

VORTRAGSREIHE

Unternehmens- und Kapitalmarktrecht – Standortbestimmung und Perspektiven

8. Mai 2008

Ratingagenturen: Zensuren für Oberlehrer?

BERICHT

zum Vortrag von

Arne Wittig

von wiss. Mitarbeiter *Lars Teigelack*

Am 8. Mai 2008 setzte das Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht seine Vortragsreihe „Unternehmens- und Kapitalmarktrecht – Standortbestimmung und Perspektiven“ fort. Nach der Eröffnungsveranstaltung zu Vorstand und Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft stand nun das Kapitalmarktrecht im Vordergrund. Die Veranstaltung stand unter dem Titel „Ratingagenturen: Zensuren für Oberlehrer?“. Nachdem Prof. Dr. *Matthias Casper* die theoretische Seite erörtert hatte, beschäftigte sich *Arne Wittig*, Chefsyndikus der Deutschen Bank AG für Deutschland und Europa, im zweiten Referat mit den praktischen Aspekten der Regulierung von Ratingagenturen.

Als Einstieg in das Referat formulierte *Wittig* die zentrale These, dass Maßnahmen gegenüber Ratingagenturen nur notwendig seien, wenn die Agenturen Fehler begangen hätten. Die einschlägige Diskussion habe sich an der sogenannten Subprimekrise in den U.S.A. entzündet.

Einleitend erläuterte *Wittig* daher die Subprimekrise und die Rolle der Ratingagenturen darin. Ihren Anfang habe die Krise durch die zunehmende Finanzierung von Immobilien in den U.S.A. mit subprime-Hypotheken und den gleichzeitigen Anstieg der Immobilienpreise genommen. Dadurch habe immer mehr Kredit zu immer günstigeren Konditionen gegeben werden können. Eine genaue Definition des Begriffs *subprime* existiere jedoch nicht. Im ersten Schritt seien darunter Kredite zu verstehen, die zu höheren Zinsen vergeben würden als *prime*-Kredite. Im zweiten Schritt

könne man darunter Kredite verstehen, die von den beiden großen US-Refinanzierern nicht mehr refinanziert würden. Zusammengefasst seien *subprime*-Kredite solche, bei denen das Ausfallrisiko höher sei als im *prime*-Segment.

Warum seien solche Kredite überhaupt vergeben worden? Die vergebenden Banken hätten die Risiken durch Verbriefung (*securitization*) sofort an den Kapitalmarkt weitergegeben (*originate to distribute*). Die Kredite seien dazu gebündelt und an eine Zweckgesellschaft abgetreten worden. Die Zweckgesellschaft habe den Kaufpreis an die Bank gezahlt und ihrerseits Geld eingesammelt, indem sie *Mortgage Backed Securities* (MBS) ausgegeben habe. Diese Schuldverschreibungen seien als *commercial papers* 1 – 3 Monate gelaufen. An dieser Stelle seien die Ratingagenturen ins Spiel gekommen.

Die MBS seien insofern unterschiedlich, als durch vertragliche Vereinbarung eine Rangstruktur hergestellt werde. Es sei nicht der Fall, dass in jedem einzelnen Papier genau das durchschnittliche Risiko des Kreditportfolios abgebildet sei. Vielmehr würden manche Papiere zuerst bedient, sobald Geld eingesammelt werde (AAA Rating), folgende Einnahmen würden an die Inhaber der AA gerateten Papiere ausgeschüttet usw. (*waterfall*). Wenn die Ausfallquote steige, verliere nicht jeder Investor gleichzeitig, sondern der Verlust gehe zuerst an die im Wasserfall unten befindlichen Anleger (*equity piece* oder *first loss piece*).

Die Ratingagenturen hätten zusammen mit Investmentbanken die strukturierten Papiere geratet. Dabei sei es nicht wie beispielsweise bei *Enron* um Bewertung der Finanzkraft eines ganzen Unternehmens, sondern um die Bewertung der Assets (Hypotheken) und der Strukturierungsabreden gegangen. Es habe sich dabei um einen höchst komplexen Prozess gehandelt. Diese MBS seien als sogenannte *collateralized debt obligations* (CDOs) weiter und weiter gegeben und noch einmal nach den zu tragenden Ausfällen strukturiert worden. Diese Ausfallrisiken hätten ebenfalls zur Bewertung durch die Agenturen gestanden.

Manche Banken hätten von diesen Produkten nicht genug bekommen können. Deshalb seien solche Produkte in großem Umfang in *purchasing companies* als Zweckgesellschaften gekauft worden. Das Geld dafür hätten die Zweckgesellschafter ihrerseits am Kapitalmarkt von institutionellen Anlegern eingesammelt. Die Banken hätten später Verluste gemacht, weil die refinanzierenden *commercial papers* eine kurze, die Hypotheken aber eine lange Laufzeit haben (Fristentransformation). Die

Ratingagenturen hätten dieses Risiko gesehen und hinterfragt, was passiere, wenn niemand neue *commercial papers* kaufen wolle. Für solche Fälle habe in diesen Strukturen eine Liquiditätskreditlinie existiert. Dass diese Linie jedoch jemals gezogen werden würde, habe niemand wirklich geglaubt; die Agenturen hätten jedoch pro forma auf solchen Zusagen bestanden. Wenn dieses System nicht mehr funktioniere, erläuterte *Wittig*, tauchen enorme Probleme auf. Die nachlässige Kreditvergabepaxis in den U.S.A. habe alle Marktteilnehmer eingeholt, als sich im Subprimesegment erheblich erhöhte Ausfallquoten ab Herbst 2007 gezeigt hätten. Schon vorher (Juni/Juli 2007) seien viele Teilnehmer nervös geworden und hätten fällige *commercial papers* nicht mehr verlängert. Die Banken mit Zweckgesellschaften haben nun die Liquiditätszusagen erfüllen müssen, jedoch selbst nicht ausreichend Liquidität zur Verfügung gehabt, denn durch eine Struktur mit vielen Zweckgesellschaften konnte jede Gesellschaft innerhalb der Großkreditgrenze bleiben, für alle gemeinsam war aber eine Finanzierung durch die aufliegende Bank nicht mehr möglich.

Auf diese Erklärung der Subprimekrise folgten Ausführungen zur Tätigkeit von Ratingagenturen im Allgemeinen. Besonderes Augenmerk legte der Referent darauf, dass andere Marktteilnehmer die Rolle der Ratingagenturen möglicherweise missverstanden haben könnten. *Wittig* stellte die Frage, wer die Schuld an diesen Entwicklungen trage. *Greenspan* habe den schwarzen Peter den Ratingagenturen zugeschoben. *Wittig* wollte dem nicht uneingeschränkt zustimmen, da viele Investoren die eigentliche Tätigkeit der Agenturen eventuell missverstanden hätten. Es gehe allein um die Bewertung des Ausfallrisikos eines Schuldners bei Fälligkeit der Verbindlichkeiten. Vorkommnisse in der Laufzeit spielten dabei keine Rolle. Ebenso wenig stelle ein Rating eine Empfehlung dar, ein Papier zu kaufen. Deshalb seien Ratings richtigerweise nicht von § 34b WpHG erfasst. Auch werde nicht die Angemessenheit des Marktpreises oder die Liquidität im Handel mit dem Papier beurteilt. Die Aufsichtsbehörden (IOSCO und CESR) sähen dies genauso. Die akuten Krisen im deutschen Bankenmarkt seien entstanden, weil der Kapitalmarkt die *commercial papers* nicht mehr abgenommen habe. Niemand sei mehr bereit gewesen, Geld zu verleihen, weswegen die aufliegenden Banken ihre Papiere teilweise selber habe refinanzieren und *mark to market* (nach dem Marktwert) bewerten müssen. Der Marktwert sei jedoch nicht nur verfallen, weil das von den Agenturen zu beurteilende Ausfallrisiko

höher als geratet gewesen sei, sondern auch, weil im Markt erhebliches Misstrauen vorgeherrscht habe.

Anschließend nahm *Wittig* kurz die bereits bestehende Regulierung von Ratingagenturen in den Blick. Dazu habe *Casper* jedoch schon sehr ausführlich vorge tragen, so dass abschließend nur noch auf die aktuelle Diskussion um das Konsultationspapier des CESR einzugehen sei.

Wittig fasste zunächst zusammen, womit sich das Papier beschäftige: Methodentransparenz, fortlaufende Überwachung, personelle Ausstattung der Agenturen und Interessenkonflikte. Alle Überlegungen mündeten in eine Frage: Ist *staatliche* Regulierung der Agenturen notwendig?

Der Referent vertrat die Auffassung, die Selbstregulierung nach dem IOSCO-Code und der SolvV funktioniere. Das heiÙe, es existiere ein recht detaillierter Rahmen. Brauche man darüber hinaus noch mehr Regulierung? In Sachen Methodentransparenz sei die Aussage des CESR, jeder Marktteilnehmer müsse selbst wissen, was ein Rating bedeutet. Dies könne aber eventuell durch Hinweispflichten noch deutlicher gemacht werden. *Wittig* äußerte gewisse Zweifel an bloÙen Hinweispflichten, erforderlich sei vielmehr eine größere Transparenz der Bewertungsmethoden bis hinunter zu den zugrundeliegenden Assets. CESR sei außerdem der Meinung, die Sensitivität der Bewertungsparameter könne deutlicher ausgedrückt werden. Die fortlaufende Überwachung sei dagegen eigentlich in Ordnung, denn die strukturierten Papiere seien jeden Monat neu geratet worden. Sobald Ausfallnachrichten kamen, sei auch das *downgrade* erfolgt. Zur Personalausstattung habe CESR keine Aussage machen können, da die Agenturen dazu keine Auskunft gegeben hätten. CESR sehe allerdings großen Nachholbedarf in Bezug auf Interessenkonflikte. Insbesondere bei strukturierten Produkten würden Agenturen und Emittenten sehr eng zusammenarbeiten. Die Grenze zwischen Beratung gegen zusätzliche Gebühr und erlaubter Unterstützung könne teilweise verschwimmen. CESR habe außerdem befunden, dass die Gebühren für die Beratung faktisch erfolgsabhängig seien (Emissionsvolumen).

Müssten diese von CESR vorgeschlagenen Regeln durch *staatliche* Aufsicht implementiert werden? In den USA sei in Reaktion auf Enron die deutliche Antwort: „ja“ gewesen. Jedoch zeige sich auch dort eine gewisse Skepsis. Gegen *staatliche* Regulierung spreche, so *Wittig*, dass die Marktdisziplin doch stärker sein könne.

Staatliche Regulierung könnte darüber hinaus die vorhandene Überbewertung des Ratings verstärken und sei zu unflexibel. Die Selbstregulierung solle daher weiterverfolgt und der IOSCO-Code eventuell verschärft werden. Selbstregulierung als Mechanismus scheine zu funktionieren, nur die Regeln an sich könnten verbessert werden. Ob staatliche Beamte solche Regeln besser überwachen könnten als der Markt selbst, versah der Referent zum Schluss mit einem Fragezeichen.