

VORTRAGSREIHE

Unternehmens- und Kapitalmarktrecht – Standortbestimmung und Perspektiven

8. Mai 2008

Ratingagenturen: Zensuren für Oberlehrer?

BERICHT

zum Vortrag von

Prof. Dr. *Matthias Casper*

von wiss. Mitarbeiter *Lars Teigelack*

Am 8. Mai 2008 setzte das Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht seine Vortragsreihe „Unternehmens- und Kapitalmarktrecht – Standortbestimmung und Perspektiven“ fort. Nach der Eröffnungsveranstaltung zu Vorstand und Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft rückte nun das Kapitalmarktrecht in den Vordergrund. Die Veranstaltung stand unter dem Titel „Ratingagenturen: Zensuren für Oberlehrer?“. Das erste Referat von Prof. Dr. *Matthias Casper*, Ordinarius der Universität Münster, gab einen Einblick in die Theorie der Regulierung von Ratingagenturen.

Am Beginn der Ausführungen von *Casper* stand eine Einführung in die Funktion und Arten des Emittentenratings sowie die mit solchen Ratings verbundenen Gefahren. Das klassische Emittentenrating diene dazu, die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten zu prognostizieren, um Anlegern ihre Anlageentscheidung zu erleichtern. Dazu werde eine standardisierte Risikoeinschätzung durch Noten erteilt. Ähnlich funktioniere der seit Basel II bekannte *Internal Rating Based Approach* (§§ 55 ff. SolvV). *Casper* betonte die immense Relevanz für den Kapitalmarkt, die das Rating durch den Abbau von Informationsasymmetrien erlange. Aus Sicht der Emittenten determiniere die Ratingnote maßgeblich die Finanzierungskosten und stelle eine faktische Zugangshürde zum Kapitalmarkt dar. Der Referent unterschied zwischen Auftragsrating und auftragslosem (*unsolicited*) Rating und wies auf die Möglichkeit von Interessenkonflikten beim Auftragsrating sowie auf die reputationsbasierte Gegenar-

gumentation hin. Gefahren des Ratings resultierten nach Ansicht von *Casper* zunächst aus der marktbeherrschenden Stellung dreier großer Agenturen. Außerdem ergebe sich durch die Finanzierung des Auftragsratings durch Emittenten zumindest der Schein mangelnder Neutralität, der durch die gleichzeitige Beratungstätigkeit der Agenturen verstärkt werde. Besondere Gefahren sah der Referent vor allem bei fehlerhaftem Rating, da die Agenturen die ihnen zur Verfügung gestellten Daten oft nicht prüften oder dies gar nicht könnten. Symptomatisch sprach er *Enron*, *Worldcom*, *Parmalat* und jüngst die Subprimekrise in den USA an. Ferner monierte *Casper* die fehlende Transparenz der Ratingmethodik und den fehlenden Rechtsschutz der Unternehmen vor fehlerhaften Herabstufungen am Beispiel von *ThyssenKrupp*.

Auf die Einführung folgte eine kurze Zusammenfassung des bisherigen Standes der Regulierung von Ratingagenturen. Eine direkte Regulierung existiere in Deutschland bisher nicht, da die Agenturen mangels eigener Anlageempfehlungen nicht vom Anwendungsbereich der §§ 34b, c WpHG erfasst seien. Mittelbar seien die Agenturen jedoch durch §§ 52-54 SolvV reguliert. Wolle ein Kreditinstitut das externe Rating seiner Kunden im Rahmen von Basel II nutzen, müssten die Ratingagenturen akkreditiert sein und sich gewissen Kardinaltugenden wie Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, Neutralität und Objektivität unterwerfen. Von der mittelbaren Regulierung seien jedoch in erster Linie nur die drei großen Agenturen erfasst. Ansonsten gebe es weder Zugangsbeschränkungen noch Regelwerke zur Tätigkeit von Agenturen. Demgegenüber seien die USA mit dem *Credit Rating Agency Reform Act 2006* weitergegangen, der ein Akkreditierungserfordernis sowie die Verpflichtung auf gewisse Grundsätze wie die Offenlegung des Verfahrens, die Geheimhaltung von sensiblen Unternehmensdaten und die Offenlegung von Interessenkonflikten für alle Ratingagenturen eingeführt habe. Das Ratingverfahren, die Haftung für fehlerhaftes Rating und der Rechtsschutz hiervoor werde jedoch nicht geregelt. Auf internationaler Ebene existiere der unverbindliche Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (2004) der IOSCO (*The International Organization of Securities Commissions*). Dieser will die Agenturen zu einer Selbstregulierung verpflichten, die neben Neutralität und Objektivität auch neuralgische Themen wie die Sicherung der Qualität und Integrität der Ratingagenturen und Haftungsfragen adressiert. Die großen Agenturen hätten ihre Absicht signalisiert, sich an diese Grundsätze zu halten. Anders als beim DCGK müssten die Agenturen keine dem § 161 AktG ähnliche Entsprechens-

erklärung abgeben, sondern die IOSCO-Grundsätze in ihre eigenen Codes of Conduct einflechten, so dass die Gefahr unzureichender Umsetzung bestehe.

Im Anschluss an die Skizze der bisherigen Regulierung widmete sich *Casper* der Frage, ob die Agenturen über das bisher Erreichte hinaus reguliert werden sollten. Entgegen der Ansicht der Agenturen sei der Markt allein wegen der Marktmacht der drei großen Agenturen dazu nur bedingt in der Lage. Jedoch seien zumindest die großen Agenturen über die IOSCO-Grundsätze und die SolvV bereits heute einer gewissen Regulierung unterworfen. *Casper* sprach sich dennoch für weitergehende, wenn auch behutsame Maßnahmen aus, denn die IOSCO-Grundsätze würden nicht vollständig umgesetzt. Defizite zeigten sich insbesondere bei der Transparenz der Beratungsleistungen und im Bereich des auftragslosen Ratings. Ebenso sei die Haftung für fehlerhaftes Rating als Prognoseentscheidung bisher nicht vollständig ausgeleuchtet. In Betracht kämen nur Ansprüche des Auftraggebers oder von Abonnenten gegen die Ratingagentur. Vorschläge, geschädigten Anlegern mittels eines Vertrages mit Schutzwirkungen zugunsten Dritter oder einer Gesamtanalogie zu §§ 37b, c WpHG, 44 BörsG, 12 WpÜG zur Seite zu stehen, hätten sich bisher noch nicht durchgesetzt.

Nachdem das Bedürfnis für eine maßvolle weitergehende Regulierung zumindest nicht pauschal von der Hand zu weisen sei, stelle sich die Frage, wie diese Regulierung aussehen solle. Aus Sicht des Referenten kommen dazu vier Modelle in Frage. Zum einen sei eine umfängliche gesetzliche Regelung denkbar, die über die Vorgaben in §§ 52, 53 SolvV hinausgeht und auch die Haftungs- und Rechtsschutzfragen regelt. Zum anderen wäre eine gesetzliche Regelung denkbar, die sich an die Vorgaben in § 52 I SolvV und dem Rating Act in den USA anlehnt, also in erster Linie auf Akkreditierung und einige Kardinaltugenden setzt und Verfahrensfragen weitgehend außer Acht lässt. Andererseits könnte man wie die IOSCO ganz auf Selbstregulierung setzen und gegebenenfalls eine Entsprechenserklärung ähnlich § 161 AktG fordern. Dem Vortragstitel folgend könnte man auch an ein Rating der Ratingagenturen denken. *Casper* bevorzugte eine Kombinationslösung. Eine gesetzliche Regelung solle sich neben einigen Grundvorgaben (Neutralität, Objektivität) auf eine Akkreditierungslösung beschränken, da Gesetze wenig flexibel seien und schnell zu einer Regulationsflut führen könnten. Daneben solle jedoch sichergestellt werden, dass für den Kapitalmarkt bedeutsame Ratings nur von akkreditierten Agenturen

vergeben werden dürfen. Als zweite Säule – insbesondere hinsichtlich der Anforderungen an ein Ratingverfahren – sollte aber weiterhin auf Selbstregulierung gesetzt werden. Dabei wäre denkbar, sich auf europäischer Ebene an den IOSCO-Grundsätzen zu orientieren und insoweit eine Entsprechenserklärung wie in § 161 AktG zu fordern. Besonderes Augenmerk sei allerdings auf die Frage zu legen, welches Gremium diese Selbstregulierung erarbeiten solle. Sinnvoll für eine gesetzliche Regelung sei allerdings, neben der Haftungsfrage einen (präventiven) Rechtsschutz gegen Ratingmaßnahmen für den Emittenten, etwa in Gestalt eines Schlichtungsverfahrens, zu verankern.

Im letzten Schritt ging der Referent auf ein Anwendungsbeispiel für Emittentenratings ein, nämlich den Versuch, Ratings bei der Regulierung anderer Finanzmarktprodukte einzubeziehen. *Casper* sprach in diesem Zusammenhang von „Rating als Regulierungsersatz“. Als Anknüpfungspunkt diene dabei der Vorschlag, Hedgefonds zunächst raten zu lassen, um so eine weitergehende Regulierung vermeiden zu können. Diesen Vorschlag hielt *Casper* nicht für überzeugend. Es existiere bisher so gut wie kein Rating von Hedgefonds. Die Bewertung der sich oft kurzfristig ändernden Anlagestrategien von Hedgefonds, die obendrein oft gegen den Markt werten, dürfte zudem auf Schwierigkeiten stoßen. Auch bestehe bei einem negativen Rating ein Durchsetzungsdefizit, sollte der Markt nicht entsprechend reagieren. Darüber hinaus müsse ein solches Rating als Zwangsrating ausgestaltet sein, was gerade für eine weitere Regulierung der Ratingagenturen selbst ins Feld geführt werden könne. Sollte man dennoch an diesem Vorschlag festhalten wollen, favorisierte *Casper* ein gesetzlich festgelegtes Verfahren sowie die Akkreditierung der Agenturen durch die BaFin.

Als Fazit hielt *Casper* in Anlehnung an den Oberlehrer Lämpel aus Wilhelms Buschs Max und Moritz, das dem Referenten als Illustration diene, fest, Ratingagenturen seien keine „bösen Buben“, an denen ein Exempel zu statuieren sei. Eine weitergehende, maßvolle Regulierung von Ratingagenturen sei allerdings vonnöten. Rating sei hingegen nur selten Ersatz für die Regulierung der gerateten Finanzprodukte. Die regulatorische Indienstnahme von Ratings setze ein staatlich reguliertes Zwangsrating voraus.