



Rat der
Europäischen Union

Brüssel, den 20. Oktober 2016
(OR. en)

13519/16

EF 311
ECOFIN 939

ÜBERMITTLUNGSVERMERK

Absender:	Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag des Generalsekretärs der Europäischen Kommission
Eingangsdatum:	19. Oktober 2016
Empfänger:	Herr Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Generalsekretär des Rates der Europäischen Union

Nr. Komm.dok.:	COM(2016) 664 final
Betr.:	BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT über Alternativen zu externen Ratings, die Situation am Ratingmarkt, Wettbewerb und Unternehmensführung in der Ratingbranche, die Situation am Markt für Ratings strukturierter Finanzinstrumente und die Realisierbarkeit einer Europäischen Ratingagentur

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument COM(2016) 664 final.

Anl.: COM(2016) 664 final



Brüssel, den 19.10.2016
COM(2016) 664 final

**BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN
RAT**

**über Alternativen zu externen Ratings, die Situation am Ratingmarkt, Wettbewerb und
Unternehmensführung in der Ratingbranche, die Situation am Markt für Ratings
strukturierter Finanzinstrumente und die Realisierbarkeit einer Europäischen
Ratingagentur**

Inhaltsverzeichnis

EINLEITUNG	3
I. Risiko des übermäßigen Rückgriffs auf externe Kreditratings und mögliche Alternativen.....	4
1. Übermäßiger Rückgriff auf externe Kreditratings	4
2. Alternativen zu externen Ratings	7
II. Situation am Ratingmarkt und Bewertung der in der Ratingagenturen-Verordnung enthaltenen Bestimmungen zur Intensivierung des Wettbewerbs am Ratingmarkt.....	9
1. Analyse des Ratingmarktes.....	9
2. Auswirkung und Bewertung der Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung im Hinblick auf den Wettbewerb	16
III. Auswirkung und Bewertung der Bestimmungen hinsichtlich der Unternehmensführung von Ratingagenturen	19
1. Interessenkonflikte.....	20
2. Bestimmungen zu strukturierten Finanzinstrumenten und mögliche Ausdehnung auf andere Finanzprodukte.....	21
3. Alternative Vergütungsmodelle.....	22
IV. Zweckmäßigkeit und Realisierbarkeit einer Europäischen Ratingagentur	23
SCHLUSSFOLGERUNG.....	24

EINLEITUNG

Mit diesem Bericht wird mehreren Berichterstattungspflichten Genüge getan, die in der ¹Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen (CRA) in der geltenden Fassung festgelegt wurden. Insbesondere dient dieser Bericht

- der Auswertung der Verweise auf externe Ratings in Rechtsakten der EU sowie in privaten Verträgen zwischen Parteien auf den Finanzmärkten. Es werden auch potenzielle Alternativen zu den bislang von Marktteilnehmern in der EU genutzten externen Ratings bewertet (**Abschnitt I**);²
- der Bewertung der Auswirkungen und der Effektivität der Maßnahmen, die nach der Ratingverordnung im Hinblick auf den Wettbewerb in der Ratingbranche ergriffen wurden (**Abschnitt II**);³
- der Beurteilung der Auswirkungen der Ratingverordnung auf die Unternehmensführung und die internen Verfahren der Ratingagenturen, insbesondere im Hinblick auf die Vermeidung von Interessenskonflikten und den Einsatz alternativer Vergütungsmodelle. In dem Bericht werden auch die Bestimmungen zu strukturierten Finanzprodukten (SFI) und deren potenzielle Ausweitung auf andere Anlageklassen bewertet (**Abschnitt III**);⁴
- einer Durchführbarkeitsprüfung im Hinblick auf die Einrichtung einer Europäischen Ratingagentur zur Bewertung öffentlicher Schuldtitel und einer Europäischen Ratingstiftung für alle übrigen Kreditratings (**Abschnitt IV**)⁵.

In dem Bericht werden unter anderem zahlreiche Kernbestimmungen bewertet, die im Rahmen der jüngsten Änderung der Verordnung über Ratingagenturen eingeführt wurden. Er stützt sich auf die technische Beratung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zur Verringerung des ausschließlichen und automatischen Rückgriffs auf externe Ratings⁶, auf die von ICF Consulting Services

¹ Verordnung Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (ABl. L 302 vom 17.11.2009), geändert durch die Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 (ABl. L 145 vom 31.5.2011), durch die Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 (ABl. L 174 vom 1.7.2011), durch Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 (ABl. L 146 vom 31.5.2013) und durch die Richtlinie 2014/51/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. April 2014 (ABl. L 153 vom 22.5.2014).

² Artikel 39b Absatz 1 der Verordnung über Ratingagenturen.

³ Artikel 39 Absätze 4 und 5 der Verordnung über Ratingagenturen.

⁴ Artikel 39 Absätze 4 und 5 der Verordnung über Ratingagenturen.

⁵ Artikel 39 Buchstabe b Absatz 2 der Verordnung über Ratingagenturen.

⁶ ESMA/2015/1471 – ESMA Technical Advice on reducing sole and mechanistic reliance on external credit ratings – Publikation abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1471_technical_advice_on_reducing_sole_and_mechanistic_reliance_on_external_credit_ratings.pdf

zur Durchführbarkeit von Alternativen zu Ratings durchgeführte Studie⁷, auf die technische Beratung der ESMA zu Wettbewerb, Auswahlmöglichkeiten und Interessenskonflikt in der Ratingbranche⁸ und auf die von Europe Economics zum Ratingmarkt durchgeführte Studie⁹. Bei der Vorbereitung der o. g. technischen Beratung und der genannten Studien wurden die Interessenträger über Workshops, Fragebögen sowie im Rahmen von Befragungen umfassend konsultiert¹⁰.

I. Risiko des übermäßigen Rückgriffs auf externe Kreditratings und mögliche Alternativen

1. Übermäßiger Rückgriff auf externe Kreditratings

Im Rahmen der internationalen Maßnahmen zur Bewältigung der globalen Finanzkrise wurden Anstrengungen zur Verringerung der Abhängigkeit von externen Kreditratings unternommen, insbesondere im Hinblick auf *die Verringerung der für die Finanzmarktstabilität bedrohlichen Herdentrieb- und Klippeneffekte, die sich aktuell aus den für Ratingagenturen geltenden und in Gesetzen, Regulierungen und Marktpraktiken verankerten Schwellenwerten ergeben*¹¹. Die EU hat auf diese Bestrebungen reagiert, etwa durch die Verabschiedung legislativer Änderungen (siehe unten). Es muss jedoch weiter geprüft werden, in welchem Maße die in den EU-Rechtsvorschriften verbleibenden Bezugnahmen auf externe Kreditratings zu übermäßigem Rückgriff führen. Darüber hinaus kann der übermäßige Rückgriff auf externe Ratings auch aus der Nutzung externer Kreditratings in privaten Verträgen zwischen Marktteilnehmern erwachsen.

Mehrere EU-Rechtsakte im Bereich Finanzdienstleistungen betreffen den Einsatz externer Kreditratings. Einige dieser Rechtsakte (AIFM-Richtlinie¹², OGAW-Richtlinie¹³ und EbAV-Richtlinie¹⁴) wurden durch die Richtlinie 2013/14/EU¹⁵

⁷ MARKT/2014/257/F4/ST/OP-LOT1 abrufbar unter http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm

⁸ ESMA/2015/1472 – ESMA Technical Advice on competition, choice and conflicts of interest in the credit rating industry – Publikation abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2015-1472_technical_advice_on_competition_choice_and_conflicts_of_int.pdf

⁹ MARKT/2014/257/F/Lot 2 abrufbar unter http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_de.htm.

¹⁰ Siehe hierzu auch S. 5 der technischen Beratung der ESMA zur Verringerung der ausschließlichen und automatische Abhängigkeit von externen Ratings, S. 5f. der ICF-Studie, S. 10 der technischen Beratung der ESMA zu Wettbewerb, Auswahlmöglichkeiten und Interessenskonflikt in der Ratingbranche und S. 7 der Europe Economics-Studie.

¹¹ Siehe insbesondere S. 1 im Strategiepapier des Financial Stability Boards (FSB) *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, abrufbar unter http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Siehe auch die *Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings* des FSB, abrufbar unter http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/.

¹² Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

¹³ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (Neufassung).

¹⁴ Richtlinie 2003/41/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. Juni 2003 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung.

geändert, mit der zusätzliche Vorschriften für OGAW-Verwaltungs- und Investmentgesellschaften sowie für AIFM eingeführt wurden, die diese dazu verpflichten, Risikomanagementverfahren zu verwenden und nicht ausschließlich und automatisch externe Kreditratings heranzuziehen. Hiermit sollte der übermäßige Rückgriff auf Ratings im Rahmen der Bemessung des Kreditrisikos vermieden werden. Eine dieser durch die Richtlinie 2013/14/EU eingeführten Vorschriften sieht vor, dass die zuständigen Behörden die Angemessenheit der Ratingverfahren überprüfen müssen.

Nach der EMIR-Verordnung¹⁶ über Zentrale Gegenparteien (CCPs) dürfen von Ratingagenturen vorgenommene Bewertungen den Risikograd feststellen, entsprechende Anforderungen oder Anreize an die CCPs bestehen jedoch nicht zwangsläufig. Für den Fall, dass externe Ratings verwendet werden, müssen CCPs einige Gegenanalysen erbringen oder die erhaltene Bewertung durch eigene Analysen ergänzen.

CRR¹⁷ und CRD IV¹⁸ enthalten mehrere Bestimmungen, nach denen im Zusammenhang mit einem Kredit stehende Risiken unterschiedlich behandelt werden dürfen, je nachdem ob die Risikopositionen über ein Rating verfügen oder nicht.¹⁹ Hierdurch können Eigenkapitalanforderungen im Zusammenhang mit einer Risikoposition je nachdem, ob das Risiko von einer Ratingagentur bewertet wurde oder nicht und wie das Rating ausfällt, erhebliche Unterschiede aufweisen.²⁰ Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) überarbeitet derzeit den Standardansatz für das Kreditrisiko und hat verschiedene Alternativen zu externen Ratings geprüft.²¹ Der Ausschuss schlägt vor, Bezugnahmen auf externe Ratings beizubehalten und durch Sorgfaltspflichten der Banken sowie durch verstärkte Anforderungen im Zusammenhang mit der Verwendung externer Ratings zu ergänzen, damit

¹⁵ Richtlinie 2013/14/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Richtlinie 2003/41/EG über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge, der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds im Hinblick auf übermäßigen Rückgriff auf Ratings.

¹⁶ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

¹⁷ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

¹⁸ Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG.

¹⁹ Die Methodik wird im Gesetzestext als „Standardansatz“ bezeichnet und ist gegenwärtig die im Rahmen von CRR und CRD vorwiegend angewendete Methode für Banken.

²⁰ Wenn zum Beispiel für Risikopositionen gegenüber Unternehmen das Rating einer Ratingagentur zur Verfügung steht und die Position mit der höchsten Ratingstufe bewertet wird (d. h. AAA), wird ein Risikogewicht von 20 % angesetzt. Folglich ist die Bank rechtlich verpflichtet, Eigenkapital im Gegenwert von 20 % des Positionswerts vorzuhalten. Liegt jedoch kein Rating vor, beläuft sich das anzusetzende Risikogewicht auf mindestens 100 %.

²¹ Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Zweites Konsultationspapier, Standard Revisions to the Standardised Approach for credit risk, zur Stellungnahme bis 11. März 2016 freigegeben, Dezember 2015, abrufbar unter <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>

gewährleistet wird, dass Banken eigenständig sorgfältige Prüfungen und interne Verfahren zum Risikomanagement vornehmen anstatt sich in mechanistischer Weise auf externe Ratings zu stützen.

Ein ähnlicher Mechanismus wird unter Solvency II angelegt,²² in dessen Rahmen unterschiedliche Risikoabwägungen vorgesehen sind, je nachdem ob ein externes Rating vorliegt (und mit welcher Ratingstufe die Position bewertet wird). Um das Risiko eines übermäßigen Rückgriffs auf Ratings zu mindern, sieht Solvency II vor, dass Versicherer, wenn sie zur Berechnung der versicherungstechnischen Rückstellungen und der Solvenzkapitalanforderung auf externe Ratings zurückgreifen, im Rahmen ihres Risikomanagements die Angemessenheit dieser externen Ratings überprüfen, indem sie – soweit praktisch möglich – zusätzliche Bewertungen vornehmen, um eine automatische Abhängigkeit von externen Ratings zu verhindern²³. Zusätzlich legt der Delegierte Rechtsakt zu Solvency II²⁴ ausführliche Vorschriften zur Verwendung externer Bonitätsbewertungen fest, mit denen das Risiko des übermäßigen Rückgriffs zusätzlich verringert wird, wie etwa die Verpflichtung, interne Bonitätsbewertungen für größere oder komplexe Risikopositionen vorzunehmen.

Obgleich Vorschriften zur Abschwächung und Vermeidung des ausschließlichen und automatischen Rückgriffs auf externe Ratings existieren, kann die Verwendung von Ratings in kritischen Bereichen von CRR und Solvency II, insbesondere im Zusammenhang mit der Berechnung des aufsichtlich vorgeschriebenen Eigenkapitals, Finanzinstitute und Versicherungsunternehmen veranlassen, sich auf die Bewertung von Ratingagenturen zu stützen. Die Kommission wird die Auswirkungen der genannten Vorschriften daher weiter überwachen und den einschlägigen Gremien, wie etwa dem Basler Ausschuss, Vorschläge unterbreiten, die darauf abzielen, jegliche Risiken eines übermäßigen Rückgriffs auf Ratings im Rahmen der Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen zu mildern.

Durch Verbote oder zusätzliche Offenlegungspflichten könnte ein vertraglich bedingter übermäßiger Rückgriff vermieden werden. Während Letztere ungeeignet für im Rahmen von Anlagestrategien und -Richtlinien vorgesehene „Rating Trigger“-Klauseln erscheinen, würden Erstere eine Einschränkung der Vertragsfreiheit darstellen und müssten notwendigerweise durch zwingende Gründe des öffentlichen Interesses begründet werden. In jedem Fall sollten Bezugnahmen auf Ratings keine Entschuldigung für das Versäumnis von Managern darstellen, vor Anlageentscheidungen eigene sorgfältige Prüfungen vorzunehmen. Die Kommission wird die Marktpraktiken weiterhin überwachen, um alle Risiken zu identifizieren, die sich aus vertraglich bedingtem übermäßigem Rückgriff auf externe Ratings ergeben.

²² Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit.

²³ Artikel 44 Absatz 4 Buchstabe a von Solvency II und Durchführungsverordnung (EU) 2015/2015 der Kommission vom 11. November 2015 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für die Verfahren zur Bewertung externer Bonitätsbewertungen im Einklang mit der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. L 295 vom 12.11.2015, S. 16.

²⁴ Artikel 3 - 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 der Kommission vom 10. Oktober 2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvency II).

2. Alternativen zu externen Ratings

Die wichtigsten Alternativen zu externen Ratings sind marktbasierende Bewertungen des Kreditrisikos, interne Instrumente zur Bewertung des Kreditrisikos und Bewertungen durch Dritte.

Marktbasierende Bewertungen (z. B. Default Swap Spreads und Informationen über am Kapitalmarkt orientierte Kennzahlen) sind objektiv und hinsichtlich ihrer Zugänglichkeit transparent, und sie erlauben die Anwendung spezifischer Risikogewichtungen auf einen vorgegebenen Vermögenstitel. Sie können zur Bewertung des Ausfallrisikos eines breiten Spektrums verschiedener Anlageklassen verwendet werden, wie etwa Staatsschulden, Unternehmensschulden und strukturierte Produkte. Die genannten Bewertungsinstrumente sind jedoch bedeutenden Einschränkungen unterworfen. Die beiden größten Risiken, die von ESMA und der ICF-Studie identifiziert wurden, liegen in der starken Volatilität der Bewertungsinstrumente und in ihrem Unvermögen, differenzierte Angaben über das in Zusammenhang mit einer Anlage stehende Risiko darzustellen. Marktbasierende Kennzahlen sind insbesondere dem Risiko der Manipulation ausgesetzt, d. h. der Gefahr, dass Marktteilnehmer Preise bewusst beeinflussen, um aufsichtsrechtliche Maßnahmen zu erwirken und davon zu profitieren.

Interne Instrumente zur Bewertung des Kreditrisikos werden für Aufsichtszwecke als Instrument zur Risikobewertung eingesetzt, insbesondere zur Berechnung des rechtlich vorgeschriebenen Eigenkapitals im Rahmen von Basel III und CRR (namentlich bei dem auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRB-Ansatz)) sowie für Versicherungsunternehmen im Rahmen von Solvency II. Interne Methoden geben das Risikoprofil eines konkreten Kreditnehmers oder einer Sicherheit mit einer höheren Wahrscheinlichkeit korrekt wieder und können an die Anforderungen der einzelnen Marktteilnehmer angepasst werden. Außerdem könnten sie für alle Kategorien von Finanzinstrumenten und Anlageformen eingesetzt werden.

Der größte Nachteil des Einsatzes interner Bewertungsmodelle als Alternative zu externen Ratings besteht in den anfallenden hohen Kosten. Hierzu zählen die Kosten für die Entwicklung der Analyseinstrumente und der Datenerfassung - gegebenenfalls einschließlich der Abonnementgebühren zum Zugriff auf einschlägige Finanzdatenbanken - sowie für die Rekrutierung qualifizierter Mitarbeiter, die den Bewertungsteil der Auswertung und die Validierung und Qualitätskontrolle der Modelle vornehmen können.

Überdies bieten interne Methoden zur Bewertung des Kreditrisikos im Falle verschiedenartiger Vertragsformen möglicherweise nicht denselben Grad an Vergleichbarkeit wie externe Ratings, während Ratingagenturen auf objektive und klare Art und Weise akzeptable Risikograde unterscheiden (durch die Verwendung standardisierter Ranglistensysteme wie etwa AAA/AA usw.).

Darüber hinaus gewährleisten interne Methoden keinen hohen Grad an Transparenz gegenüber dem Markt. Dies ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass derartige Modelle nicht öffentlich zugänglich sind, und dass ihre Standardisierung objektiv schwierig ist, weil die im Zuge interner Bewertungen berücksichtigten subjektiven Risikofaktoren und Geschäftsmodelle von Marktteilnehmer zu Marktteilnehmer

unterschiedlich ausfallen. Aus diesem Grund können sie sich für den einzelnen Anleger, der die Analyse vornimmt, als zweckdienlich erweisen, aber sie können dem Markt kein klares Bild über die Lage und Perspektiven spezieller Produkte wie etwa von Staatstiteln bieten.

Bewertungen durch Dritte werden von Parteien durchgeführt, die nicht an der Anlage beteiligt sind. Beispiele sind bilanzbasierte Kennzahlen, die OECD-Länderrisikoeinstufung, die Punktbewertungsmethoden der Zentralbanken und von Privatunternehmen angebotene, rechnergestützte Punktbewertungsmethoden.

i. Bilanzbasierte Kennzahlen

Bilanzbasierte Kennzahlen können wertvolle und einfach zu vergleichende Informationen über grundlegende Finanzkennzahlen bereitstellen, die zur Bewertung der Bonität einer Anlage beitragen können. Allerdings unterliegen sie auch einer Reihe bedeutsamer Beschränkungen und können nicht als vollwertige Alternative zu externen Ratings betrachtet werden. Obgleich sie alle Unternehmensanlegeklassen abdecken, liegt einer der Nachteile bilanzbasierter Kennzahlen darin, dass sie sich nicht für Staatsschulden und viele strukturierte Produkte eignen. Wie von einigen im Rahmen der ICF-Studie befragten Akteuren hervorgehoben, bereitet der Informationszugriff außerdem weiterhin Probleme, da bilanzbasierte Kennzahlen in einigen Ländern aufgrund von niedrigeren oder nicht harmonisierten Berichtspflichten und Standards für nicht börsennotierte Unternehmen noch immer schwer zugänglich sind.

Ebenso sind spezifische Kenntnisse sowie Branchenerfahrung notwendig, um die genannten Instrumente effektiv zu nutzen und zuverlässige Bewertungen zu erhalten. Interpretations- und Beurteilungsfähigkeiten sind im Hinblick auf bilanzbasierte Kennzahlen von entscheidender Bedeutung, insbesondere wenn Vergleiche notwendig sind. Beispielsweise wenden unterschiedliche Analysten möglicherweise unterschiedliche Kennzahlen auf dasselbe Unternehmen an, was zu abweichenden Ergebnissen führen würde. Obgleich dieser Umstand für sich genommen nicht negativ ist, zeigt er, dass eine Interpretation von Kennzahlen ohne hinreichende Fachkenntnisse und Hintergrundwissen schwierig sein kann.

ii. OECD-Länderrisikoeinstufung

Die OECD-Länderrisikoeinstufung bietet im Vergleich zu externen Ratings einen größeren geografischen Abdeckungsgrad, und die maßgeblichen Daten werden der Öffentlichkeit zugänglich gemacht. Die Bewertungen der OECD weisen jedoch einen engen Blickwinkel auf und berücksichtigen nur spezifische Risikokategorien (politische Risiken und solche, die unmittelbar mit der politischen Lage verknüpft sind), während weitere relevante Risikoindikatoren ökonomischer Natur, die für Anleger und Anlageentscheidungen von Nutzen sein könnten, unberücksichtigt gelassen werden. Die Länderrisikoeinstufungen der OECD sind daher als hilfreiches Instrument zur Bewertung gewisser Risikoarten zu betrachten. Obgleich sie einigen Beschränkungen unterliegen, könnten sie eine gute Ergänzung zu externen Ratings von Staatstiteln bieten und ein mögliches Instrument zur Überprüfung jener Ratings darstellen.

iii. Punktebewertungsmethoden der Zentralbanken

Zentrale Kreditregister und zentrale Bilanzdatenbanken sind einschlägige Beispiele für Scoringinstrumente, die entweder von Zentralbanken kontrolliert oder von ihnen betrieben werden. Die Techniken von zentralen Kreditregistern und zentralen Bilanzdatenbanken werden größtenteils auf Unternehmensschuldtitle angewandt, aber ihr geografischer und branchenspezifischer Abdeckungsgrad schwankt von Land zu Land und in Abhängigkeit von Parametern wie der Anerkennungsfähigkeit der Instrumente als Sicherheiten zu geld- und währungspolitischen Zwecken. Der Hauptnachteil von zentralen Kreditregistern und zentralen Bilanzdatenbanken liegt in ihrer begrenzten Abdeckung von Ländern und Anlageklassen und im eingeschränkten Datenzugang. Auch können sie nur begrenzt auf Unternehmensschuldtitle angewendet werden und decken nicht-finanzielle Unternehmen in manchen Ländern kaum ab. Punktebewertungsmethoden können ein bedeutendes Instrument für kleinere Unternehmen sein, da diese es ermöglichen, auf kostengünstigere Weise eine Bonitätsbewertung zu erhalten (im Vergleich zu Bewertungen von Ratingagenturen). Allerdings bieten Punktebewertungsmethoden offensichtlich keine vollwertige Alternative zu externen Ratingsystemen, sondern sollten eher als nützliche zusätzliche Informationsquelle hinsichtlich der Bonität eines Finanzprodukts eingesetzt werden.

Die technische Analyse, die zur Vorbereitung dieses Berichts durchgeführt wurde, zeigt, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine praktikablen Alternativen auf dem Markt sind, die externe Ratings in vollem Umfang ersetzen können. Einige der oben genannten Instrumente und Modelle könnten bis zu einem gewissen Grad als wirksame Ersatzinstrumente für die Bewertungsmethoden von Ratingagenturen betrachtet werden, aber insbesondere für kleinere Akteure an den Finanzmärkten zu hohe Kosten verursachen. Andere Instrumente könnten lediglich als Ergänzung der Bewertungen der Ratingagenturen herangezogen werden. Nur wenige EU-Rechtsbestimmungen über externe Ratings wie etwa die einschlägigen Bestimmungen in CRR/CRD IV und Solvency II können Finanzinstituten und Versicherungsunternehmen einen Anreiz bieten, sich auf Bewertungen von Ratingagenturen zu stützen, weshalb sich die weitere Überwachung auf diese beiden Rahmenwerke konzentrieren sollte.

II. Situation am Ratingmarkt und Bewertung der in der Ratingagenturen-Verordnung enthaltenen Bestimmungen zur Intensivierung des Wettbewerbs am Ratingmarkt

1. Analyse des Ratingmarktes

Aktuelle Marktsituation

Die Ratingbranche wird derzeit von drei US-Unternehmen (S&P, Moody's und Fitch) mit globaler Marktabdeckung²⁵ aller Anlageklassen (Unternehmensanleihen, Staatsanleihen, SFI und gedeckte Schuldverschreibungen²⁶) (siehe auch Tabelle 1)

²⁵ Bezogen auf den Standort des Emittenten oder des bewerteten Instruments.

²⁶ Zu Anlagekategorien vgl. CEREP-Datenbank.

und einem kumulierten relativen Marktanteil in der EU von annähernd 92 % (Tabelle 2) beherrscht ²⁷ . Obgleich neue Unternehmen den Eintritt in den europäischen Ratingmarkt - welcher sich derzeit aus 26 registrierten und vier zertifizierten Ratingagenturen zusammensetzt ²⁸ - vollzogen haben, bewerten die meisten der kleineren Ratingagenturen nur eine begrenzte Zahl an Anlageklassen, und ihre grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeiten und ihre geografische Reichweite sind eingeschränkt.

²⁷ Marktanteile berechnet auf Grundlage der Jahresabschlüsse 2014.

²⁸ Siehe die aktualisierte Liste registrierter und zertifizierter Ratingagenturen, verfügbar unter <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>

Tabelle 1: Ratingkategorien, die von in der EU registrierten Ratingagenturen 2011-2015 angeboten wurden (Quelle: ESMA, CEREPE)

Ratingagentur	2011						2012						2013						2014						2015 (Erstes Halbjahr)											
	FI	IN	CO	SV	SS	PE	FI	IN	CO	SV	SS	PE	FI	IN	CO	SV	SS	PE	FI	IN	CO	SV	SS	PE	FI	IN	CO	SV	SS	PE	FI	IN	CO	SV	SS	PE
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)		IN	CO					IN	CO					IN	CO					IN	CO					IN	CO					IN	CO			
ARC Ratings, S.A.			CO					FI	CO																	CO	SV									
ASSEKURATA Assekuranz-Rating-Agentur GmbH		IN						IN						IN						IN						IN						IN				
Axesor SA																																				
BCRA-Credit Rating Agency AD	FI	IN	CO		SS			FI	IN	CO		SS		FI	IN	CO		SS		FI	IN	CO		SS		FI	IN	CO		SS		FI	IN	CO		SS
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	FI				CO	SV		FI				CO	SV		FI				CO	SV		FI				CO	SV		FI				CO	SV		
CERVED Group S.p.A.																																				
Creditreform Rating AG								CB																												
CRIF S.p.A.																																				
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)																																				
DBRS Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	
The Economist Intelligence Unit Ltd																																				
Euler Hermes Rating GmbH	FI		CO			SS		FI		CO			SS																							
European Rating Agency, a.s.																																				
EuroRating Sp. z o.o.																																				
Feri EuroRating Services AG																																				
Fitch Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	FI		CO					FI		CO																										
ICAP Group SA			CO																																	
INC Rating Sp. z o.o.																																				
modFinance S.r.l.																																				
Moody's Investors Service Ltd	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
Rating-Agentur Expert RA GmbH																																				
Scope Ratings AG			CO																																	
Spread Research SAS																																				
Standard & Poor's Credit Market Services Europe	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB

Legende:

FI	Unternehmen - Finanzunternehmen	SN	Supranational
IN	Unternehmen - Versicherungen	SF	Strukturierte Finanzinstrumente
CO	Unternehmen - Nichtfinanzunternehmen	CB	Gedekte Schuldverschreibungen
SV	Staatsanleihen		Nicht registriert
SS	Kommunalanleihen		
PE	Öffentliche Einrichtungen		

Tabelle 2: Berechnung des Marktanteils auf Grundlage des 2014 auf Konzernebene durch Ratingtätigkeiten und Nebendienstleistungen in der EU erzielten Umsatzes

Registrierte Ratingagentur	Marktanteil
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79 %
ARC Ratings, S.A.	0,02 %
ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH	0,21 %
Axesor S.A.	0,61 %
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02 %
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd.	0,12 %
CERVED Group S.p.A.	1,20 %
Creditreform Rating AG	0,50 %
CRIF S.p.A.	0,33 %
Dagong Europe Credit Rating Srl	0,02 %
DBRS Ratings Limited	1,47 %
Euler Hermes Rating GmbH	0,20 %
European Rating Agency, a.s.	0,00 %
EuroRating Sp. Zo.o.	0,00 %
Feri EuroRating Services AG	0,64 %
Fitch Group ²⁹	16,80 %
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0,32 %
ICAP Group SA	0,55 %
INC Rating Sp. Zo.o. ³⁰	0,00 %
ModeFinance S.A. ³¹	0,00 %
Moody's Group ³²	34,67 %
Rating-Agentur Expert RA GmbH ³³	0,00 %
Scope Credit Rating GmbH	0,14 %
Spread Research SAS	0,11 %
Standard & Poor's Group ³⁴	40,42 %
The Economist Intelligence Unit Ltd.	0,87 %
Summe	100 %

Quelle: ESMA

Die oligopolistische und hochkonzentrierte Struktur der Ratingbranche - sowohl insgesamt als auch Einzelproduktebene - legt die Vermutung nahe, dass die größten, global agierenden Ratingagenturen grundsätzlich in der Lage sind, ihre Marktmacht gewinnbringend einzusetzen, um eine Anhebung der Preise oberhalb des Wettbewerbsniveaus zu erzielen oder um die Auswahlmöglichkeiten der angebotenen Dienstleistungen einzuschränken bzw. ihre Qualität zu senken.

Alle Ratingagenturen fungieren als Plattform, die Zugang zu einem Netzwerk aus Emittenten und Anlegern gewährt, und in der Angebot und Nachfrage in einem

²⁹ Fitch France S.A.S; Fitch Deutschland GmbH; Fitch Italia S.p.A.; Fitch Polska S.A.; Fitch Ratings España S.A.U.; Fitch Ratings Limited and Fitch Ratings CIS Limited.

³⁰ Registriert mit Wirkung zum 27. Oktober 2015.

³¹ Registriert mit Wirkung zum 10. Juli 2015.

³² Moody's Investors Service Cyprus Ltd; Moody's France S.A.S.; Fitch Deutschland GmbH; Moody's Italia S.r.l.; Moody's Investors Service España S.A.; Moody's Investors Service Ltd; und Moody's Investors Services EMEA Ltd.

³³ Registriert mit Wirkung zum 1. Dezember 2015.

³⁴ Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.; Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.; und Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited.

wechselseitigen Abhängigkeitsverhältnis stehen. Emittenten ziehen es vor, auf jene Ratingagenturen zurückzugreifen, die von der größten Zahl maßgeblicher Anleger anerkannt werden, und Anleger wollen Ratingagenturen heranziehen, die jene Emittenten und Instrumente bestmöglich abdecken, für die sie sich interessieren.

Ungeachtet der 2013 in die Ratingagenturen-Verordnung aufgenommenen Änderungen war bei einer Bewertung auf Grundlage der ausschließlich im Ratinggeschäft erzielten Umsatzerlöse insgesamt ein leichter Anstieg des Konzentrationsgrads im Ratingmarkt festzustellen. Bewertungen des Marktanteils, die auf den Gesamterträgen (Erträge aus Ratingdienstleistungen und Nebendienstleistungen) beruhen, weisen im Vergleich zu solchen, die sich ausschließlich auf Erlöse aus Ratingdienstleistungen stützen, niedrigere Konzentrationsgrade auf. Allerdings wird die Berechnung der Marktanteile auf Grundlage der Gesamterlöse durch das Fehlen einer allgemein anerkannten Definition und Behandlung von „Nebendienstleistungen“ erschwert. Hieraus könnte geschlossen werden, dass Nebendienstleistungen für kleinere Ratingagenturen von Bedeutung sind, während sich größere Ratingagenturen stärker auf Erlöse aus dem Ratinggeschäft stützen. Im Hinblick auf Rating-Formen ist außerdem die Marktkonzentration bei Unternehmensanleihen angestiegen (höchste Marktkonzentration), während sie bei Länderratings und SFI gesunken ist.

Die Mehrheit der Emittenten neigt dazu, anstelle einer Vielzahl an Ratingagenturen lediglich eine oder zwei in Anspruch zu nehmen, und ihre Auswahl wird wesentlich von der Akzeptanz der Ratingagentur vonseiten der Anleger, Aufsichtsbehörden und Zentralbanken bestimmt³⁵. Darüber hinaus scheint es, als erhielten Ratingagenturen mit einem globalen Abdeckungsgrad deutlich den Vorzug, worin sich die Tatsache spiegelt, dass Reputation innerhalb der Ratingbranche von ausschlaggebender Bedeutung ist. Allem Anschein nach hängt die Wahl der Ratingagentur in hohem Maß von ihrem Bekanntheitsgrad ab.

Ein stark konzentrierter Markt stellt ein Risiko für die Stabilität des Finanzsystems dar, wenn Ratingagenturen ihr Verhalten untereinander beobachten und mit der Veröffentlichung ähnlicher Beurteilungen der Bonität der Emittenten reagieren, wie es im Rahmen der letzten Finanz- und Staatsschuldenkrise zu beobachten war.

Marktzutrittsschranken

Markteintritte können durch aufsichtsrechtliche und durch den Markt bedingte Barrieren gehemmt werden.

Hinsichtlich der aufsichtsrechtlichen Barrieren hat sich der Europäische Verband der Ratingagenturen (EACRA) besorgt über den Ausschluss der Mehrheit der registrierten Ratingagenturen von der im Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (ECAF) im Hinblick auf die Annahme von Sicherheiten verwendeten Liste externer Ratingagenturen (external credit assessment institutions, ECAI)

³⁵ So hat die Ratingagentur DBRS seit ihrer Aufnahme in die innerhalb des ECAF verwendete Liste externer Ratingagenturen (ECAI) durch die EZB einen deutlich besseren Marktzugang.

gezeigt, da hierdurch Wettbewerb unterdrückt werden könnte³⁶. ECAI müssen tatsächlich mehrere operationale Kriterien erfüllen und einschlägige Abdeckungsgrade aufweisen: Insbesondere müssen sie die Anforderungen an den Mindestabdeckungsgrad erfüllen, die im Eurosystem im Hinblick auf die bewerteten Vermögenswerte, Emittenten und Volumina innerhalb der zulässigen Anlageklassen und der Länder des Euro-Währungsgebiets festgelegt wurden. Infolgedessen werden gegenwärtig von der EZB nur Ratingagenturen als ECAI anerkannt, die für das Finanzsystem von systemischer Bedeutung sind, nämlich S&P, Moody's, Fitch und DBRS – und hierdurch könnte der Wettbewerb im Ratingmarkt eingeschränkt werden. Wie in der technischen Beratung der ESMA ausgeführt wird, bleiben *Ratings im Rahmen der von einigen Zentralbanken in der EU verwendeten Bewertungsrahmen für Sicherheiten ein Faktor mit erheblichen Auswirkungen auf die internen Bewertungsverfahren der Finanzmarktteilnehmer*. Ein Weg zur Abschwächung dieser Marktzutrittsbarriere bestünde in der Verminderung des Rückgriffs auf Ratings innerhalb des Rahmenwerks für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (ECAI) der EZB.

Darüber hinaus verweisen einige der im Rahmen der Sondierung³⁷ eingereichten Angaben auf die Kosten zur Einhaltung der Vorschriften als weitere Barriere für neue Marktteilnehmer, insbesondere für kleinere Ratingagenturen. Um als Ratingagentur registriert zu werden, müssen Unternehmen nachweisen, dass sie die Anforderungen der Ratingagenturen-Verordnung erfüllen. Trotz der Befreiung kleinerer Ratingagenturen von gewissen Voraussetzungen sind Branchenvertreter der Ansicht, dass die aufsichtsrechtlichen Anforderungen die dominanten Ratingagenturen begünstigen, da die Einhaltung der Voraussetzungen³⁸ für kleine Ratingagenturen sehr kostspielig ist. Gelten darüber hinaus bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte zusätzliche Bestimmungen, werden diese für kleine Ratingagenturen als potenzielle Expansionshindernisse betrachtet (insbesondere im Zusammenhang mit Unternehmensanleihen, aber auch bei SFI). Alles in allem muss ein Gleichgewicht gefunden werden zwischen der Verhältnismäßigkeit der Standards, die für kleinere Ratingagenturen gelten sollten, und der Notwendigkeit, die Qualität und Transparenz der von ihnen erstellten Ratings zu sichern.

Die jüngsten, nach technischer Beratung der ESMA von der Kommission angenommenen Technischen Durchführungsstandards (ITS) über die Zuordnung von ECAI³⁹ werden europäischen Banken und Versicherungen endlich die Möglichkeit

³⁶ EACRA -, Positionspapier, Referenz: Zulassungskriterien der EZB für Ratingagenturen als ECAI-Quellen innerhalb des ECAF, 26. Februar 2016.

³⁷ Das Konsultationsdokument und die Ergebnisse der Sondierung sind abrufbar unter http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_de.htm

³⁸ Z. B. ein unabhängiges, aus Vollzeitbeschäftigten zusammengesetztes Prüfungsorgan einzusetzen, über einen vollzeitbeschäftigten Compliance-Beauftragten zu verfügen, Berichts- und Offenlegungspflichten und die Verpflichtung, bewertete Unternehmen vor der offiziellen Freigabe der Ratings zu informieren.

³⁹ Durchführungsverordnung (EU) der Kommission zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf die Zuordnung der Bonitätsbeurteilungen des Kreditrisikos durch externe Ratingagenturen gemäß Artikel 136 Absatz 1 und Artikel 136 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates; Durchführungsverordnung (EU) der Kommission zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf die Zuweisung der Ratings externer Ratingagenturen

geben, im Rahmen der Eigenkapitalvorschriften kleinere Ratingagenturen in Anspruch zu nehmen. Diese Zuordnung könnte zukünftig Chancen für die Inanspruchnahme kleinerer Ratingagenturen schaffen und die Entwicklung des Marktes fördern.

Was im Zusammenhang mit Marktdynamik stehende Barrieren angeht, liegt das Haupthemmnis für neue Marktteilnehmer neben der Tatsache, dass es keine ausreichende Nachfrage nach zusätzlichen Ratingagenturen zu geben scheint, in der ausschlaggebenden Rolle, die Reputation im Ratingmarkt spielt. Infolgedessen ist es für neue Marktteilnehmer, die gewöhnlich geringe oder keine Reputation unter Anlegern genießen, schwierig, ihren Mangel an historischen Leistungsnachweisen und ihren unzureichenden geografischen Abdeckungsgrad zu kompensieren. Darüber hinaus müssen neue Marktteilnehmer einen Kundenstamm aufbauen, um den „Netzwerkeffekten“ der Branche standzuhalten, die größere Ratingagenturen gegenüber kleinen begünstigen, da die von den größten Ratingagenturen vorgenommenen Ratings den Zugang der bewerteten Produkte zum Markt erleichtern.

Gebühren

Mit den 2013 an der Ratingagenturen-Verordnung hinsichtlich der Frage des Wettbewerbs vorgenommenen Änderungen wurde eine Bestimmung eingeführt, wonach die von Ratingagenturen gegenüber ihren Kunden in Rechnung gestellten Gebühren für Ratings und Zusatzdienstleistungen diskriminierungsfrei und auf Grundlage tatsächlicher Kosten erhoben werden müssen.

In ihren im Rahmen der Sondierung eingereichten Antworten erwiderten einige Versicherer, dass Ratingagenturen Marktteilnehmern offenbar (bis zu 80 % höhere) Zusatzkosten für die Verwendung der Ratinginformationen zur Berichterstattung an die zuständigen nationalen Behörden anlasten, was zu einem Anstieg der für die Umsetzung von Solvency II aufzubringenden Kosten führt (nach Auskunft der Vereinigung der gegenseitig und genossenschaftlich organisierten Versicherer in Europa).

Im Rahmen der Ratingagenturen-Verordnung ist ESMA befugt, Ratingagenturen zu beaufsichtigen und sicherzustellen, dass Gebühren vom Kunden diskriminierungsfrei und auf Grundlage tatsächlicher Kosten erhoben werden. Die Kommission ersucht ESMA, auf die strikte Einhaltung der Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung hinsichtlich der Gebühren zu achten, die Versicherern in Rechnung gestellt werden.

Voraussichtliche Entwicklungen am Ratingmarkt

zu einer objektiven Skala von Bonitätsstufen gemäß der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates; Durchführungsverordnung (EU) der Kommission zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf die Zuordnung der Bonitätsbeurteilungen für Verbriefungen durch externe Ratingagenturen gemäß der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates.

In den folgenden Jahren werden mehrere Maßnahmen eingeführt, um den Wettbewerb am Ratingmarkt zu intensivieren, vor allem die Europäische Ratingplattform für eine bessere Sichtbarkeit der Bewertungen, die von kleineren Ratingagenturen abgegeben werden, und eine höhere Vergleichbarkeit von Bewertungen desselben Instruments durch unterschiedliche Ratingagenturen. Die kürzlich im Zusammenhang mit CRR und Solvency II beschlossenen Zuordnungen externer Ratings zielen auch darauf ab, unabhängig von der Größe der Ratingagenturen, die gleichberechtigte Behandlung der von allen Ratingagenturen abgegebenen Bewertungen zu gewährleisten und gleichzeitig sicherzustellen, dass systemrelevante Ratingagenturen von wirksamen Schutzmechanismen erfasst werden.

2. Auswirkung und Bewertung der Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung im Hinblick auf den Wettbewerb

Das allgemeine Ziel der Änderungen, die 2013 im Hinblick auf Wettbewerb in die Ratingagenturen-Verordnung aufgenommen wurden, war es, den Wettbewerb zwischen Ratingagenturen zu stärken und die Inanspruchnahme kleinerer Ratingagenturen zu fördern. Die genannten Änderungen umfassten insbesondere ein obligatorisches doppeltes Rating für SFI (**Artikel 8c**) als Anreiz, im Falle eines doppelten Ratings zumindest eine kleine Ratingagentur zu beauftragen (**Artikel 8d**), allgemeine und periodische Offenlegungspflichten (**Artikel 11 Absatz 2**) und die Einrichtung einer Europäischen Ratingplattform (ERP) (**Artikel 11a**).

Artikel 8c

Gemäß Artikel 8c sind Emittenten verpflichtet, doppelte Ratings für SFI in Auftrag zu geben, um ein unabhängiges zweites Rating zu gewährleisten.

Diese Bestimmung würde sich nur dann auf den Markt auswirken, wenn das zweite Rating veröffentlicht oder Anlegern kenntlich gemacht wird; In diesem Fall wären Anleger und Emittenten in der Lage, Ratings zum selben Finanzinstrument zu vergleichen. So würden die zur Aufrechterhaltung einer hohen Reputation aufzubringenden Kosten steigen, da große Unterschiede zwischen den Bewertungen verschiedener Ratingagenturen Zweifel an der Qualität der Ratings selbst aufkommen lassen könnte.

Wenn Anlegern darüber hinaus bekannt ist, dass Emittenten ein zweites Rating einholen müssen, fordern sie möglicherweise seine Veröffentlichung ein, auch wenn dies gesetzlich nicht erforderlich ist. Folglich würden Finanzinstrumente, zu denen keine zweite Bewertung offengelegt wurde, möglicherweise als minderwertig wahrgenommen werden.

Alles in allem hat sich die Zahl der Ratingagenturen, die strukturierte Finanzprodukte bewerten, erhöht, was bedeutet, dass Emittenten zusätzliche Ratings nicht nur von großen Ratingagenturen einholen, die bereits strukturierte Finanzprodukte bewertet haben, sondern auch von kleinen. Die beschriebene Maßnahme scheint sich folglich positiv auf das Marktsegment für strukturierte Finanzprodukte auszuwirken.

Artikel 8d

Wenn ein Emittent oder ein mit ihm verbundener Dritter beabsichtigt, mindestens zwei Ratingagenturen mit der Abgabe eines Ratings für dieselbe Emission oder dieselbe Einheit zu beauftragen, ist der Emittent oder der verbundene Dritte gemäß Artikel 8d verpflichtet, die Beauftragung mindestens einer Ratingagentur zu prüfen, deren Marktanteil höchstens 10 % beträgt, sofern sie nach Ansicht des Emittenten oder des verbundenen Dritten imstande ist, ein Rating für die betreffende Emission oder die betreffende Einheit abzugeben, und vorausgesetzt, dass eine der genannten kleineren Ratingagenturen zur Abgabe eines Ratings zur Verfügung steht. Wenn ein Emittent oder ein verbundener Dritter ferner nicht mindestens eine kleinere Ratingagentur beauftragt, sollte dies dokumentiert werden.

Die vollständige Anwendung und Durchsetzung dieser Maßnahme auf nationaler Ebene steht noch aus. Folglich ist es noch nicht möglich, die Auswirkungen von Artikel 8d zu bewerten. Weiterhin kann die Zahl der Einheiten und Instrumente, die über mehrere Ratings verfügen, über die CEREP-Datenbank⁴⁰ noch nicht erfasst werden (aber die Europäische Ratingplattform wird Anlegern Einblick darüber gewähren, welche Ratingagenturen eine Bewertung zu einer bestimmten Einheit oder einem bestimmten Instrument abgegeben haben).

Kleine Ratingagenturen verfügen möglicherweise nicht über ausreichend Erfahrung oder Ansehen, um auf Wunsch der Emittenten für eine zweite Bewertung ausgewählt zu werden (und ein solches zweites Rating ist nicht verbindlich vorgeschrieben, sofern es sich bei der Emission nicht um ein strukturiertes Finanzinstrument handelt). Die Wirkung hängt davon ab, ob Emittenten sich dafür entscheiden würden, eine zweite Bewertung bei einer kleineren Ratingagentur einzuholen, oder ob sie es vorziehen würden, die Gründe für ihre Nicht-Einholung zu erläutern.

Darüber hinaus fehlt es individuellen Emittenten nach der „Comply or Explain“-Regel möglicherweise an Anreizen, da Artikel 8d nicht rechtsverbindlich ist. Zur Verbesserung der Wirksamkeit dieser Bestimmung und um die sektoralen zuständigen Behörden bei ihren Aufsichtspflichten gemäß Artikel 8d und 8c der Ratingagenturen-Verordnung zu unterstützen, hat ESMA das Mandat einer zeitlich befristeten Task Force über Beleg- und Berichtspflichten im Rahmen der Beauftragung mehrerer Ratingagenturen gebilligt⁴¹.

Schließlich wurden Bedenken hinsichtlich der Verwendung und Wirksamkeit der nach dem Artikel vorgesehenen Berechnung des Marktanteils vorgebracht, da diese nicht alleine auf Grundlage der durch Ratings erzielten Umsatzerlöse erfolgt, sondern auch unter Einbeziehung von Zusatzdienstleistungen. Derartige Berechnungen können in Ermangelung einer eindeutigen Definition der Zusatzdienstleistungen irreführend sein. Kleine Ratingagenturen und neue Marktteilnehmer beanstandeten

⁴⁰ Die CEREP-Datenbank enthält Daten über Bewertungen, die von registrierten und zertifizierten Ratingagenturen abgegeben wurden, über Bewertungen, die von Ratingagenturen übernommen wurden, und über Bewertungen, die von Ratingagenturen in einem Drittland abgegeben wurden und die nicht in der EU zertifiziert oder registriert aber derselben Gruppe angehören. Einige der in der CEREP-Datenbank gespeicherten Informationen sind über die Website der ESMA öffentlich zugänglich.

⁴¹ Siehe auch das Dokument „Fragen und Antworten“, den Leitfaden der ESMA und weitere Beratungsinstrumente, ebenso wie ein gemeinsames Berichtsformular mit entsprechenden Anweisungen.

mangelndes Bewusstsein im Hinblick auf die Anwendung eines derartigen Artikels und bitten darum, auf EU- oder Mitgliedsstaatsebene Orientierungshilfen herauszugeben.

Artikel 11 Absatz 2

Gemäß Artikel 11 Absatz 2 sind Ratingagenturen verpflichtet, Daten zu von ihnen ausgestellten Ratings - einschließlich zu unaufgeforderten Ratings - an den zentralen Datenspeicher der ESMA (die CEREP-Datenbank) zu melden. Hierdurch soll es Anlegern ermöglicht werden, die Daten der Ratingagenturen miteinander zu vergleichen und die Ergebnisse der von einer einzelnen Ratingagentur ausgestellten Bewertungen zu untersuchen.

Von Artikel 11 Absatz 2 profitieren versierte Anleger möglicherweise mehr als unkritische, denn selbst wenn alle Informationen öffentlich zugänglich sind, muss zum Vergleich der Ergebnisse der Ratingagenturen Zeit und Expertise aufgebracht werden.

Durch die Veröffentlichung solcher Daten können kleine Ratingagenturen bekannter werden und bei der Überwindung der reputationsbedingten Marktzutrittschürde unterstützt werden.

Artikel 11a

Gemäß Artikel 11a wird CEREP in die Europäische Ratingplattform (im Folgenden: „ERP“) integriert. Dabei handelt es sich um eine von ESMA betriebene Website, auf der in Zukunft alle verfügbaren, von registrierten und zertifizierten Ratingagenturen abgegebenen Ratings veröffentlicht werden.

Die ERP wurde eingerichtet, um Anlegern mehr Informationen zur Verfügung zu stellen und um kleinere Ratingagenturen Sichtbarkeit zu verschaffen, zumal durch die Veröffentlichung aller Bewertungen auf einer Website der Bekanntheitsgrad kleiner Ratingagenturen und das Vertrauen, das Anleger ihnen entgegenbringen gestärkt werden könnte. Die Tatsache, dass Ratingagenturen unterschiedliche Methodiken verwenden, lässt allerdings keine einfachen Gegenüberstellungen der Ratings zu.

Auch ist zu beachten, dass „von Anlegern bezahlte Ratings“ - die ausschließlich für diese erstellt und Anlegern gegen Gebühr mitgeteilt werden - nicht in die ERP aufgenommen werden, um derlei Geschäftsmodelle nicht zu beeinträchtigen.

ERP ist noch nicht vollständig betriebsbereit, daher ist es zu früh, um ihre Wirkung auf den Wettbewerb zu bewerten. Da Bekanntheit und Ansehen in der Ratingbranche von großer Bedeutung sind, sollten die Auswirkungen dieser wettbewerbsbezogenen Bestimmung weiter beobachtet werden, sobald die Plattform vollständig umgesetzt ist.

3. Gesamtbewertung

Es zeigt sich, dass kleine Ratingagenturen und neue Marktteilnehmer bislang noch keine erhebliche Zahl an Bewertungen in allen Anlageklassen abgeben. In Anbetracht der häufigen Erhöhungen und der beträchtlichen Höhe der von den größten

Ratingagenturen in Rechnung gestellten Gebühren scheint der Wettbewerb zwischen den Ratingagenturen schwach entwickelt zu sein.

Dabei sollte jedoch auch betont werden, dass der Ratingmarkt Besonderheiten aufweist und dass seine Dynamiken hauptsächlich von dem unter Anlegern und Emittenten erlangten Ansehen getragen werden. Angesichts der ausschlaggebenden Rolle, die Reputation auf diesem Markt spielt, wären Maßnahmen, die eine erzwungene Auswahl von Ratingagenturen ohne Berücksichtigung der Wünsche der Emittenten und der Anleger unbeabsichtigte Folgen mit sich bringen und wenig effektiv im Hinblick auf die Förderung zusätzlicher Marktzutritte.

Die Ratingagenturen-Verordnung hat gute Rahmenbedingungen für die Stärkung des Wettbewerbs in der Ratingbranche geschaffen.

Alles in allem führt Artikel 8c in Verbindung mit Artikel 8d, Artikel 11 Absatz 2 und Artikel 11a möglicherweise zu einer Stärkung der Nachfrage nach kleinen Ratingagenturen bei Bewertungen strukturierter Finanzinstrumente. Darüber hinaus wirkt sich die Anwendung von Artikel 11a und Artikel 11 Absatz 2 - mit denen Informationen über das zweite Rating öffentlich zugänglich gemacht werden - möglicherweise günstig auf die im Zusammenhang mit Artikel 8c beabsichtigte Wirkung aus, nach der Anleger in die Lage versetzt werden, verstärkt Druck auf Ratingagenturen auszuüben, damit diese über Qualität konkurrieren.

Zusätzlich hat die Ratingagenturen-Verordnung den Bekanntheitsgrad der in der EU tätigen Ratingagenturen erhöht, etwa durch die Registrierung bei ESMA und die Offenlegung von Informationen über abgegebene Ratings. Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz haben außerdem dazu geführt, dass die Existenz kleiner Ratingagenturen verstärkt zur Kenntnis genommen wurde. Schließlich zeigt sich, dass die Abgabe - und Veröffentlichung - unaufgeforderter Ratings ein wirksames Instrument zur Verbesserung des Bekanntheitsgrads kleiner Ratingagenturen ist, das ihnen die Möglichkeit gibt, sich Reputation zu erarbeiten.

Obgleich sich einige Maßnahmen derzeit im Stadium der Umsetzung befinden, erwartet die Kommission abschließend keinen raschen Wandel in der oligopolistischen Ratingbranche. Die Analyse und die technische Beratung von ESMA zeigen jedoch, dass mehr Zeit erforderlich ist, um die Wirkung der durch die Ratingagenturen-Verordnung kürzlich eingeführten Maßnahmen auf den Wettbewerb im Ratingmarkt umfassend zu beurteilen.

III. Auswirkung und Bewertung der Bestimmungen hinsichtlich der Unternehmensführung von Ratingagenturen

Angesichts der Tatsache, dass der Ratingmarkt zum gegenwärtigen Zeitpunkt weiter von den drei großen Ratingagenturen beherrscht wird und dass neue Ratingagenturen verschiedenen Markteintrittshürden gegenüberstehen, ist es von äußerster Bedeutung, das Wohlverhalten der Ratingagenturen, insbesondere der etablierten Ratingagenturen, und hochwertige Ratings zu gewährleisten. Dies kann nur durch geeignete aufsichtsrechtliche Auflagen erreicht werden, die sich letztendlich auch günstig auf die Erstellung hochqualitativer Ratings und damit auf die Stabilität der Märkte auswirken.

Die jüngste Finanzkrise verdeutlichte unter anderem Probleme rund um die Qualität und Unabhängigkeit von Ratings. Angesichts des „Modells des zahlenden Emittenten“ und der engen und langjährigen Beziehungen mit den Emittenten bestanden insbesondere Bedenken im Hinblick auf potenzielle Interessenskonflikte zwischen Emittenten und Ratingagenturen. Zusätzlich bestanden Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit der Ratingagenturen bei der Bewertung von Instrumenten, die von ihren Anteilseignern emittiert werden, sowie hinsichtlich der Unabhängigkeit und fachlichen Qualifikationen der Ratinganalysten. Darüber hinaus bestand in der Folge der Finanzkrise die Notwendigkeit, die Transparenz hinsichtlich strukturierter Finanzprodukte zu verbessern, um Anlegern die Möglichkeit zu geben, die Bonität derartiger komplexer Produkte eigenständig zu beurteilen. Um die genannten Probleme anzugehen, wurden im Rahmen der letzten Überarbeitung der Ratingagenturen-Verordnung mehrere Bestimmungen über Interessenskonflikte (1), strukturierte Finanzinstrumente (2) und Vergütungsmodelle (3) aufgenommen. In diesem Abschnitt soll geprüft werden, ob die genannten Bestimmungen wirksam sind oder ob ein darüber hinausgehender Verbesserungsbedarf besteht.

1. Interessenkonflikte

Die Ratingagenturen-Verordnung enthält mehrere Bestimmungen, die auf die Vermeidung und das Management von Interessenkonflikten abzielen. Deren übergreifendes Ziel besteht darin, die Unabhängigkeit von Ratingagenturen und somit die Qualität ihrer Bewertungen zu gewährleisten, und insgesamt das Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts zu stärken.

Die Einrichtung unabhängiger nicht-geschäftsführender Direktoren nach der Ratingagenturen-Verordnung hat bei der Gewährleistung der Wirksamkeit der internen Kontrollsysteme sowie bei der Identifizierung von Interessenskonflikten eine entscheidende Rolle gespielt. Bei der Ernennung von Personen, die diese Funktion wahrnehmen, ist es sehr wichtig, Mindeststandards im Hinblick auf die fachliche Eignung und einen guten Leumund zu sichern. ESMA hat den Wunsch geäußert, in dieser Beziehung aktiver vorzugehen, um ein durchgehend hohes Niveau in der Unternehmensführung der Ratingagenturen sicherzustellen.

Die Ratingagenturen-Verordnung legt Vorschriften und Verfahren fest, die von Analysten und anderen in das Ratingverfahren einbezogenen Personen beachtet werden müssen, um jegliche im Rahmen des Ratingverfahrens entstehende Interessenskonflikte zu erkennen und zu regeln. Die genannten Bestimmungen werden durch detaillierte Anforderungen in Anhang I der Ratingagenturen-Verordnung ergänzt. Freistellungsregelungen für kleine Ratingagenturen tragen dazu bei, die Proportionalität der Auswirkungen der Ratingagenturen-Verordnung im Hinblick auf Ratingagenturen unterschiedlicher Größe zu gewährleisten.

Der Druck der Anteilseigner auf die Ratingagenturen könnte deren Unabhängigkeit beeinträchtigen, wenn diese ihre eigenen Anteilseigner oder von ihren Anteilseignern emittierte Finanzinstrumente bewertet. Das Problem wird durch Bestimmungen zur Beschränkung des Beteiligungsbesitzes eingegrenzt, um die Unabhängigkeit der Ratingagenturen und die Qualität ihrer Bewertungen zu gewährleisten. Hinsichtlich der Anwendung dieser Bestimmungen in der Praxis bleiben jedoch Unklarheiten, da

auf europäischer Ebene gegenwärtig keine gemeinsame Definition des Begriffs „Anteilseigner“ existiert.

Die Ratingagenturen-Verordnung enthält eine Reihe Anforderungen hinsichtlich der Kenntnisse, Kompetenzen und des Verhaltens von Ratinganalysten und weiterer am Ratingverfahren beteiligter Beschäftigter einer Ratingagentur. Durch die schrittweise Einführung eines Rotationsmechanismus für die genannten Personen kann die Unabhängigkeit von Ratings sichergestellt werden. Aufgrund der Personalrotation können im Rahmen von Wechseln in der Portfolio-Zuordnung eines Analysten jedoch Kosten entstehen.

Die gegenwärtige Arbeit der ESMA an Richtlinien zur Validierung und Überprüfung der von den Ratingagenturen eingesetzten Methodiken⁴² könnte zusätzlich Klarheit hinsichtlich der internen Compliance- und Risikomanagement-Verfahren von Ratingagenturen schaffen und somit auch eine eindeutigere Bestimmung des Begriffs der „Ratings-Methodik“ ermöglichen, bei der die im IOSCO-Kodex⁴³ von 2015 enthaltene Definition berücksichtigt wird.

Die gegenwärtigen Sanktionen erscheinen im Verhältnis zu dem von den Ratingagenturen erzielten Geschäftsumsatz, insbesondere was die großen Ratingagenturen angeht, zu niedrig. Die Geldbußen, die gegenwärtig von ESMA verhängt werden können, haben in der Praxis keine abschreckende Wirkung⁴⁴. Die Kommission wird deshalb weitere Überlegungen hinsichtlich der Sanktionsordnung der Ratingagenturen-Verordnung anstellen, die sich von entsprechenden Systemen in neuerer EU-Gesetzgebung unterscheidet.

2. Bestimmungen zu strukturierten Finanzinstrumenten und mögliche Ausdehnung auf andere Finanzprodukte

Die Bestimmung der Ratingagenturen-Verordnung über die obligatorische Rotation zwischen Ratingagenturen und Emittenten (Artikel 6b) ist auf die Emission von Wiederverbriefungen beschränkt und wird durch eine Sperrzeit von höchstens vier Jahren ergänzt, in deren Verlauf eine Ratingagentur keine Bewertungen über Wiederverbriefungen über Vermögenswerte desselben Originators abgeben dürfen. Potenziell belastende Auswirkungen auf kleine Ratingagenturen werden durch eine Freistellung abgeschwächt.

Zum Zwecke der Offenlegung von Informationen über strukturierte Finanzinstrumente sieht Artikel 8b der Ratingagenturen-Verordnung die Einrichtung einer Website durch ESMA vor. Laut kürzlich erfolgter Ankündigung von ESMA ist es infolge von Schwierigkeiten während der Vorbereitungsphase der Einrichtung der

⁴² Siehe das auf der Website der ESMA abrufbare Konsultationspapier <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>.

⁴³ IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies Final Report 2015 abrufbar unter <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>

⁴⁴ So verhängte beispielsweise die US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission; SEC) im Januar 2015 in Summe 77 Mio. USD für mehrere Verstöße gegen bundesstaatliche Wertpapiergesetze durch Standard & Poor's, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>

Website unwahrscheinlich, dass diese für die berichtenden Unternehmen innerhalb der gesetzlichen Frist bis zum 1. Januar 2017 verfügbar sein wird.

Die Umsetzung und die praktische Anwendung der Artikel 6b und Artikel 8b stehen noch aus. In Zusammenhang mit der Pflicht des obligatorischen doppelten Ratings für strukturierte Finanzinstrumente nach Artikel 8c zeigt sich, dass gegenwärtig keine ausreichenden Auswahlmöglichkeiten an Ratingagenturen, die verschiedene Anlageklassen bewerten, bestehen, um einen funktionierenden Wettbewerb zu zuzulassen. Vor diesem Hintergrund erscheint eine mögliche Ausweitung des obligatorischen Rotationsmechanismus und der Pflichten zur Offenlegung von Informationen über SFI und andere Finanzprodukte im aktuellen Stadium verfrüht, da derzeit nicht genügend Daten vorliegen, um die Wirkung der genannten Anforderungen auf die Praxis am Ratingmarkt zu analysieren. Die Kommission wird die Entwicklung des Marktes weiter beobachten, sobald die betreffenden Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung Anwendung finden.

3. Alternative Vergütungsmodelle

Hinsichtlich der Vergütungsmodelle, insbesondere was Ratings für Unternehmensanleihen und SFI angeht, waren seit Anwendung der Ratingagenturen-Verordnung kaum Veränderungen zu beobachten. Das dominierende und am häufigsten verwendete Vergütungsmodell im Ratingmarkt ist das Modell des zahlenden Emittenten, bei dem Ratingagenturen von Emittenten bezahlt werden, die Ratings für ihre Anlageprodukte anfordern möchten.

Andere Beispiele für Vergütungsmodelle sind das „Skin In The Game“-Modell, bei dem Anleger Bewertungen für Projekte erstellen, die sie teilweise dadurch finanzieren, dass sie die emittierten Instrumente halten, oder bei dem Ratingagenturen in von ihnen bewerteten Instrumenten vergütet werden, die bis Fälligkeit gehalten werden,⁴⁵ und das Modell der zahlenden Plattform, bei dem ein Intermediär in den Markt eingeführt wird, der das Rating finanziert und erstellt. Im „Pay For Performance Compensation“-Modell werden alle Ratingagenturen verpflichtet, einen feststehenden Umsatzanteil in einen gemeinsamen Fonds zu zahlen, der daraufhin an die Ratingagentur mit den genauesten Ergebnissen ausgeschüttet wird, wodurch Ratingagenturen einerseits ein Anreiz geboten wird, die Genauigkeit ihrer Bewertungen zu verbessern, während andererseits Ungewissheit über die Wirksamkeit des Anreizmechanismus besteht. Ratings könnten auch von gemeinnützigen Organisationen erstellt oder von Regierungen finanziert werden. Staatliche Eingriffe in Form einer Zuteilung von Ratingagenturen an Emittenten könnten das Risiko einer Aufsplitterung in nationale Märkte erhöhen und Interessenskonflikte innerhalb der Branche herbeiführen, insbesondere im Hinblick auf die Emission von Staats- und Kommunaleinleihen.

Wie 2011 in der Folgenabschätzung der Kommission festgestellt wurde, besteht bei allen potenziellen Vergütungsmodellen die Möglichkeit, dass sie Interessenskonflikte nach sich ziehen. Die Ratingagenturen-Verordnung schreibt daher kein bestimmtes

⁴⁵ Das Modell beruht auf der Annahme, dass das Unternehmen, welches das Rating vornimmt und selbst auch in die bewerteten Wertpapiere investiert - ein eindeutiges Interesse an der Genauigkeit des Ratings hat.

Vergütungsmodell vor, da keine grundlegende Notwendigkeit besteht, ein Modell gegenüber einem anderen zu begünstigen.

In der Praxis kommen alternative Vergütungsmodelle gegenwärtig kaum als Einzellösungen zum Einsatz, da Ratingagenturen tendenziell gemischte Modelle einsetzen. Ratings werden einigen Kunden nach dem Modell des zahlenden Emittenten und anderen nach dem Modell des zahlenden Anlegers oder auf Subskriptionsbasis ausgestellt. ESMA kommt in ihrer Analyse zu dem Schluss, dass die beschriebene Flexibilität in der Wahl des Vergütungsmodells beibehalten werden sollte, damit den Marktteilnehmern die Wahl jenes Modells frei steht, das für ihre Marktstrategie am geeignetsten ist.

4. Gesamtbeurteilung

In Anbetracht der obenstehenden Analyse zeigt sich, dass die Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung zur Unternehmensführung im Wesentlichen einen präventiven Charakter haben und zugleich wesentlich dazu beitragen, die Unabhängigkeit der Ratingagenturen zu gewährleisten. Obgleich der technischen Beratung von ESMA zufolge einige Bestimmungen möglicherweise Kosten bei der Anwendung verursachen, indem sie den Ratingagenturen Veränderungen in ihren IT-Systemen sowie in den Bereichen Weiterbildung, Compliance und Rechtsverfahren auferlegen, ist insgesamt davon auszugehen, dass der neue Rechtsrahmen zur Unternehmensführung der Ratingagenturen langfristig von Vorteil sein wird.

Auch wenn die Veränderungen in der Praxis des Ratinggeschäfts womöglich nicht unmittelbar zu erkennen sein werden, geben die Bestimmungen den Regulierungsbehörden notwendige und wirksame Instrumente an die Hand, um Ratingagenturen zu beaufsichtigen, die gegen die Unternehmensführungsvorschriften der Ratingagenturen-Verordnung verstoßen. Gleichwohl bedarf das Sanktionsregime der Ratingagenturen-Verordnung möglicherweise einer Überarbeitung, damit es verhältnismäßig ist und wirklich zur Abschreckung dient.

IV. Zweckmäßigkeit und Realisierbarkeit einer Europäischen Ratingagentur

Infolge der im Rahmen der jüngsten EU-Staatsschuldenkrise offengelegten Probleme im Zusammenhang mit der prozyklischen Veröffentlichung von Bewertungen wurde die Ratingagenturen-Verordnung 2013 durch die Aufnahme zusätzlicher Maßnahmen für eine verbesserte Transparenz von Länderratings geändert. Artikel 8a der Ratingagenturen-Verordnung verpflichtet Ratingagenturen nun dazu, einmal jährlich einen Zeitplan zu veröffentlichen, in dem die Veröffentlichungszeitpunkte der Länderratings aufgeführt werden.

Darüber hinaus untersuchte die Kommission in einem 2015 veröffentlichten Bericht⁴⁶ die Zweckmäßigkeit einer europäischen Bonitätsbewertung und die Frage, ob die bestehenden Informationsquellen für die Anleger ausreichend und angemessen sind, um ihnen eine eigene Bonitätsbewertung der Staatsanleihen zu ermöglichen. In ihrem

⁴⁶ Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die Zweckmäßigkeit einer europäischen Bonitätsbewertung für Staatsschulden, Brüssel, 23.10.2015, COM(2015), abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>

Bericht kam die Kommission zu dem Schluss, dass die Einrichtung einer derartigen Europäischen Ratingagentur kaum einen Zusatznutzen gegenüber den Informationen hätte, die bereits im Rahmen der haushaltspolitischen und makroökonomischen Überwachung über verschiedene Quellen zur Verfügung gestellt werden (z. B. die Berichte, die im Zusammenhang mit dem Europäischen Semester veröffentlicht werden). Auch der Informationsstand institutioneller Anleger würde sich nicht wesentlich verbessern, da diesen Anlegern bereits genügend Daten aus privaten und öffentlichen Quellen zur Verfügung stehen. Anleger, die auf dem globalen Staatsanleihemarkt tätig sind, greifen offensichtlich stärker auf Informationen zurück, die von internationalen Einrichtungen wie dem Internationalen Währungsfonds (IWF) oder der Weltbank bereitgestellt werden.

SCHLUSSFOLGERUNG

Externe Ratings spielen in einigen Bereichen des aufsichtsrechtlichen Rahmens der EU weiterhin eine wichtige Rolle, insbesondere im Hinblick auf Banken und Versicherungsunternehmen. Die Kommission ist jedoch der Ansicht, dass es derzeit keine realistischen Alternativen gibt, die externe Ratings vollständig ersetzen können. Vor diesem Hintergrund sollten sich Aufsichtsbehörden weiter für die Verringerung des automatischen Rückgriffs auf Ratings einsetzen, indem sie sicherstellen, dass Marktteilnehmer alternative Instrumente wie zum Beispiel jene, die in Abschnitt I.2 genannt werden, als Ergänzung zu externen Ratings verwenden. Die Kommission wird die Entwicklungen am Markt ihrerseits weiter beobachten.

Auch was den Wettbewerb anbetrifft, wird die Kommission weiter verfolgen, wie sich die Anwendung der Ratingagenturen-Verordnung auf die Entwicklung des Markts auswirkt, bevor sie die Annahme zusätzlicher Maßnahmen prüft. Dies ist in besonderer Weise angebracht, da sich einige der Bestimmungen noch im Umsetzungsstadium befinden und etwas Zeit erforderlich sein wird, bis eine Bewertung der entsprechenden Vorteile möglich sein wird.

Voraussetzung für die Förderung von Markteintritten und die Stärkung des Wettbewerbs am Ratingmarkt ist die Gewährleistung eines angemessenen und nicht übermäßig kostspieligen Regulierungsrahmens. Im Nachgang zu ihrer Sondierung wird die Kommission insbesondere hinsichtlich der Frage der Proportionalität weiter verfolgen, wie die Ratingagenturen-Verordnung auf kleinere Ratingagenturen angewendet wird.

Generell wird die Kommission darauf achten, zusätzliche aufsichtsrechtliche Marktzutrittsbarrieren zu vermeiden und entsprechende bestehende Barrieren weiter abzubauen, wie sie es im Zuge der Änderungen im von den Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) vorgeschlagenen Entwurf für technische Durchführungsstandards über die Zuordnung von Ratings bereits getan hat. Sie wird auch die größtmögliche Akzeptanz zugunsten kleinerer Ratingagenturen fördern, unter anderem im Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (ECAE) des ESZB.

Ungeachtet der erwähnten Bemühungen zur Stärkung des Wettbewerbs deuten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, dass der Ratingmarkt auf absehbare Zeit ein stark konzentriertes Oligopol bleiben wird. In diesem Zusammenhang muss unbedingt

gewährleistet werden, dass die etablierten Ratingagenturen einem robusten Aufsichtsrahmen unterliegen, der durch ein glaubwürdiges Sanktionsregime mit angemessen hohen und in effektiver Weise der Abschreckung dienenden Bußgeldern abgerundet wird. Wirksame interne Steuerungsmechanismen und Compliance-Verfahren sind ferner von ausschlaggebender Bedeutung, um die Qualität externer Ratings in einem von begrenztem Wettbewerbsdruck gekennzeichneten Markt zu gewährleisten, wobei die Ratingagenturen-Verordnung wichtige Vorschriften hinsichtlich der Stärkung der genannten Verfahren eingeführt hat.

Was strukturierte Finanzinstrumente angeht, ist es zu früh, um die Auswirkungen der Ratingagenturen-Verordnung zu bewerten, da gewisse relevante Bestimmungen in der Praxis noch nicht angewendet wurden. In diesem Zusammenhang scheinen Überlegungen hinsichtlich einer Ausweitung der entsprechenden Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung auf weitere Finanzprodukte nicht zweckmäßig zu sein.

Im Hinblick auf die Berichterstattungspflichten nach Artikel 39b Absatz 2 Unterabsatz 2 der Ratingagenturen-Verordnung und unter Berücksichtigung des 2015 vorgelegten Berichts der Kommission über die Zweckmäßigkeit einer europäischen Bonitätsbewertung für Staatsschulden ist die Kommission der Ansicht, dass gegenwärtig kein Bedarf an einer Europäischen Ratingagentur mit der vorrangigen Aufgabe der Bewertung der Bonität von Staatsschulden oder an einer Europäischen Ratingstiftung für alle sonstigen Ratings besteht. Hinzu kommt, dass die mit der Einrichtung derartiger gemeinschaftlicher Agenturen verbundenen Zusatzkosten höchstwahrscheinlich den Mehrwert übersteigen, der in der Praxis zugunsten des Ratingmarktes geschaffen würde.

Es ist allgemein davon auszugehen, dass die Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung sich langfristig positiv auf den Ratingmarkt auswirken werden. Gegenwärtig liegen keine Anhaltspunkte über potenzielle negative Auswirkungen auf Ratingagenturen oder Emittenten vor. Da bis dato nicht alle Bestimmungen der Ratingagenturen-Verordnung angewendet werden, muss der Ratingmarkt weiter überwacht werden, um eine umfassende Bewertung hinsichtlich der Auswirkungen des diskutierten Rechtsrahmens vornehmen zu können.