



Moritz Schuler

Regulierung
und zivilrechtliche
Verantwortlichkeit
von Ratingagenturen



PETER LANG

Erster Teil: Grundlagen des Ratingwesens und seine Funktion im Kapitalmarkt

Im ersten Teil werden die Grundlagen der sich anschließenden aufsichts- und haftungsrechtlichen Untersuchung gelegt. Hierzu wird zunächst das Ratingverfahren erläutert, wie es von der Mehrzahl der Agenturen bei der Bewertung angewendet wird. Anschließend werden die Ursachen der wachsenden Relevanz des Ratings in modernen Finanzmärkten untersucht. Es wird aufgezeigt, wo und in welcher Weise das Rating in modernen Finanzmärkten Verwendung findet.

§ 2: Ratingbegriff und Ratingverfahren

Der aus dem Englischen stammende Begriff „Rating“ kann als „Einschätzung“ oder „Bewertung“ ins Deutsche übersetzt werden.²⁴ Er findet sich in einer Vielzahl wissenschaftlicher Disziplinen und in anderen Bereichen.²⁵

A. Begriff des Rating

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung ist das in der Finanz- und Wirtschaftswissenschaft gebräuchliche externe Bonitätsrating im Sinne einer Einschätzung der Kreditwürdigkeit privater und öffentlicher Schuldner. „Rating“ wird hier definiert als die standardisierte, durch bestimmte Symbole ausgedrückte prognostische Einschätzung der Fähigkeiten eines Schuldners, die ihm durch die Ausgabe verzinslicher Wertpapiere entstandenen Zahlungsverpflichtungen, rechtzeitig und vollständig zu erfüllen.²⁶ Im Hinblick auf das Ratingobjekt lassen sich Emittenten- und Emissionsratings unterscheiden. Erstere geben eine allgemeine Auskunft über die Fähigkeit eines Emittenten, die mit den von ihm ausgegebenen Anleihen verbundenen Zahlungsverpflichtungen und die durch ihn aufgenommenen Kredite rechtzeitig und in vollem Umfang zu bedienen.²⁷ Sie erlauben eine allgemeine Einschätzung der In-

24 Vom Englischen (to) rate (something) = (etwas) bewerten/einschätzen/einstufen.

25 Einen Überblick zur Verwendung von Ratingverfahren in Psychologie, Umweltschutz und im Rahmen moderner Kommunikationstechniken gibt *Peters*, Ratingagenturen, S. 21.

26 Definition bei *Göres*, Kapitalmarktinformation, § 25 Rn. 4; näher zum Ratingbegriff *Everling*, Credit Rating, S. 21 ff.

27 *Everling*, Credit Rating, S. 31.

solvenzwahrscheinlichkeit des Schuldners.²⁸ Das Rating eines privaten Emittenten kann dabei im Regelfall nicht besser ausfallen als dasjenige seines Herkunftslandes.²⁹ Beim Emissionsrating wird hingegen die Fähigkeit des Schuldners bewertet, eine *bestimmte* Verbindlichkeit fristgerecht und vollständig – d.h. auch im Hinblick auf Zinsen, Gebühren etc. – zu bedienen.³⁰ Das Rating der jeweiligen Emission hängt dabei nur zum Teil von dem Rating des Emittenten ab. Denn es kommt auf die Ausgestaltung der Anleihebedingungen an, d.h. insbesondere darauf, ob und gegebenenfalls wie die ausgegebenen Schuldverschreibungen besichert sind und welche Rangfolge sie haben.³¹ Folglich können Ratings verschiedener Anleihen auch dann unterschiedlich ausfallen, wenn sie von demselben Emittenten stammen.

B. Ratingverfahren und Ratingsymbole

Hinsichtlich des darzustellenden Ratingverfahrens sind zunächst das externe und das interne Rating voneinander abzugrenzen. Das interne Rating ist nicht Gegenstand dieser Untersuchung und soll daher nicht weiter vertieft werden.³² Es wird regelmäßig im Vorfeld einer Kreditvergabe durch die kreditierende Bank erstellt, die die Kreditwürdigkeit eines Kunden im Hinblick auf die jeweilige Darlehensverbindlichkeit *individuell* untersucht.³³ Das interne Rating wird – seiner Bezeichnung entsprechend – nur durch den Ratersteller (intern) verwendet und durch diesen nicht offengelegt.³⁴ Im Gegensatz hierzu wird das externe Rating nicht individuell von der kreditierenden Bank, sondern durch hierauf im Regelfall spezialisierte objektive Dritte (z.B. Ratingagenturen, Warenkreditversicherer) zu der Verwendung in einer unbestimmten Vielzahl von Fällen erstellt. Die Bewertung mag zwar im Zusammenhang mit einer geplanten Wertpapieremission erfolgen, wird aber niemals von den (zukünftigen) Kapitalgebern selbst vorgenommen. Das externe Rating beruht auf einem mehrstufigen, komplexen Prozess, der angesichts vorhandener guter Darstellungen nachfolgend nur überblicksartig und in der gebotenen Kürze erörtert wer-

28 Everling, Der langfristige Kredit, S. 272.

29 Näher zum sog. „*Top-Down Approach*“ sogleich auf S. 30 f.; Witte/Hrubesch, ZIP 2004, 1346, 1348 m.w.N.; Berblinger, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 64.

30 Als Verbindlichkeiten kommen Anleihen der Industrie, des Banken- und Versicherungsektors, aber auch Kommunalobligationen und staatliche Rentenpapiere in Betracht. Dazu v. Randow, ZBB 1995, 140; Deipenbrock, BB 2003, 1849, 1850 m.w.N.

31 Vgl. Everling, Credit Rating, S. 34 f.

32 Näher zum internen Rating und seiner Verwendung zur Bestimmung des vorzuhaltenden Eigenkapitals nach dem zweiten Baseler Kapitalakkord Wittig, ZHR 169 (2005), 212; Göres, Kapitalmarktinformation, § 25 Rn. 19.

33 Vgl. Vetter, WM 2004, 1701, 1703; Deipenbrock, BB 2003, 1849.

34 Wittig, ZHR 169 (2005), 212, 219.

den soll.³⁵ Die Einzelheiten des Ratingprozesses hängen von der Art des Emittenten ab und davon, ob das Rating als sog. „solicited rating“ im Auftrag des Emittenten erstellt wird. Fehlt es an einem Auftrag des Emittenten, kann die Ratingagentur ein sog. „unsolicited rating“ aus eigenem Antrieb und zumeist ohne Kooperation des bewerteten Emittenten erstellen.

I. Auftragsgebundenes Rating

Im Regelfall wird der Ratingprozess durch einen Antrag des eine Emission am Kapitalmarkt planenden Emittenten eingeleitet. Der Emittent beauftragt eine oder mehrere Ratingagenturen mit der Erstellung des Emissionsratings. Zwar ist dem deutschen Recht ein sog. Ratingobligatorium für am Kapitalmarkt gehandelte Wertpapiere nach wie vor fremd.³⁶ Viele Emittenten versprechen sich aber von einem guten Rating eine erfolgreiche Platzierung der Anleihe und eine Senkung ihrer Finanzierungskosten aufgrund niedrigerer Risikoaufschläge. Auch kann ein Rating durch eine anerkannte Agentur die Kapitalmarktfähigkeit kleiner, junger und ausländischer Unternehmen erhöhen und deren geringeren Bekanntheitsgrad bei den Investoren ausgleichen.³⁷ Der Ratingprozess folgt einem standardisierten Ablaufschema und dauert bei einem Erstrating regelmäßig zwischen acht und zwölf Wochen.³⁸ In ihren Einzelheiten hängt die Vorgehensweise der Ratingagenturen bei der Erstellung von der Art des Emittenten ab. Nachfolgend soll lediglich das herkömmliche Ratingverfahren beschrieben werden, wie es bei der Bewertung von Industrie- und Bankanleihen angewendet wird.³⁹

1. Informationsbeschaffung

Zunächst wertet ein von der Ratingagentur zusammengestelltes, auf Herkunftsland und Branche des Emittenten spezialisiertes Analystenteam den eigenen Datenbe-

35 Gute Darstellung bei *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 61 ff.; *Krämer*, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg.), Externes Rating, S. 3, 9 f.; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1702 f.; *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 604 ff.

36 Dies gilt auch nach Verabschiedung der Verordnung über Ratingagenturen (RatingVO), vgl. Begr. VO 2009/1060/EG v. 23.4.2009, S. 4 Abs. 3.

37 Näher zur Bedeutung des Ratings für emittierende Unternehmen auf S. 45 ff.

38 *Krämer*, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg.), Externes Rating, S. 3, 9.

39 Ausführliche Beschreibung der spezifischen Schwerpunkte des Ratings von Industrieunternehmen, Banken, Investmentfonds und strukturierten Finanzierungen bei *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 61-87.

stand und öffentlich zugängliche Informationen in Bezug auf den Emittenten aus.⁴⁰ Weitere Daten werden dem Analystenteam auf Verlangen von dem Emittenten zur Verfügung gestellt.⁴¹ Die so gewonnene Basisanalyse wird in oftmals mehrtägigen Treffen mit der Unternehmensführung erörtert.⁴² Die Gespräche mit Vertretern der obersten Führungsebene dienen den Analysten zu der Prüfung der Managementqualität, die als qualitatives Kriterium eine entscheidende Rolle bei der Bonitätsbewertung einnimmt.⁴³

2. Bewertung und Entscheidung

Der Beschaffung folgt die systematische Untersuchung und Bewertung der relevanten Daten. Für das Rating gibt es weder feste Regeln noch anerkannte Methoden. Vielmehr bleibt es der jeweiligen Agentur überlassen, wie sie bei der Bewertung vorgeht. Eingang in die Bewertung finden zunächst *quantitative* Kriterien. Hierbei werden Länder-, Branchen- und Unternehmensrisiken in die Betrachtung einbezogen.⁴⁴ Den Ausgangspunkt und regelmäßig auch die Obergrenze der Bewertung des Emittenten bildet nach dem sog. „top-down approach“ die Bewertung der Kreditwürdigkeit seines Herkunftslandes.⁴⁵ Dies liegt daran, dass der Transfer bzw. der Währungsumtausch von Zahlungen des Emittenten an ausländische Gläubiger der Hoheitsgewalt des Herkunftslandes unterliegt und durch dieses im Rahmen des geltenden Rechts beschränkt werden kann. Weiterhin untersucht die Ratingagentur Entwicklungsperspektiven, konjunkturelle Abhängigkeiten und die Wahrscheinlichkeit wirtschaftspolitischer Veränderungen der jeweiligen Branche, in der der Emittent

40 Meyer-Parpart, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 111, 120 f.

41 Z.B. verlangt die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) geprüfte Jahresabschlüsse der letzten fünf Jahre; die letzten Zwischenbilanzen des Emittenten; eine Beschreibung der operativen Tätigkeit und der Produkte; ggf. den Entwurf eines Börsenzulassungsantrags bzw. einer Emissionserklärung; vgl. S&P „Corporate Ratings Criteria 2008“ (abrufbar unter <http://www.standardandpoors.com>). Der Emittent ist zumeist vertraglich zur Überlassung der abgefragten Daten verpflichtet. Z.B. findet sich in Moody's Ratingverträgen die folgende Klausel: „The undersigned will promptly furnish to Moody's all pertinent financial reports and other information and data required by Moody's in order that Moody's may appraise the applicant“.

42 Begriff der „Basisanalyse“ von Vetter, WM 2004, 1701, 1702. Gegenstände des sog. Ratinghauptgesprächs sind u.a. die Unternehmensentwicklung, Unternehmensstrategie, Führungsgrundsätze, operative Stellung des Unternehmens, Finanzsystem und Rechnungslegungsgrundsätze. Dazu Berblinger, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 61 f.

43 Berblinger, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 69.

44 Näher zu Länderrisiken: S&P Corporate Ratings Criteria 2008; Schwarcz, 2002 U. Ill. L. Rev. 1, S. 1, 8, Fn. 53.

45 Dazu Schwarcz, 2002 U. Ill. L. Rev. 1, S. 1, 8, die Rede ist in diesem Zusammenhang auch von einer „sovereign ceiling“, d.h. von einer hoheitlichen Obergrenze.

tätig ist.⁴⁶ Es folgt eine Analyse des Emittenten anhand unternehmensbezogener Aspekte. Entscheidend sind unter finanziellen Gesichtspunkten die betriebswirtschaftlichen Kennzahlen, wie z.B. die Eigenkapitalausstattung, die Verschuldung, die Finanzierungspolitik, die Ertragskraft und der erwirtschaftete Cashflow des Emittenten.⁴⁷ Die Ermittlung dieser Kennzahlen setzt die Kenntnis der im jeweiligen Herkunftsland gültigen Rechnungslegungsstandards voraus. Die Prüfergebnisse bedürfen der Vereinheitlichung, um die Vergleichbarkeit von Emittenten aus verschiedenen Ländern zu gewährleisten.⁴⁸

Daneben werden auch *qualitative* Kriterien berücksichtigt, wie z.B. Leistungsfähigkeit und Erfahrung des Managements, Geschäftsstrategie, Corporate Governance, Innenorganisation und Kommunikation.⁴⁹ Diese Faktoren sind praktisch nicht quantifizierbar und unterliegen der subjektiven Einschätzung durch die Analysten. Die Einzelheiten dieses standardisierten Verfahrens werden von den Agenturen nicht offengelegt. Die Frage, welche quantitativen und qualitativen Kriterien in die Bewertung einfließen und welches Gewicht den verschiedenen Faktoren beigemessen wird, wird von den Agenturen wie ein Betriebsgeheimnis gehütet.⁵⁰ Bekannt ist, dass Standard & Poor's, einem bestimmten Reglement folgend, quantitative Kriterien in den Vordergrund stellt. Moody's hingegen soll dem Vernehmen nach eher subjektiv anhand qualitativer Kriterien bewerten.⁵¹

Im Anschluss an die Bewertung des Emittenten erfolgt gegebenenfalls eine Prüfung der konkreten Emission. Es wird die Stellung der Anleihegläubiger im Falle von Zahlungsschwierigkeiten des Emittenten bzw. im Falle einer Insolvenz des Emittenten untersucht. Die Stellung der Anleihegläubiger verbessert sich durch etwaige Kreditsicherheiten. Sie kann aber auch z.B. durch verklausulierte Nachrangigkeitsvereinbarungen beeinträchtigt sein.⁵² Auf Grundlage der einzelnen Analyseergebnisse stimmt ein interner Ausschuss der Ratingagentur über die endgültige Benotung des Emittenten ab. Der Ausschuss setzt sich aus Mitarbeitern verschiedener Büros und Abteilungen zusammen. Dies soll eine möglichst konsistente Benotung

46 Näher zu sog. Transfer- bzw. Konvertibilitätsrisiken und zu Branchenrisiken *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 64 ff.

47 *Vetter*, WM 2004, 1701, 1703.

48 Näher zur Berücksichtigung betriebswirtschaftlicher Kennzahlen *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 70.

49 *Kischewski/Müller*, AiB 2005, 40.

50 Gerechtfertigt wird die Geheimhaltung in S&P Corporate Ratings Criteria 2008 folgendermaßen: „To maintain the integrity and objectivity of our rating process, our internal deliberations and the identities of those who sat on a rating committee are kept confidential and not disclosed to the issuer.“; dazu kritisch *Partnoy*, in: Levich/Majnoni/Reinhart (Hrsg.), Rating Agencies, S. 65, 73: „This secretive, qualitative process is not the type of process one would expect if the agencies had survived based on their ability to accumulate reputational capital.“; *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 605; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1703, 1706.

51 Näher *Coffee*, Stellungnahme vor dem SBC v. 26.9.2007, S. 12.

52 Dazu *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 63.

gewährleisten und Gefälligkeitsratings verhindern.⁵³ Die Zusammensetzung des Gremiums wird dem bewerteten Emittenten nicht bekannt gegeben.⁵⁴ Das auf diese Weise festgesetzte Rating wird dem Emittenten unter Angabe der für die Bewertung wesentlichen Gesichtspunkte mitgeteilt. Der Emittent erhält Gelegenheit, Fehleinschätzungen anhand zusätzlicher Informationen zu korrigieren.⁵⁵ Beim Auftragsrating hängt die Veröffentlichung des Ratingurteils zumeist von der Zustimmung des Emittenten ab.⁵⁶ Die Veröffentlichung erfolgt dann über die Publikationsorgane der Ratingagentur, die das Rating z.B. auf ihrer Webseite abrufbar hält, und in den Medien. Zahlende Abonnenten der Ratingurteile erhalten detaillierte Berichte.⁵⁷

3. Überwachung der Ratings

Da die Ratingurteile nicht stichtagsbezogen erstellt werden, sondern während der gesamten Laufzeit der Anleihe eine aktuelle Bonitätseinstufung gewährleisten sollen, werden sie durch sog. „Surveillance Teams“ der Agenturen beobachtet und zumindest jährlich überprüft.⁵⁸ Erforderlichenfalls erfolgt eine solche Überprüfung auch ohne Mitwirkung des Emittenten.⁵⁹ Eine außerplanmäßige Überprüfung findet statt, wenn unvorhergesehene Veränderungen der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen, sowie Restrukturierungs-, Fusions-, Akquisitions- oder Übernahmevorhaben, die Entwicklung des Unternehmens wesentlich beeinflussen.⁶⁰ Die Ratingagenturen reagieren gegebenenfalls durch eine Anpassung der Bonitätsbewertung, indem sie den Emittenten auf- oder abstufen (sog. „upgrading“ bzw. „downgrading“). Bei hinreichender Wahrscheinlichkeit einer Ratingänderung werden die Emittenten bis zu der Vornahme der Änderung auf besonderen Überwachungslisten geführt, um eine frühzeitige Information der Anleger zu gewährleisten.⁶¹

53 *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 58.

54 *Vetter*, WM 2004, 1701, 1703.

55 *Everling*, Credit Rating, S. 118 f.

56 *Göres*, Kapitalmarktinformation, § 31 Rn. 53 m.w.N. in Fn. 114; im Unterschied hierzu bedürfen Ratings öffentlicher Finanzierungen in den USA keiner vorherigen Zustimmung des Emittenten, vgl. S&P Corporate Ratings Criteria 2008: "In the U.S., Standard & Poor's assigns and publishes its ratings irrespective of issuer request, if the financing is a public deal. [...] In most markets outside the U.S., ratings are assigned only on request, so the company can choose to make its rating public or to keep it confidential."

57 *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 605.

58 *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 1, 4.

59 Dazu *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 60 f.; *Meyer-Parpart*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 118 ff.

60 *Vetter*, WM 2004, 1701, 1702 f.

61 Vgl. S&P „CreditWatch“ sowie Moody's „Watchlist“ (beide abrufbar auf den Webseiten der Agenturen); angekündigt wird auch die voraussichtliche Art der Änderung.

II. Auftragsloses Rating

Von dem Normalfall des auftragsgebundenen Ratings unterscheidet man das auftragslose Rating.⁶² Dieses wird ohne Antrag des Emittenten und zumeist auch ohne dessen Mitwirkung auf Eigeninitiative der Ratingagentur oder im Auftrag eines Dritten erstellt.⁶³ Vornehmlich wird das auftragslose Rating von denjenigen Agenturen praktiziert, die sich ausschließlich durch den Verkauf ihrer Publikationen an Investoren finanzieren.⁶⁴ Darüber hinaus werden Ratingagenturen von sich aus tätig, um anhand einer möglichst umfassenden Bewertung aller gehandelten Wertpapiere, die Vergleichbarkeit von Unternehmensbonitäten über Branchen- und Ländergrenzen hinweg zu gewährleisten.⁶⁵ Diesen sog. „informationellen Netzwerkeffekt“⁶⁶ können sie nur erzeugen, wenn sie über eine Mindestanzahl von Ratings pro Branche und Land verfügen.⁶⁷ Die großen Ratingagenturen differenzieren bei dieser Praxis nach dem Herkunftsland des Emittenten und der Größe der Emission. Beispielsweise unterzieht Standard & Poor's US-Unternehmensanleihen ab einem Emissionsvolumen von 100 Mio. US-\$ auch ohne Antrag des Emittenten einem Rating.⁶⁸ Auf internationaler Ebene wird eine Emission nur dann auftragslos bewertet, wenn bereits eine frühere Emission des gleichen Emittenten durch die Agentur bewertet wurde.⁶⁹

Ohne Mitwirkung des Emittenten kann die Ratingagentur regelmäßig nur auf die öffentlich zugänglichen Unternehmensdaten zugreifen. Qualitative Kriterien bleiben zumeist unberücksichtigt.⁷⁰ Aufgrund der beschränkten informationellen Grundlage liegen Aussagekraft und Marktakzeptanz der auftragslosen Ratings deutlich niedriger als bei den auftragsgebundenen Ratings.⁷¹ Dem Vorwurf einer möglichen Verwirrung der Anleger, die nicht erkennen können, auf welcher Informationsbasis das Rating zustande kam,⁷² begegnen die Ratingagenturen, indem sie auftrags-

62 Sog. „unsolicited rating“, dazu *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 1, 4.

63 Die im Auftrag eines Dritten erstellten Ratings werden als „investor initiated ratings“ bezeichnet, vgl. *Krämer*, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg.), Externes Rating, S. 6, m.w.N. in Fn. 2.

64 So z.B. die 1995 gegründete und seit Ende 2007 als NRSRO anerkannte US-amerikanische Agentur Egan-Jones, die sich nur durch institutionelle Investoren finanziert. Dazu *Zimmer*, FS Hopt, 2689, 2705; *Balzli/Hornig*, SPIEGEL v. 4.5.2009, S. 64.

65 Hiervon zu unterscheiden ist die missbräuchliche Praxis aufgedrängter Ratings, welche die Emittenten zu einer Beauftragung veranlassen sollen; näher auf S. 78 ff.

66 Begriff von *Krämer*, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg.), Externes Rating, S. 3, 5 a.E.

67 So kommt es, dass insbesondere kleine (emittentenfinanzierte) Agenturen auftragslos raten, vgl. *Krämer*, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg.), Externes Rating, S. 3, 6.

68 Vgl. S&P Corporate Ratings Criteria 2008 unter „Our Rating Process“; *White*, in: *Levich/Majnoni/Reinhart* (Hrsg.), Rating Agencies, S. 41, 45.

69 *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 1, 3.

70 *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 606.

71 *Vetter*, WM 2004, 1701, 1703.

72 Vgl. den Vorwurf bei *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 1, 8; *Everling*, Credit Rating, S. 55 f.

lose Ratingurteile durch das Kürzel „PI“ für Public Information kennzeichnen, während ein auftragsgebundenes quantitatives Rating durch das Kürzel „q“ gekennzeichnet wird.⁷³

III. Ratingsymbole

Die Ratingurteile werden in komprimierter Form als Note dargestellt, die symbolartig aus einer Kombination von Buchstaben, Ziffern und Zeichen besteht.⁷⁴ Die Bewertungsskalen der verschiedenen Agenturen variieren im Detail, orientieren sich aber insgesamt an den Vorgaben der Marktführer Standard & Poor's und Moody's.⁷⁵ Jeder Notenstufe ist eine Definition zugeordnet, die jedoch aufgrund ihrer offenen Formulierung nur im Gesamtzusammenhang zum Verständnis des beschriebenen Bonitätsrisikos beiträgt.⁷⁶ Bei der Bewertung wird zwischen langfristigen und kurzfristigen Schuldverschreibungen mit jeweils eigenen Rating-Skalen differenziert.⁷⁷ Langfristige Schuldverschreibungen sind solche mit Ursprungslaufzeiten von über einem Jahr.⁷⁸ Die Notenskala reicht bei den langfristigen Schuldverschreibungen bei Standard & Poor's und Fitch von „AAA“ als bestmöglicher Bewertung über insgesamt zwanzig Stufen bis „D“ als negativster Bewertung. Im Bereich der kurzfristigen Schuldverschreibungen, zu denen insbesondere die sog. „commercial papers“⁷⁹ zählen, reicht die Notenskala von „A-1“ über insgesamt sechs Stufen bis „C“. Entscheidende Bedeutung kommt bei der Einstufung einer Anleihe dem Umstand zu, ob die Anleihe dem relativ sicheren „investment grade“-Bereich oder dem spekulativen

73 Vgl. die Empfehlung des IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (05/2008), fund. 3.9; dazu *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 606; *Szwarcz*, 2002 U. Ill. L. Rev. 1, S. 1, 17 f.

74 *Krämer*, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg.), Externes Rating, S. 3, 11.

75 Beispielhaft abgedruckt finden sich die Skalen von S&P, Moody's und Fitch bei *Göres*, Kapitalmarktinformation, § 25 Rn. 4.

76 So der verbreitete Vorwurf, etwa bei *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346, 1347: die Definitionen seien „bewusst weich“ gehalten. Beispielsweise wird „A“ von S&P folgendermaßen definiert: „An obligation rated „A“ is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than obligations in higher rated categories. However, the obligor's capacity to meet its financial commitment on the obligation is still strong.“

77 Kurzfristige Schuldverschreibungen gelten aufgrund der besseren Vorhersehbarkeit zukünftiger Ereignisse als weniger riskant. Vgl. *Szwarcz*, 2002 U. Ill. L. Rev. 1, S. 7.

78 *Berblinger*, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), Rating, S. 21, 32.

79 Commercial Papers (CP, zu deutsch: Geldmarktpapiere) werden zur kurzfristigen Geldbeschaffung von Nicht-Banken mit fixem Fälligkeitsdatum revolving ausgegeben; sie sind nicht gesondert besichert („promissory notes“) und setzten daher ein hervorragendes Emittentenrating voraus. Dazu *Szwarcz*, 2002 U. Ill. L. Rev. 1, S. 1, 7 Fn. 42; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.22.