

Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen

(2006/C 59/02)

(Text von Bedeutung für den EWR)

1. EINLEITUNG

Rating-Agenturen spielen auf den globalen Wertpapier- und Bankenmärkten eine wichtige Rolle. Konstante Unabhängigkeit, Objektivität und bestmögliche Qualität ihrer Ratings sind daher von grundlegender Bedeutung.

Die Kommission hat sich anlässlich des informellen ECOFIN-Rates in Oviedo im April 2002 im Anschluss an den Enron-Skandal dazu verpflichtet, sich eingehender mit dem Thema Rating-Agenturen zu befassen. Im Februar 2004 nahm das Europäische Parlament nach Veröffentlichung eines von seinem Ausschuss für Wirtschaft und Währung auf eigene Initiative erstellten Berichts⁽¹⁾ eine EntschlieÙung zu Rating-Agenturen⁽²⁾ an, in der die Kommission aufgefordert wurde, die (etwaige) Notwendigkeit legislativer Maßnahmen in diesem Bereich zu prüfen. Im März 2004 ermittelte die Kommission nach dem Parmalat-Skandal in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Parlament und den Mitgliedstaaten die aus aufsichtsrechtlicher Sicht größten Probleme im Zusammenhang mit Rating-Agenturen. Im Juli 2004 bat die Kommission den Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden („Committee of European Securities Regulators“, CESR) um fachliche Unterstützung in der Frage, ob in diesem Bereich europäische Rechtsvorschriften erlassen oder andere Lösungen in Betracht gezogen werden sollten. Der CESR legte der Kommission im März 2005 die Ergebnisse seiner Arbeiten vor⁽³⁾. In der Zwischenzeit wurden im Rahmen des Aktionsplans Finanzdienstleistungen („Financial Services Action Plan“, FSAP) der Kommission eine Reihe von Basisrechtsakten verabschiedet, die für Rating-Agenturen von erheblicher Bedeutung sind. Darüber hinaus veröffentlichte die „International Organisation of Securities Commissions“ (IOSCO) im Dezember 2004 ihren Verhaltenskodex für Rating-Agenturen („IOSCO-Kodex“)⁽⁴⁾.

In dieser Mitteilung legt die Kommission dem Rat und dem Europäischen Parlament ihr Konzept für Rating-Agenturen dar, das den genannten jüngsten Entwicklungen Rechnung trägt. Als Leitfaden für dieses Konzept dienten die Ratschläge des CESR. Auch hat sich die Kommission bemüht, den Grundsätzen der „Besseren Rechtsetzung“ Rechnung zu tragen, zu deren Einhaltung sie sich im Rahmen der Bemühungen um Steigerung von Wachstum und Beschäftigung in der Union verpflichtet hat

⁽¹⁾ Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung (A5-0040/2004); Berichterstatter Giorgos Katiforis.

⁽²⁾ EntschlieÙung des Europäischen Parlaments zur Rolle und zu den Methoden von Rating-Agenturen (2003/2081(INI)), abrufbar unter: [http://www.europarl.eu.int/registre/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5_TA\(2004\)0080_EN.pdf](http://www.europarl.eu.int/registre/seance_pleniere/textes_adoptes/definitif/2004/0210/0080/P5_TA(2004)0080_EN.pdf).

⁽³⁾ CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, CESR/05/139b, März 2005, erhältlich unter: <http://www.cesr-eu.org>.

⁽⁴⁾ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Dezember 2004, siehe Anhang „IOSCO-Verhaltenskodex“.

und die einen wesentlichen Aspekt des in ihrem jüngsten Weißbuch⁽⁵⁾ dargelegten Kurses im Bereich Finanzdienstleistungen darstellen.

2. RATING-AGENTUREN

2.1 Funktionsweise von Rating-Agenturen

Rating-Agenturen geben Stellungnahmen zur Kreditwürdigkeit bestimmter Emittenten oder Finanzinstrumente ab, d.h. sie bewerten die Wahrscheinlichkeit, dass ein Emittent entweder all seinen finanziellen Verpflichtungen oder seinen Verpflichtungen aus einem bestimmten Schuldtitel oder festverzinslichen Wertpapier nicht nachkommen kann (Emittenten- bzw. Instrumentenrating).

Diese Stellungnahmen — oder Ratings — stützen sich auf Informationen über die Einnahmen und die Bilanz des bewerteten Unternehmens (mit besonderem Augenmerk auf dessen Verbindlichkeiten). Ebenfalls berücksichtigt wird, wie das Unternehmen in der Vergangenheit seinen finanziellen Verpflichtungen nachgekommen ist. Ratings geben lediglich einen Hinweis auf die Situation eines Unternehmens zu einem bestimmten Zeitpunkt und müssen — sollen sie den neuesten wirtschaftlichen oder sonstigen Entwicklungen Rechnung tragen — regelmäßig bestätigt oder angepasst werden. Rating-Agenturen stufen Emittenten ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit entsprechend in Klassen ein. Zu diesem Zweck verwenden sie umfassende Bonitätskalen, die dem Risiko des Wertpapiers (d.h. der Ausfallwahrscheinlichkeit) Rechnung tragen, wobei die kritische Grenze zwischen der besten Einstufung „investment grade“ (geringes Risiko) und der schlechtesten Einstufung „speculative grade“ (hohes Risiko) verläuft.

Ratings werden in aller Regel von den Emittenten selbst in Auftrag gegeben und bezahlt. In diesem Fall beruhen sie sowohl auf öffentlich verfügbaren Daten als auch auf internen Informationen, die das bewertete Unternehmen (beispielsweise bei Gesprächen mit führenden Mitarbeitern des Rechnungswesens) freiwillig zur Verfügung stellt. Mitunter geben Rating-Agenturen aber auch unaufgefordert (d.h. ohne den Auftrag des betreffenden Emittenten) Ratings ab. Diese werden in aller Regel ohne Zugriff auf interne Informationen erstellt.

Wenngleich das Kerngeschäft der Rating-Agenturen im Erstellen von Ratings besteht, nutzen viele Agenturen ihr Know-How in Sachen Risikobewertung darüber hinaus dazu, Emittenten (entweder direkt oder über verbundene Unternehmen) auch andere Finanzdienstleistungen (wie die Anlageberatung) anzubieten.

⁽⁵⁾ Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005-2010), SEC (2005) 1574.

2.2 Auswirkungen auf die Finanzmärkte

Ratings spielen auf den Finanzmärkten eine erhebliche Rolle. Dafür gibt es im Wesentlichen zwei Gründe: Erstens sind sie, obwohl ihnen komplexe Bewertungen zugrunde liegen, für alle Anleger unabhängig von ihrer Sachkenntnis und ihrem Profil ohne Weiteres rasch verständlich. Zweitens genießen Rating-Agenturen einen guten Ruf und werden von den Marktteilnehmern als Quelle unparteiischer Datenanalysen betrachtet.

Wie wichtig Rating-Agenturen in den vergangenen Jahren waren, lässt sich sowohl an Geschäftspraktiken als auch an aufsichtsrechtlichen Anforderungen ablesen. Zum einen hängt der wirtschaftliche Erfolg der meisten Schuldtitelemissionen weitgehend vom vergebenen Rating ab. So sind Ratings mittlerweile zur Voraussetzung für eine Fremdfinanzierung auf den Wertpapiermärkten geworden (insbesondere dann, wenn die Emittenten noch nicht fest auf den Kapitalmärkten etabliert sind). Das Rating eines Emittenten bestimmt den Zinssatz, den dieser für eine Fremdfinanzierung anbieten muss. Darüber hinaus wird in vertraglichen Bestimmungen über die Kündigung eines Kreditrahmens, die beschleunigte Rückzahlung oder die Änderung anderer Kreditkonditionen in zunehmendem Maße auf Ratings zurückgegriffen.

Zum anderen dürfen bestimmte Arten von Investmentprodukten in einigen Ländern inzwischen nur noch verkauft werden, wenn sie einen gewissen Grad an Kreditwürdigkeit aufweisen, der durch das Rating einer anerkannten Rating-Agentur zu belegen ist. Auch bei der Bewertung der Risiken der Vermögenswerte von Kreditinstituten, die Eigenkapitalanforderungen unterliegen, wird in zunehmendem Maße auf Rating-Agenturen zurückgegriffen.

Generell sind Rating-Agenturen sowohl für die Anleger als auch für die Emittenten von großem Nutzen. Den Anlegern liefern sie Informationen, die die Bewertung der Risiken eines Wertpapiers erleichtern. Den Emittenten (zumindest solchen, die ein günstiges Rating erhalten haben) helfen sie, die Kosten für die Kapitalaufnahme zu senken.

2.3 Schwachstellen

In der Entschließung des Europäischen Parlaments wird zwar nicht in Frage gestellt, dass Rating-Agenturen eine nützliche Funktion erfüllen können und in der Regel auch erfüllen, werden aber dennoch einige Schwachstellen ermittelt, die ernsthaft in Angriff genommen werden müssen, will man gewährleisten, dass Rating-Agenturen ihre Aufgaben jederzeit verantwortungsbewusst wahrnehmen⁽⁶⁾.

Dies betrifft in erster Linie die Qualität der von ihnen erstellten Ratings. Rating-Agenturen müssen ihren Bewertungen eine gründliche Analyse der verfügbaren Informationen zugrunde legen und kontinuierlich die Verlässlichkeit ihrer Informationsquellen überprüfen. Bei Bedarf sind Ratings also regelmäßig zu

⁽⁶⁾ Siehe Fußnote 1.

aktualisieren. Auch müssen Rating-Agenturen in Bezug auf die Art und Weise, wie sie zu ihren Bewertungen gelangen, offener sein. Wichtig sind ferner ihre Unabhängigkeit und objektive Herangehensweise. Ihre Stellung darf nicht durch Verbindungen zu Emittenten beeinträchtigt werden. Als problematisch wird auch der Zugang der Rating-Agenturen zu Insider-Informationen von Emittenten angesehen. Sie sollten daran gehindert werden, diese Informationen für andere Tätigkeiten zu nutzen. Beunruhigend ist nach Auffassung des Europäischen Parlaments auch der Konzentrationsgrad der Branche und dessen wettbewerbsschädliche Auswirkungen.

3. EINSCHLÄGIGE RECHTSVORSCHRIFTEN

Die genannten Schwachstellen sind nicht zu unterschätzen und müssen in Angriff genommen werden. Dies wird sowohl mit dem neuen EU-Rechtsrahmen als auch mit dem IOSCO-Verhaltenskodex versucht. Während die EU-Rechtsvorschriften nur für in der EU tätige Rating-Agenturen gelten, sollte der Kodex unabhängig davon, in welchem Land eine Agentur tätig ist, eingehalten werden. Inhaltlich ergänzt er die EU-Rechtsvorschriften. Während die Richtlinien rechtsverbindlich sind, wird bei dem IOSCO-Verhaltenskodex von den Rating-Agenturen erwartet, dass sie all seine Bestimmungen in ihre eigenen Verhaltenskodizes einbauen oder Abweichungen davon erklären („comply or explain“). In letztgenanntem Fall ist darzulegen, wie dem IOSCO-Kodex mit dem eigenen Verhaltenskodex dennoch Geltung verschafft wird.

3.1 EU-Recht

Ziel des FSAP war es, in der EU offene, integrierte und leistungsfähige Finanzmärkte zu schaffen, auf denen der Wettbewerb den Anlegern größtmögliche Renditen verschafft, diese aber keinem übermäßig hohen Risiko ausgesetzt sind. Aus diesem Grund sollten die Unternehmen so wenig wie möglich durch Vorschriften belastet werden, gleichzeitig aber eine wirksame aufsichtsbehördliche Kontrolle und ein hohes Maß an Anlegerschutz gewährleistet werden.

Im Rahmen des FSAP wurden drei für Rating-Agenturen relevante Richtlinien erlassen. Die wichtigste ist die **Marktmissbrauchsrichtlinie** (Market Abuse Directive, „MAD“) die gemeinsam mit ihrer Durchführungsverordnung und ihren Durchführungsrichtlinien⁽⁷⁾ das Problem von Insider-Geschäften und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) in Angriff nimmt, um die Integrität der Finanzmärkte in der Gemeinschaft zu gewährleisten und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken. Insider-Geschäfte und Marktmanipulation machen völlige Markttransparenz unmöglich, die für den Handel auf integrierten Finanzmärkten für alle Wirtschaftsakteure jedoch von großer Bedeutung ist. In Bezug auf Interessenkonflikte, die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen

⁽⁷⁾ Richtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003 (ABl. L 96, S. 16); Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 (ABl. L 339, S. 70); Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 (ABl. L 339, S. 73); Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 (ABl. L 162, S. 70) und Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22.12.2003 (ABl. L 336, S. 33).

und den Zugang zu Insider-Informationen liefert die Marktmissbrauchsrichtlinie den Rating-Agenturen einen umfassenden rechtlichen Rahmen und trägt gleichzeitig ihrer speziellen Funktion sowie den Unterschieden zwischen Ratings und Anlageempfehlungen Rechnung.

Um Insider-Geschäfte und Marktmanipulation zu verhindern, sieht die Richtlinie 2003/125/EG die sachgerechte Darbietung von Anlageinformationen und die Offenlegung von Interessenkonflikten vor. Im Rahmen dieser Richtlinie werden Ratings nicht als Empfehlung, sondern als Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines bestimmten Emittenten oder Finanzinstruments betrachtet. Dessen ungeachtet sollten Rating-Agenturen der Richtlinie zufolge interne Grundsätze und Verfahren zur Gewährleistung einer sachgerechten Darbietung der von ihnen ausgegebenen Ratings festlegen. Darüber hinaus müssen Rating-Agenturen alle nennenswerten Interessen oder Interessenkonflikte im Zusammenhang mit einem Finanzinstrument oder Emittenten, der bzw. das Gegenstand eines ihrer Ratings ist, offen legen⁽⁸⁾. Aus der Richtlinie 2003/6/EG folgt ferner, dass in Fällen, in denen eine Rating-Agentur wusste oder hätte wissen müssen, dass ein Rating falsch oder irreführend war, das Verbot der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen (die einen Fall von Marktmanipulation darstellt) auch auf Ratings angewandt werden kann⁽⁹⁾. Diese Bestimmungen machen klar, dass Rating-Agenturen über interne Grundsätze und Verfahren verfügen müssen, um objektive, unabhängige und präzise Ratings zu gewährleisten, die das Vertrauen der Anleger stärken. Im Interesse einer hohen Ratingqualität legt die Kommission großen Wert darauf, dass Rating-Agenturen ihre Verfahren wirksam umsetzen.

Hinsichtlich des Zugangs von Rating-Agenturen zu Insider-Informationen untersagt die Richtlinie 2003/6/EG allen Personen, die Insider-Informationen besitzen, diese dadurch zu nutzen, dass sie das Finanzinstrument, auf das sich diese Informationen beziehen, erwerben oder veräußern. Insider-Informationen sind definiert als nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen⁽¹⁰⁾. Emittenten müssen Insider-Informationen grundsätzlich so schnell wie möglich offen legen. Damit wird es nur wenige Fälle geben, in denen ein Emittent sich rechtmäßig im Besitz von Insider-Informationen befindet, die noch nicht auf dem Markt bekannt gemacht wurden. Beschließt ein Emittent, einer Rating-Agentur Zugang zu Insider-Informationen zu gewähren, so unterläge die Rating-Agentur der in Artikel 6 Absatz 3 der Richtlinie 2003/6/EG festgelegten Geheimhaltungspflicht.

Damit ist jeder Rating-Agentur und jedem Beschäftigten mit Zugang zu Insider-Informationen der Handel mit Finanzinstrumenten untersagt, wenn diese Informationen dabei von Nutzen

⁽⁸⁾ Siehe Artikel 1 Absatz 8 und Erwägungsgrund 10 der Richtlinie 2003/125/EG.

⁽⁹⁾ So heißt es in Artikel 1 Absatz 2 Buchstabe c: Marktmanipulation ist die „Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich Internet oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben oder geben könnten, u. a. durch Verbreitung von Gerüchten sowie falscher oder irreführender Nachrichten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren. (...)“.

⁽¹⁰⁾ Artikel 1 Nummer 1 und Artikel 2 Absatz 1 der Richtlinie 2003/6/EG.

sein könnten. Ebenso wenig gestattet ist, diese Insider-Informationen an andere Personen weiterzugeben, es sei denn, diese Weitergabe ist Teil des regulären Beschäftigungsverhältnisses oder der gewöhnlichen beruflichen oder sonstigen Pflichten. Nach Artikel 6 Absatz 3 Unterabsatz 3 der Richtlinie 2003/6/EG müssen Emittenten oder in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen ein Verzeichnis all der Personen erstellen, die für sie tätig sind und Zugang zu Insider-Informationen besitzen. Diese Bestimmung ermöglicht es den Mitgliedstaaten, Rating-Agenturen zur Erstellung von Insider-Listen zu verpflichten. Diese Listen sind regelmäßig zu aktualisieren und auf Verlangen an die zuständige Behörde weiterzuleiten.

Neben dem Zugang zu Insider-Informationen des Emittenten können auch die Ratings selbst Insider-Informationen darstellen, was insbesondere dann der Fall ist, wenn die Rating-Agentur Zugang zu internen Informationen des Emittenten hat. Daraus folgt, dass sowohl die Verwendung unveröffentlichter Ratings für Handelszwecke als auch die Weitergabe dieser Informationen außerhalb des regulären Beschäftigungsverhältnisses oder der gewöhnlichen beruflichen oder sonstigen Pflichten untersagt ist. Zulässig wäre dagegen, wenn eine Rating-Agentur dem Emittenten auf vertraulicher Basis unmittelbar vor der Veröffentlichung ein Rating übermittelt, um von diesem die Richtigkeit der zugrunde liegenden Angaben überprüfen zu lassen.

Die Kommission ist der Auffassung, dass die Bestimmungen der Marktmissbrauchsrichtlinie in diesem Bereich für die Tätigkeit der Rating-Agenturen eine umfassende Rechtsgrundlage liefern. Diese Bestimmungen müssen aufgrund der besonderen Rolle der Rating-Agenturen auf den Finanzmärkten konsequent angewandt werden. Aus diesem Grund wird die Kommission aufmerksam verfolgen, wie die einschlägigen Bestimmungen der Marktmissbrauchsrichtlinie in Bezug auf Rating-Agenturen um- und durchgesetzt werden.

Die zweite für Rating-Agenturen relevante EU-Rechtsvorschrift ist die **Eigenkapitalrichtlinie** (Capital Requirements Directive, „CRD“) ⁽¹¹⁾, die für die Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten und Wertpapierhäusern neue Rahmenvorschriften festlegt. Sie basiert auf der vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht 2004 geschlossenen neuen Rahmenvereinbarung „Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen“ („Basel II“).

Nach der Eigenkapitalrichtlinie werden die Risikogewichte (und die daraus resultierenden Eigenkapitalanforderungen) der Forderungen von Kreditinstituten und Wertpapierhäusern anhand externer Ratings bestimmt. Die zuständigen Behörden akzeptieren in diesem Zusammenhang lediglich die Ratings anerkannter Rating-Agenturen. Das Verfahren für eine solche Anerkennung wird in der Richtlinie ebenfalls festgelegt.

⁽¹¹⁾ Neufassung der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und der Richtlinie 93/6/EG des Rates vom 15. März 1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten.

Die CRD enthält eine Reihe von Anforderungen, die externe Rating-Agenturen für eine Anerkennung durch die zuständige Behörde erfüllen müssen. So müssen sie bei der Erstellung ihrer Ratings objektiv und unabhängig sein und diese in regelmäßigen Abständen überprüfen. Auch ihre Ratingverfahren sollten ein ausreichendes Maß an Transparenz aufweisen. Darüber hinaus sollten die zuständigen Behörden prüfen, ob die einzelnen Ratings vom Markt, d.h. von den Benutzern, als glaubwürdig und verlässlich angesehen werden und für alle Interessenten zu gleichen Bedingungen zugänglich sind.

Ausgehend von der CRD arbeitet der Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden (Committee of European Banking Supervisors, „CEBS“) derzeit auf eine stärkere Konvergenz der Verfahren zur Anerkennung externer Rating-Agenturen in der EU hin und bemüht sich zu diesem Zweck um eine Einigung über die Kriterien, die für die Anwendung der in der CRD festgelegten Anerkennungsvoraussetzungen erforderlich sind⁽¹²⁾.

Natürlich legt die CRD in keiner Weise Vorschriften für die Geschäftstätigkeit von Rating-Agenturen fest, sondern regelt in erster Linie die Gewichtung von Eigenkapitalanforderungen, so dass beim Verfahren zur Anerkennung externer Rating-Agenturen weiter gehende, allgemeine Aspekte der Geschäftsführung von Rating-Agenturen nicht zum Tragen kommen. Darüber hinaus können sich Rating-Agenturen gegen eine Anerkennung als externe Rating-Agentur im Sinne der CRD entschließen, so dass die Richtlinie möglicherweise nicht alle Agenturen abdeckt. Doch lassen sich die Ziele und Auswirkungen des Anerkennungsverfahrens aufgrund der Tatsache, dass die wichtige Funktion dieser Agenturen durch die CRD unterstrichen wird, nicht von den Zielen anderer Rechtsvorschriften und den Aufsichtsstandards für Rating-Agenturen trennen. Aus diesem Grund wird die Kommission die Entwicklungen bei der Anerkennung externer Rating-Agenturen aufmerksam verfolgen und bewerten, ob diese ihre wichtige Funktion im Rahmen der CRD angemessen erfüllen. Um zu bewerten, ob die Kriterien für die Anerkennung externer Rating-Agenturen künftig auch für die Wohlverhaltensregeln für Rating-Agenturen herangezogen werden könnten, sollten die zuständigen Behörden folglich gewährleisten, dass die Anerkennung allen Beteiligten zugute kommt.

Der dritte und letzte für diesen Bereich relevante Rechtsakt ist die **Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, „MiFID“)**⁽¹³⁾. Allerdings fallen die von Rating-Agenturen erstellten Ratings nur in den Anwendungsbereich der Richtlinie und ihrer künftigen Durchführungsmaßnahmen, wenn das Unternehmen, das Wertpapierdienstleistungen und andere Leistungen im Sinne der MiFID erbringt, auch am Ratingverfahren beteiligt war. Das heißt, dass das Erstellen eines Ratings für die Rating-Agentur nicht zwangsläufig auch eine „Anlageberatung“ im Sinne von Anhang I der MiFID nach sich zieht. Doch sollten sich alle Rating-Agenturen, die weiterhin außerhalb der MiFID-Richtlinie tätig sein wollen, der klar abgesteckten Grenzen dieser Tätigkeit bewusst sein. Rating-Agenturen, die auf gewerblicher Basis

auch Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten erbringen, benötigen dagegen unter Umständen eine entsprechende Genehmigung. In einem solchen Fall unterliegen das Unternehmen und seine Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten den Wohlverhaltensregeln und den organisatorischen Anforderungen der MiFID. Erbringt eine Rating-Agentur beispielsweise für unter die MiFID fallende Kunden Wertpapierdienstleistungen (wie die Anlageberatung), so gelten — um die Interessen der Empfänger dieser Dienstleistungen zu schützen — die Bestimmungen über Interessenkonflikte. Die Bestimmungen über Interessenkonflikte können eine angemessene Trennung zwischen Wertpapierdienstleistungen und Ratings erfordern, damit Nebendienstleistungen die Qualität und Objektivität der Ratings nicht beeinträchtigen können⁽¹⁴⁾.

Dieser umfassende rechtliche Rahmen wird derzeit von den Mitgliedstaaten umgesetzt. Alle Richtlinien sind ordnungsgemäß umzusetzen, so dass diese Umsetzung von der Kommission aufmerksam überwacht wird. Bei fehlerhafter oder ausbleibender Umsetzung kann diese bei Bedarf Vertragsverletzungsverfahren einleiten.

Ein weiterer, für die Rating-Agenturen potenziell wichtiger Zweig des Gemeinschaftsrechts ist das **Wettbewerbsrecht**. Die Kommission teilt nicht die Auffassung des Europäischen Parlaments, die Rating-Branche weise einen beunruhigend hohen Grad an Konzentration auf. Es gibt keinerlei Anzeichen für wettbewerbsschädliche Praktiken in dieser Branche, doch wird jedem Hinweis gründlich nachgegangen. Zurzeit sieht die Kommission hier aber keinen Handlungsbedarf. Auch könnte argumentiert werden, dass eine zu starke Fragmentierung des Markts in dieser Branche von Nachteil sein könnte (so könnten sich Rating-Agenturen dem Druck ausgesetzt sehen, günstige Ratings zu erstellen, um Kunden zu gewinnen).

3.2 Der IOSCO-Verhaltenskodex

Im September 2003 veröffentlichte die IOSCO ihre Grundsätze für die Tätigkeit von Rating-Agenturen („IOSCO-Grundsätze“)⁽¹⁵⁾, in denen die Organisation für Rating-Agenturen, Wertpapierregulierungsbehörden, Emittenten und andere Marktteilnehmer hoch gesteckte Ziele setzt, um den Anlegerschutz zu verbessern, den fairen Handel zu fördern, die Leistungsfähigkeit und Transparenz der Märkte zu erhöhen und das Systemrisiko zu verringern. Nach Auswertung der dazu eingegangenen Stellungnahmen erarbeitete die IOSCO ihren Verhaltenskodex („Code of Conduct Fundamentals for credit rating agencies“, siehe Anhang).

In Anbetracht des globalen Charakters des Markts für Rating-Agenturen soll der IOSCO-Verhaltenskodex weltweit von Rating-Agenturen aller Größen und Geschäftsmodelle angewandt werden. Die Kommission nimmt zur Kenntnis, dass die Mitgliedstaaten den Kodex nicht in einzelstaatliches Recht umgesetzt haben. Dessen ungeachtet wird von den Rating-Agenturen erwartet, dass sie die Bestimmungen des Kodexes — so lange sie mit den EU-Richtlinien vereinbar sind — in vollem

⁽¹²⁾ CEBS-Konsultationspapier vom 29. Juni 2005 zum Thema „Anerkennung externer Rating-Agenturen“ (*Consultation paper on the recognition of External Credit Assessment Institutions*), siehe: <http://www.cebs.org/pdfs/CP07.pdf>

⁽¹³⁾ Richtlinie 2004/39/EG vom 21.4.2004 (ABl. L 145, S. 1).

⁽¹⁴⁾ Siehe Artikel 13 Absätze 3 und 10 sowie Artikel 18 der MiFID.

⁽¹⁵⁾ Die IOSCO-Grundsätze für die Tätigkeit von Rating-Agenturen sind erhältlich unter: www.iosco.org/IOSCOPD151

Umfang umsetzen. Dies setzt voraus, dass die Rating-Agenturen die IOSCO-Standards in ihre Verfahren integrieren. Wie die jüngsten Marktentwicklungen zeigen, haben mehrere Rating-Agenturen in Anlehnung an den IOSCO-Kodex ihre eigenen Kodizes aufgestellt, was beweist, dass dieser nützliche Standards für die Selbstregulierung der Branche liefert.

Doch reicht es nicht aus, den IOSCO-Kodex in den eigenen zu integrieren. Vielmehr müssen die Rating-Agenturen den IOSCO-Kodex in vollem Umfang einhalten, und zu diesem Zweck ihren eigenen in der täglichen Praxis durchsetzen. Die Rating-Agenturen müssen in den kommenden Jahren alle Interessengruppen darüber informieren, inwieweit sie ihren Verhaltenskodex einhalten. Zu diesem Zweck empfiehlt die Kommission, die Auswirkungen des IOSCO-Kodexes regelmäßig zu untersuchen.

4. SCHLUSSFOLGERUNG

Der Aufforderung des Europäischen Parlaments folgend hat sich die Kommission sehr eingehend mit der Frage befasst, ob in Bezug auf die Tätigkeit von Rating-Agenturen neue Legislativvorschläge erforderlich sind und gelangte zu dem Schluss, dass dies derzeit nicht der Fall ist.

Einer der Hauptgrundsätze bei den Bemühungen um eine „bessere Rechtsetzung“ lautet, dass die EU nur dann rechtsetzend tätig werden sollte, wenn dies zur Erreichung der politischen Ziele unbedingt erforderlich ist. Dies hält die Kommission in diesem Bereich für nicht erwiesen.

So wurden bereits drei neue Finanzdienstleistungsrichtlinien erlassen, die auch für Rating-Agenturen gelten. Die Kommission ist zuversichtlich, dass diese Richtlinien in Kombination mit der Selbstregulierung der Rating-Agenturen auf der Grundlage des neuen IOSCO-Kodexes die Bedenken des Europäischen Parlaments weitgehend ausräumen können.

In seiner Stellungnahme an die Kommission vertrat der CESR ferner die Auffassung, das richtige Verhältnis zwischen Rechtsvorschriften und Selbstregulierung sei gefunden und bis auf Weiteres seien keine weiteren Rechtsetzungsinitiativen erforderlich.

Die Kommission verfolgt die Entwicklungen in diesem Bereich jedoch nach wie vor sehr aufmerksam. Natürlich können die neuen Regelungen nur zu den gewünschten Ergebnissen führen, wenn die Rating-Agenturen die Selbstregulierung ernst genug nehmen und die Bestimmungen des IOSCO-Verhaltenskodexes gewissenhaft umsetzen. Darüber hinaus müssen sie in Bezug auf die Art und Weise, wie sie dies tun, offener sein.

Dass viele Rating-Agenturen auf der Grundlage des IOSCO-Kodexes ihre eigenen Verhaltenskodizes aufgestellt haben, ist ermutigend. Doch reicht die Aufstellung solcher Kodizes allein noch nicht aus, was zählt ist ihre tägliche praktische Anwendung. Die Kommission will den CESR bitten, die Einhaltung des IOSCO-Verhaltenskodexes zu überwachen und ihr jährlich seine Ergebnisse mitzuteilen. Auch wird sie die Frage prüfen, wie die Meinungen der Marktteilnehmer, insbesondere der Käufer komplexer Finanzinstrumente, am besten eingeschätzt werden können. Zu diesem Zweck könnte eine informelle Expertengruppe eingesetzt werden. Die Ratingbranche sollte sich darüber im Klaren sein, dass die Kommission — sollte sich die Einhaltung der EU-Vorschriften oder des Kodexes als unbefriedigend erweisen und dies die EU-Kapitalmärkte beschädigen — unter Umständen zu legislativen Maßnahmen greifen muss.

Legislativvorschläge wird die Kommission auch bei Eintreten neuer Umstände in Betracht ziehen, wie bei schwerwiegenden Fällen von Marktversagen.

Ganz generell wird die Kommission die globale Entwicklung des Ratinggeschäfts verfolgen und bei erheblichen Änderungen der Regulierung von Rating-Agenturen in anderen Teilen der Welt gegebenenfalls ihren jetzigen Standpunkt überdenken.