Winfried Huck (Hrsg.)

China und Deutschland – Nachhaltige Entwicklung im Finanzbereich und im IP-Sektor

Ausgewählte Beiträge des
6. Deutsch-Chinesischen Wirtschaftsrechtssymposiums,
15. November 2007, Shanghai

Verlag Dr. Kovač

Unternehmensrating als Rechtsproblem

Prof. Dr. Wolfgang Däubler
Universität Bremen

I. Der wirtschaftliche Sachverhalt

1. Was bedeutet „Rating"?

Seinem Wortsinne nach bedeutet „Rating" Bewertung innerhalb einer bestimmten Skala. Traditioneller Gegenstand sind von Banken und Großunternehmen getätigte Emissionen (z. B. Anleihen): Ein gutes Rating erhält ein Vorhaben, bei dem der Käufer, d. h. der Anleger oder Investor, (fast) sicher sein kann, Zinsen und Tilgung pünktlich zu erhalten. Ein schlechtes Rating wird dann vergeben, wenn mehr oder weniger große Unsicherheiten bestehen.[91]

Geratet werden nicht nur Anleihen, sondern auch andere Produkte von Finanzdienstleistern wie z. B. Versicherungsverträge.[92] Immer wichtiger wird das Rating einzelner Unternehmen, das die generelle Frage zum Gegenstand hat, inwieweit diese nach heutigem Erkenntnisstand in der Lage sein werden, ihren finanziellen Verpflichtungen in absehbarer Zukunft nachzukommen.[93] Inzwischen wird sogar erwogen, auch andere Fragen wie z. B. die Güte eines Datenschutzkonzepts einem Rating zu unterziehen.[94]
Das Ergebnis des Rating wird in einem aus Buchstaben oder aus Buchstaben und Zahlen zusammengesetzten Symbol zum Ausdruck gebracht. Standard & Poor's, eine der beiden führenden amerikanischen Rating-Agenturen, differenziert etwa zwischen AAA als bester Bewertung und D als schlechtester, bei der

---

91 Peters, Die Haftung und die Regulierung von Rating-Agenturen, Baden-Baden 2001, S. 28
92 R. Schmidt, in: Hadding-Hopt-Schimansky (Hrsg.), Vorzeitige Beendigung von Finanzierungen - Rating von Unternehmen. Bankrechtstag 1996, Berlin - New York 1997, S. 138
93 Von Randow ZBB 1995, 140; Wambach-Kirchmer BB 2002, 402
94 Kladroba DuD 2002, 335 ff.

Zahlungsverzug eingetreten ist oder ein Insolvenzverfahren eingeleitet wurde. Dazwischen liegen als immer noch gute bis sehr gute Bewertungen AA und A; durchschnittlichen Anforderungen genügen mit B geratete Objekte, wobei BBB entgegen dem spontanen Verständnis besser als B ist und schon ziemlich nahe an A herankommt. Der C-Level signalisiert Anfälligkeit gegenüber Zahlungsverzug, wobei man sich bei CCC geringere Sorgen als bei CC oder bei C machen muss.[95] Mit Ausnahme von AAA und D kann jede Note mit einem Plus- oder einem Minuszeichen versehen werden, was die Nähe zum nächsten Grad nach oben oder unten zum Ausdruck bringt. Insgesamt ergeben sich dadurch 26 verschiedene Stufen.[96]

Mit der Erstellung des Rating wird in der Regel ein Unternehmen beauftragt, für das sich die Bezeichnung „Rating-Agentur" eingebürgert hat. Auftraggeber sind typischerweise Emittenten oder andere wirtschaftliche Einheiten, die den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen wollen oder denen aus anderen Gründen an einer Bewertung ihrer Bonität gelegen ist. Nach Erteilung des Auftrags bereitet üblicherweise die Rating-Agentur zunächst jene Daten auf, die sie über das fragliche Unternehmen bereits besitzt oder die öffentlich zugänglich sind. Sie schickt dann dem Unternehmen einen eingehenden Fragebogen, der innerhalb von ein bis zwei Wochen zu beantworten ist. Anschließend findet ein eingehendes Gespräch mit dem Management und den jeweiligen Spezialisten des Unternehmens statt, das von Seiten der Agentur typischerweise von zwei Analysten geführt wird. Hier werden die noch offenen Fragen geklärt. Ein Rating-Komitee innerhalb der Agentur trifft dann die Entscheidung über die Zuerkennung eines „Prädikats". Sofern nichts anderes vereinbart ist, wird das Ergebnis auf unterschiedlichen Wegen veröffentlicht; außerdem kann jeder Interessierte ein Begrün-

[95] Detaillierter Überblick bei Meyer-Parpart, in: Büschgen-Everling (Hrsg.), Handbuch Rating, Wiesbaden 1996, S. 170 ff., auch zum Folgenden

[96] Dies bringen die gängigen Definitionen zum Ausdruck. So spricht Reinhart Schmidt von der „Zuweisung eines Objekts zu einer Güteklasse in Form eines Symbols oder eine Symbolkette" (a. a. O. S. 140), und in weniger zugänglicher Form definiert von Randow (ZBB 1995, 140), indem er von „standardisierten Einschätzungen der Wahrscheinlichkeit versprechensgemäßer Erfüllung von Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus Schuldverschreibungen" spricht.

dungspapier von 5 bis 10 Seiten anfordern, das allerdings nur öffentlich zugängliche Daten und Ergebnisse der Bewertungen zum Ausdruck bringt.[97]

Das in Auftrag gegebene Rating ist der typische Fall. Daneben existiert allerdings auch ein sog. Unsolicited Rating, das aus freien Stücken, etwa mit Rücksicht auf die Interessen eines Großanlegers, erstellt wird. Es wirft besondere Probleme auf.[98]

2. *Der traditionelle Anwendungsbereich*

Geratet werden bisher neben Anleihen im Wesentlichen nur große, sich über den Kapitalmarkt finanzierende Unternehmen.[99] Für diese ist das Rating allerdings ein „Muss"[100], da sie andernfalls sehr viel höhere Zinsen bezahlen müssten. Im Extremfall bleibt ihnen jeder Zugang zum Kapitalmarkt verschlossen.[101] Fehlendes Rating wird als Indiz für schlechte Bonität gewertet.[102]

Das Rating hat sich zunächst in den USA entwickelt, wo es aus der einfachen Kreditauskunft hervorgegangen ist.[103] Standard & Poor's erstellt Ratings seit 1923, Moody's, der zweite Marktführer unter den Rating-Agenturen, erbringt diese Dienstleistung sogar schon seit 1909.[104] Auch deutsche Banken und Großunternehmen sind in den vergangenen 15 bis 20 Jahren verstärkt geratet worden.

Ein korrekt erstelltes Rating bringt Vorteile für den Anleger, die insbesondere in einem so großen Markt wie dem der USA zu Buche schlagen: Statt sich selbst mit enormem Aufwand die nötigen Auskünfte über verschiedene Emittenten oder Unternehmen zu verschaffen, kann man einfach auf die Veröffentlichungen

[97] Zum Rating-Verfahren s. M. Schmidt, in: Büschgen-Everling (Hrsg.), Handbuch Rating S. 261 ff.; Ebenroth-Daum WM Sonderbeilage 5/1992, S. 3

[98] Dazu von Randow ZBB 1996, 85 ff.

[99] Wambach-Rödl, Rating. Finanzierung für den Mittelstand, Frankfurt/Main 2001, S. 17

[100] Breuer WM 1991, 1109; Ebenroth-Daum WM Sonderbeilage 5/1992, S. 4

[101] Ebenroth-Daum, a. a. O., S. 21; Paters, aaO (oben Fn 1), S. 30

[102] Everling, in: Büschgen-Everling, a. a. O., S. 9

[103] Kübler, in: Hadding-Hopt-Schimansky, a. a. O., S. 118

[104] Mitgeteilt bei Ebenroth-Daum, a. a. O., S. 2

der Rating-Agenturen zurückgreifen. Die Informationskosten des Anlegers werden geringer, ebenso die Kapitalbeschaffungskosten des Emittenten, der sich nicht mit einer Vielzahl von Anfragen konfrontiert sieht.[105] Die so geschaffene Transparenz des Marktes ist in Europa von zusätzlichem Nutzen, da die Unterschiede in den nationalen Märkten im Prinzip schon in die Beurteilung eingehen.[106]

Wer ein gutes Rating erhält, muss nicht nur als „sicherer Schuldner" einen geringen Zinssatz zahlen; auch im Verhältnis zu Lieferanten und sonstigen Geschäftspartnern entsteht ein „Bonus" und damit ein Wettbewerbsvorteil gegenüber Konkurrenten.[107] Eine schlechtere Bewertung führt zu höheren Zinsen[108] und kann Anlass für eine „Schwachstellenanalyse" sein[109], um beim nächsten Durchgang wieder in einer besseren Position zu sein.

3. Verallgemeinerung durch Basel II

Dem Rating eröffnet sich derzeit ein großer neuer Markt. Dies hängt mit den Eigenkapitalregeln für Banken zusammen, die unter dem Stichwort „Basel II" abgehandelt werden.[110] Dabei geht es - kurz zusammengefasst - um Folgendes:

Seit 1988 müssen Banken die Kredite, die sie an Privatunternehmen außerhalb des Bankensektors vergeben, mit 8 % Eigenkapital „unterlegen".[111] Damit soll verhindert werden, dass schon der Ausfall einzelner Kredite die Bank als solche in Zahlungsschwierigkeiten bringt. In Zukunft soll nun die Höhe des vorzuhaltenden Eigenkapitals je nach der Bonität des Kunden unterschiedlich sein. Diese ist im Wege des Rating festzustellen. Wird der Kreditnehmer beispielsweise schlechter als BB^- bewertet, sind 12 % Eigenkapital erforderlich; bei „guten Adressen", die sich zwischen A^+ und A^- bewegen, reduziert sich die „Vorsorge" auf 4 %.[112] Diese neuen Regeln[113] sind in EG-Richtlinien übernommen worden[114] und mittlerweile auch in das deutsche Recht umgesetzt,[115] doch wurde bereits zuvor nach ihnen verfahren.[116]

Das Rating kann als „internes" durch die Bank selbst erstellt werden,[117] doch ist auch ein externes, durch eine bankunabhängige Rating-Agentur erteiltes möglich[118] und insbesondere bei größeren Unternehmen vorzuziehen. Seit 1998 existieren neben den international etablierten auch vorwiegend in Deutschland agierende Rating-Agenturen.[119] Die Priorität dürfte beim internen Rating liegen.[120]

Die Tatsache, dass Banken für „schlechte Risiken" ein höheres Eigenkapital vorhalten müssen, führt dazu, dass die entsprechenden Kreditnehmer eine „Risikoprämie", also höhere Zinsen bezahlen müssen.[121] Umgekehrt können besonders gut geratete Unternehmen ggf. eine Verbesserung ihrer Konditionen durchsetzen. Diese werden insgesamt eine stärkere Spreizung aufweisen. Im Ergebnis bedeutet das, dass die Starken stärker und die Schwachen schwächer werden, was den Ausleseprozess auf dem Markt beschleunigt und zu einer schnelleren Konzentration auf wenige „Überlebende" führen kann.

Die Universalisierung des Ratings legt es nahe, den dabei praktizierten Verfahrensweisen wie den Entscheidungskriterien erhöhte Aufmerksamkeit zu schenken. Dies ist auch deshalb notwendig, weil über Basel II hinaus Existenz und

105 Von Randow ZBB 1995, 141
106 Everling, a. a. O., S. 5; Kübler, a. a. O., S. 120
107 Eisbach-Rothkegel AiB 2001, 582
108 Kersting ZIP 2007, 56
109 Eisbach-Rothkegel AiB 2001, 582; Wambach-Rödl S. 70
110 Überblick bei Wambach-Kirchmer BB 2002, 400 ff.
111 Wambach-Rödl, S. 19 ff.
112 S. die Tabelle bei Wambach-Rödl, S. 32
113 Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework, June 2004
114 Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, ABl L 177/1; Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Kapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, ABl L 177/201
115 S. unten III 1
116 Wambach-Kirchmer BB 2002, 405
117 Dazu Wittig ZHR 169 (2005) 212 ff.
118 Wambach-Rödl, S. 55
119 Aufschlussreiche Selbstdarstellungen und Kontaktmöglichkeiten bei Wambach-Rödl a. a. O., S. 95 ff.
120 Eisbach-Rothkegel AiB 2001, 581
121 Wambach-Kirchmer BB 2002, 402

Inhalt von Ratings Bedeutung gewonnen haben: Eine Bank, die einen Anleger beim Kauf von ausländischen Anleihen berät, muss Ermittlungen zum Vorliegen eines Ratings anstellen und ggf. auf dessen Fehlen hinweisen; andernfalls macht sie sich schadensersatzpflichtig.[122] Allerdings gibt es bei uns noch keine Regeln, wonach institutionelle Anleger keine Papiere kaufen dürfen, die schlechter als (z. B.) BB geratet sind,[123] doch ist Entsprechendes etwa in den Fällen der mündelsicheren Anlage nach § 1807 Abs. 1 BGB durchaus denkbar.

II. Kritische Aspekte des Rating

Soweit sich die Literatur mit dem hier interessierenden Phänomen befasst, wird im Allgemeinen das gute Funktionieren in der Praxis hervorgehoben. Das Rating-Verfahren gegenüber mittelständischen Unternehmen müsse allerdings weniger aufwendig und kostenintensiv sein.[124] Dennoch finden sich auch kritische Stimmen, die schon deshalb Aufmerksamkeit verdienen, weil es nicht mehr nur um ein Verfahren geht, das wirtschaftliche Großeinheiten betrifft, die sich möglicherweise besser als andere zu wehren wissen.[125]

1. Rating als Regulierung

Wird ein Unternehmen in bestimmter Weise geratet, hat dies automatisch Konsequenzen für seine Stellung auf dem Kapitalmarkt. Die gute Adresse muss für ihre Verbindlichkeiten geringere Zinsen bezahlen als ihr weniger hoch eingeschätzter Konkurrent. Mit jedem Schritt nach unten wachsen bei Anleihen die Finanzierungskosten des Emittenten.[126] Dieser Effekt ist für die einzelnen Marktteilnehmer nicht zu umgehen.[127] Auch wenn man das Rating-Urteil als

[122] BGHZ 123,126 ff. = NJW 1993, 2433; OLG Nürnberg ZIP 1998, 380; dass. ZIP 2002, 611; Assmann ZIP 2002, 640, 643
[123] Dazu Ebenroth-Daum, a. a. O., S. 5
[124] Wambach-Rödl S. 54
[125] Kübler, a. a. O., S. 128, wonach die Macht der Rating-Agenturen keine machtlosen Eigentümer treffe.
[126] Kübler S. 121/122 unter Berufung auf Everling
[127] Von „faktischen Zugangsvoraussetzungen" spricht Blaurock ZGR 2007, 603, 608

schlichte Prognose und Meinungsäußerung qualifiziert, ändert sich an seinem praktischen Effekt nicht das Geringste. Dies bekam die Thyssen-Krupp-AG im Frühjahr 2003 zu spüren, als Standard & Poor´s die Bewertung von Pensionsverpflichtungen geändert hatte: Diese wurden nunmehr dem Fremdkapital zugerechnet, soweit keine Deckung durch einen Pensionsfonds vorhanden war. Dies hatte zur Folge, dass die Thyssen-Krupp-Anleihen um zwei Stufen „downgeratet" wurden mit der Folge, dass ihr Kurs innerhalb eines Tages um 6 % sank.[128] Das einzelne Unternehmen sieht sich auf diese Weise einer De-facto-Norm ausgesetzt, ohne diese allerdings bislang einer wirksamen gerichtlichen „Normenkontrolle" unterziehen zu können.

2. Die Regulierungsinstanzen

Wer den internationalen Kapitalmarkt in Anspruch nehmen will, sieht sich einem engen Oligopol von Rating-Agenturen ausgesetzt.[129] Unbestrittene „Marktführer" sind Standard & Poor's und Moody's,[130] die ihren Marktanteil bei Neuemissionen in Europa selbst mit über 90 % angeben.[131] Dies hängt damit zusammen, dass zahlreiche Unternehmen beide Agenturen beauftragen - in den USA ist die Einschaltung von zwei Agenturen in bestimmten Fällen sogar durch Gesetz vorgeschrieben.[132] Mit weitem Abstand folgt Fitch, das sich auf bestimmte Marktsegmente konzentriert.[133] Daneben existieren Rating-Agenturen von rein lokaler Bedeutung, die ausschließlich für Unternehmen eines Landes tätig sind.[134] Die von nicht ganz unwichtiger Seite erhobene Forderung nach der

[128] Blaurock ZGR 2007, 603, 609
[129] Kübler, a. a. O., S. 117; Blaurock ZGR 2007, 603, 605
[130] S. statt aller Everling, in: Büschgen-Everling, a. a. O., S. 6 f. S. weiter Peters, aaO (oben Fn 1), S. 38: Moody´s gehört einem US-Wirtschaftsinformations-Unternehmen, Standard & Poor´s wurde 1966 vom Medienkonzern McGraw-Hill übernommen.
[131] So die Selbstdarstellungen, wiedergegeben bei Wambach-Rödl, S. 130, 136
[132] Everling S. 8. Blaurock (ZGR 2007, 605) beziffert den Marktanteil von Standard & Poor´s und Moody´s mit 80 %, den von Fitch mit 15 %.
[133] Everling S. 15; zur Selbstdarstellung von Fitch s. die Angaben in Wambach-Rödl S. 124 ff. Fitch ist eine Gesellschaft englischen Rechts und gehört der französischen Fimalac-Gruppe – Blaurock ZGR 2007, 603, 605
[134] Everling S. 16, wo überdies mitgeteilt wird, dass die sich auch in anderen europäischen Ländern betätigende Agence d'évaluation financière (ADEF) nach einiger Zeit durch Standard & Poor's aufgekauft wurde.

Schaffung einer europäischen Rating-Agentur, die den beiden „Großen" hätte Paroli bieten können[135], blieb leider ohne Erfolg[136], ohne dass über die Ursachen Verlässliches in Erfahrung zu bringen ist. Faktisch wird man daher von einem „Duopol" oder – wenn man Fitch hinzunimmt – von einem „Dreigestirn" sprechen können.

Ob der Markt der von Basel II veranlassten „Mittelstandsratings" gleichfalls von den Branchenführern erobert wird, lässt sich derzeit nicht mit Sicherheit beurteilen. Angesichts der vergleichsweise hohen Preise[137] ist eher anzunehmen, dass man der schlechteren Kosten-Nutzen-Relation entsprechend dieses Feld den lokalen Unternehmen überlässt. Insoweit existieren seit 1998 bereits einige deutsche Unternehmen.[138] Auch wurde bereits darauf hingewiesen, dass man sich voraussichtlich in vielen Fällen mit einem bankinternen Rating begnügen wird.

Konzentriert man sich auf Großunternehmen und Banken, so ist ein hohes Maß an Abhängigkeit von den beiden Großen zu konstatieren. Wer nicht alle gewünschten Informationen liefert, riskiert eine schlechtere Bewertung,[139] ohne dass ihm dagegen irgendein Rekurs zur Verfügung stehen würde. Wer das Angebot einer Agentur ablehnt, geht - wie das Beispiel des Jefferson County School Districts aus dem Jahre 1993 belegt - eventuell das Risiko ein, dass kurz vor der Emission ein sog. auftragsloses Rating veröffentlicht wird, das schlechtere Bewertungen enthält und so den Verkauf erheblich beeinträchtigt.[140]

Diese Macht wird nicht durch marktimmanente Mechanismen in Schach gehalten. Die Entstehung wirklicher Konkurrenzunternehmen ist eher unwahrscheinlich, wie eine Reihe vergeblicher Versuche in Europa belegen.[141] Dies hängt u.

[135] Breuer WM 1991, 1109
[136] Von Randow ZBB 1995, 142
[137] Moody's verlangt bei einem erstmaligen Rating 60.000,00 €, bei der jährlichen Wiederholung jeweils 30.000,00 € (Wambach-Rödl S. 132), Standard & Poor's verlangt für die Erstbewertung 50.000,00 €, für die jährliche Wiederholung 30.000,00 € (Wambach-Rödl S. 139)
[138] Selbstdarstellung bei Wambach-Rödl S. 100 ff.
[139] Kübler, S. 121 Fn. 21
[140] Einzelheiten zu diesem Fall bei Kübler, S. 116. Zurückhaltend, aber gleichwohl die Marktmacht einräumend Blaurock ZGR 2007, 603, 606
[141] Everling S. 16

a. damit zusammen, dass die beiden Großen über ein in Jahrzehnten angesammeltes Erfahrungswissen verfügen, das eine Verfeinerung der Methoden ermöglicht.[142] Auch die Kontrolle durch institutionelle Anleger ist nur beschränkt in der Lage, die Korrektheit des Rating-Verfahrens zu garantieren.[143] Zwar verfügen diese möglicherweise über die Mittel, um langfristig die Validität der Ratings zu überprüfen, doch kann dies den einen oder anderen „Ausreißer" (vor dem sich die Unternehmen fürchten) nicht vermeiden. Auch geht es in der heutigen Praxis nicht mehr allein um die Bewertung von Emissionen. Vielmehr spielt das allgemeine Unternehmensrating eine wachsende Rolle, das zu überprüfen beispielsweise ein amerikanischer Pensionsfonds nicht unbedingt interessiert ist. Zudem sieht sich möglicherweise auch ein institutioneller Anleger seinerseits einem Rating ausgesetzt, was Kritik an den beiden Großen nicht unbedingt empfehlenswert sein lässt.[144] In der deutschen Situation kommt hinzu, dass es keine vergleichbar großen institutionellen Anleger wie in den USA gibt, so dass sich Insubordination praktisch für alle verbietet.

3. Entscheidungskriterien

Soweit die Kontrolle des Marktes versagt, wird die Frage nach rechtlich verbindlichen Entscheidungskriterien um so dringender. Existieren Regeln, die die souveräne Beurteilungsmacht mit allen ihren Folgen in Grenzen halten, oder müssen wir uns - zugespitzt formuliert - damit abfinden, mit einem Stück Absolutismus („princeps legibus solutus") zu leben?

Die von Rating-Agenturen angewandten Beurteilungskriterien haben eingehende Darstellung erfahren.[145] Bewertet wird auch das Land, in dem sich ein Unternehmen befindet;[146] das hier erteilte Prädikat stellt in der Regel die Obergrenze

[142] R. Schmidt, in: Hadding-Hopt-Schimansky, a. a. O., S. 150
[143] Auf sie stellt entscheidend Kübler (S. 125 ff.) ab.
[144] Bemerkenswert die bei von Randow ZBB 1995, 141 Fn. 16 mitgeteilten kritischen Äußerungen, die immer nur auf die Kritik anderer Bezug nehmen.
[145] S. statt aller Meyer-Parpart, in: Büschgen-Everling, Handbuch Rating, S. 111 – 170. S. auch Kischewski-Müller AiB 2005, 40
[146] Wambach-Rödl, S. 161

für das Unternehmensrating dar.[147] Die Branche und die Konzernzugehörigkeit sind gleichfalls von erheblicher Bedeutung, da auch eine gutgehende Konzerntochter so gut wie nie höher als eine schwache Mutter geratet wird.[148] Im Unternehmen selbst unterscheidet man quantitative Parameter (Cash flow, Umsatzentwicklung usw.) von qualitativen, die sich beispielsweise auf die Plausibilität der Marktstrategie und die Qualität des Managements beziehen. Dass hier subjektive Elemente eine wichtige Rolle spielen, dass es um Einschätzungen und Prognosen geht, liegt auf der Hand.[149] Schließlich kommt hinzu, dass das Gewicht einzelner Faktoren unklar ist.[150] Wenn etwa Moody's davon spricht, eine „leicht stärkere Gewichtung qualitativer Faktoren" vorzunehmen,[151] so lässt dies in der Praxis die unterschiedlichsten Ausdeutungen zu.[152]

Die Unsicherheiten werden verstärkt, wenn man sich die verbale Umschreibung der Rating-Symbole vergegenwärtigt. AAA, das höchste von Standard & Poor's vergebene Rating, bezeichnet „außergewöhnlich große Fähigkeiten zur Zinszahlung und Kapitalrückzahlung", während AA „sehr große Fähigkeit zur Zinszahlung und Kapitalrückzahlung. Nur geringfügige Unterschiede zur höchsten Bewertungsstufe" bedeutet. A meint die „starke Fähigkeit zur Zinszahlung und Kapitalrückzahlung, jedoch etwas anfälliger gegenüber nachteiligen Auswirkungen von Veränderungen äußerer Umstände und wirtschaftlicher Bedingungen als die höher eingestuften Schuldtitel". Wenn man bedenkt, dass AA und A noch mit einem Plus- oder einem Minuszeichen versehen werden können, so erscheint es vollends unmöglich, von trennscharfen Definitionen zu sprechen.[153] Wie will man unter solchen Umständen die konkrete Bewertung voraussehen oder gar auf inhaltliche Richtigkeit hin kontrollieren?

[147] Ebenroth-Daum, Sonderbeilage 5/1992 zu WM S. 4; ebenso Peters, aaO (Fn 1) S. 32
[148] Ebenroth-Daum a. a. O., S. 4
[149] S. den Titel des Beitrags von Hirsch, in: Büschgen-Everling, Handbuch Rating, S. 657 ff.: „Rating ist objektiv subjektiv"
[150] Wambach-Rödl S. 163
[151] Wiedergegeben bei Wambach-Rödl S. 133
[152] Vgl. weiter Peters, aaO (Fn 1)S. 34: Einzelheiten der angewandten Rating- Systeme bleiben eine Art Betriebsgeheimnis. Von „black box" sprechen Kischewski-Müller AiB 2005, 41
[153] Die Definitionen der Ratings von Standard & Poor's finden sich in Meyer-Parpart, a. a. O., S. 170 ff.; die „Notenskala" von Moody's und anderen Instituten findet sich bei Berblinger in: Büschgen-Everling, Handbuch Rating, S. 96 ff. Eine Zusammenstellung auch bei Wambach-Rödl S. 60 ff. Von „offenen Formulierungen" spricht zu Recht Peters, aaO (Fn 1) S. 36

4. *Missbräuche*

Was bisher gesagt wurde, betraf den Normalfall von Rating-Verfahren, die von loyalen Mitarbeitern nach bestem Wissen und Gewissen durchgeführt werden. Im Ausnahmefall kann dieser Handlungsrahmen verlassen werden. Verschiedene Konstellationen sind denkbar.

a. Indiskretionen

Die beiden Vertreter einer Rating-Agentur, die üblicherweise das fragliche Unternehmen analysieren und das Gespräch mit dem Management und den betriebsinternen Spezialisten führen, haben danach meist ein größeres Insiderwissen als etwa die Aufsichtsratsmitglieder.[154] Das kann eine große Versuchung darstellen, dieses Wissen für gut getarnte Insidergeschäfte an der Börse zu verwenden oder es gar an die Konkurrenz zu verkaufen. In der Praxis scheint dies allerdings so gut wie keine Rolle zu spielen. Schnabel[155] berichtet, bislang sei in Bezug auf die beiden großen Agenturen kein derartiger Fall bekannt geworden. Everling[156] erwähnt einen Fall, dessen Aufdeckung dann allerdings wesentlicher Grund für die Schließung der (europäischen) Agentur war.

b. Irrtum

Auch Mitarbeiter von Rating-Agenturen können sich irren. Die hohe Verantwortung kann die Fehlwahrnehmung von Zahlen und Fakten im Einzelfall nicht verhindern. Nicht immer muss es dabei so schlimm kommen wie bei einer Brokerfirma, die irrtümlich vier Milliarden statt vier Millionen Stück einer Aktie zum Verkauf anbot und dadurch erhebliche Kursturbulenzen auslöste.[157]

[154] R.Schmidt, in: Hadding-Hopt-Schimansky a. a. O., S. 148
[155] In: Büschgen-Everling, S. 319
[156] In: Büschgen-Everling, S. 8
[157] Handelsblatt vom 4./5.10.2002, S. 36

c. *Bewusste Fehlentscheidung*

Denkbar wäre, dass durch ein bestimmtes Rating einem Unternehmen bewusst geschadet werden soll. Dabei mag es sich um einen unangenehmen Kritiker oder um den Konkurrenten einer „befreundeten" Firma handeln. Nicht ausgeschlossen ist weiter, dass Anleger durch ein bewusst zu hohes Rating geschädigt werden, weil man sich nicht in allzu großen Widerspruch zu vorher gegebenen positiven Einschätzungen begeben möchte. Fälle dieser Art hat es im letzten Jahr bei Aktienanalysten gegeben, wobei die Art und Weise der Vergütung einen zusätzlichen Anreiz schaffte, bestimmte Unternehmen auch dann noch „hochzujubeln", als sie kurz vor dem Absturz standen.[158] Kurze Zeit später waren von entsprechenden Problemen auch Rating-Agenturen betroffen: Enron wurde noch einen Monat vor seinem Zusammenbruch mit dem Prädikat „investment grade" versehen, das bei Parmalat gleichfalls erst im allerletzten Augenblick zurückgezogen wurde.[159] Die Abgrenzung zwischen Irrtum und Täuschung ist in solchen Fällen schwierig.

d. *Politische Erwägungen*

Denkbar ist schließlich, dass Länder (und mit ihnen die dort ansässigen Unternehmen) niedriger bewertet werden, weil aus Sicht der USA wenig geschätzte politische Kräfte stärker werden oder gar die Regierung übernehmen können. Wäre es nicht plausibel, die Schuldtitel eines bestimmten Landes um zwei oder drei Stufen „downzuraten", weil der künftige Präsident vor einiger Zeit ein allgemeines Schuldenmoratorium gefordert hat? Würde eine solche Entscheidung nicht auch dann akzeptiert, wenn die Agenturen sehr wohl wissen, dass dies reine Rhetorik war und in Wahrheit alles getan werden soll, um die eigene Kreditwürdigkeit zu erhalten? Schon die Angst vor einer „Schlechtbewertung" der Wirtschaft kann allerdings das Wahlverhalten in dem fraglichen Staat beeinflussen. Die beiden großen Rating-Agenturen gewinnen so auch ein beträchtliches Stück an politischer Macht, ohne dass jemand die Frage nach demokratischer Legitimation aufwerfen würde. Auch Deutschland blieb davon nicht verschont. In einer Zeit eher konfliktorischer deutsch-amerikanischer Beziehungen stellte Standard & Poor´s eine Herabstufung Deutschlands von der Bestnote AAA in Aussicht, wenn der „Reformstau" nicht alsbald beseitigt werde. Dies hätte die öffentlichen Haushalte mit einem zweistelligen Milliardenbetrag belastet und außerdem auch die deutschen Unternehmen gravierend betroffen.[160]

[158] S. den Fall Merrill Lynch (Handelsblatt v. 22.05.2002, S. 23), wo von dieser Firma an die Börse gebrachte Unternehmen weiterhin hoch bewertet und zum Kauf empfohlen, während sie in internen Papieren (zu Recht) als „Ramsch" bezeichnet wurden. S. weiter Handelsblatt v. 03.06.2002 S. 29, wo ein Investmentbanker die Firma Global Crossing noch zwei Monate vor dem Insolvenzantrag als „hervorragend" einstufte, obwohl er als Berater des Vorstands bestens über ihre wirtschaftliche Lage informiert war.

[159] Blaurock ZGR 2007, 603, 612. „Investment grade" beginnt bei der Notenskala von Standard & Poor´s bei BBB, darunter ist alles „speculative grade"

5. *Auftragsloses Rating*

Einen Sonderfall stellt das sog. Unsolicited Rating dar, das von der Agentur aus freien Stücken erstellt wird.[161] Der oben[162] erwähnte Fall des Jefferson County School District bot Anlass, über die Rechtmäßigkeit eines solchen Vorgehens nachzudenken. Die „downgeratete" öffentliche Körperschaft klagte gegen Moody's, blieb jedoch erfolglos, da das zuständige amerikanische Gericht das Rating als Meinungsäußerung qualifizierte, die aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht eingeschränkt werden darf.[163] Nach deutschem Rechtsverständnis ist die Problematik sehr viel komplexer. Nicht nur, dass die Meinungsfreiheit nach Art. 5 Abs.2 GG Einschränkungen unterliegt – der BGH hat sogar die systematische Verwendung einer im Bundesanzeiger veröffentlichten Bilanz als Lehrmaterial für rechtswidrig erklärt.[164]

[160] Blaurock ZGR 2007, 603, 610

[161] Dazu eingehend von Randow ZBB 1996, 85 ff.

[162] S. Fn 45.

[163] Mitgeteilt bei von Randow ZBB 1996, 86 Fn. 6; dort auch Nachweise zu weiteren Entscheidungen

[164] BGH NJW 1994, 1281; dazu Däubler, BGB kompakt, 2. Aufl., München 2003, Kap. 4 Rn. 57

6. Zwischenergebnis

Trotz der gravierenden Folgen, die ein Rating für das betroffene Unternehmen und ggf. auch für Anleger haben kann, gibt es keine wirksame Kontrolle. Das von den Rating-Agenturen praktizierte Verfahren beinhaltet überdies zahlreiche Wertungsspielräume, die eine nachträgliche Überprüfung im Regelfall so gut wie unmöglich machen. Dazu kommt die Gefahr von Missbräuchen, die auch mit Rücksicht auf langjährige positive Erfahrungen nicht ausgeschlossen werden können.

III. Die Problematik des rechtlichen Rahmens

1. Das Anerkennungsverfahren

Die Tätigkeit einer Rating-Agentur unterliegt als solche keiner staatlichen Genehmigungspflicht. Allerdings kennt das deutsche Recht seit kurzem ein „Anerkennungsverfahren"; nur wer es erfolgreich durchlaufen hat, kann Bewertungen abgeben, die von der Bankenaufsicht im Rahmen von Basel II anerkannt werden. Rechtsgrundlage sind die auf der Grundlage des § 10 Abs.1 Satz 9 KWG erlassenen §§ 52 ff. der Solvabilitätsverordnung (SolvV) vom 14.12.2006.[165] Nach § 52 Abs.1 muss die angewandte Methodik zur Bonitätsbeurteilung „Objektivität, Unabhängigkeit, laufende Überprüfung und Transparenz" gewährleisten. Dies wird im Einzelnen in § 53 Satz 1 Nr. 1 bis 8 konkretisiert. Danach muss (Nr. 1) die Methodik zur Vergabe von Bonitätsbeurteilungen „sorgfältig, systematisch und stetig" sein sowie einem Validierungsverfahren unterliegen, das auf historischen Erfahrungswerten beruht. Die Vorgehensweise muss frei von äußeren politischen Einflüssen oder Zwängen sein und darf keinerlei wirtschaftlichem Druck ausgesetzt sein (Nr. 2). Die Unabhängigkeit muss unter besonderer Berücksichtigung der Eigentumsverhältnisse, der Personalausstattung und der fachlichen Kompetenz der Mitarbeiter bestimmt werden (Nr. 3). Dem Transparenzprinzip soll dadurch Rechnung getragen werden, dass die „Grundsätze der Methodik" in einer Art öffentlich zugänglich sind, dass alle potentiellen Nutzer deren Angemessenheit beurteilen können (Nr. 7). Im Regelfall werden nur etablierte Agenturen diesen Erfordernissen Rechnung tragen können, zumal der Vergleich mit historischen Erfahrungswerten (Nr. 1) für einen Newcomer schwer zu bewerkstelligen ist. Sollte dies im Einzelfall anders sein, wäre noch ein gewichtiges zusätzliches Hindernis zu überwinden: nach § 53 Satz 1 Nr. 7 müssen die Bonitätsbeurteilungen am Markt als glaubwürdig und verlässlich angesehen und „verbreitet" sein. Kriterien hierfür sind u.a. der Marktanteil und der Einfluss der Bonitätsbeurteilungen auf die Preisbildung im Markt. Wer dort noch nicht etabliert ist, wird diese Voraussetzungen schwerlich erfüllen können. Ohne Anerkennung ist die Gewinnung eines erheblichen Marktanteils höchst unwahrscheinlich. Die Neuregelung hat unter diesen Umständen nur insoweit Bedeutung als sie mittelbar Sorgfaltsmaßstäbe umschreibt, die bei einem Rating-Verfahren einzuhalten sind.[166]

[165] BGBl I 2926, zuletzt geändert durch Gesetz vom 21. Dezember 2007 (BGBl I 3089).

2. Der Warentest als Parallele

Das Urteil über die Bonität eines Unternehmens enthält notwendigerweise eine Prognose, die sich nachträglich als unrichtig herausstellen kann. Fehleinschätzungen sind insoweit unvermeidbar. Weiter lassen sich subjektive Elemente auch aus der Beurteilungsgrundlage nicht eliminieren; ob das Management von „hoher" oder von „durchschnittlicher" Qualität ist, lässt sich nicht mit mathematischer Eindeutigkeit bestimmen. Will man nicht insgesamt auf das Rating verzichten - was angesichts seiner Nützlichkeit für die Transparenz der Märkte und für die Senkung der Transaktionskosten nicht in Betracht kommt - so bleibt nur die Möglichkeit, die Fehleranfälligkeit des Verfahrens zu reduzieren, also statt der nicht erreichbaren vollen inhaltlichen Gerechtigkeit wenigstens Verfahrensgerechtigkeit zu erreichen.

Eine ähnliche Aufgabe hatten die Gerichte im Zusammenhang mit Warentests zu bewältigen. Bei diesen lassen sich subjektive Bewertungen gleichfalls nicht völlig ausschließen. Ist es beispielsweise legitim, einen über die einschlägigen DIN-Normen hinausgehenden Sicherheitsstandard zu verlangen und nur Produk-

[166] Vgl. Blaurock ZGR 2007, 603, 622

te, die diesem höheren Niveau entsprechen, als „empfehlenswert" zu qualifizieren?[167] Wo verläuft die Grenze zwischen „empfehlenswert" und „sehr empfehlenswert"? Die Rechtsprechung hat angesichts dieser Situation eine Reihe von Grundsätzen entwickelt, die auch im Rahmen einer judikativen Kontrolle des Unternehmensratings von Bedeutung sein können.

Der Warentest muss von einer neutralen Instanz vorgenommen werden.[168] Daran fehlt es beispielsweise, wenn auch nur die Möglichkeit testfremder Einflussnahme besteht, weil etwa das Speziallabor eines der beurteilten Hersteller benutzt wird.[169] Erst recht ist diese Voraussetzung nicht gegeben, wenn der Herausgeber der Test-Zeitschrift zugleich als Hersteller oder Händler im Wettbewerb mit den getesteten Produkten steht.[170]

Die Beurteilung muss zum zweiten durch Personen erfolgen, die über die notwendige Fachkunde verfügen.[171] Dies scheint in der Praxis bislang die wenigsten Kontroversen hervorgerufen zu haben.

Der Test muss schließlich objektiv in dem Sinne sein, dass sich der Beurteiler um objektive Richtigkeit bemüht.[172] Dabei werden hohe Sorgfaltsanforderungen gestellt, soweit es um die Ermittlung der zugrunde liegenden Tatsachen geht. Wird etwa ein Preisvergleich zwischen verschiedenen Handelsketten durchgeführt, muss die Stiftung Warentest auch ohne besonderen Anhaltspunkt der Frage nachgehen, ob die unter einer einheitlichen Bezeichnung auftretenden Supermärkte tatsächlich zum selben Unternehmen gehören.[173] Gehen unzutreffende Tatsachenbehauptungen in den Test ein, kann der betroffene Hersteller ggf. Unterlassung der weiteren Verbreitung und Schadensersatz verlangen.[174]

[167] Zu Recht bejahend BGH NJW 1987, 2222
[168] BGHZ 65, 325, 334; BGH NJW 1997, 2594
[169] OLG München NJW-RR 1997, 1330
[170] OLG Hamm WRP 1980, 281
[171] S. oben Fn 77
[172] BGHZ 65, 325, 334; BGH NJW 1989, 1923
[173] BGH NJW 1986, 981
[174] BGH NJW 1989, 1923; großzügiger BGH NJW 1997, 2593

Sind diese Verfahrensgrundsätze gewahrt, wird dem Testinstitut unter Berufung auf die Meinungsfreiheit des Art. 5 Abs. 1 GG ein erheblicher Beurteilungsspielraum eingeräumt. Wo dessen Grenzen liegen, hängt nach der Rechtsprechung im Wesentlichen von den Umständen des Einzelfalls ab. Rechtswidrig seien auf alle Fälle bewusste Fehlurteile und absichtliche Verzerrungen sowie eine Art des Vorgehens, die als nicht mehr vertretbar und diskutabel erscheint.[175] Diese relativ großen inhaltlichen Spielräume werden im Falle der Stiftung Warentest u. a. mit dem Argument gerechtfertigt, durch ihre Satzung und den Einbau zahlreicher Sicherungen sei eine weitgehende Gewähr für vertretbare Wertungen gegeben.[176]

3. *Rechtliche Konsequenzen*

a. Übertragung der Grundsätze zum Warentest?

Die strukturelle Ähnlichkeit, die die Beurteilung einer Ware mit der Bewertung einer Emission oder eines Unternehmens hat, ist unbestreitbar. Auch die Rechtsprechung hat diesen Gedanken in jüngster Zeit aufgegriffen und die Korrektheit des Ratings eines Medienfonds anhand der Grundsätze über den Warentest überprüft.[177] Dies darf jedoch nicht den Blick dafür verschließen, dass es eine Reihe durchaus nicht unwichtiger Unterschiede gibt.

Zum einen geht es häufig nicht nur um ein einzelnes Produkt, sondern um ein Unternehmen als ganzes. Die positiven wie die negativen Konsequenzen betreffen so die gesamte wirtschaftliche Existenz und nicht nur ein spezifisches Angebot. Auch wenn es um eine einzelne Emission geht, ist das „Standing" des Emittenten immer im Spiel. Weiter ist der Beurteilungsvorgang um einiges komplexer und dürfte deshalb sehr viel mehr wertende Elemente enthalten.

Anders als die Stiftung Warentest sind die Rating-Agenturen nicht von Rechts wegen der im Allgemeininteresse liegenden Verbraucher- bzw. Anlegeraufklä-

[175] BGHZ 65, 325, 335
[176] BGHZ 65, 325, 332
[177] KG WM 2006, 1432 ff. Ebenso Fiala-Kohrs-Leuschner VersR 2005, 742, 747

rung verpflichtet. Auch sie verfolgen zwar diese Zielsetzung, doch ist sie nicht in gleicher Weise rechtlich vorgegeben.

Der wichtigste Unterschied dürfte allerdings darin liegen, dass das Verfahren - um es mit banküblicher Höflichkeit auszudrücken – auch unter Berücksichtigung der Anerkennungsgrundsätze nur teilweise transparent ist. Das beurteilte Unternehmen muss zwar alle Interna auf den Tisch legen, kennt jedoch die Auswertungskriterien und ihre Gewichtung zueinander nicht im Detail. Wer die „Grundsätze der Methodik" einer Veröffentlichung entnimmt, kann noch nicht sagen, wie in seinem konkreten Fall verfahren wurde. Zumindest bei einer der beiden großen Rating-Agenturen wird nicht einmal bekannt, welche Personen im Rating-Komitee Sitz und Stimme haben. Man kann vermuten, dass die beiden Analysten, die das Gespräch mit dem Management führen, dort präsent sind; Näheres ist nicht in Erfahrung zu bringen. Denkt man an die „normgleiche" Wirkung, die ein Rating-Urteil hat, so könnte man versucht sein, von einem „Geheimgericht" zu sprechen. Im Gegensatz dazu wird beim Warentest – wie sich nicht zuletzt aus den veröffentlichten Gerichtsentscheidungen ergibt - das tatsächliche Vorgehen weitestgehend offengelegt.[178]

b. Allgemeine und spezifische Sorgfaltsmaßstäbe beim Rating

Trotz dieser Unterschiede sind jedenfalls die beim Warentest allgemein akzeptierten Verfahrensprinzipien der Neutralität, der Sachkunde und der Objektivität auch für das Rating angemessen.[179] Dies zeigen nicht zuletzt die Anerkennungsvoraussetzungen. Damit sie wirksam werden können, muss jedoch zugunsten der gerateten Unternehmen erst einmal Transparenz geschaffen werden. Wie wollen die Betroffenen beurteilen, ob wirklich mit Sachkunde verfahren wurde, wenn der eigentliche Entscheidungsprozess im Dunkeln bleibt? Wie will man eine unzutreffende Faktenbasis korrigieren, wenn diese in der nur einige Druckseiten umfassenden Begründung gar nicht aufgeführt ist? Will man die für den weniger weitreichenden Warentest entwickelten Grundsätze ernst nehmen, muss

[178] Vgl. auch Habersack ZHR 169 (2005) 185, 197
[179] Ebenso KG WM 2006, 1432 ff.; aus der Literatur Habersack ZHR 169 (2005) 185, 195 ff.

das Rating-Verfahren zu einem Diskurs werden: Die zugrunde liegenden Tatsachen wie auch die daraus gezogenen (wertungsmäßigen) Schlussfolgerungen sind dem Beurteilten nicht nur zur Kenntnis zu geben, sondern auch mit ihm zu erörtern. Nur wenn er selbst seine Sicht der Dinge noch einmal umfassend darlegen kann, ist das Risiko von Fehlratings wirklich minimiert. Dies setzt weiter voraus, dass jeder Entscheidungsträger in die argumentative Auseinandersetzung einbezogen wird; nicht nur zwei Analysten, sondern das Rating-Komitee selbst muss sich der Auseinandersetzung stellen.

Die hier favorisierte Verfahrensform lässt sich auf eine prima facie fernliegende Parallele aus dem staatlichen Prüfungsrecht stützen. Wird beispielsweise im Zweiten Juristischen Staatsexamen über die Zulassung zum Beruf wie auch (durch die Note) über den Umfang der „Vermarktungsmöglichkeiten" entschieden, so ist eine gewisse Wirkungsgleichheit mit dem Rating nicht zu verkennen. Der Weg zur Entscheidung ist zwar rechtlich vorstrukturiert, weist aber gleichfalls erhebliche Ähnlichkeiten auf: Auch hier liegt der Schwerpunkt auf dem Verfahren, die Prüfer müssen neutral, sachkundig und um ein zutreffendes Urteil bemüht sein. Inhaltlich besitzen sie einen erheblichen Bewertungsspielraum. Dieser war ursprünglich so weit, dass lediglich eklatante und außerhalb jedes vernünftigen Rahmens liegende Fehleinschätzungen korrigiert wurden.[180] Das BVerfG hat diesen „Freibrief" jedoch mit Rücksicht auf die Berufsfreiheit des Art. 12 Abs.1 GG in der Weise eingeschränkt, dass eine „vertretbare und mit gewichtigen Argumenten folgerichtig begründete Lösung nicht als falsch gewertet" werden darf.[181] Außerhalb des Beurteilungsspielraums lagen seit jeher Verfahrensfehler, das Ausgehen von einem unrichtigen Sachverhalt sowie das Verfolgen sachfremder Erwägungen.[182] Die (noch immer bestehende) Beschränkung der gerichtlichen Kontrolle[183] hat zur Folge, dass der Grundrechtsschutz vorver-

[180] BVerwG, Buchholz 421.0 Nr. 121, S. 195
[181] BVerfGE 84, 34, 55
[182] BVerfGE 84, 34, 53 f.
[183] Einleuchtend BVerfGE 84, 34, 46: „Die gerichtliche Kontrolle stößt ... an Grenzen, weil der Bewertungsvorgang von zahlreichen Unwägbarkeiten bestimmt ist, die sich in einem Verwaltungsgerichtsprozess nur sehr schwer und teilweise gar nicht erfassen lassen. Subjektive Eindrücke und die Zufälligkeit fachlicher Prägungen der Prüfer beeinflussen die Notengebung."

lagert werden muss und deshalb das Verfahren möglichst wenig fehleranfällig sein darf. Dies bedeutet insbesondere, dass den Betroffenen die Möglichkeit einzuräumen ist, ihren Standpunkt wirksam zu vertreten. Daraus folgt, dass sie nicht nur die Gründe der Prüfer erfahren müssen, sondern dass ihnen auch die Möglichkeit einzuräumen ist, durch Gegenvorstellungen eine Revision der geplanten oder bereits getroffenen Entscheidung zu erreichen.[184]

Obwohl es nicht um ein staatliches Verfahren geht, legt es die Parallelität der Folgen wie die Besonderheit des Entscheidungsverfahrens nahe, sich auch beim Rating von solchen Grundsätzen leiten zu lassen. Entsprechende richterrechtliche Normen ließen sich als Konkretisierung der aus Art. 12 Abs. 1 GG folgenden staatlichen Schutzpflicht qualifizieren, wonach der Staat gehalten ist, im Interesse der Position schwächerer Marktteilnehmer korrigierend einzugreifen und die ihm angemessen erscheinenden Maßnahmen zu treffen.

b. Vertragliche Modifikationen?

Die hier skizzierten Verfahrensregeln schützen im Regelfall die abhängige Seite. Dies schließt es aus, sie für dispositiv zu erklären und etwa im Vertrag mit der Rating-Agentur auf die Anwendung von Sachkunde und Objektivität zu verzichten. Etwas Derartiges wird in der Praxis auch von niemandem erwogen. Die Neutralität der großen Agenturen steht im Grundsatz gleichfalls außer Frage, da kapitalmäßige Verflechtungen mit beurteilten Unternehmen nicht ersichtlich sind.[185] Die Haftung auf grobe Fahrlässigkeit zu beschränken, kommt nach § 307 Abs.2 Nr. 2 BGB nicht in Betracht, da es sich bei der Erstellung des Ratings um eine „Kardinalpflicht" handelt.[186] Änderungen müssen sich allerdings in punkto Transparenz ergeben. Insoweit lässt sich auch durch Vertrag nicht einfach ein Geheimverfahren etablieren. Der höhere Aufwand, den ein diskursives

[184] BVerGE 84, 34, 46 f.; ebenso BVerfGE 84, 59
[185] Zu den Eigentumsverhältnissen bei Standard & Poor's, Moody's und Fitch s. oben Fn 40 und 43
[186] Haberack ZHR 169 (2005) 185, 204

Verfahren mit sich bringt, dürfte durch die schon heute üblichen Preise[187] weitestgehend aufgefangen werden.

IV. Haftung der Rating-Agentur

1. Vorbemerkung: Anwendbarkeit des deutschen Rechts

Wird ein deutsches Unternehmen geratet, ist deutsches Recht anwendbar. Ist Vertragspartner die inländische Tochtergesellschaft einer der drei großen Agenturen, so versteht sich die Anwendung des deutschen Rechts von selbst. Auch wenn man direkt mit der „Spitze" kontrahieren würde, bestünden die „engsten Verbindungen" im Sinne des Art. 28 Abs.1 Satz 1 EGBGB mit dem Inland, da hier die maßgebenden Informationen gewonnen und die Gespräche geführt werden. Von der Möglichkeit einer Rechtswahlklausel wird dem Vernehmen nach kein Gebrauch gemacht. Soweit eine deliktische Haftung in Betracht kommt, kann der Geschädigte nach Art. 40 Abs. 1 Satz 2 EGBGB das Recht des Staates wählen, in dem der schädigende Erfolg eingetreten ist.

2. Gegenüber dem beurteilten Unternehmen bei Vorliegen eines Vertrags

Im Normalfall des „solicited rating" besteht ein Werkvertrag zwischen dem Unternehmen und der Agentur. Wird das Rating auf falscher oder lückenhafter Tatsachengrundlage erstellt oder enthält es unvertretbare Schlüsse, so ist das versprochene Werk mangelhaft, was eine Haftung nach §§ 633 ff. BGB auslöst. Wurden demgegenüber lediglich die Verfahrensgrundsätze verletzt, liegt eine „sonstige" Pflichtverletzung nach § 280 Abs.1 Satz 1 BGB vor.[188] Sache des Unternehmens ist es, die Verursachung eines Schadens zu beweisen, was bei reinen Verfahrensmängeln schwierig ist und im Grunde nur in Betracht kommt, wenn die Agentur beweisen muss, dass ihr fehlerhaftes Verhalten keine wirtschaftlichen Nachteile für das beurteilte Unternehmen mit sich brachte. Steht die

[187] Mitgeteilt oben Fn. 47
[188] Habersack ZHR 169 (2005), 185, 203

Pflichtverletzung einmal fest, muss die Agentur nach § 280 Abs.1 Satz 2 BGB beweisen, dass sie an dem Vorgang kein Verschulden trifft.

Neben der vertraglichen steht eine deliktische Haftung nach § 824 BGB, die allerdings nur eingreifen soll, wenn das Rating eine Tatsachenbehauptung zum Gegenstand hat. Formal erfüllt es diese Voraussetzung im Regelfall nicht, da es ja – grob gesprochen - um eine „Meinungsäußerung" zu der Frage geht, ob das Unternehmen in Zukunft seinen Zahlungsverpflichtungen perfekt oder nur mit gewissen Schwierigkeiten nachkommen wird. Schaut man stattdessen auf die faktische Wirkung, so handelt es sich um eine auf einer wertenden Analyse aufbauende Tatsachenbehauptung, das fragliche Unternehmen sei „single A" oder „triple B" geratet. Will man diesen Weg nicht gehen, so kommt jedenfalls ein (schuldhafter) Eingriff in das Recht am Gewerbebetrieb in Betracht.[189] Was den Verschuldensnachweis betrifft, so befindet sich das betroffene Unternehmen in derselben Situation wie der durch ein mangelhaftes Produkt Geschädigte, so dass die dort entwickelten Grundsätze entsprechende Anwendung finden müssten.[190]

Zum Schaden gehören auch alle die Nachteile, die dadurch entstehen, dass das Unternehmen einige Zeit ohne ein „Rating" dasteht, was normalerweise wirtschaftliche Nachteile mit sich bringt. Daran ändert sich erst etwas, wenn eine andere Agentur ein korrektes Rating erstellt hat; dieses möglichst schnell in die Wege zu leiten, ist eine aus § 254 Abs. 2 BGB folgende Obliegenheit.

3. *Auftragsloses Rating*

Wird ein Rating erstellt, ohne dass das beurteilte Unternehmen einen entsprechenden Auftrag erteilt hat, muss man unterscheiden.
Hatte das Rating objektiv den Zweck, das Unternehmen zu künftigen Aufträgen zu veranlassen, so liegt ein Fall der sittenwidrigen Schädigung nach § 826 BGB

[189] BGHZ 65, 325, 328 für die entsprechende Problematik beim Warentest. Einzelheiten zur Haftung wegen Eingriffs in den Gewerbebetrieb s. Däubler, BGB kompakt, Kap. 26 Rn 35 ff.
[190] Einzelheiten bei Palandt-Sprau, BGB, 67. Aufl., München 2008, § 823 BGB Rn 166

vor.[191] Dies wäre etwa dann anzunehmen, wenn ein auftragsloses Rating angekündigt und zugleich ohne Kommentar ein unterschriftsreifer Vertrag übersandt wird. Dasselbe müsste dann gelten, wenn nach der Fertigstellung des Rating mitgeteilt würde, im Falle eines Vertrages werde eine noch gründlichere Analyse stattfinden, die „möglicherweise" bessere Ergebnisse hätte.

Unzulässig ist es weiter, ein auftragsloses Rating bei der Veröffentlichung nicht als solches zu kennzeichnen: Da die Agentur in derartigen Fällen nicht über dieselbe Informationsgrundlage wie in der Normalsituation eines Auftrags verfügt, wird der Markt irregeführt, weil die Interessierten vom Normalfall eines in Auftrag gegebenen Ratings ausgehen werden.

Von diesen beiden Fällen einmal abgesehen, sollte man zwischen den für das Rating „erschlossenen" und den noch nicht erfassten Märkten differenzieren.

Im ersten Fall hat von Randow die auf den ersten Blick überraschende, aber durchaus schlüssig begründete These entwickelt, das auftragslose Rating sei an den Maßstäben des § 1 UWG (heute: § 3 UWG) zu messen, da auf Seiten der Rating-Agentur ein hohes Maß an potenzieller Befangenheit vorliege.[192] Dies mache die Veröffentlichung eines Ratings nicht unzulässig; auch im Wettbewerb seien unternehmenskritische Äußerungen möglich, soweit für sie ein hinreichender Anlass bestehe und das Maß des Erforderlichen nicht überschritten werde.[193] Auf diese Weise wird jedoch eine Abwägung zwischen den beteiligten Interessen notwendig, was in der Regel ein für die Rating-Agentur negatives Ergebnis haben dürfte.[194] Das Bedürfnis, den eigenen Erfahrungsschatz zu erweitern oder mehr Transparenz auf dem Markt herzustellen, reicht in solchen Fällen nicht aus: Insbesondere die Marktführer verfügen über ausreichende Erfahrungen, und die Transparenz ist dadurch gesichert, dass das Fehlen eines Ratings bekannt wird und das betroffene Unternehmen dadurch wirtschaftliche

[191] Kübler, a. a. O., S. 132
[192] Von Randow ZBB 1996, 91.
[193] So unter Berufung auf BGH GRUR 1962, 45, 48 - Betonzusatzmittel; BGH GRUR 1990, 1012, 1013 - Pressehaftung I
[194] Teilweise anders von Randow ZBB 1996, 93 ff.

Nachteile hinnehmen muss.[195] Wenn man schon die Maßstäbe des § 3 UWG anwendet, ist nicht erkennbar, warum es einen Unterschied machen soll, ob eine mit dem Verdacht der Befangenheit agierende Agentur oder ein direkter Wettbewerber eine Beurteilung vornimmt: Letzteres wäre aber ohne jeden Zweifel wettbewerbswidrig. Auch wenn man dies beiseite lässt - die marginale Verbesserung des Informationsstands der Rating-Agentur und die marginale Verbesserung der Markttransparenz vermögen die wirtschaftlichen Nachteile nicht zu rechtfertigen, die ein auftragsloses Rating ggf. für das betroffene Unternehmen mit sich bringt.

Die Situation ist eine andere, wenn in dem fraglichen Markt Ratings noch durchaus unüblich sind. Werden in einem solchen Fall alle wichtigeren Unternehmen auch ohne entsprechenden Auftrag einem Rating unterzogen, ist die Situation prinzipiell keine andere als beim Warentest. Ein Handeln zu Zwecken des Wettbewerbs erscheint wenig naheliegend. Bedenken könnten sich nur insofern ergeben, als das allgemeine Persönlichkeitsrecht des Unternehmensträgers eine „Schwachstellenanalyse" auch auf der Grundlage veröffentlichter Daten verbietet.[196] Ob man dies im Interesse der Transparenz der Märkte wirklich auch im vorliegenden Zusammenhang annehmen soll, erscheint höchst zweifelhaft. Insoweit spricht mehr dafür, in diesen Bereichen ein auftragsloses Rating zuzulassen. Dieses muss allerdings - um es zu wiederholen - als solches kenntlich gemacht werden und ist im Rahmen des Möglichen mit der üblichen Sorgfalt zu erstellen. Bloße Einschätzungen über die Bonität bestimmter Wirtschaftssubjekte wären ebenso unzulässig wie ein Schuldnerspiegel, der nicht darauf abstellt, aus welchem Grund eine Zahlung verweigert wurde.[197]

4. Haftung gegenüber Anlegern und anderen Dritten

Fällt das Rating zu gut aus,[198] kann einem Anleger ein Schaden entstehen, weil er sein Geld anderweitig platziert hätte. Dabei muss man neuerdings fragen, ob

[195] Everling, in: Büschgen-Everling S. 9
[196] BGH NJW 1994, 1281
[197] Zu Letzterem OLG Rostock RDV 2001, 285
[198] S. die Fälle Enron und Parmalat oben bei Fn 69

man generell von einem „aufklärungsrichtigen" Verhalten ausgehen kann.[199] Außerdem stellt sich das Problem, dass das deutsche Recht keine außervertragliche Fahrlässigkeitshaftung für Vermögensschäden kennt. In Betracht kommt daher nur eine Haftung, die sich auf den Expertenstatus der Agentur stützt (§ 311 Abs.3 BGB)[200] oder die belegen kann, dass der mit dem Unternehmen geschlossene Vertrag Schutzwirkung gegenüber Dritten entfaltet.[201]

V. Zusammenfassung

Unternehmensrating ist in Deutschland wie in anderen westlichen Ländern eine notwendige Dienstleistung. Sie wird allerdings nur von ganz wenigen, den Weltmarkt dominierenden Agenturen erbracht. Ihre marktbeherrschende Position ist umso gravierender, als es nur erste Ansätze für einen rechtlichen Rahmen gibt. Die für den Warentest entwickelten Grundsätze können wichtige Anregungen vermitteln, doch müssen sie durch ein Gebot zu umfassender Transparenz des Rating-Verfahrens ergänzt werden. Verstöße gegen das Verfahren wie gegen Beurteilungsgrundsätze verpflichten die Agenturen zur Rücknahme ihrer Bewertung, zur Unterlassung und zum Schadensersatz. Damit können allerdings Missbräuche (z. B. in Zeiten politischer Spannungen) nicht mit absoluter Sicherheit verhindert werden.

[199] Dazu Canaris, FS Hadding, Berlin 2004, S. 12
[200] Einzelheiten bei Däubler, BGB kompakt, Kap. 12 Rn 117 ff.
[201] Blaurock ZGR 2007, 603, 632