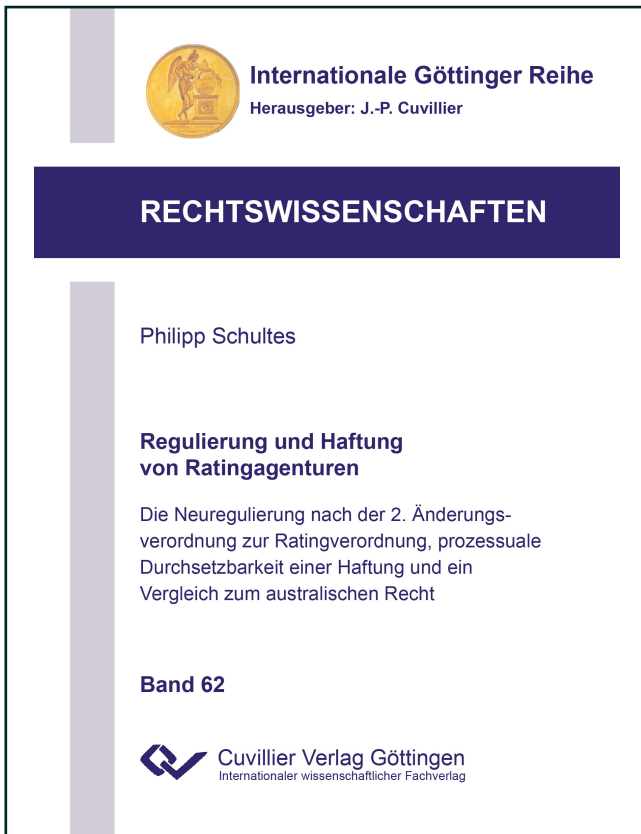




Philipp Schultes (Autor)

## **Regulierung und Haftung von Ratingagenturen**

Die Neuregulierung nach der 2. Änderungsverordnung zur Ratingverordnung, prozessuale Durchsetzbarkeit einer Haftung und ein Vergleich zum australischen Recht



<https://cuvillier.de/de/shop/publications/6976>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen, Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: [info@cuvillier.de](mailto:info@cuvillier.de), Website: <https://cuvillier.de>

## Teil 1 EINLEITUNG

Ratingagenturen gelten als Mitverursacher für den Ausbruch der Finanzkrise<sup>1</sup>, da sie für risikoreiche Anlagen die beste Bonität aussprachen. Konsequenz der Finanzkrise war nicht nur, dass der Kapitalmarkt als solcher massive Einbußen erlitten hat, sondern auch, dass Anleger massive Schäden hinnehmen mussten. Die Reichweite und die Auswirkungen des internationalen Kapitalmarkt(recht)s wurden damit plötzlich auch den Kleinanlegern bewusst. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war eine eklatante Unverantwortlichkeit der Akteure auf den Kapitalmärkten. Kapitalanlage sollte aber nicht als Glücksspiel zum Privatvergnügen angesehen werden, da es für viele Menschen ein Instrument der Alterssicherung ist.<sup>2</sup> Diesen Umstand berücksichtigt eine Vielzahl von Akteuren in ihrem Marktverhalten nicht mehr ausreichend. Sogar noch fünf Jahre nach der Finanzkrise wurde den Ratingagenturen jüngst insbesondere hinsichtlich Länderratings eklatante Unkenntnis zentraler Bausteine der eigenen Ratingmethodologie vorgeworfen – ihre Urteile seien gespickt mit unwahren und irreführenden Behauptungen, hieß es.<sup>3</sup>

Die fehlerhaften Bonitätseinschätzungen der Ratingagenturen vor allem aus der Zeit der Finanzkrise lösten eine Diskussion über eine staatliche Intervention aus. Der Staat solle Bedingungen herstellen, unter denen es sich wieder lohne, dem Kapitalmarkt zu vertrauen.<sup>4</sup> In dieser Diskussion war stark umstritten, ob eine potentielle Regulierung mit „privaten“ Durchsetzungsmöglichkeiten ausreiche (*private enforcement*), um das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt wieder herzustellen oder ob eine hoheitlich durchzusetzende Regulierung (*public enforcement*) im Sinne aufsichtsrechtlicher Maßnahmen hierfür ausreichend Schlagkraft besitze.<sup>5</sup> Der Ruf nach einem europäischen Haftungstatbestand für Klagen der geschädigten Ratingnutzer, der neben einem staatlichen Aufsichts- und Durchsetzungssystem besteht, wurde hingegen – angefeuert durch die Finanzkrise – immer lauter.

Auf europäischer Ebene war zunächst nur eine staatliche Regulierung vorgesehen. Resultat der Regulierungsbemühungen war im Jahr 2009 eine europäische Verordnung über Ratingagenturen. Diese Verordnung erfuhr im Jahr 2011 ihre erste Änderung mit

---

<sup>1</sup> Dazu *Rudolph*, zfbf 2008, 713, 737; zu Entstehung und Verlauf der internationalen Finanzkrise *ders.*, ZGR 2010, 1, 4–24; hierzu auch *Blaurock*, JZ 2012, 226, 227f; umfassend auch *Gilbert*, *Complicit*, 2010; insbesondere in Bezug zu Ratingagenturen *Kolb*, *Lessons from the financial crisis*, 2010, S. 191ff, 377ff.

<sup>2</sup> *MüKoBGB/Wagner*, 6. Aufl. 2013, § 823 Rn. 410.

<sup>3</sup> So zitiert *Fischer*, Ratingagenturen bleiben in der Kritik, Deutsche Welle v. 18.8.2014, <http://www.dw.de/ratingagenturen-bleiben-in-der-kritik/a-17853605> (geprüft am 19.11.2014) Manfred Gärtner, Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität von St. Gallen.

<sup>4</sup> *Fikentscher*, GRUR-Int 2009, 635, 645f.

<sup>5</sup> *Fikentscher*, GRUR-Int 2009, 635, 643.

dem Ziel der weiteren Harmonisierung der Regeln für Ratingagenturen in Europa. Im Rahmen der Errichtung eines europäischen Systems der Finanzaufsicht wurde eine europäische Aufsicht über die Ratingagenturen geschaffen. Aufgrund der noch weiter bestehenden Regelungslücken wurde die Ratingverordnung dann im Jahr 2013 zum zweiten Mal geändert. Aufsehenerregend war dabei vor allem die Einführung eines neuen europäischen Haftungstatbestandes.

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung ist die Frage, ob mit den bisherigen Maßnahmenpaketen der EU die Regulierung des Ratingmarkts als gesetztes Ziel erreicht wird oder ob noch weiterer Umsetzungsbedarf durch den Gesetzgeber zur nachhaltigen Stabilisierung der Finanzmärkte besteht.

Zu Beginn der Arbeit wird der status quo der Ratinglandschaft in einem Problemaufriss beleuchtet. Es werden u.a. die Grundlagen eines Ratingverfahrens und die Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Kapitalmärkten erläutert. Nach Gegenüberstellung des Für und Wider einer Regulierung, wird die frühere rechtliche Situation von Ratingagenturen mit dem Ziel erörtert, die bisherigen Defizite auf dem Ratingmarkt aufzuzeigen. In der gebotenen Kürze wird dabei auf die Grundsätze der IOSCO eingegangen, die den späteren europäischen Regulierungen als Grundgerüst dienten, sowie auf die Basel II-Vorschriften und deren mitgliedstaatliche Umsetzung. Anschließend wird die Ratingverordnung mit ihren Änderungsverordnungen analysiert und einer kritischen Würdigung unterzogen. Insbesondere wird hinsichtlich der 2. Änderungsverordnung der Weg vom ursprünglichen Kommissionsvorschlag bis hin zur finalen Fassung dargestellt. Einen Schwerpunkt bildet dabei die Prüfung, ob die europäische Ratingverordnung zusammen mit ihren Änderungsverordnungen einen ausreichenden rechtlichen Rahmen bietet oder ob nach wie vor systemrelevante negative Einflüsse auf dem Kapitalmarkt aus dem Verantwortungsbereich der Ratingagenturen existieren.

Ein weiterer Schwerpunkt wird bei der Frage der Haftung gesetzt. Nach der rechtlichen Einordnung eines Ratings und der Herausstellung der Anknüpfungspunkte für eine Haftung, folgt die Auseinandersetzung mit den möglichen Anspruchsgrundlagen für eine Haftung von Ratingagenturen gegenüber geschädigten Anlegern und Emittenten nach dem national geltenden Recht. Sodann werden die Probleme der innerprozessualen Durchsetzbarkeit einer Haftung gegenüber Ratingagenturen, die sich im Zivilprozess stellen können, detailliert erörtert. Dabei wird vor allem die Frage der Beweisnot, die sich aus der einem Rating innewohnenden Informationsasymmetrie ergibt, behandelt und die Ansätze beleuchtet, um dieser Beweisnot Herr zu werden. Weiter werden die Probleme der Haftungsfreizeichnungsklauseln, des Gerichtsstands, des anwendbaren Rechts sowie der Verjährung erörtert.

Nach einer Analyse der nationalen Haftungsvorschriften hinsichtlich der Haftung von Ratingagenturen wird der neue europäische Haftungstatbestand, der in die Ratingver-

ordnung eingeführt wurde, untersucht. Dies soll vor allem Aufschluss darüber geben, ob die Haftung auf europäischer Ebene sinnvoll und nachvollziehbar umgesetzt wurde und ob sie eine Verbesserung der Haftungsmöglichkeiten im Vergleich zum nationalen Recht geschaffen hat.

Als letzter Schwerpunkt der Arbeit wird abschließend ein Vergleich zum australischen Recht vorgenommen. In Australien wurde jüngst eine Ratingagentur zu Schadensersatz gegenüber klagenden Anlegern verurteilt. Die Entscheidung des Instanzgerichts wurde im Sommer 2014 von dem zuständigen Berufungsgericht bestätigt. Interessant ist dabei insbesondere, ob und wie weit sich die Argumentationen der beiden Gerichte zur Begründung einer Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern auch auf das deutsche Recht übertragen lassen.



## **Teil 2    REGULIERUNG VON RATINGAGENTUREN**

# § 1 GRUNDLEGENDES ZU RATINGAGENTUREN

## A. GRUNDLAGEN DES RATINGVERFAHRENS

Gemäß Art. 3 Abs. 1 b) der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 16.9.2009 über Ratingagenturen (im Nachfolgenden die „CRA I VO“ oder die Ratingverordnung) handelt es sich bei einem Rating um ein Bonitätsurteil in Bezug auf ein Unternehmen, einen Schuldtitel oder eine finanzielle Verbindlichkeit, eine Schuldverschreibung, eine Vorzugsaktie oder ein anderes Finanzinstrument oder den Emittenten derartiger Schuldtitel (...) oder anderer Finanzinstrumente, das anhand eines festgelegten und definierten Einstufungsverfahrens für Ratingkategorien abgegeben wird.<sup>6</sup> Ratings spiegeln also die künftige Fähigkeit eines Emittenten wider, seinen rechtlichen Verpflichtungen nachzukommen und/oder seine Bereitschaft beziehungsweise Möglichkeit, Zahlungen von Zins und Tilgung einer von ihm begebenen Schuldverschreibung termingerecht und vollständig zu erfüllen.<sup>7</sup>

Ratings dienen dabei sowohl Emittenten als auch privaten wie institutionellen Investoren (als Fremdkapitalgeber oder Eigenkapitalgeber<sup>8</sup>) als Informationsquelle auf den Kapitalmärkten (zur Bedeutung von Ratings auf den Kapitalmärkten siehe Teil 2 § 1 B).<sup>9</sup> Grundsätzlich lassen sie sich danach unterscheiden, von wem ein Rating durchgeführt und/oder von wem ein Rating veranlasst wurde.

## I. Interne und externe Ratings<sup>10</sup>

*Interne Ratings*<sup>11</sup> werden aus Anlass einer Kreditvergabe von einem Kreditinstitut durchgeführt. Es handelt sich um ein bankinternes Verfahren zur Prüfung der Kreditwürdigkeit, in dem insbesondere die Fähigkeit eines Kreditnehmers beurteilt wird, seinen Zins- und Tilgungsverpflichtungen pünktlich nachzukommen.<sup>12</sup> Das interne Rating eines Kreditinstituts stellt einen wesentlichen Bestandteil des Risikomanagementsystems

---

<sup>6</sup> Vgl. beispielsweise zum Ratingverfahren von Fonds, Derivaten und Kapitalmarkttransaktionen *Pilny*, in: Achleitner/Everling (Hrsg.), *Rechtsfragen im Rating*, 2005, S. 419, 419ff; vgl. beispielsweise zum Ratingverfahren von Aktien und Anleihen *Beckert*, *Ratings und Aktienkurse*, 2007, S. 8–49.

<sup>7</sup> *Blaurock*, *ZGR* 2007, 603, 604.

<sup>8</sup> *Hiß/Nagel*, *Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung*, 2011: als sekundäre Adressaten kommen auch noch Beschäftigte, Kunden und Lieferanten sowie Wettbewerber, Medien und die allgemeine Öffentlichkeit in Frage.

<sup>9</sup> *Blaurock*, *ZGR* 2007, 603, 608.

<sup>10</sup> Eine detaillierte Darstellung der Unterschiede im Rahmen eines Schaubildes findet sich bei *Hiß/Nagel*, *Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung*, 2011, S. 112.

<sup>11</sup> Zu Funktion und Aufbau bankinterner Ratings siehe auch umfassend *Güttler/Wahrenburg*, in: Everling/Schmidt-Bürgel (Hrsg.), *Kapitalmarkt-rating*, 2005, S. 55, 56f, 59ff; *Achleitner/Everling* (Hrsg.), *Rechtsfragen im Rating*, 2005, S. 163–235; für den Praxisanwender siehe auch *Gaumert*, *Grundsätze ordnungsgemäßen Ratings (GoR)*, 2007.

<sup>12</sup> *Fey*, *Beck'sches Steuer- und Bilanzrechtslexikon*, 2014, *Rating Rn.* 19ff.

tems eines Kreditinstituts dar, das jedoch losgelöst von dem Rating von Ratingagenturen zu betrachten ist und nicht Gegenstand dieser Arbeit ist.<sup>13</sup>

Bei *externen Ratings*<sup>14</sup> wird ebenfalls die Bonität des Bewerteten beurteilt. Ein externes Rating wird aber von einer Ratingagentur durchgeführt. Im Gegensatz zu einem Kreditinstitut haben die Ratingagenturen jedoch nicht das Risiko für den Kreditausfall zu tragen,<sup>15</sup> sondern sie geben das Rating vielmehr zur Einschätzung der Bonität einer Investition für potentielle Anleger ab. Im Rahmen des Ratingverfahrens bewerten die Agenturen unter Verwendung standardisierter Maßstäbe Kapitalmarktprodukte (*Emissionsrating*<sup>16</sup> oder *issue credit rating*) oder die Emittenten selbst (*Emittentenrating*<sup>17</sup> oder *issuer credit rating*)<sup>18</sup>. Sie erfassen aber nicht nur Unternehmen,<sup>19</sup> sondern auch öffentlich-rechtliche Körperschaften und Staaten.<sup>20</sup> Nach eigenem Verständnis sprechen Ratingagenturen mit ihrer Bonitätseinschätzung üblicherweise keine Empfehlung zum Kaufen, Halten oder Verkaufen aus, sondern sie äußern lediglich ihre Meinung über die Kreditwürdigkeit eines Schuldners bzw. über das mögliche Ausfallrisiko seiner Finanzmarktmission. Das Bonitätsrating einer Ratingagentur stellt daher jedenfalls nach eigener Ansicht der Agenturen nur *ein* Element einer meist komplexen Anlageentscheidung eines Investors dar.<sup>21</sup>

## II. Bonitätseinstufung auf Basis der Ratingkomponenten

Ratings werden gewöhnlich in Noten-Skalen klassifiziert. Die international übliche Notation reicht von AAA bis D, nach der eine gute Bonität in die vier Kategorien AAA, AA, A und BBB eingestuft wird. Handelt es sich um risikoreichere Werte fällt die Bewertung auf BB, B, CCC, CC bis hin zu C. Bei der Insolvenz eines Kapitalnehmers erhält dieser die Bewertung D.<sup>22</sup> Die Einstufung der bewerteten Objekte richtet sich dann

---

<sup>13</sup> *Stemper*, Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings, 2010, S. 33.

<sup>14</sup> *Fey*, Beck'sches Steuer- und Bilanzrechtslexikon, 2014, Rating Rn. 31ff.

<sup>15</sup> *Stemper*, Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings, 2010, S. 34.

<sup>16</sup> *Everling*, die bank 1991, 151, 153.

<sup>17</sup> *Everling*, die bank 1991, 151, 153.

<sup>18</sup> Nach *Ghirardini*, Unternehmenswert und externes Rating, 2013, S. 149 handelt es sich bei einem Ratingprozess um einen Spezialfall einer Unternehmensbewertung. Sie operationalisiert in ihrer Untersuchung Unternehmenswerte und Ratingurteile im ökonomischen System und schafft damit die Voraussetzungen für die Formulierung von Aussagen zu Unternehmenswerten und Ratingurteilen im gesamtwirtschaftlichen Kontext.

<sup>19</sup> Hierzu auch *Sinclair*, The new masters of capital, 2008, S. 72ff.

<sup>20</sup> *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 604; hierzu auch *Sinclair*, The new masters of capital, 2008, S. 93ff; zur Bewertung von Länderrisiken und der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit von Ländern siehe *Currie*, Country analysis, 2011.

<sup>21</sup> *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 604; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1702.

<sup>22</sup> *Fey*, Beck'sches Steuer- und Bilanzrechtslexikon, 2014, Rating Rn. 5; vgl. hierzu auch *Paul/Stein*, Rating, Basel II und die Unternehmensfinanzierung, 2002, S. 96; *Sinclair*, The new masters of capital, 2008, S. 36–39.



je nach Note als *investment grade* oder *speculative grade* bzw. *non-investment grade*. Die genaue Abstufung bei der Notenvergabe grenzt dabei jede Ratingagentur selbst ab.<sup>23</sup>

Die Bonitätseinstufung in die jeweilige Stufe gelingt den Agenturen, indem sie eine Reihe von spezifischen Informationen analysieren. Hierbei ist vorrangig zwischen den quantitativen und qualitativen Ratingkomponenten zu unterscheiden<sup>24</sup>:

Die *quantitativen Komponenten* beinhalten – am Beispiel eines Unternehmensratings<sup>25</sup> – die klassische Kennzahlen-Analyse auf Basis vorhandener Jahresabschlüsse und anderer quantitativer Daten, wie Umsatz, Cash Flow, Eigenkapitalquote etc., aber auch unternehmensbezogene Branchen- und Länderrisiken. Infolgedessen sind sie eher vergangenheitsbezogen, das heißt sie reflektieren den bisherigen wirtschaftlichen Erfolg des zu bewertenden Unternehmens.<sup>26</sup>

Die *qualitativen Komponenten (intangible assets*<sup>27</sup>) hingegen beziehen sich auf Fragen der Unternehmensführung sowie der marktstrategischen Ausrichtung des Unternehmens. Sie unterliegen bewusst einer subjektiven Einschätzung und konzentrieren sich mehr auf die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens. Unter den qualitativen Kriterien sind Merkmale wie Managementqualität, Unternehmens- und Prozessorganisation, Mitarbeiterpotential, Aufbau des Controllings und Risikomanagement zu fassen. Um diese qualitativen Ratingkomponenten abzuschätzen, wird im Regelfall des Auftragsratings Kontakt mit der Unternehmensleitung aufgenommen.<sup>28</sup>

Neben diesen konkret unternehmensbezogenen Komponenten spielen im Übrigen allgemeine Kriterien wie das Länderrisiko<sup>29</sup> (Befindet sich das Unternehmen in der Eurozone?), Konzernstrukturen (Handelt es sich um eine schwache Tochter bei starker Mutter oder umgekehrt?) oder emissionsbedingte Risiken (Ist die Emission besichert?) eine Rolle.<sup>30</sup>

---

<sup>23</sup> *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 604.

<sup>24</sup> Siehe zur Frage der Gewichtung von quantitativen und qualitativen Komponenten *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346, 1348.

<sup>25</sup> Zum Standardansatz eines Unternehmensratings siehe *Ackermann/Jäckle*, BB 2006, 878, 882.

<sup>26</sup> *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 604; *Fey*, Beck'sches Steuer- und Bilanzrechtslexikon, 2014, Rating Rn. 8.

<sup>27</sup> *Hiß/Nagel*, Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung, 2011, S. 29.

<sup>28</sup> *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 604; *Fey*, Beck'sches Steuer- und Bilanzrechtslexikon, 2014, Rating Rn. 8.

<sup>29</sup> Vgl. zum Einfluss von Länderratings auf die Bewertung von Unternehmen auch *Witte/Bultmann*, in: Achleitner/Everling (Hrsg.), Rechtsfragen im Rating, 2005, S. 89, 94.

<sup>30</sup> *Thiele*, Die zivilrechtliche Einordnung des Rating im deutschen Recht, 2005, S. 14f; vgl. auch *Mühl*, Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen und Banken für fehlerhafte Ratings, 2007, S. 23ff.

Das Ratingverfahren umfasst demzufolge die Sammlung und Auswertung<sup>31</sup> aller für die Analyse erforderlichen qualitativen und quantitativen Informationen sowie der weiteren allgemeinen Kriterien und deren anschließenden Beurteilung durch die Analysten.<sup>32</sup>

### III. Beauftragte und unbeauftragte Ratings

Weiter lassen sich die Ratingmodelle danach unterscheiden, ob sie durch einen Emittenten oder einen Investor in Auftrag gegeben worden sind oder ob die Ratingagentur selbstständig tätig geworden ist.

Bei *Auftragsratings* (*solicited ratings* oder auch *issuer pays models*) wird das Rating im Auftrag eines Emittenten durchgeführt. Mittels der bereits zuvor genannten qualitativen und quantitativen Komponenten bestimmt die beauftragte Ratingagentur nach der Informationsbeschaffung mit einhergehender Analyse<sup>33</sup> anhand einer eigenen Gewichtung die Benotung des Unternehmens.<sup>34</sup> Hierfür stellt das bewertete Unternehmen der Ratingagentur, in Ergänzung zu den öffentlichen Informationen, die für die Beurteilung wesentlichen Informationen in einem Ratinghandbuch zusammen, um eine möglichst präzise Bonitätseinschätzung zu erreichen.<sup>35</sup> Vor Veröffentlichung des Ratingergebnisses legt die Agentur ihre Analyse dem Emittenten vor, der erneut eine Stellungnahme abgeben und damit versuchen kann, das Ratingergebnis durch Nachlieferung korrigierter oder ergänzender Bestimmungskomponenten zu seinen Gunsten zu verbessern.<sup>36</sup> Die Ratingagentur veröffentlicht im Anschluss das Rating in ihren eigenen Publikationen und in den Medien, sofern der Emittent mit der Bewertung einverstanden ist.<sup>37</sup> Falls der Emittent mit einer Veröffentlichung jedoch nicht einverstanden ist, erfährt die Öffentlichkeit nichts von dem Ergebnis.<sup>38</sup> Da ein Rating in der Regel längerfristig<sup>39</sup> angelegt ist, wird nach einem veröffentlichten Erstrating im Jahresrhythmus eine Überprüfung des Ratings durchgeführt und, sofern notwendig, eine Korrektur durch die Agentur vor-

---

<sup>31</sup> Vgl. auch zur Aufgabenzuordnung (organisatorische Implikation) bei einem Rating *Ackermann/Jäckle*, BB 2006, 878, 880.

<sup>32</sup> *Everling*, die bank 1991, 151, 153.

<sup>33</sup> *Hennrichs*, Festschrift Hadding, 2004, S. 875, 876.

<sup>34</sup> *Blaurock*, ZGR 2007, 603ff; vgl. hierzu auch *Ackermann/Jäckle*, BB 2006, 878, 882.

<sup>35</sup> *Thiele*, Die zivilrechtliche Einordnung des Rating im deutschen Recht, 2005, S. 12.

<sup>36</sup> *Fischer/Holzschläger*, in: *Everling/Schmidt-Bürgel* (Hrsg.), Kapitalmarktrating, 2005, S. 74, 83; *Blaurock*, ZGR 2007, 603ff.

<sup>37</sup> *Vetter*, WM 2004, 1701, 1702; *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 605.

<sup>38</sup> *Vetter*, WM 2004, 1701, 1702; so auch *Fischer/Holzschläger*, in: *Everling/Schmidt-Bürgel* (Hrsg.), Kapitalmarktrating, 2005, S. 74, 83. Dies ist jedoch nicht die Geschäftspraxis aller Agenturen und ist nun auch jedenfalls in Hinblick auf die Tatsache des „Abbruchs“ durch Art. 10 der Ratingverordnung neu geregelt, siehe dazu Teil 2 § 1 D. VI. 3.

<sup>39</sup> Vgl. auch noch zur Unterscheidung zwischen lang und kurzfristigen Ratings: *Reidenbach*, Aktienanalysten und Ratingagenturen, 2006, S. 280f.

genommen. Dies geschieht auch ohne konkrete weitere Beauftragung.<sup>40</sup> Zudem erfolgt im Rahmen einer laufenden Beobachtung<sup>41</sup> eine besondere Überprüfung im Falle besonderer unternehmenswesentlicher Ereignisse (Fusionen, Übernahmen, branchenspezifische Ereignisse) bei der das Unternehmen in der Regel schon im Voraus auf eine sogenannte *watchlist* gesetzt wird, um dem Kapitalmarkt eine mögliche Bonitätsänderung rechtzeitig anzuzeigen.<sup>42</sup>

Bei einem *unbeauftragten Rating*<sup>43</sup> (*auftragsloses Rating* bzw. *unsolicited rating*), bei dem keine vertragliche Bindung zwischen dem bewerteten Unternehmen und der Ratingagentur besteht, kann es hingegen vorkommen, dass ein Unternehmen erst aus der Presse erfährt, dass es von einer Agentur bewertet wurde. Das Rating wird in diesem Fall in Eigeninitiative der Ratingagentur durchgeführt. Teils wird den Agenturen in Zusammenhang mit auftragslosen Ratings vorgehalten, sie würden diese Ratings nutzen, um den Unternehmen ein Vertragsrating aufzuzwingen,<sup>44</sup> etwa wenn die Agentur zunächst ein Initiativrating vornimmt und dieses den Unternehmen anschließend in Rechnung stellen möchte.<sup>45</sup> Entscheidend bei den unbeauftragten Ratings ist, dass die Ratingagentur nicht auf so detaillierte Informationen zurückgreifen kann, wie ihr dies bei einem Auftragsrating möglich ist. Denn sie arbeitet nicht mit dem zu bewertenden Unternehmen zusammen und kann ihr Ergebnis in der Regel nur auf öffentlich zugängliche Unternehmensdaten stützen.<sup>46</sup> Dies ist ebenfalls das Argument der Agenturen dafür, dass unbeauftragte Ratings teils schlechter ausfallen als beauftragte, da das Sicherheitspolster – weniger Information – berücksichtigt werden müsse, weswegen ein Emittent besser ein beauftragtes Rating durchführen lassen solle.<sup>47</sup>

Auch bei dem *investor pays model* handelt es sich um ein beauftragtes Rating. Auftraggeber ist aber hier, wie es der Name schon sagt, der Investor. Die Probleme sind hingegen die gleichen wie bei einem unbeauftragten Rating. Die Ratingagentur kann nur – sofern der Emittent nicht einen Einblick in die Interna zulässt – auf öffentlich zugängli-

---

<sup>40</sup> Vetter, WM 2004, 1701, 1702; Fischer, Haftungsfragen des Ratings, 2007, S. 48; vgl. zur Frage des Informationsgehalts von Ratingänderungen für US- und Europäische Unternehmen Burg-hof/Schneider/Wengner, ZBB 2013, 171, 171ff.

<sup>41</sup> Reidenbach, Aktienanalysten und Ratingagenturen, 2006, S. 283; hierzu auch Sinclair, The new masters of capital, 2008, S. 41f: Überwachung (*surveillance*) ist gerade erforderlich, da die Bonität ein dynamischer Zustand ist (*creditworthiness is a dynamic condition*).

<sup>42</sup> Vetter, WM 2004, 1701, 1703; Blaurock, ZGR 2007, 603.

<sup>43</sup> Vgl. Randow, ZBB 1996, 85, 85ff, 97 zur Frage, ob Ratingagenturen zu Zwecken des Wettbewerbs handeln, wenn sie auftragslos Emittenten und Emissionen beurteilen und ob die Praxis marktführender Ratingagenturen, auftragslose Ratings zu erteilen, eine unbillige Behinderung kleinerer oder mittlerer Konkurrenten im Sinne des Kartellrechts darstellt.

<sup>44</sup> Krämer, Internes und externes Rating, 2005, S. 3, 25; vgl. hierzu auch Möllers, JZ 2009, 861, 866.

<sup>45</sup> Emmenegger, SZW/RSDA 2006, 32, 36.

<sup>46</sup> Blaurock, ZGR 2007, 603, 606.

<sup>47</sup> Oellinger, Die Haftung für Ratings, 2005, S. 63.

che Informationen zurückgreifen. Während in den Anfangsjahren von Ratingagenturen dieses Modell vorherrschend war, entschieden sich die Ratingagenturen, aufgrund der fehlenden Bereitschaft der Investoren die steigenden Kosten der Informationsbereitstellung zu tragen, im Laufe der Zeit für das Auftragsrating als primäres Geschäftsmodell.<sup>48</sup> Mitausschlaggebend für den Rückgang des *investor pays models* war zudem der technische Fortschritt.<sup>49</sup> Ursprünglich wurden die Bonitätsbewertungen in Handbüchern verfasst und an die zahlenden Investoren verkauft.<sup>50</sup> Mit der Entwicklung moderner Fotokopiermöglichkeiten und schließlich der modernen Kommunikationsmittel wurde es Investoren ermöglicht, auch ohne Entgelt an die Bonitätsbewertungen zu kommen („Trittbrettfahrerproblem“<sup>51</sup>); der Anreiz der Investoren für ein Rating zu bezahlen sank demzufolge.<sup>52</sup>

Für *Länderratings* (auch sogenannte *sovereign debt ratings*) gilt nichts anderes als bei den unbeauftragten Ratings. Es werden Staaten und öffentlich-rechtliche Körperschaften<sup>53</sup> in der Regel unbeauftragt bewertet.<sup>54</sup> Entscheidend für die Klassifizierung eines Landes in eine Ratingkategorie sind vor allem die ökonomische, finanzielle, und politische Lage sowie Entwicklung eines Landes.<sup>55</sup> Länderratings waren dabei gerade in jüngster Zeit regelmäßig Gegenstand der öffentlichen Berichterstattung. Diverse europäische Länder kämpfen immer wieder mit negativen Bewertungen seitens der amerikanischen Ratingagenturen, die – so Däubler – vielfach meist politisch motiviert sind, was allerdings fast nie so konkret nachweisbar ist.<sup>56</sup> Länderratings stellen allerdings keinen Schwerpunkt der vorliegenden Abhandlung dar.

---

<sup>48</sup> *Crockett*, Conflicts of interest in the financial services industry, 2003, S. 45; *Habersack*, ZHR 169 (2005), 185, 195; *Schön/Cortez*, IRZ 2009, 11, 16.

<sup>49</sup> *White*, Financial Regulation and the Current Crisis: A Guide for the Antitrust Community, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1426188](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1426188) (geprüft am 15.09.2014) Fn. 42; vgl. hierzu auch *Blaurock*, JZ 2012, 226, 232.

<sup>50</sup> *White*, Financial Regulation and the Current Crisis: A Guide for the Antitrust Community, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1426188](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1426188) (geprüft am 15.09.2014) Fn. 42.

<sup>51</sup> *Bremer*, NZG 2012, 459, 461; dazu ausführlich *Brieger*, Ratingagenturen in der Krise, 2012, S. 57ff.

<sup>52</sup> *White*, Financial Regulation and the Current Crisis: A Guide for the Antitrust Community, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1426188](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1426188) (geprüft am 15.09.2014) Fn. 42; *Crockett*, Conflicts of interest in the financial services industry, 2003, S. 45.

<sup>53</sup> Dazu beispielsweise *Everling*, Kommunalrating, 2012.

<sup>54</sup> Zum Verständnis von Länderratings insbesondere in Hinblick auf deren Bedeutung und Zustandekommen, das Ratingverfahren, die angewendeten Methoden und den weiteren Besonderheiten in Zusammenhang mit Länderratings *Gaillard*, A century of sovereign ratings, 2012.

<sup>55</sup> Dazu *Marmai/Guerzoni*, Staatsratings in der Krise?, 2013, S. 10, die im Übrigen darauf eingehen, inwieweit Forschung, Innovation und Produktivität als wesentliche Faktoren einer Wirtschaft eine Rolle in der Bonitätsbewertung eines Landes spielen sollten.

<sup>56</sup> Vgl. hierzu auch *Däubler*, KJ 2012, 18, 21f.

## **B. DIE ROLLE DER RATINGAGENTUREN AUF DEN INTERNATIONALEN KAPITALMÄRKTEN<sup>57</sup>**

Ratingagenturen untersuchen – zur Beseitigung des allgemeinen Informationsgefälles auf den Kapitalmärkten – unternehmensrelevante Daten auf ihre Aussagekraft, Schlüssigkeit und Vollständigkeit und setzen sie in kurzgefasste Einschätzungen der Erfüllungswahrscheinlichkeit von Kapitalmarktverbindlichkeiten um.<sup>58</sup> Sie liefern durch ihre (verlässlichen) Bonitätsbewertungen einen unverzichtbaren Baustein im kapitalmarkt-rechtlichen Informationsgefüge.<sup>59</sup> Bereits an dieser Stelle ist daher festzuhalten, dass Ratingagenturen faktisch über den Zugang zum Kapitalmarkt entscheiden. Eine schlechte Bonitätsbewertung verteuert die Kapitaleinwerbung eines Emittenten und verhindert sie womöglich vollkommen.<sup>60</sup> Ratingagenturen haben damit eine sogenannte *Gatekeeper*-Rolle zu den Kapitalmärkten inne.<sup>61</sup>

Entscheidend für die Einordnung von Ratings auf den Kapitalmärkten ist jedoch die Frage nach dem Sinn und Zweck eines Ratings aus Sicht der jeweiligen Marktteilnehmer.

### **I. Das Ratingverfahren aus Emittentensicht**

Emittenten verfolgen dabei insbesondere die folgenden Ziele:<sup>62</sup>

#### **1. Senkung der Finanzierungsmarge**

Emittenten, die über kein Rating verfügen, müssen in der Regel einen Risikoaufschlag auf die Finanzierungskosten hinnehmen.<sup>63</sup> Emissionspreis und Rating stehen in einem

---

<sup>57</sup> Zur Frage der tatsächlichen Relevanz von Ratings auf Kreditkosten, Nominalzinsen, Anleihenkurse, Aktienkurse siehe *Reidenbach*, Aktienanalysten und Ratingagenturen, 2006, S. 314–323.

<sup>58</sup> *Randow*, ZBB 1995, 140, 143.

<sup>59</sup> *Leyens*, AnwBl 2010, 584, 587.

<sup>60</sup> *Wildmoser/Schiffer/Langoth*, RiW 2009, 657, 658.

<sup>61</sup> Hierzu *Coffee*, The Role and Impact of Credit Rating Agencies on the Subprime Credit Markets, [http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=d1c0419e-d84a-4b43-b02d-4e246e2dbec7](http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=d1c0419e-d84a-4b43-b02d-4e246e2dbec7) (geprüft am 06.10.2014): „By the term ‘gatekeeper’, I mean those professionals on whom investors necessarily depend to provide certification and verification services: auditors, securities analysts, credit rating agencies, investment banking firms and sometimes corporate attorneys. These professionals develop ‘reputational capital’ over many years and many clients that leads investors to rely on them, in part because investors know that the gatekeeper will suffer a serious reputational injury if it is associated with a fraud or unexpected insolvency. Because this injury should be greater than any amount the issuer can pay the gatekeeper to acquiesce in fraud, it should deter the gatekeeper from involvement in fraud.“ Ausführlich auch *ders.*, Gatekeepers, 2006, S. 1-5, 283-306.

<sup>62</sup> Dazu insbesondere auch *Ackermann/Jäckle*, BB 2006, 878, 879f; auch *Krämer*, Internes und externes Rating, 2005, S. 3, 3–8. Nach *Hiß/Nagel*, Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung, 2011 besteht auch aus unternehmensinterner Sicht eine Disziplinierungsfunktion von Ratings. Wenn die Schwächen eines Unternehmens aufgedeckt sind, dann kann ein Rating disziplinierend für das Management und die Beschäftigten wirken.



direkten Zusammenhang. So können Unternehmen mit hoher Bonität bessere Konditionen am Markt<sup>64</sup> durchsetzen.<sup>65</sup> Unterwirft ein Unternehmen seine Emission einem standardisierten Ratingverfahren, das grundsätzlich von allen großen Investoren akzeptiert wird, dann bedeutet dies, dass Investoren die Bonität eines Emittenten schneller beurteilen können; je besser dann dieses Rating ausgefallen ist, desto niedriger sind die Finanzierungskosten des Emittenten.<sup>66</sup> Ratings beeinflussen damit entscheidend die unternehmerischen Finanzierungsspielräume und -bedingungen sowie die Preisgestaltung auf den Kapitalmärkten.<sup>67</sup> Sie entscheiden letzten Endes über die Frage, wie teuer eine Finanzierung verkauft wird.<sup>68</sup>

## 2. Faktische Zugangsvoraussetzung zum Kapitalmarkt<sup>69</sup>/Erweiterung des Investorenkreises<sup>70</sup>

Ein gutes Rating ermöglicht bzw. verbessert dem Emittenten den Zugang zu den Investoren auf dem Kapitalmarkt und erhöht damit seine Liquiditätssicherheit.<sup>71</sup> Bei Untersuchungen war regelmäßig zu bemerken, dass bei Unterschreitung bestimmter Ratingniveaus der unmittelbare Zugang zu den Fremdkapitalmärkten nicht gewährleistet werden könnte – insbesondere bei verringerter Liquidität auf den Märkten.<sup>72</sup> So bleibt Unternehmen ohne das Rating einer arrivierten Ratingagentur der Zugang zu den Kapitalmärkten sogar teils vollständig verwehrt,<sup>73</sup> denn fehlt ein solches, so wird dies regelmäßig als Zeichen schlechter Bonität verstanden.<sup>74</sup> Ein Rating wird daher mitunter auch als Reisepass zu den internationalen Kapitalmärkten bezeichnet.<sup>75</sup> Je mehr Investoren der Emittent erreicht, desto weiter kann er im Falle einer erhöhten Kapitalaufnahme die

---

<sup>63</sup> *Ackermann/Jäckle*, BB 2006, 878, 879; vgl. hierzu auch *Oellinger*, Die Haftung für Ratings, 2005, der eine Beispielsrechnung aufzeigt, welche Kostenersparnis bei einem Rating mit AAA möglich ist.

<sup>64</sup> Vgl. auch zum Einfluss von Ratings auf die Marktpreisbildung *Mertz/Hagenstein*, in: Everling/Schmidt-Bürgel (Hrsg.), Kapitalmarktrating, 2005, S. 189, 189ff; zur Auswirkung von Ratings auf Anleihen und Aktienkurse *Beckert*, Ratings und Aktienkurse, 2007.

<sup>65</sup> *Deipenbrock*, BB 2003, 1849, 1851; vgl. auch *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 609: nach Angaben von Standard & Poor's im Jahr 2004 solle der Aufstieg von der Ratingnote BB zu BBB nahezu eine Halbierung der Kreditkosten bedeuten; vgl. auch zum Informationswert von Ratings *Heinke*, in: Everling/Schmidt-Bürgel (Hrsg.), Kapitalmarktrating, 2005, S. 163, 163ff.

<sup>66</sup> *Ebenroth/Daum*, WM 43/1992, Sonderbeilage Nr. 5 vom 24.10.1992, 1, 5f.

<sup>67</sup> *Deipenbrock*, WM 2005, 261.

<sup>68</sup> *Pfingsten*, BKR 2001, 139, 141.

<sup>69</sup> *Deipenbrock*, WM 2005, 261; *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 609.

<sup>70</sup> *Vetter*, WM 2004, 1701 zu Beispielen aus der Wirtschaft: Umstrukturierung des Gerling-Konzerns im Jahr 2003, Herabstufung der Münchner Rückversicherungs-AG im Jahr 2003, Herabstufung der ThyssenKrupp AG im Jahr 2003 im Zusammenhang mit einem Methodenwechsel zur Behandlung von Bilanzierungsgepflogenheiten.

<sup>71</sup> *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 609.

<sup>72</sup> So auch *Habersack*, ZHR 169 (2005), 185, 186.

<sup>73</sup> *Habersack*, ZHR 169 (2005), 185, 186; *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 609.

<sup>74</sup> *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346, 1347.

<sup>75</sup> *Hiß/Nagel*, Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung, 2011, S. 128.

Schuldenlast streuen. Eine breite Investorenbasis erhöht zugleich die erfolgreiche Platzierung für langfristige Emissionen mit hohem Volumen auf dem Kapitalmarkt. Darüber hinaus ist eine breite Investorenbasis vor allem für regelmäßige Emittenten attraktiv und stellt dazu notwendige Finanzierungsaktivitäten sicher. Auch für mittelständische Unternehmen bildet das Ratingverfahren zur Kreditfinanzierung Perspektiven neuer Finanzierungswege, wengleich dieses in der Regel durch Banken durchgeführt wird.<sup>76</sup>

### 3. Einhaltung eines Zielratings

Die Finanzierungsmöglichkeiten eines Emittenten können durch ungünstige Ratings begrenzt werden, wenn – wie dies häufig der Fall ist – Investoren als Bestandteil ihrer Finanzstrategie<sup>77</sup> ein Mindestrating als Zielrating definiert haben.<sup>78</sup> So sind zahlreiche Emittenten für die Akquise von Finanzierungsmöglichkeiten auch an das Erfordernis eines Ratings schon dem Grunde nach gebunden, da bei einer großen Anzahl von Investoren die Ratinganforderung bereits in den Anlagerichtlinien verankert ist.<sup>79</sup> Grund für die Festlegung eines Zielratings ist üblicherweise der optimale Verschuldensgrad eines Unternehmens.<sup>80</sup> Dieser richtet sich unter anderem nach den Möglichkeiten, den Kapitalmarkt, die Eigenkapitalausstattung und die Wettbewerbssituation zu nutzen.<sup>81</sup> Hat beispielsweise eine Versicherungsgesellschaft ein bestimmtes Zielrating definiert, dann können falsche oder später nach unten korrigierte Ratings für die Versicherungsgesellschaft nicht nur zu Abschreibungen oder Zwangsverkäufen mit erheblichen Verlusten führen, sondern auch zu Kettenreaktionen am Kapitalmarkt mit unkalkulierbaren Folgen.<sup>82</sup> In diesem Zusammenhang spielen zudem die sogenannten *rating trigger* eine gewichtige Rolle.<sup>83</sup> *Rating trigger* sind Klauseln in Handels- und Finanzverträgen, die bei Unterschreiten einer definierten Rating-Einstufung bestimmte vertraglich vereinbarte Verpflichtungen auslösen.<sup>84</sup>

---

<sup>76</sup> Börner/Grichnik, in: Everling/Schmidt-Bürgel (Hrsg.), Kapitalmarktrating, 2005, S. 5, 5ff, 26.

<sup>77</sup> Vgl. Ebenroth/Daum, WM 43/1992, Sonderbeilage Nr. 5 vom 24.10.1992, 1, 5.

<sup>78</sup> Deipenbrock, WM 2005, 261.

<sup>79</sup> Ackermann/Jäckle, BB 2006, 878, 879.

<sup>80</sup> Ackermann/Jäckle, BB 2006, 878, 879.

<sup>81</sup> Ackermann/Jäckle, BB 2006, 878, 879.

<sup>82</sup> Vetter, WM 2004, 1701, 1702; vgl. auch Forschner, JSE 2012, 5, 8.

<sup>83</sup> Blaurock, ZGR 2007, 603, 611.

<sup>84</sup> Dazu auch o.V., Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung v. 14.8.2003, [http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de/uploads/media/030815\\_ZKA-Stn\\_Rating-Agenturen.pdf](http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de/uploads/media/030815_ZKA-Stn_Rating-Agenturen.pdf) (geprüft am 19.11.2014): Ratingagenturen berücksichtigen auch regelmäßig die Auswirkungen von *rating trigger* auf die Bonität eines Unternehmens. Dies kann, vor allem in wirtschaftlich schwierigen Zeiten, zu einer schnelleren Herabsetzung der Kreditqualität des bewerteten Unternehmens führen.

## II. Das Ratingverfahren aus Investorensicht

Das Ratingverfahren aus Investorensicht findet sich spiegelbildlich in der zuvor geschilderten Sicht des Ratingverfahrens aus Emittentensicht wieder: das Rating hat dabei aus Investorensicht primär eine Informationsfunktion.<sup>85</sup> Dem Emittenten ist es nur möglich seine Ziele durch den Handel mit Aktien, Anleihen, Derivaten und strukturierten Finanzprodukten zu erreichen, wenn die finanzierenden Marktteilnehmer – also die Investoren – in der Lage sind, Chancen und Risiken eines Investments einzuschätzen.<sup>86</sup> Für einzelne (private wie institutionelle) Investoren wäre aber die Informationsbeschaffung mit prohibitiv hohen Informationskosten<sup>87</sup> verbunden.<sup>88</sup> Dies gilt nicht nur für den Privatanleger, sondern auch für den institutionellen Anleger.<sup>89</sup> Im Ergebnis existieren also Informationsasymmetrien<sup>90</sup>, da der einzelne nicht in der Lage ist, die Verhältnisse ausreichend zu durchdringen. Er vertraut daher auf Rat und Auskunft über die Bonität eines Unternehmens oder eines Anlageproduktes.<sup>91</sup> Diese Intermediärfunktion<sup>92</sup> (*signaling* und *screening* Funktion<sup>93</sup>) übernehmen die Ratingagenturen, indem sie eine Beurteilung der Bonität des Emittenten oder einzelner Schuldtitel für den Investor abgeben.<sup>94</sup>

---

<sup>85</sup> *Hiß/Nagel*, Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung, 2011, S. 129.

<sup>86</sup> *Lerch*, BKR 2010, 402, 403.

<sup>87</sup> Vgl. auch zum Informationswert von Ratings *Heinke*, in: Everling/Schmidt-Bürgel (Hrsg.), Kapitalmarktrating, 2005, S. 163, 163ff.

<sup>88</sup> *Lerch*, BKR 2010, 402, 403; *Tönningsen*, ZBB 2011, 460, 461.

<sup>89</sup> *Ebenroth/Daum*, WM 43/1992, Sonderbeilage Nr. 5 vom 24.10.1992, 1, 6.

<sup>90</sup> *Ebenroth/Daum*, WM 43/1992, Sonderbeilage Nr. 5 vom 24.10.1992, 1, 6; *Deipenbrock*, WM 2005, 261; *Lerch*, BKR 2010, 402, 403; vgl. hierzu auch *Crockett*, Conflicts of interest in the financial services industry, 2003, S. 42f.

<sup>91</sup> *Fiala/Kohrs*, in: Achleitner/Everling (Hrsg.), Rechtsfragen im Rating, 2005, S. 341, 345.

<sup>92</sup> Vgl. auch *Deipenbrock*, BB 2003, 1849, 1850; *Reidenbach*, Aktienanalysten und Ratingagenturen, 2006, S. 31ff; *Coffee*, Gatekeepers, 2006, S. 287; *Tönningsen*, ZBB 2011, 460, 461f.

<sup>93</sup> *Haar*, in: Hopt/Wohlmannstetter (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance von Banken, 2011, S. 223, 238.

<sup>94</sup> Vgl. auch *Deipenbrock*, BB 2003, 1849, 1850: Ratings sind zum einen auf dem Primärmarkt (Ausgabe und Platzierung neuer Wertpapiere) von Relevanz und schaffen bei regelmäßiger Überprüfung einen dynamischen Informationswert auf dem Sekundärmarkt.