

G 59071
4,50 EUR*

RATING **C** **aktuell**

Information für Unternehmen und Finanzdienstleister

04/2004
August/September

www.ratingaktuell-news.de
www.ratingaktuell-ticker.de

Rating-Agenturen

Im Blickfeld der Behörden

* zzgl. Versand und 7 % MwSt.

SOLVENCY II

Aktueller Stand

LIQUIDITÄTSSIMULATION

**Verbesserte Kredit-
entscheidungen**

OPERATIONELLE RISIKEN

**Interview mit Deutsche
Bank-Vorstand
Dr. Clemens Börsig**

Rating-Agenturen im Blickfeld der Behörden

Stefan Hirschmann

Die Bedeutung von Rating-Agenturen hat vor dem Hintergrund der stärkeren gesamtwirtschaftlichen Bedeutung der Finanzmärkte in den letzten Jahren weiter zugenommen. Ratings sind eine wesentliche Grundlage für Kapitalmarktteilnehmer bei deren Investitionsentscheidungen. Damit besitzen Rating-Agenturen einen erheblichen Einfluss auf die Zins- und Preisgestaltung an den Kapitalmärkten und folglich auf die Finanzierungskosten der Unternehmen. Dieser Umstand hat vor allem die internationalen Rating-Agenturen verstärkt in die öffentliche Diskussion geraten lassen und damit auch ins Visier der Regulierer gerückt.

Foto: Zefä

Auf nationaler, internationaler und europäischer Ebene ist in den letzten Monaten ein intensiver Diskussionsprozess über den Umgang mit Rating-Agenturen in Gang gekommen. „Rating-Agenturen erfüllen eine wichtige Aufgabe im Bereich der Überprüfung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen“, sagt der deutsche Bundestagsabgeordnete Stefan Müller. Allerdings stelle sich angesichts des zunehmenden Einflusses der Rating-Agenturen auf den Markt, auf einzelne Unternehmen und letztlich sogar auf die gesamte Volkswirtschaft die Frage nach möglichem Handlungsbedarf für die Politik. Bereits im Herbst 2003 hatten mehrere Abgeordnete der CDU/CSU-Bundestagsfraktion eine Kleine Anfrage an die Bundesregierung gerichtet und im Finanzausschuss die Durchführung einer nicht öffentlichen Anhörung angeregt. Darüber hinaus soll die Bundesregierung bei internationalen Verhandlungen über einen Verhaltenskodex für Rating-Agenturen darauf hinwirken, dass die Qualität und Integrität des Rating-Verfahrens gewährleistet ist. Der Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Jochen Sanio, bezeichnet die Rating-Agenturen gar als „die größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem“. Sanio gilt weithin als Befürworter einer Verfahrenskontrolle über die Agenturen und bemängelt vor allem die hohen Markteintrittsbarrieren. Offenbar ist die Finanzaufsicht auch von der bisherigen Verfahrensweise bzw. Qualität des Rating-Verfahrens nicht restlos überzeugt. „Wir müssen insbesondere die Transparenz der Verfahren sowie die Unabhängigkeit und Integrität von Rating-Agenturen sicherstellen“, sagt Dr. Anne Strunz-Happe von der BaFin. Die Agenturen sollten schriftlich festgelegte, strenge

und systematische Verfahren für Ratings anwenden, die zu einer gründlichen Analyse der erhältlichen Informationen verpflichten. Vor dem Hintergrund der neuen Baseler Eigenkapitalübereinkunft (Basel II) werden externe Ratings an Bedeutung gewinnen, ohne aber die zentrale Bedeutung interner Ratings in Frage zu stellen. Voraussetzung zur Verwendung externer Rating-Urteile im Rahmen des Standardansatzes von Basel II ist, dass die betreffende Agentur eine Zulassung als so genannte ECAI (External Credit Assessment Institution) besitzt. Bankenaufsicher müssen die Rating-Verfahren der Agenturen abnehmen, sofern deren Bewertungen als Maßstab für die Bonität von Kreditkunden und damit zur Eigenkapitalunterlegung von Banken herangezogen werden sollen. Dies impliziert auf Seiten der Rating-Agenturen u. a. die statistische Validierung der Rating-Zuordnung auf Grund historischer Erfahrung (Track Record). Hiermit werden allerdings neue Markteintrittsbarrieren geschaffen und dies in einem oligopolistisch strukturierten Markt mit überschaubarem Wettbewerb.

Internes Rating bei der Kreditvergabe maßgeblich

Welche Anstrengungen es allerdings erfordert, mit traditionellen Rating-Agenturen in Wettbewerb zu treten, zeigt die Unternehmensentwicklung von Fitch Ratings. Fitch gehörte neben S&P und Moody's zu den drei Rating-Unternehmen, die 1975 als erste von der US-Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission) zu national anerkannten statistischen Rating-Or-

ganisationen (NRSRO = Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) erklärt wurden. 1997 fusionierte Fitch mit dem Londoner Unternehmen IBCA Limited. IBCA



Foto: Bernd Schaller

„Größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem“ (BaFin-Präsident Jochen Sanio)

wurde 1978 gegründet und war die älteste europäische Rating-Agentur für Anleihenemissionen und ebenfalls eine NRSRO. Die Kombination von Fitch und IBCA führte zu einer erheblichen Ausweitung der internationalen Präsenz und Marktbedeckung von Fitch in den Bereichen Banken, Kreditinstitute und staatliche Emittenten. Durch die Fusion mit IBCA wurde Fitch Eigentum der Fimalac S. A., einem französischen Mischkonzern, der IBCA 1992 übernommen hatte. Im April 2000 wurde mit der Übernahme von Duff & Phelps Credit Rating Co., einer NRSRO mit Sitz in Chicago, sowie der späteren Übernahme des Rating-Geschäfts von Thomson BankWatch im gleichen Jahr die Entwicklung von Fitch zu einem globalen Wettbewerber weiter vorangetrieben. Erst in den letzten

Jahren ist Fitch somit als neuer globaler Akteur an den Markt gekommen. Doch braucht der deutsche Mittelstand vor dem Hintergrund von Basel II in nächster Zukunft überhaupt ein externes Rating? „Für die Kreditfinanzierung: Nein!“, sagt Helmut Bauer, Erster Direktor Bankenaufsicht bei der BaFin. Nach den Ergebnissen einer Umfrage, die die Aufsicht gemeinsam mit der Deutschen Bundesbank Mitte letzten Jahres durchgeführt hat, zeichnet sich ab, dass bereits am ersten Tag nach der Implementierung von Basel II mehr als die Hälfte der deutschen Banken interne Rating-Verfahren verwenden wird. „Die Gefahr einer möglichen Abhängigkeit von externen Ratings kann ich allein aus diesem Grund nicht erkennen“, sagt Bauer. Wenn mehr als die Hälfte der deutschen Banken interne Rating-Verfahren nutzen wollen, dann brauche man sich um die mittelständischen Unternehmen keine Sorgen zu machen. Mittelständler müssten an sich arbeiten, müssten ihre Stärken ausbauen und sich auf intensive Fragen zu ihrer Bonität einstellen. Sie bräuchten aber keineswegs zu fürchten, dass die Kreditaufnahme am Fehlen eines externen Ratings scheitert.



*Fordert mehr Wettbewerb im Markt der Rating-Agenturen:
Carl-Ludwig Thiele von der FDP*

„Da mache ich mir schon eher Sorgen um diejenigen Banken, die meinen, es werde auch ohne interne Rating-Verfahren gehen“, so Bauer. Die könnten es schwer haben, sich in einem veränderten Marktumfeld zu behaupten. „Ohne geeignete Instrumente zum Messen und Preisen der Risiken geht es nicht“, meint Bankenaufseher. Mit Blick auf die großen Rating-Agenturen sollten aus Sicht der Banken staatliche Maßnahmen zur Beeinflussung der Tätigkeit von Rating-Agenturen ausschließlich auf die Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts abzielen. Regulierungen oder Kontrollen, die unmittelbar in die Methoden und Verfahren der Rating-Prozesse innerhalb der Agenturen eingreifen, würden diesem Ziel nicht dienen und sollten deshalb ganz unterbleiben, heißt es beim Bankenverband. Denkbar wären hingegen Regulierungen,

die die Einhaltung bestimmter Standards durch die Rating-Agenturen sicherstellen. Dazu gehört eine ausreichende Transparenz der verschiedenen Rating-Verfahren, die den Nutzern der Ratings deren Beurteilung erleichtert. Auch dürfen die Bonitätsbewertungen der Rating-Agenturen nicht durch wirtschaftliche und politische Interessen beeinflusst werden. Erwägenswert wäre es deshalb, Regelungen zur Behandlung potenzieller Interessenkonflikte im Geschäft der Rating-Agenturen zu schaffen.

Nationale oder internationale Aufsicht?

Für Carl-Ludwig Thiele von der FDP ist das Wichtigste, dass der Markt der Rating-Agenturen mehr Wettbewerb erfährt. Dies bedeute nicht, dass der Staat eine neue, europäisch geprägte Rating-Agentur auf dem Reißbrett entwerfen sollte. Dafür sei der Markt zuständig, meint Thiele. Die FDP, wie auch Die Grünen und die SPD, unterstützen aber Initiativen wie die im September 2003 verabschiedeten Ansätze zu einer aufsichtsrechtlichen Regulierung des Rating-Markts durch die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO). „Ein internationaler Verhaltenskodex ist notwendig, da nur eine solche den global agierenden Rating-Agenturen gerecht werden kann“, so Thiele. Hier zumindest rennen die Politiker bei den Betroffenen offene Türen ein. „Das Ganze ist ein internationales Problem, weil das System international funktioniert“, sagt Jens Schmidt-Bürgel von Fitch Ratings. Im Hinblick auf einen Verhaltenskodex habe die Agentur keinerlei Probleme, so lange das Produkt Rating nicht geschädigt werde. Auch Moody's zeigt sich kooperativ. „Seit jeher sind wir starke Verfechter des von der IOSCO und dem Forum für Finanzstabilität (FSF) ins



*„Das System funktioniert nur international“
(Jens Schmidt-Bürgel von Fitch Ratings)*

Leben gerufenen Gemeinschaftsprojekts zum Thema Rating-Agenturen“, so Detlef Scholz, Geschäftsführer der Moody's Deutschland GmbH. Im Laufe des letzten Jahres habe der Technische Ausschuss der IOSCO eng mit Branchenvertretern und Marktteilnehmern zusammengearbeitet, um Eckpunkte für das von Rating-Agenturen erwartete Verhalten sowie aufsichtsrechtliche Maßnahmen festzulegen, mit deren Hilfe die unterschiedlichen Ansätze der einzelnen Regionalbehörden, die für die größten Kapitalmärkte der Welt zuständig sind, aufeinander abgestimmt werden sollen. Für September ist ein Konsultationsprozess anberaumt, bis Ende 2004 soll das Vorhaben abgeschlossen sein. „Wir sind zuversichtlich, dass die Mitglieder der IOSCO-Arbeitsgruppe ein weltweit konsistentes aufsichtsrechtliches Rahmenwerk schaffen werden“, so Scholz. Nun ist es an der Zeit, dass diese Verhaltens- und Arbeitsstandards weiter konkretisiert werden.

Bewertung und Beratung

Mit einer Resolution des Bundestages ist den deutschen Verhandlungsführern bei der IOSCO ein parlamentarischer Beschluss für die Gespräche mit auf den Weg gegeben worden, der das politische Interesse an dem Thema untermauern soll. Ziel ist es, einen international gültigen und agenturübergreifenden Verhaltenskodex – einen so genannten Code of Conduct – zu entwickeln. Ein solcher Kodex könnte die Vergleichbarkeit und Transparenz von Rating-Entscheidungen und die Effizienz im Rating-Prozess spürbar verbessern. „Ein solcher Verhaltenskodex müsste allerdings für alle Rating-Agenturen Gültigkeit erlangen, um Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden“, sagt Schmidt-Bürgel von Fitch. Ist dies gewährleistet, dürfte den Bestrebungen die Unterstützung der großen

Agenturen sicher sein. „Hier erkennen wir auch den Nutzen einer Regulierung. Womit Fitch Ratings jedoch ein Problem hätte, ist eine rechtliche Regulierung und jedweder Einfluss auf den Rating-Prozess“, so Schmidt-Bürgel. Bei einem Code of Conduct geht es dagegen in erster Linie um die Verbesserung der Transparenz des Rating-Prozesses. Den Unternehmen müsse ein sog. „Right to Respond“, d. h. die Möglichkeit eingeräumt werden, auf die Rating-Entscheidung der Rating-Agenturen reagieren zu können, heißt es bei der BaFin. Jede Veränderung des Ratings sollte vorher zwischen Agentur und Unternehmen diskutiert und die Ratings laufend beobachtet bzw. auf den neuesten Stand gebracht werden. In diesem Bereich tun sich noch vor allem die Rating-Agenturen für den Mittelstand schwer. „Wir können niemanden zu einem Monitoring des Ratings zwingen.

Schließlich müssen die Unternehmen die Aktualisierung bezahlen“, sagt Dieter Pape von der URA Unternehmens Ratingagentur aus München. Eine denkbare Lösung wäre, bereits beim Erst-Rating fällige Updates vertraglich zu vereinbaren. Die Agentur muss dann unverzüglich handeln, sobald sie von Informationen Kenntnis erlangt, die zu einer Änderung der Bonitätseinschätzung führen. Bei den internationalen Rating-Agenturen ist dieses Vorgehen bereits die Regel. „Allerdings darf es hierbei keine zeitliche Reglementierung geben“, wirft Schmidt-Bürgel ein. Der Agentur müsse der Zeitpunkt einer Überprüfung oder Rating-Änderung freigestellt sein. Ein weiterer wichtiger Punkt der Wohlverhaltensregeln ist in diesem Zusammenhang die Offenlegung der Rating-Verfahren

und -Methoden. Über wesentliche Elemente, wie z. B. angewandte Kennziffern, Definitionen, Annahmen, Benchmark usw., sollten die Adressaten regelmäßig informiert werden. „Zur Sicherung eines ausreichend hohen Rating-Standards sollten die Kriterien regelmäßig einer Überprüfung unterzogen werden“, meint Bundestagsabge-



Foto: Jürgen Hasenkopf

URA-Gründer Dieter Pape: „Wir können niemanden zum Rating zwingen“

ordneter Stefan Müller von der CDU/CSU. Im Interesse einer umfassenden Transparenz erscheine es sinnvoll, Änderungen der angewandten methodischen Grundlagen vor In-Kraft-Setzung zu publizieren. Ratings müssten unabhängig von geschäftspolitischen Interessen der Agenturen sein. Ratings könnten nur dann dazu beitragen, die Effizienz von Finanzmärkten zu erhöhen, wenn sichergestellt sei, dass die Bewertung nicht durch andere Interessen beeinflusst wird. Hierzu zählen insbesondere die Vergütungsstruktur und die Erbringung von nicht ratingbezogenen Dienstleistungen durch die Agenturen und finanziellen Interessen von Rating-Analysten. Reformbedarf wird in diesem Segment insbesondere bei Rating-Agenturen gesehen, die – anders als Fitch,

Moody's und S&P – für bewertete Unternehmen gleichzeitig als Berater tätig werden. Doch wer soll die Einhaltung dieser Forderungen überwachen?

Meinungsäußerung und Abwehransprüche

Vieles von dem, was explizit geregelt werden soll, ist längst gängige Praxis. Zumindest die großen Agenturen haben bereits seit vielen Jahren weitreichende interne Richtlinien, an die sich sämtliche Mitarbeiter zu halten haben. „Verfahrensgrundsätze sind sicherlich hilfreich, um das Vertrauen in den Rating-Prozess zu stärken, aber wie viel Regulierung vertragen Ratings, ohne dass das Instrument Schaden nimmt?“, fragt Torsten Hinrichs, Geschäftsführer von Standard & Poor's (S&P) in Frankfurt am Main. Man sollte grundsätzlich der Versuchung widerstehen, durch übermäßige Detaillierung jeden Aspekt des Ratings regulieren zu wollen.



S&P-Chef Torsten Hinrichs: „Wie viel Regulierung vertragen Ratings?“

Die Gefahr sieht Hinrichs darin, Nuancen ungeachtet ihrer Besonderheiten in einen allgemein gültigen Kodex pressen zu wollen. „Wir sind gerne bereit, mit allen Markt-

teilnehmern an der Erarbeitung von Standards mitzuwirken“, so der S&P-Deutschlandchef. „Ich habe allerdings meine Bedenken, ob eine aufsichtsrechtliche Überprüfung die Wirksamkeit entfalten kann, die eine marktwirtschaftliche Aufsicht bisher schon entfaltet hat.“ S&P plädiert deshalb dafür, einen Überprüfungsmechanismus so marktnah und aufsichtsfrem wie möglich anzusiedeln. Als denkbar ungünstige Lösung gilt zudem ein rein nationaler Regulierungsansatz. Dies könnte ggf. zu einer Diskriminierung deutscher Agenturen gegenüber internationalen Rating-Agenturen führen. Einen isolierten Ansatz erachtet die BaFin deshalb auch als letzte Option. „Bei der bislang ungelösten Frage der Durchsetzung regulatorischer Grundsätze wäre eine Kontrollinstanz bei der IOSCO theoretisch genauso denkbar wie ein Schiedsgericht oder Ombudsmannverfahren“, sagt Dr. Strunz-Happe von der BaFin.

Ein Appellationsrecht für Emittenten, wonach bei Meinungsverschiedenheiten eine externe Instanz einzuschalten wäre, ist aber offenbar nicht mehrheitsfähig. Durchsetzungsfähig scheint derzeit in der IOSCO allein ein Right to Respond zu sein. Es wird befürchtet, dass den Emittenten bei Einräumung eines weiter gehenden Appellationsrechts z. B. die Möglichkeit gegeben wird, sein Rating mit den Agenturen auszuhandeln. Der Diskussionsprozess ist allerdings noch in einem frühen Stadium. Die Bundestagsfraktionen machten unterdessen deutlich, dass auch ihnen

nicht an einer nationalen Aufsicht über Rating-Agenturen gelegen ist. Gleichwohl bedauern die Politiker, dass es bisher nicht gelungen ist, ein Appellationsrecht in den Verhand-



Klagen mit Aussicht auf Erfolg: Rechtsanwalt Dr. Andreas C. Peters

lungen mit der IOSCO durchzusetzen, so Stefan Müller von der CDU/CSU. Das bedeutet aber nicht, dass Emittenten keine Instrumentarien in der Hand hätten, um gegen nicht ordnungsgemäß durchgeführte Ratings vorzugehen. „Obgleich das Rating-Urteil in aller Regel einer Meinungsäußerung gleichkommt, kann insbesondere im Falle grober Fahrlässigkeit bei der Zusammenstellung und Auswertung der Unternehmensdaten sowie bei der Veröffentlichung und Aktualisierung eines Ratings eine Klage mit Aussicht auf Erfolg angestrengt werden“, sagt Dr. Andreas C. Peters, Rechtsanwalt bei Latham & Watkins. Als Abwehransprüche seien insbesondere Unterlassungs- und Schadensersatzansprüche zu nennen. Eine Korrektur oder ein Widerruf der Rating-Veröffentlichung sei dagegen mit begrenzten Erfolgsaussichten verbunden. Schwierigkeiten bei der Durchsetzung von Ansprüchen dürften sich indes nicht selten im Hinblick auf die Beweislast ergeben, meint Peters. Abhilfe könnten in dieser Hinsicht allenfalls eine gesetzliche Dokumentationspflicht der Agenturen oder eine verstärkte Aufsicht durch die BaFin schaffen. ■

Statt Kopfzerbrechen.

Basel II und das Rating stellen Unternehmer, Consultants, Banker, Steuerberater und Rechtsanwälte vor neue Herausforderungen. Lesen Sie deshalb **RATINGaktuell**. Und Sie zählen zu den wirklich klugen Köpfen.

NEU

Jetzt unter www.ratingaktuell-news.de zwei Ausgaben zum Kennenlernen anfordern – kostenlos und ohne Aboverpflichtung.



bank-verlag köln

Bank-Verlag GmbH
Postfach 45 02 09
50877 Köln
Hotline: 02 21 / 54 90-5 00
Internet: www.bank-verlag.de