

# Rating Agenturen: illusorische Regulierung

**Hans Kaufmann, Nationalrat, Wettswil**

Die Rating Agenturen werden vor allem vom französischen Präsidenten Sarkozy und der deutschen Bundeskanzlerin Merkel als Hauptverantwortliche für die derzeitige globale Finanzmarktkrise gebrandmarkt. Die Fehleinschätzungen der Kreditwürdigkeit vieler Schuldner durch Rating-Agenturen, ihre fragwürdigen mathematischen Modelle, Annahmen und missverständlichen Benotungssysteme sollen die Vermarktung von strukturierten und verbrieften Kreditprodukten von zweifelhaften Schuldnern erst ermöglicht haben. Die Regulierung der Rating-Agenturen war deshalb eines der Hauptthemen am Weltfinanzgipfel vom 15. November 2008 in Washington. Bereits zuvor, am 12. November 2008, hatte die EU-Kommission basierend auf einem Beschluss der EU-Finanzminister im Oktober 2007 Vorschläge zur Regulierung von Rating-Agenturen veröffentlicht. Einige der postulierten Vorschläge stützen sich auf die Standards des Kodexes der IOSCO (International Organisation of Securities Commissions). Durch den EU-Vorschlag sollen die Standards rechtsverbindlich werden.

Als unabhängige, privatwirtschaftliche Institute beurteilen Rating-Agenturen die Bonität von Schuldnern und Finanzinstrumenten. Sie schätzen die Wahrscheinlichkeit, dass ein Schuldner die Zinsen und die Rückzahlung der Schulden nicht bezahlen kann. Dafür werden sie von den Emittenten von Wertschriften und von den Finanzintermediären bezahlt. Die so genannten Kredit-Ratings wirken sich unmittelbar auf die Zinskosten und den Zugang zu Krediten aus. Viele Schweizer KMUs haben die Folgen solcher Bonitätsgutachten inklusive Sippenhaftung in den 90er-Jahren zu spüren bekommen, als die Schweizer Banken damit begannen, die Kreditvergabe auf ein neu entwickeltes Kredit-Rating-System abzustellen. In der Schweiz sind die Rating Agenturen gemäss FINMAG (Finanzmarktaufsichtsgesetz) zwar einer Bewilligungspflicht unterstellt worden. Für die happige Gebühren von CHF 5'000-30'000 sind jedoch keine Gegenleistungen des Staates vorgesehen, denn die Anerkennung basiert nicht auf einer materiellen Prüfung und Überwachung. Dies wird auch im Art. 52, Abs. 3 der ERV Eigenmittelverordnung festgehalten: Die anerkannten Agenturen unterliegen keiner ständigen Überwachung oder periodischen Kontrolle. Die Anerkennung bedeutet nur, dass Banken diese Ratings für die Berechnung ihrer erforderlichen Eigenmittel verwenden dürfen. Die Schweizer FINMA (Finanzmarktaufsicht) anerkennt eine Agentur, wenn „ihre Rating-Methode und ihre Ratings objektiv sind, sie und ihr Rating-Verfahren unabhängig sind, sie ihre Ratings zugänglich macht, sie ihre Rating-Methode und die wesentlichen Eigenschaften ihrer Ratings offenlegt, sie über ausreichende Ressourcen verfügt und sie und ihre Ratings glaubwürdig sind“. Im massgeblichen Rundschreiben der EBK wird weiter festgehalten, dass die Ratings anhand von historischen Erfahrungswerten überprüft werden müssen, und sich die Methode für mindestens ein Jahr vor der Anerkennung bewährt haben müsse.

Vorerst gilt es festzuhalten, dass es kaum objektive Kreditbeurteilungen gibt, weil diese immer auch auf subjektiven Annahmen basieren. Dies war beispielsweise in Bezug auf die Immobilien in den USA der Fall, wo die Rating-Agenturen von

steigenden Preisen ausgingen. Zumindest hätten bei einer „objektiven“ Kreditanalyse auch die Risiken im Falle rückläufiger Preise aufgezeigt werden müssen. Rating-Methoden, die erstmals auf neue Instrumente angewendet wurden, können gar nicht über eine einjährige Bewährung verfügen und die Überprüfung mit historischen Erfahrungswerten taugt wenig, wenn sie sich nur auf die jüngste Schönwetterperiode bezieht. Wenn dann gar noch gefordert wird, dass die Ratings nicht durch politischen Druck beeinflusst werden dürfen, gleichzeitig aber die US-Kommunen mit Hilfe von Gerichten Druck auf eine Besserstellung ihrer Ratings erzwingen, dann müsste die EBK eigentlich nach all den Vorfällen der jüngsten Vergangenheit, sämtlichen Rating-Agenturen die Anerkennung entziehen. Es stellt sich zudem die Frage, wie die FINMA inskünftig die auf Ratings basierenden risikoadjustierten Eigenmittelberechnungen handhaben will, wenn die Bonitätsbenotung doch erwiesenermassen auf grossenteils fehlerhaften oder auf schöngefärbten Annahmen basieren sollen.

Der zuständige EU-Binnenmarktkommissär McCreevy (Irland) will als Kernelemente der EU-Regulierung eine Registrierungspflicht, eine externe Aufsicht und eine bessere interne Organisation und Führung (Governance) einführen. Dieses Unterfangen dürfte sich jedoch als ebenso untauglich erweisen wie der Verhaltenskodex der IOSCO, denn damit werden die grundsätzlichen Mängel nicht behoben. Weshalb ist eine gesetzliche Regelung der Rating-Agenturen eine Illusion?

1. Die Problematik der Rating-Agenturen im Zusammenhang mit der derzeitigen globalen Finanzkrise besteht vor allem darin, dass sie Fehltritte abgaben, die auf teils fragwürdigen Annahmen und mathematischen Modellen beruhten. Will der Staat die Qualität der Bonitätsbeurteilungen kontrollieren, müsste er auch die Richtigkeit der Modelle und deren Annahmen überprüfen. Diese Verantwortung schiebt aber auch die IOSCO wiederum den Rating-Agenturen zu, die regelmässig solche Überprüfungen in Eigenregie durchführen sollen. Eine Überprüfung der Annahmen durch den Staat ist allerdings nicht weniger problematisch. Warum sollen Staatsbeamte die Zukunft präziser vorhersehen können als die über 10'000 Spezialisten der Rating-Agenturen und wie soll sich die Aufsichtsbehörde verhalten, wenn die Annahmen der Staatsbediensteten von jenen der Rating-Agenturen abweichen? Diese Frage stellt sich auch in Bezug Schadenersatzklagen, wenn aufgrund falscher Annahmen der Aufsichtsbehörde Geschäfte verhindert oder Fehlinvestitionen getätigt werden.
2. Die Bezahlung der Rating-Agenturen erfolgt weiterhin durch die Schuldner bzw. Emissionshäuser. Eine Überwälzung der Kosten auf die Anleger wäre zwar die richtige Lösung, aber in der Praxis unrealistisch. Eine Bezahlung der Ratings durch die Investoren würde die Transparenz einschränken, weil nur noch die bezahlenden Investoren Zugang dazu hätten, womit wohl vor allem Kleinanleger diskriminiert würden. Ein illegaler Weiterverkauf dieser Ratings könnte zudem das gesamte Finanzierungssystem durch Investoren infrage stellen. Eine Finanzierung durch einen Gebühren-Zuschlag auf den Emissionspreis von Wertpapieren erscheint ebenfalls unfair, denn jene Anleger, die aufgrund von Kredit-Ratings auf einen Wertschriftenerwerb oder eine Bankeinlage verzichten oder Investoren, die solche Benotungen nur für Vergleiche mit anderen Schuldnern verwenden, würden dann nicht zur Kasse gebeten, obwohl sie ebenfalls von diesen Analysen profitieren. Solange die

Bezahlung der Kreditanalysen durch die zu beurteilenden Unternehmen erfolgt, bleiben die Interessenskonflikte bestehen.

3. Als Interessenskonflikte wird auch die Beratung von Kunden, deren Wertpapiere von Rating-Agenturen beurteilt werden, geortet. Diese Beratertätigkeit kann trotz IOSCO- und EU-Verbot nicht gänzlich eliminiert werden. In der Praxis erhalten die beurteilten Schuldner vor der definitiven Beurteilung in der Regel den Entwurf des Bonitätsgutachtens zur Stellungnahme zugestellt. Aufgrund dieses Entwurfes kann der betroffene Schuldner allenfalls noch die nötigen Korrekturen vornehmen, um eine bessere Benotung zu erhalten. Die ebenfalls im Verhaltenskodex geforderte Verbesserung der Transparenz über die Methodik kann als Leitfaden bzw. Beratung interpretiert werden.
4. Sollte die EU eine Regulierung die wirtschaftliche Existenz einzelner Rating-Agenturen in Frage stellt, dann ergäben sich daraus für den Finanzsektor und die Aufsicht schwerwiegende Folgen. Die Risikobeurteilung und die davon abgeleitete risikoadjustierte Eigenmittelunterlegung der Banken basieren in den meisten Fällen auf den Bonitätsnoten der Agenturen. Wenn diese nun von den Behörden aus dem Geschäft gedrängt werden, dann sind die Banken gezwungen, die Risikoeinschätzung ihrer Aktiven und Passiven selbst vorzunehmen. Eine bankeigene, detaillierte Risikoeinschätzung der Gegenparteien oder grosser Kreditengagements wäre als Ergänzung ohnehin sinnvoll, aber sie ist aus zeitlichen und anderen Kapazitätsgründen oft nicht möglich. Wenn die Risikoeinschätzung ausschliesslich auf eigenen Beurteilungen basiert, dann besteht die Gefahr von Beschönigungen oder andern subjektiv gefärbten Bewertungen. Die Aufsichtsbehörden wären kaum in der Lage diese bankeigenen Kreditrisikoeinschätzungen zu überprüfen. Obwohl die EU in ihrem 110-seitigen Bericht 64 Rating Agenturen aufführt, halten die 3 grossen (Moody's, S&P aus den USA und Fitch aus Frankreich) zusammen einen Weltmarktanteil von rund 93%. Sie erzielten 2007 aus dem Finanzinformationsgeschäft einen Umsatz von über USD 10 Mrd. Die Konkurrenz ist somit stark eingeschränkt und wenn der einen oder anderen der „Grossen Drei“ der Marktzugang verboten wird, dann verfügen die restlichen praktisch über ein Monopol.
5. Die Interessenskonflikte zwischen Emittenten und Auftragsnehmern (Rating-Agenturen) werden durch die geplante EU-Aufsicht nicht eliminiert, sondern noch verstärkt. Die öffentliche Hand ist betragsmässig eine der grössten Schuldnergruppe, die von Rating-Agenturen beurteilt wird. Damit besteht die Gefahr, dass sich Rating Agenturen von den staatlichen Aufsichtsbehörden Wohlwollen mit einer zu günstigen Bonitätsbenotung des Aufsichtsstaates zu erkaufen versuchen.
6. Der Konsumentenschutz wird durch die Registrierungspflicht, die externe Aufsicht und eine bessere interne Organisation und Führung (Governance) kaum verbessert. Investoren, die sich auf eine staatliche Aufsicht verlassen, und dennoch Schaden erleiden, weil diese Aufsicht Fehlverhalten und Falschbeurteilungen nicht erkannte, müssten ein Klagerecht auf Schadenersatz erhalten. Die Aufsichtsbehörden, vor allem in der Schweiz, haben sich jedoch gesetzlich aus jeglicher Verantwortung geschlichen. Die

hohen Kosten schrecken die Kleinanleger vor juristischen Schritten ab, zumal der Nachweis von bewusst oder absichtlich falschen Bonitätsgutachten kaum zu erbringen ist.

7. Fehlverhalten und Nichteinhaltung der Ankerkennungs Voraussetzungen werden nicht sanktioniert. Falls sich Rating Agenturen weigern, Vorgaben der Aufsichtsbehörden zu befolgen, riskieren sie in der Schweiz im schlimmsten Falle einen Entzug der Anerkennung. Sollten die Agenturen mit dem neuen EU-Gesetz mit happigen Bussen und Schadenersatzklagen bedroht werden, könnten sie zur Geschäftsaufgabe gezwungen werden. Damit wäre den Investoren wenig geholfen. Bekanntlich werden Ratings nicht nur bei der Erstemission von Wertpapieren erstellt, sondern sie werden laufend überwacht und allenfalls korrigiert. Diesen „Unterhalt der Ratings“ wird auch von IOSCO gefordert. Wenn nun Agenturen zur Geschäftsaufgabe gezwungen werden, dann entfällt dieser Unterhalt und die Folge davon dürfte ein Bonitätsverlust vieler Schuldner mit entsprechendem finanziellem Schaden sein. Bekanntlich bezahlen Schuldner, für die keine Bonitätsurteile bestehen, höhere Zinsen. Anleger wiederum werden durch Bonitätsrückstufungen Kursverluste auf ihren Obligationen erleiden. Institutionelle Anleger würden bei der Auswahl von qualitativ erstklassigen Schuldpapieren vor grosse Probleme gestellt und müssten sich dann wohl teure Beratung einkaufen. Die gleiche Problematik ergibt sich für die Aufsichtsbehörden der Sozialwerke, die die Schuldnerbonität der Kapitalanlagen beurteilen müssen.

**Fazit:** Die gesetzliche Regelung der Rating-Agenturen bleibt eine Illusion und sie vermittelt den Anlegern einen falschen Eindruck von Sicherheit, weil damit suggeriert wird, dass der Staat auch die Richtigkeit der Kreditbewertungen überprüfe. Die Zulassung von Rating-Agenturen in der Schweiz bezieht sich aber lediglich auf die Anerkennung im Zusammenhang mit der risikoadjustierten Eigenmittelberechnung der Banken. Sie ist keine Voraussetzung für die Erstellung von Kreditanalysen von Schuldnern in der Schweiz, für den Verkauf solcher Analysen oder der unentgeltlichen Publikation solcher Ratings für das breite Publikum. Aus der Anerkennung lassen sich auch keine Verantwortlichkeiten oder Haftungsansprüche ableiten. Eine Ausweitung der Regulierung in Richtung Anlegerschutz, würde zu einer massiven Aufblähung des Aufsichtsapparates führen, denn eine solche Aufsicht könnte nicht ohne materielle Prüfung der Kreditbenotungen etc. erfolgen. Auch mit Hilfe einer externen, unabhängigen Revisionsstelle wäre dies nicht zu bewerkstelligen. Ob eine Kreditanalyse richtig oder falsch ist, weiss man bekanntlich erst bei Fälligkeit der Zinsen und der Rückzahlung der Kredite. Beschränkt sich die Regulierung nur auf formalistische Aspekte wie die Registrierung, die Vereinheitlichung der Rating-Skala oder die Offenlegung der Bewertungsmethodik, dann bleiben die Kernprobleme grossmehrheitlich bestehen. Dann könnte man auch gänzlich auf eine Regulierung verzichten, denn nach den gemachten Erfahrungen scheint auch die irreführende Registrierungs- oder Bewilligungspflicht untauglich und sollte wieder abgeschafft werden. Als Alternative käme ein Verbot von Rating-Agenturen in Betracht, was allerdings gegen die Handels- und Gewerbefreiheit verstossen würde. Ein solches Verbot würde die Emissionshäuser und Anleger dazu zwingen, wieder selbst Risikoeinschätzungen vorzunehmen. Damit würden aber subjektive und von Geschäftsinteressen geprägte Beurteilungen Überhand nehmen. Allerdings hätten dann die Anleger den Vorteil, dass sie sich allenfalls

auf Bonitätsgutachten mehrerer an einer Emission beteiligter Banken abstützen könnten und dann auch die Prospekthaftung und die Verantwortlichkeiten klarer definiert wären. Die Kosten für diese Einzelbewertungen durch mehrere Banken werden aber wesentlich höher ausfallen, als wenn die Bonitätsbeurteilung an eine oder zwei Rating-Agenturen delegiert wird, da die einzelnen Banken in der Regel nicht über die gleich grosse Anzahl Spezialisten und ausgedehnten Datenbanken wie die Agenturen verfügen.