden.⁶⁸

Es ist bereits darauf hingewiesen worden, dass die Anerkennung von Ratingagenturen kein völlig neues Konzept

⁶⁴ Ibid., Art. 2(1). In Art. 2(2) werden etwa sogenannte Privatratings und unter bestimmten Voraussetzungen Ratings die von Zentralbanken erstellt worden sind vom Anwendungsbereich der Verordnung ausgeschlossen.

⁶⁵ Ibid., Art. 2(3).

⁶⁶ Ibid., Art. 4(1).

⁶⁷ Ibid., Art. 4(3) – (6).

⁶⁸ Ibid., Art. 5. Vgl. hierzu *Antenbrink and De Haan*, supra Fn. 5, S. 1930 ff.

ist. Auch im Rahmen der Eigenkapitalrichtlinie müssen externe Ratingagenturen ein Anerkennungsverfahren durchlaufen, bevor ihre Ratings verwendet werden dürfen.⁶⁹ Es stellt sich deshalb die Frage, in welchem Verhältnis das neue Registrierungsverfahren zum bisherigen Anerkennungsverfahren steht. Artikel 2(3) nennt die Registrierung als eine Voraussetzung für die Anerkennung als externe Ratingagentur im Rahmen der Eigenkapitalrichtlinie. In den Erwägungen zu der Verordnung wird dazu ausgeführt: *„Diese Verordnung sollte das bewährte Verfahren zur Anerkennung externer Ratingagenturen (ECAI) gemäß der Richtlinie 2006/48/EG nicht ersetzen. Die in der Gemeinschaft bereits anerkannten ECAI sollten eine Registrierung gemäß dieser Verordnung beantragen“*.⁷⁰

Bezüglich der Registrierungsplicht für alle Ratingagenturen mit Sitz in der EU wäre mehr Deutlichkeit bei der Darlegung der Antragsvoraussetzungen wünschenswert gewesen. In den relevanten Artikeln 16 und 17 der Verordnung wird nur allgemein Bezug genommen auf die *„Erfüllung der Voraussetzungen dieser Verordnung durch die Ratingagentur“*. Anhang II der Verordnung bietet einige Anhaltspunkte durch die Nennung der für den Antrag auf Registrierung beizubringenden Informationen. Freilich resultiert aus einer Gesamtschau der Verordnung, dass der Antragsteller gewährleisten muss, dass er die in Titel II enthaltenen

⁶⁹ Vgl. oben Abschnitt II.2.

⁷⁰ Erwägung Nr. 44 Verordnung 1060/2009.

Vorschriften über die Abgabe von Ratings, sowie die in Anhang 2 der Verordnung enthaltenen Bestimmungen erfüllen kann.⁷¹

Das Registrierungsverfahren ist nicht in den Händen einer zentralen europäischen Registrierungs- und Aufsichtsbehörde. Zwar muss der Antrag auf Registrierung an den Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden gerichtet werden, dieser Ausschuss entscheidet allerdings nicht selbst über den Antrag. Stattdessen wird durch die Verordnung ein vergleichsweise kompliziertes Prüfverfahren vorgeschrieben bei dem nicht nur die zuständige Behörde des Mitgliedstaates, in dem sich der satzungsmäßige Sitz der Ratingagentur befindet (das sogenannte Herkunftsland), sondern ein Kollegium bestehend aus den zuständigen Aufsichtsbehörden anderer Mitgliedstaaten eine entscheidende Rolle spielt.⁷² In diesem sogenannten Kollegium der zuständigen Behörden können zuständige Behörden anderer Mitgliedstaaten im Falle eines Zulassungsverfahrens für eine einzelne Ratingagentur mit Stimmrecht teilnehmen, wenn die Ratingagentur entweder dort eine Zweigniederlassung hat, ihre Ratings für aufsichtsrechtliche Zwecke weit verbreitet sind oder sich innerhalb des Zuständigkeitsbereichs dieses Mitgliedstaates in erheblicher Weise auswirken können.⁷³

Formaljuristisch muss das Herkunftsland über den Antrag auf Registrierung entscheiden. Allerdings schreibt die Verordnung

⁷¹ Dies ergibt sich auch aus den Voraussetzungen für einen Widerruf der Registrierung. Ibid., Art. 20(1).

⁷² Ibid., Art. 29(1).

⁷³ Ibid., Art. 29(2).

diesbezüglich eindeutig vor, dass im Falle des Fehlens einer Einigung im Kollegium die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates eine umfassend begründete *Ablehnungsentscheidung* erlassen muss.⁷⁴ Die Rolle des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden in diesem Verfahren beschränkt sich auf die eines Vermittlers.⁷⁵ Im Falle einer fehlenden Einigung im Kollegium gibt der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden eine *unverbindliche* Empfehlung in Form eines begründeten Entwurfs einer Registrierungs- oder Ablehnungsentscheidung ab und fügt dieser eine ausführliche Erläuterung bei.⁷⁶ Obwohl diese Verfahrensweise alles andere als Effizient erscheint, ergibt sich aus den verschiedenen in der Verordnung genannten Fristen, dass ein Antrag auf Registrierung im Prinzip innerhalb von sechs Monaten beschieden werden muss. Auch beim Widerruf der Registrierung, beispielsweise als Folge von schwerwiegenden oder wiederholten Verstößen gegen die Verordnung, muss die zuständige Behörde des Herkunftslandes mit den Mitgliedern des zuständigen Kollegiums zusammenarbeiten, um darüber zu entscheiden, ob die Registrierung der betreffenden Ratingagentur widerrufen werden muss. Anders als im Falle der Registrierung kann die zuständige Behörde allerdings auch ohne die Zustimmung der

⁷⁴ Ibid., 16(4). Vgl. Art. 17(4) für den Fall der Zulassung einer Gruppe von Ratingagenturen.

⁷⁵ Die Verordnung verwendet den Begriff 'Faziliator'.

⁷⁶ Art. 16(5) und Art. 17(5) Verordnung 1060/2009.

zuständigen Behörden anderer Mitgliedstaaten eine positive Entscheidung treffen.⁷⁷ Die zuständige Behörde eines anderen Mitgliedstaats, in dem die von der betreffenden Ratingagentur abgegebenen Ratings verwendet werden, kann im Kollegium ebenfalls den Widerruf einer Registrierung vorschlagen. Allerdings kann die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates weder durch dieses Kollegium noch durch den Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden zum Widerruf einer Registrierung gezwungen werden.

Angesichts dieses vergleichsweise komplizierten Verfahrens stellt sich die Frage, warum der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden nur für die Einreichung der Anträge auf Registrierung als zentrale Anlaufstelle gewählt worden ist, nicht jedoch für die Entscheidung über die Registrierung und deren Widerruf. Hintergrund dieser Regelung dürfte der (bis vor kurzem noch) fehlende politische Wille in einigen Mitgliedstaaten sein, um eine europäischen Aufsichtsbehörde einzurichten. Dies könnte sich möglicherweise in Zukunft ändern, falls die ehrgeizigen Pläne der Europäischen Kommission zur Schaffung eines Europäischen Systems für die Finanzaufsicht (ESFS) Wirklichkeit werden sollten. Teil dieser umfassenden Reformvorschläge ist die Schaffung einer Europäischen

⁷⁷ Ibid, Art. 20(2).

Wertpapieraufsichtsbehörde.⁷⁸ Diese neue europäische Behörde würde nach den derzeitigen Plänen nicht nur die in der Verordnung 1060/2009 vorgesehene begrenzte Rolle des Ausschusses der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden übernehmen, sondern vielmehr selbst zur Registrierungs- und Aufsichtsbehörde für Ratingagenturen werden.⁷⁹ Freilich werden die nationalen Aufsichtsbehörden im Aufsichtsorgan der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde vertreten sein.⁸⁰

4. Aufsichtsmaßnahmen

Ein entscheidender qualitativer Unterschied zum IOSCO-Kodex ist der in der Verordnung enthaltene Katalog von konkreten Aufsichtsmaßnahmen, die einem Widerruf der Registrierung einer Ratingagentur vorausgehen können.

Diese Maßnahmen umfassen den Erlass angemessener Maßregeln sowohl durch den Herkunftsmitgliedstaat als auch durch die zuständigen Behörden anderer Mitgliedstaaten, um sicherzustellen, dass Ratingagenturen auch nach deren Registrierung weiterhin den rechtlichen Anforderungen der Verordnung genügen.⁸¹ Hierzu zählt auch die Verweisung von strafrechtlich zu verfolgenden Angelegenheiten an die

⁷⁸ Vgl. Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde, KOM(2009) 503 endgültig. Vgl. auch supra Fn 4.

⁷⁹ Ibid., Art. 1(2).

⁸⁰ Ibid., Art. 25(1).

⁸¹ Ibid., Art. 24.

zuständigen nationalen Behörden.⁸² Der Herkunftsmitgliedstaat kann sowohl ein vorübergehendes EU-weites Verbot zur Abgabe von Ratings auferlegen, als auch die Verwendung von Ratings für aufsichtsrechtliche Zwecke in der EU aussetzen.⁸³ Mitgliedstaaten, in deren Hoheitsgebiet Ratings von in einem anderen Mitgliedstaat ansässigen Ratingagenturen verwendet werden, können die Aussetzung der Verwendung von Ratings dieser Ratingagentur für aufsichtsrechtliche Zwecke vor allem für Kreditinstitute, deren Sitz sich in ihrem Zuständigkeitsbereich befindet, veranlassen.⁸⁴ Angesichts der bereits erwähnten Bedeutung des guten Ansehens einer Ratingagentur dürfte nicht zuletzt auch die in der Verordnung enthaltene Möglichkeit der Bekanntmachung eines Verstoßes gegen die in der Verordnung genannten Verpflichtungen eine gewisse abschreckende Wirkung entfalten.

Entsprechend diesen Befugnissen instruiert die Verordnung nationale Gesetzgeber die zuständigen Behörden ‚(...) *im Einklang mit dem nationalen Recht mit allen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben gemäß dieser Verordnung notwendigen Überwachungs- und Ermittlungsbefugnissen*‘ auszustatten.⁸⁵ Dazu gehört auch, dass Mitgliedstaaten

⁸² Ibid., Art. 24(1)(f) und Art. 25 (1)(a).

⁸³ Ibid., Art. 24(1)(b) und (c).

⁸⁴ Ibid., Art. 25(1)(c).

⁸⁵ Ibid., Art. 23(2).

Sanktionen für Verstöße gegen die Verordnung festlegen, die wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind.⁸⁶

IV. Schlussbemerkungen

Angesichts fehlender praktischer Erfahrungen wäre der Versuch einer abschließenden Beantwortung der eingangs aufgeworfenen Frage nach der Verbesserung der Aufsicht über die Tätigkeiten von Ratingagenturen wohl kaum mehr als Kaffeesatzleserei. Allerdings ist die Art und Weise, wie die Empfehlungen führender Expertengremien sozusagen in den Wind geschlagen worden sind, auffällig. Mit der Verordnung wird das Ziel verfolgt, ein hohes Anleger- und Verbrauchervertrauen im Binnenmarkt zu gewährleisten. Das in der Verordnung vorgesehene Registrierungs- und Überwachungssystem kann dahingehend auch ohne weiteres als eine vertrauensbildende Maßnahme angesehen werden. Die entscheidende Frage ist allerdings, ob dieses Vertrauen gerechtfertigt ist. Die Verordnung wird weder etwas an der Komplexität von strukturierten Finanzprodukten ändern, noch die mit dieser Anlageform verbundenen Risiken eliminieren. Darum ist es auch nicht auszuschließen, dass Nutzer von Ratings durch die Verordnung eher noch ermutigt werden, den Analysen von Ratingagenturen leichtsinnig zu vertrauen. Durch die Schaffung eines ‚europäischen Qualitätssiegels‘ für Ratingagenturen werden Anleger kaum mehr als bisher in die

⁸⁶ Ibid., Art. 36.

Pflicht genommen, eine eigene sorgfältige Analyse vorzunehmen und abzuwägen, in welchem Maße sie auf diese Ratings vertrauen können.

Insgesamt drängt sich der Eindruck auf, dass die Europäische Kommission nicht zuletzt auch darauf bedacht war dem Zeitgeist zu folgen und schnell einen Beitrag zur ‚Bändigung‘ vermeintlich ungezügelter Finanzmärkte zu leisten. Dabei sind aber einige wichtige Aspekte des Themas unbeleuchtet geblieben, auf die im Rahmen dieses Beitrags nur kurz hingewiesen werden kann.⁸⁷

In den Erwägungen zu der Verordnung wird das Ziel formuliert, dass auch ‚(...) *das Auftreten neuer Akteure auf dem Markt für Ratingagenturen gefördert werden*‘ soll.⁸⁸ Es bleibt allerdings unklar auf welche Weise die Verordnung einen Beitrag zur Schaffung von mehr Wettbewerb auf dem Markt der Ratingagenturen leisten kann. In der Fachliteratur ist diesbezüglich etwa vorgeschlagen worden, eine Art Beurteilungsinstanz für Ratingagenturen zu schaffen, die die Genauigkeit der Bewertungen der verschiedenen Ratingagenturen für Anleger offenlegt und auf diese Weise einen Beitrag zu mehr Wettbewerb zwischen Ratingagenturen leistet. Es ist jedenfalls nicht auszuschließen, dass der mit einer schlechten Bewertung verbundene Vertrauensverlust Konsequenzen für die Marktposition einer Ratingagentur haben

⁸⁷ Vgl. hierzu *Amténbrink and De Haan*, supra Fn. 5, mit weiteren Verweisen.

⁸⁸ Erwägung Nr. 55 Verordnung 1060/2009.

würde.⁸⁹ Denkbar wäre es auch die zukünftige Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde mit einer solchen Aufgabe zu betrauen.

Die europäische Regulierung von Ratingagenturen wird schwerlich verhindern können, dass vor allem (institutionelle) Investoren auch in Zukunft auf komplexe strukturierte Finanzprodukte setzen und dabei die mit dieser Anlageform verbundenen Risiken unterschätzen. Es wird darum notwendig sein weitere Maßnahmen, wie etwa die Regulierung hochkomplexer Finanzprodukte oder die Beschränkung der Zusammenstellung von Portfolios von Finanzinstituten, zu erwägen. Denkbar wäre es auch eine eigens hierfür neu zu gründende EU Ratingagentur mit der Berechnung der Eigenkapitalanforderungen von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten an Hand eigener Bewertungsmodelle zu betrauen. Schließlich sollte auch die bis dato zum Teil sehr beschränkte Haftung von Ratingagenturen grundsätzlich überdacht werden. Nationale Gesetzgeber sollten die Pflicht zur Schaffung von wirksamen Sanktionen für Verstöße gegen die Verordnung zum Anlass nehmen, um über eine Verschärfung der Haftung von Ratingagenturen nachzudenken.

⁸⁹ *Goodhart, The Regulatory Response to the Financial Crisis* (Cheltenham, Edward Elgar 2009), 133.

ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHES WIRTSCHAFTSRECHT DER UNIVERSITÄT BONN

CENTER FOR EUROPEAN ECONOMIC LAW, UNIVERSITY OF BONN
CENTRE DE DROIT ECONOMIQUE EUROPEEN DE L'UNIVERSITE DE BONN

Leitung: Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Everling
Prof. Dr. Meinhard Heinze †
Prof. Dr. Matthias Herdegen
Prof. Dr. Ulrich Huber
Prof. Dr. Rainer Hüttemann, Dipl.-Volksw.
Prof. Dr. Christian Koenig, LL.M.
Prof. Dr. Matthias Leistner, LL.M.
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Marcus Lutter (Sprecher)
Prof. Dr. Wulf-Henning Roth, LL.M. (Gfd. Direktor)
Prof. Dr. Dres. h.c. Karsten Schmidt
Prof. Dr. Gregor Thüsing, LL.M.
Prof. Dr. Gerhard Wagner, LL.M.
Prof. Dr. Daniel Zimmer, LL.M.

Anschrift: Adenauerallee 24-42, D - 53113 Bonn
Telefon: 0228 / 73 95 59
Telefax: 0228 / 73 70 78
E-Mail: zew@uni-bonn.de
URL: www.zew.uni-bonn.de

[...]

Die Gesamtliste aller Veröffentlichungen dieser Schriftreihe ist sowohl auf der Internetpräsenz als auch im ZEW erhältlich.

- Nr. 150 Sammelband: Symposion zu Ehren von Ulrich Everling „Die Entwicklung einer europäischen Grundrechtsarchitektur“, 2005, mit Beiträgen von Vassilios Skouris, Matthias Herdegen, Thomas Oppermann, Jürgen Schwarze, Ulrich Everling (vergriffen)
- Nr. 151 Jan M. Smits, European Private Law, 2006
- Nr. 152 Juliane Kokott, Anwältin des Rechts – Zur Rolle der Generalanwälte beim Europäischen Gerichtshof, 2006
- Nr. 153 Martin Nettesheim, Grundfreiheiten und Grundrechte in der Europäischen Union – Auf dem Wege zur Verschmelzung?, 2006
- Nr. 154 Sammelband: Festsymposion zu Ehren von Bruno Kropff „40 Jahre Aktiengesetz“, 2005, mit Beiträgen von Marcus Lutter, Mathias Habersack, Holger Fleischer, Johannes Semler, Bruno Kropff
- Nr. 155 Christian Waldhoff, Rückwirkung von EuGH-Entscheidungen, 2006; vergriffen
- Nr. 156 W. Rainer Walz, Non-Profit-Organisationen im europarechtlichen Zugwind, 2006
- Nr. 157 Theodor Baums, Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht, 2007
- Nr. 158 Christian Tomuschat, Die Europäische Union und ihre völkerrechtliche Bindung, 2007
- Nr. 159 Ansgar Staudinger, Stand und Zukunft des Europäischen Verbraucherrechts, 2007
- Nr. 160 Christian Calliess, Die Dienstleistungsrichtlinie, 2007
- Nr. 161 Corinna Ullrich, Die Richtlinie zu der grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten, 2007
- Nr. 162 Klaus Kinkel, Quo vadis Europa?, 2007

- Nr. 163 Peter Hommelhoff, Die „Europäische Privatgesellschaft“ am Beginn ihrer Normierung, 2008
- Nr. 164 Robert Rebhahn, Aktuelle Entwicklungen des europäischen Arbeitsrechts, 2008
- Nr. 165 Martin Böse, Die strafrechtliche Zusammenarbeit in Europa – Stand und Perspektiven, 2008
- Nr. 166 Thomas von Danwitz, Rechtsschutz im Bereich polizeilicher und justizieller Zusammenarbeit der Europäischen Union, 2008
- Nr. 167 Matthias Leistner, Konsolidierung und Entwicklungsperspektive des Europäischen Urheberrechts, 2008
- Nr. 168 Peter Hemeling, Die Societas Europaea (SE) in der praktischen Anwendung, 2008
- Nr. 169 Ulrich Immenga, Leitlinien als Instrument europäischer Wettbewerbspolitik, 2008
- Nr. 170 Rupert Scholz, Nach Lissabon und Dublin: Die Europäische Union am Scheideweg, 2008
- Nr. 171 Hanno Kube, EuGH-Rechtsprechung zum direkten Steuerrecht - Stand und Perspektiven, 2009
- Nr. 172 Piet Jan Slot, Recent Developments in EC State Aid Law, 2009
- Nr. 173 Stefan Leible, Rom I und Rom II: Neue Perspektiven im Europäischen Kollisionsrecht, 2009
- Nr. 174 Herbert Kronke, Transnationales Handelsrecht in der Reifeprüfung: Die UNIDROIT-Arbeiten 1998 – 2008, 2009
- Nr. 175 Stefan Bechtold, Optionsmodelle und private Rechtsetzung im Urheberrecht am Beispiel von Google Book Search, 2010
- Nr. 176 Claus Dörr, Perspektiven des gemeinschaftsrechtlichen Staatshaftungsanspruches, 2010
- Nr. 177 Ulrich Tödtmann, Persönliche Beteiligung von Vorstandsmitgliedern am Verlust der Aktiengesellschaft, 2010
- Nr. 178 Carsten Grave, Banken-Fusionskontrolle in der Finanzkrise, 2010

Nr. 179 Fabian Amtenbrink, Ratings in Europa: Kritische Anmerkungen zum europäischen Regulierungsansatz, 2010