Europäische Hochschulschriften

Moritz Schuler

Regulierung und zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen

PETER LANG

Europäische Hochschulschriften

Publications Universitaires Européennes
European University Studies

Reihe II
Rechtswissenschaft

Série II Series II
Droit
Law

Bd./Vol. 5399

PETER LANG
Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Moritz Schuler

Regulierung und zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen

PETER LANG
Internationaler Verlag der Wissenschaften

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2012

D 16
ISSN 0531-7312
ISBN 978-3-631-63849-1 (Print)
ISBN 978-3-653-02555-2 (E-Book)
DOI 10.3726/978-3-653-02555-2

© Peter Lang GmbH
Internationaler Verlag der Wissenschaften
Frankfurt am Main 2012
Alle Rechte vorbehalten.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

www.peterlang.de

Meinen Eltern

VORWORT

Die Anregung des Themas der vorliegenden Dissertation verdanke ich meinem verehrten Doktorvater Professor Dr. Werner Ebke, der seine eigene Dissertation zu einer im Hinblick auf die Prüfung des bürgerlichen Haftungsrechts ähnlich gelagerten Rechtsfrage verfasst hat. Seine Anregungen und kritischen Anmerkungen haben dieses Werk in seiner endgültigen Form geprägt. Ebenso danke ich Herrn Professor Dr. Andreas Piekenbrock, der das Zweitgutachten zu der Dissertation übernommen hat.

Die Arbeit wurde im April 2011 abgeschlossen; später Erschienenes wurde nach Möglichkeit, jedoch – insbesondere hinsichtlich der US-amerikanischen Literatur – ohne Anspruch auf Vollständigkeit eingearbeitet. Berücksichtigt wurde insbesondere die am 1.6.2011 in Kraft getretene Verordnung 2011/513/EG, die den institutionellen Rahmen des zwischenzeitlich auf europäischer Ebene angesiedelten Registrierungsverfahrens für in der europäischen Gemeinschaft angesiedelte Ratingagenturen grundlegend neu gestaltet.

Meine Familie hat mich bei meiner Ausbildung stets in jeder Hinsicht und ohne Vorbehalte unterstützt. Meinen Eltern widme ich diese Arbeit.

München, im September 2012 Moritz Schuler

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis 13

§ 1: Einführung 20

A. Problemstellung 20

B. Zielsetzung und Gang der Untersuchung 21
I. Geeignetheit der europäischen Rating-Verordnung 22
II. Erforderlichkeit einer Regulierung des Ratingwesens 23

Erster Teil: Grundlagen des Ratingwesens und seine Funktion im Kapitalmarkt 27

§ 2: Ratingbegriff und Ratingverfahren 27

A. Begriff des Rating 27

B. Ratingverfahren und Ratingsymbole 28
I. Auftragsgebundenes Rating 29
1. Informationsbeschaffung 29
2. Bewertung und Entscheidung 30
3. Überwachung der Ratings 32
II. Auftragsloses Rating 33
III. Ratingsymbole 34

§ 3: Bedeutung und Verwendung externer Ratings 35

A. Ursachen der wachsenden Relevanz von Ratingurteilen 36
I. Globalisierung der Kapitalmärkte 36
II. Disintermediation 37
III. Verbriefung 38
IV. Finanzinnovationen 39
V. Zunehmende legislatorische Indienstnahme der Ratingurteile 41
1. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts 41
2. Alternative Regulierungsansätze 43
3. Auswirkungen auf das Ratingwesen 44

B. Bedeutung und Verwendung in modernen Finanzmärkten 45
I. Bedeutung für emittierende Unternehmen 45
1. Emissionspreisfindung 46

2. Werbung um Investoren 47
3. Einfluss des Ratings auf die Unternehmensfinanzierung 47
II. Bedeutung für Anleger 49
III. Volkswirtschaftliche Bedeutung 51
IV. Aufsichtsrechtliche Verwendung von Ratings 52
1. Rechtslage in den Vereinigten Staaten 52
2. Eigenkapitalregulierung durch den zweiten Baseler Kapital-Akkord (Basel II) 55
a) Ausgangspunkt: Erster Baseler Kapital-Akkord 57
b) Zweiter Baseler Kapital-Akkord 57
(1) Umsetzung der Empfehlungen in deutsches Recht 58
(2) Möglichkeiten der Feststellung des Kreditrisikos 59
(3) Zwischenergebnis 61
3. Sonstige Fälle aufsichtsrechtlicher Inbezugnahme von Ratingurteilen 61
V. Einwirkung des Ratings auf Vertragsverhältnisse Dritter 62
1. Ratings als Gegenstand vertraglicher Bezugnahme 62
2. Aufklärungspflicht und Haftung von Anlageberatern 63

C. Zwischenbetrachtung: Einfluss der Ratingagenturen auf das Marktverhalten 65

§ 4: Fehlentwicklungen und Defizite der aktuellen Ratingpraxis 66

A. Strukturelle Defizite 67
I. Oligopolistische Marktstruktur 67
1. Konzentration der Marktmacht 67
2. Ursachen der Oligopolbildung 68
II. Vergütungsstruktur und Interessenkonflikte 70
1. Finanzierung des Ratingwesens 70
2. Abhängigkeit der Ratingagenturen? 71
3. Rating und Consulting 73

B. Praktische Defizite 74
I. Mangelnde Ratingqualität 74
1. Absenkung der Bewertungskriterien im Wettbewerb um Marktanteile 75
2. Verspätete Anpassung der Bonitätsbewertung 76
II. Aufgedrängte Ratings 78
III. Mangelnde Transparenz von Ratingurteil und -methode 80

C. Zwischenbetrachtung: Defizite im Ratingwesen 82

Zweiter Teil: Stand der gegenwärtigen Regulierung des Ratingwesens 84

§ 5: Empfehlungen der IOSCO im Wertpapierbereich 84

A. Struktur und Funktion der IOSCO 85

B. Inhaltliche Vorgaben des IOSCO-Verhaltenskodex 86
I. Anforderungen an das Ratingverfahren 86
II. Unabhängigkeit der Agenturen und Vermeidung von Interessenkonflikten 87
III. Geheimhaltung interner Informationen und Ratingveröffentlichung 89
1. Schutz vertraulicher Informationen 89
2. Publizitätspflichten der Agenturen 90
a) Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 1 WpHG? 90
b) Weitere Publizitätspflichten 92
IV. Keine materielle Regulierung der Ratingmethode 92
V. „Verschärfung" des Verhaltenskodex im Jahr 2008 93

C. Realisierung und Effektivität des Verhaltenskodex 94
I. Umsetzung durch die Ratingagenturen 95
1. Überwachung der Umsetzung durch den CESR 95
2. Zwischenbetrachtung 97
II. Bewertung: Effektivität der Vorgaben? 98
1. Vorzüge der Selbstregulierung 99
2. Notwendigkeit einer rechtsverbindlichen Durchsetzung? 100
a) Faktische Verbindlichkeit des Verhaltenskodex 100
b) Gegenansicht 101
c) Verbindlichkeit nur bei aufsichtsrechtlicher Verwendung 103
d) Bewertung 104

§ 6: Zweckgebundene Regulierung des Ratingwesens 105

A. NRSRO-Regulierung in den USA 106
I. Ausgangslage vor Erlass des CRA Reform Act 106
1. Ursprüngliches NRSRO-Konzept der SEC 107
2. Auswirkungen auf das Ratingwesen 108
3. Aufsichtsrechtliche Korrekturversuche der SEC 109
II. Regulierung der Zulassung durch den CRA Reform Act 111
1. Zulassungsverfahren 111
2. Materielle Voraussetzungen der Zulassung 112
a) Legaldefinition des NRSRO-Begriffs 112
b) Weitere Zulassungsvoraussetzungen 113
3. Überwachung der NRSROs durch die SEC 114
4. Ergänzung der NRSRO-Regeln und weitere Entwicklung ab 2009 116

III. Zwischenbetrachtung: Auswirkungen auf den US-amerikanischen Ratingmarkt 117

B. ECAI-Regulierung nach dem zweiten Baseler Kapital-Akkord 118
I. Anerkennungsverfahren 119
II. Materielle Voraussetzungen der Anerkennung 120
III. „Überwachung" der ECAIs durch die BaFin 121
IV. Zwischenbetrachtung: Auswirkungen auf den Ratingmarkt 123

C. Steuerungswirkung der materiellen Vorgaben? 124

§ 7: Ratingregulierung durch den europäischen Gesetzgeber 126

A. Paradigmenwechsel im europäischen Aufsichtsrecht 126
I. Ursprüngliches Konzept der EU-Kommission: „wait and see" 126
II. Änderung dieses Konzepts 128

B. Zulassung von Agenturen zum europäischen Ratingmarkt 130
I. Anwendungsbereich der Registrierungspflicht 130
1. Ratingagenturen mit Sitz in der Europäischen Gemeinschaft 131
2. Anerkennung „außereuropäischer" Ratings 132
II. Registrierungsverfahren 133
1. Registrierung auf nationaler Ebene 133
2. Registrierung durch die ESMA 135
III. Mit der Zulassung verbundene materielle Vorgaben 136
1. Vermeidung von Interessenkonflikten 137
2. Sicherung der Ratingqualität 140
3. Transparenz des Ratingverfahrens 141

C. Überwachung der registrierten Agenturen 142

D. Zwischenbetrachtung: Geeignetheit der europäischen Regulierung? 144
I. Relevanz der Geeignetheitsprüfung 145
II. Effektivität der materiellen Vorgaben? 148
III. Durchsetzbarkeit und Regelungsdichte als wesentliche Unterschiede? 148
IV. Weitere Bewertung 150

Dritter Teil: Erforderlichkeit einer Regulierung des Ratingwesens? 152

§ 8: Verhaltenssteuerung als Funktion des Haftungsrechts 154

A. Verhaltenssteuerrung als Privatrechtsfunktion 154
I. Verfassungsmäßigkeit privatrechtlicher Verhaltenssteuerung 155
II. Systematische Betrachtung 157
III. Zwischenergebnis 159

B. Präventionsfunktion des Haftungsrechts? 159
I. Schadensabnahme (Ausgleichsfunktion) 160
II. Schadensvermeidung durch Prävention 161
III. Zwischenergebnis 162

C. Funktionsbedingungen einer haftungsrechtlichen Verhaltenssteuerung 162
I. Feststehende materielle Verhaltensstandards 164
II. Effektive Durchsetzbarkeit der Ersatzansprüche 165
III. Auswirkungen einer möglichen Versicherbarkeit? 165

§ 9: Haftung der Agenturen für fehlerhafte Ratingurteile 167

A. Anwendbarkeit deutschen Haftungsrechts 168
I. Vertragliche Schuldverhältnisse 169
1. Parteiautonome Rechtswahl 170
2. Mangels Rechtswahl anzuwendendes Recht 171
a) Grundzüge 171
b) Anwendung auf Ratingagenturen 172
II. Außervertragliche Schuldverhältnisse 173
1. Parteiautonome Rechtswahl 175
2. Objektive Anknüpfung 176

B. Anknüpfungspunkte einer Haftung 177
I. Fehler im Ratingergebnis 177
II. Fehler bei der Ratingerstellung 179
1. Orientierung an aufsichtsrechtlichen Empfehlungen und Vorgaben 180
2. Vgl. die privatrechtliche Relevanz der §§ 31 ff. WpHG 182
3. „Warentest-Rechtsprechung“ des BGH 184
III. Rating ohne ausreichende Datengrundlage 185
IV. Unterlassene Anpassung der Bonitätsbewertung 187
V. Zwischenergebnis 188

C. Haftung gegenüber bewerteten Emittenten 189
I. Vertragliche Haftung bei Ratingerstellung auf Antrag des Emittenten 189
1. Rechtliche Qualifikation des Ratingvertrags 190
a) Entgeltliche Geschäftsbesorgung 190
b) Werkvertragliche Qualifikation 191
c) Zwischenergebnis 193
2. Haftungsrelevante Pflichten der Ratingagentur 194
a) Mangelfreie Ratingerstellung gem. § 633 Abs. 1 BGB 194
b) Sonstige Pflichten 196
(1) Geheimhaltung vertraulicher Informationen und Verwertungsverbot 196
(2) Aufklärung bei Änderungen der Ratingmethode 197
(3) Hochstufung bei Bonitätsverbesserung 198

3. Weitere anspruchsbegründende Voraussetzungen 199
II. Deliktsrechtliche Haftung 200
1. Vorüberlegung: Deliktsrechtlicher Schutz des Vermögens? 201
2. Anspruch aus § 824 BGB 202
a) Rating als Tatsachenbehauptung 202
(1) Grundsätzliche Abgrenzungsvorgaben 203
(2) Qualifikation des Ratingurteils 204
(3) Zwischenergebnis 206
b) Rechtswidrigkeit 207
3. Anspruch aus § 826 BGB 208
4. Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB 210
a) „Sonstige Rechte" des bewerteten Unternehmens 210
(1) Allgemeines Persönlichkeitsrecht 211
(2) Eingerichteter und ausgeübter Gewerbebetrieb 213
b) Rechtswidrigkeit der Verletzung 214
(1) Abwägungsrelevante Rechtspositionen der Ratingagenturen 214
(2) Anwendung des für Warentests geltenden Prüfungsmaßstabs? 216
(a) Meinungsstand in Literatur und obergerichtlicher Rechtsprechung 216
(b) Bewertung 217
(c) Zwischenergebnis 218
(3) Vornahme der Güterabwägung 218
5. Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG 220
III. Negatorische Ansprüche des bewerteten Emittenten 221
IV. Zwischenbetrachtung: Haftung gegenüber bewerteten Emittenten 222

D. Haftung gegenüber Anlegern 223
I. Vertragliche Haftung 224
1. Haftung auf bezugsvertraglicher Grundlage 225
a) Rechtsnatur des Bezugsvertrags 225
b) Gewährleistungspflichtigkeit der Agenturen? 226
(1) Zur alten Rechtslage 226
(2) Änderungen im Zuge der Schuldrechtsmodernisierung 228
(3) Zwischenbetrachtung: Unrichtiges Rating als Sachmangel 229
c) Sonstige Pflichten der Ratingagenturen 230
2. Haftung aufgrund konkludenten Auskunftsvertrags 231
a) Voraussetzungen 232
b) Anwendung auf Ratingurteile 234
c) Stellungnahme 234
II. „Dritthaftung" der Ratingagenturen 236
1. Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte 237

a) Rechtsdogmatische Verortung 238
b) Vertragshaftung ohne Vertragsbeziehung? 240
c) Voraussetzungen einer Einbeziehung im Einzelnen 240
(1) „Leistungsnähe“ 241
(2) Einbeziehungsinteresse des Gläubigers 242
(a) Richterrechtliche Vorgaben 242
(b) Anwendung auf Ratingverträge 243
(c) Stellungnahme 244
(3) Überschaubarkeit des Haftungsrisikos 247
(4) Zwischenergebnis 249
2. Eigenhaftung gem. § 311 Abs. 3 S. 1 bzw. S. 2 BGB 250
a) Unmittelbares wirtschaftliches Eigeninteresse 251
b) Inanspruchnahme besonderen Vertrauens gem. § 311 Abs. 3 S. 2 BGB 252
(1) Voraussetzungen 252
(2) Anwendung auf Ratingagenturen 254
c) Zwischenergebnis 257
III. Vermögensanlagegesetzliche Prospekthaftung 258
IV. Zivilrechtliche Prospekthaftung 259
V. Deliktsrechtliche Haftung 261
1. Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB 261
a) §§ 263, 264a StGB als Schutzgesetze 262
b) § 34b WpHG als Schutzgesetz 263
(1) Anwendbarkeit auf Ratingagenturen 263
(2) Schutzgesetzeigenschaft 265
c) Verkehrspflichten als Schutzgesetze 267
d) Rating-Verordnung als Schutzgesetz 268
2. Anspruch aus § 826 BGB 269
VI. Zwischenbetrachtung: Haftung gegenüber Anlegern 271

E. Weitere Voraussetzungen einer materiellen Haftung 271
I. Ersatzfähige Schäden 272
1. Schäden auf Seiten des Emittenten 272
2. Schäden auf Seiten der Anleger 274
II. Keine Haftungsfreizeichnung 276
1. Freizeichnung gegenüber Emittenten 277
a) Grobe Fahrlässigkeit 278
b) Einfache Fahrlässigkeit 278
2. Freizeichnung gegenüber Anlegern 280

§ 10: Durchsetzbarkeit materieller Ansprüche 281

A. Beweislast und Beweisführung 282
I. Problemstellung 283

II. „Umverteilung“ der Beweislast zulasten des Schuldners 285
1. Objektive Pflichtwidrigkeit 285
2. Haftungsbegründende Kausalität 287
3. Haftungsumfang gem. § 287 ZPO 291
III. Erleichterungen bei der Beweisführung 293
1. Grundsätzliche Verteilung der Darlegungslast 293
2. Sekundäre Darlegungs- oder Behauptungslast 294
3. Freie richterliche Beweiswürdigung 296

B. Materiellrechtliche Auskunftsansprüche 297
I. Auskunftspflicht nach Treu und Glauben 299
II. Voraussetzungen der „allgemeinen“ Auskunftspflicht 299
1. Rechtliche Sonderverbindung 300
2. Entschuldbare Unkenntnis seitens des Auskunftsberechtigten 302
3. „Unschwere“ Auskunftsmöglichkeit 303
III. Zwischenergebnis 304

C. Zwischenbetrachtung: Durchsetzbarkeit materieller Ansprüche 305

Vierter Teil: Regelungswirkung des Wettbewerbs 307

§ 11: Effektiver Reputationswettbewerb im Ratingwesen 307

A. Ratings als „Vertrauensgüter“ 307

B. Einwände gegen einen funktionierenden Reputationswettbewerb 308
I. Asymmetrische Struktur der Vergütung 309
II. Unzureichende Kontrolle der Ratingqualität 311
1. Verbreitete Kritik 311
2. Kontrolle anhand kollektiver Erhebungen 312
3. Zwischenergebnis 313
III. Regulatorische „Verzerrung“ des Wettbewerbs 314

C. Ergebnis zur Regelungswirkung des Wettbewerbs 315

Schlussbetrachtung 316
I. Geeignetheit der europäischen Rating-Verordnung 316
II. Erforderlichkeit einer Regulierung des Ratingwesens 317

Literaturverzeichnis 321

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
a.M.	am Main
Am. J. Comp. L.	The American Journal of Comparative Law
abl.	ablehnend
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis, Zeitschrift
ACRAA	Association of Credit Rating Agencies in Asia
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFCRA	ASEAN Forum of Credit Rating Agencies
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGG	Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
Am	American
AMF	Autorité des marchés financiers
Ariz.	Arizona
Art.	Artikel
Ausn.	Ausnahme
ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater, Zeitschrift
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
Bd.	Band
Bearb.	Bearbeitung

BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Begr.	Begründung
BegrRegE	Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung
bej.	bejahend
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Zeitschrift
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT-Drucks.	Bundestag-Drucksache
Bus.	Business
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c.i.c.	culpa in contrahendo
ca.	circa
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CESR	Committee of European Securities Regulators
CGFS	Committee on the Global Financial System
Comp.	Comparative
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
CP	Commercial Paper
CRAs	credit rating agencies
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb, Zeitschrift
DBRS	Dominion Bond Rating Services
ders.	derselbe
DFA	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
dies.	dieselbe
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DVBl	Deutsches Verwaltungsblatt, Zeitschrift
e.V.	eingetragener Verein
ECAI	External Credit Assessment Institution
ECMH	efficient capital market hypothesis

EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
einschr.	einschränkend
engl.	englisch
entspr.	entsprechend
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESME	European Securities Markets Expert Group
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGVVO	Verordnung über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen
EUV	Vertrag über die Europäische Union in der Fassung des Vertrags von Lissabon
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Zeitschrift
EVÜ	Europäisches Schuldvertragsübereinkommen
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
fn.	footnote
Fn.	Fußnote
FRB	Federal Reserve Board
FS	Festschrift
FSF	Financial Stability Forum
FTD	Financial Times Deutschland
fund.	fundamental
gem.	gemäß
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GRR	Global Risk Regulator, Zeitschrift
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht, Zeitschrift
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
h.Lit.	herrschende Literatur
h.M.	herrschende Meinung
H.R.	House Resolution
HGB	Handelsgesetzbuch
hins.	hinsichtlich
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.E.	im Ergebnis
i.R.d.	im Rahmen des/der
i.S.d.	im Sinne des
i.Ü.	im Übrigen
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
ifo	Akronym aus Information und Forschung
IHR	Internationales Handelsrecht, Zeitschrift
Ill.	Illinois
Inc.	Incorporated
Int'l	International
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPRax	Praxis des internationalen Privat- und Verfahrensrechts, Zeitschrift
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
IWK	Institut für Wirtschaftsanalyse und Kommunikation
J.	Journal
JuS	Juristische Schulung, Zeitschrift
JZ	Juristenzeitung, Zeitschrift
KritVj	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft, Zeitschrift
KWG	Kreditwesengesetz
L.	Law
L. Rev.	Law Review
Legis.	Legislative
Lit.	Literatur

Ltd.	Limited
m.E.	meines Erachtens
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Mio.	Million
MIT	Massachusetts Institute of Technology
Mrd.	Milliarde
MüKo	Münchener Kommentar
NAIC	National Association of Insurance Commissioners
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift, Zeitschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report, Zeitschrift
No.	number
Nr.	Nummer
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
NuR	Natur und Recht, Zeitschrift
NYSE	New York Stock Exchange
NYU	New York University
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv, Zeitschrift
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OPEC	Organization of Petroleum Exporting Countries
Pol'y	Policy
ProdHaftG	Produkthaftungsgesetz
Q. J. Econ.	Quaterly Journal of Economics
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft, Zeitschrift
RL	Richtlinie
RMBS	Residential mortgage backed securities
Rspr.	Rechtsprechung
S&P	Standard & Poor's

S.	Seite
SBC	Senate Banking Committee
SchiedsVZ	Zeitschrift für Schiedsverfahren, Zeitschrift
SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte/r
SolvVO	Solvabilitätsverordnung
st.	ständige
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Standford Journal of Law, Business & Finance
StGB	Strafgesetzbuch
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarkt-recht, Zeitschrift
u.a.	unter anderem
U.	University
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
u.U.	unter Umständen
US	United States
USA	United States of America
v.	vom/von
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadens-recht, Zeitschrift
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
Vorauss.	Voraussetzung(en)
Vorbem.	Vorbemerkung
vorl.	vorliegend
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
VW	Versicherungswirtschaft, Zeitschrift
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
Wash. U.l.Q.	Washington University Law Quarterly
WBl	Wirtschaftsrechtliche Blätter, Zeitschrift
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift
WOZ	Die Wochenzeitung

WPBHV	Wirtschaftsprüfer-Berufshaftpflichtversicherungsverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung, Zeitschrift
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WSJ	The Wall Street Journal
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankenrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Zeitschrift
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Zeitschrift
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Zeitschrift
ZGS	Zeitschrift für das gesamte Schuldrecht, Zeitschrift
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, Zeitschrift
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Zeitschrift
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium, Zeitschrift
ZKredW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Zeitschrift
ZPO	Zivilprozessordnung
zust.	zustimmend
zutr.	zutreffend
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft, Zeitschrift
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess, Zeitschrift

§ 1: Einführung

In einer der Vertragsfreiheit verpflichteten Rechtsordnung muss sich jeder regulierende Eingriff daran messen lassen, ob er nach Inhalt und Gegenstand tatsächlich erforderlich und zu der Erreichung des Regulierungsziels geeignet ist.[1] Da jede Regulierung Kosten verursacht, wird man sich nicht mit der Feststellung bescheiden dürfen, dass das Fehlverhalten Einzelner Anderen im Einzelfall schadet.[2] Vielmehr bedarf es eines klaren wirtschaftlichen Nutzens für die zu regulierende Branche, die Märkte und die Marktteilnehmer, die den mit der Regulierung verbundenen Kontroll- und Durchsetzungsaufwand und den mit der Normbefolgung verbundenen Aufwand rechtfertigt.[3] Diese aus dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit abgeleitete Prämisse entspricht nicht nur verfassungsrechtlichen, sondern auch ökonomischen Erwägungen.

A. Problemstellung

Ratingagenturen sind für den Kapitalmarkt und die Marktteilnehmer von zentraler Bedeutung. Sie bewerten die Kreditwürdigkeit von Unternehmen und Staaten und von durch diese emittierten Wertpapieren. Als Informationsintermediäre geben sie Anlegern eine wichtige Hilfestellung bei der Beurteilung des tatsächlichen Ausfallrisikos einer Kapitalanlage und beim Vergleich verschiedener Anlagealternativen miteinander. Eine positive Bewertung ist nicht nur für die Fremdkapitalaufnahme der Emittenten von Belang, sondern auch für ihren wirtschaftlichen Erfolg insgesamt. Den Ratingagenturen erwächst hieraus eine nicht zu unterschätzende Machtposition.[4] Verstärkt wird diese Machtposition durch die nunmehr auch im deutschen Recht etablierte aufsichtsrechtliche Inbezugnahme von Ratingurteilen bestimmter Agenturen. Die exakte und objektive Bonitätsbewertung hat sich vor diesem Hintergrund zu der unentbehrlichen Grundlage für die Funktionsfähigkeit globalisierter Finanzmärkte entwickelt.[5]

Dessen ungeachtet hat die im Jahr 2008 beginnende Finanz- und Wirtschaftskrise Bedenken an der Integrität und Leistungsfähigkeit der Ratingbranche hervorgerufen und Rufe nach einer rechtsverbindlichen Regulierung des Ratingwesens lauter werden lassen. Nicht nur Großbanken und Finanzaufseher, sondern auch Rating-

1 *Fleischer*, Gutachten 64. Juristentag, F 22.
2 *v. Randow*, ZBB 1995, 140, 144.
3 Vgl. EU-Kommission, Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005-2010), S. 11; ESME's Report to the European Commission (06/2008), S. 22.
4 *Habersack*, ZHR 169 (2005), 185, 186; *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1346; *Däubler*, NJW 2003, 1096, 1097**;** *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 1, 21.
5 *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 613.

agenturen stehen als wichtige Akteure und Mitverursacher der Krise im Mittelpunkt der anhaltenden öffentlichen Kritik.[6] Den Agenturen wird vorgeworfen, insbesondere bei der Bewertung strukturierter Finanzprodukte, fehlerhafte Methoden angewendet und die zugrunde liegenden Risiken nicht erkannt oder unterschätzt zu haben.[7] Den Agenturen wird weiter vorgeworfen, Fehlbewertungen angesichts der hohen Komplexität der zu bewertenden Ratingobjekte sehenden Auges billigend in Kauf genommen zu haben.[8] Viele der überbewerteten Papiere seien erst aufgrund der „Zertifizierung" durch die Agenturen handelbar geworden.

Die zutage getretenen Defizite haben auch den europäischen Gesetzgeber auf den Plan gerufen. Dieser hielt noch Anfang 2006 eine hoheitliche Regulierung des Ratingwesens für nicht erforderlich.[9] Vielmehr sei in diesem Bereich das richtige Verhältnis aus hoheitlicher Regulierung und Selbstregulierung gefunden. Die teils erheblichen Fehlbewertungen bei den strukturierten Finanzierungen und die Verabschiedung des Credit Rating Agency Reform Act of 2006[10] (CRA Reform Act) in den USA gelten als wesentliche Ursachen eines Umdenkens seitens des europäischen Gesetzgebers. Dieser hält heute die Normierung rechtsverbindlicher Vorgaben und deren effektive hoheitliche Durchsetzung für erforderlich. Zu diesem Zweck wurde auf europäischer Ebene ein rechtsverbindliches Registrierungs- und Aufsichtssystem eingeführt, das die in der Europäischen Gemeinschaft ansässigen Ratingagenturen der Kontrolle durch die nationalen Aufsichtsbehörden unterstellt.

B. Zielsetzung und Gang der Untersuchung

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung ist die Prüfung der Erforderlichkeit einer hoheitlichen Regulierung des Ratingwesens im Allgemeinen. Im Besonderen wird die Geeignetheit der unlängst in Kraft getretenen europäischen Verordnung über Ratingagenturen[11] zu der Erreichung des mit ihr verfolgten Regulierungsziels untersucht. Dabei wird auch der bislang weitgehend ungeklärten Frage nachge-

---

6 IOSCO-Report des Technical Committee (05/2008), S. 2 ff.; *Darbellay/Partnoy*, U. San Diego Research Paper No. 12-083, 1 (2012) m.w.N.; *Westlake*, 5 GRR 1, 7 ff. (2007); *White*, Financial Regulation and the Current Crisis, S. 1, 28 ff. (2009); *Richter*, WM 2008, 960, 961; *Deipenbrock*, WM 2007, 2217 f.; *Göres*, Kapitalmarktinformation, § 25 Rn. 44; *Prange*, FAZ v. 23.11.2008, S. 57; *Balzli/Hornig*, SPIEGEL v. 4.5.2009, S. 64.

7 *Darbellay/Partnoy*, U. San Diego Research Paper No. 12-083, 1, 4 f. (2012); *Deipenbrock*, WM 2009, 1165.

8 *Haar*, ZBB 2009, 177, 178 m.w.N.

9 Vgl. EU-Kommission, Mitteilung v. 11.3.2006, 2006/C59/02, ABl. EU 2006 C 59/6.

10 Public Law No. 109-291, 120 Stat. 1327 (2006), in Kraft seit dem 29.9.2006.

11 VO 2009/1060/EG v. 16.9.2009, ABl. EU 2009 302/1 v. 17.11.2009, in Kraft seit dem 17.12.2009 (RatingVO).

gangen, ob die gegenwärtige Regulierungsinitiative die jüngsten Fehlentwicklungen und Fehlbewertungen im Ratingwesen verhindert hätte.[12]

I. Geeignetheit der europäischen Rating-Verordnung

Die Geeignetheit der unlängst in Kraft getretenen europäischen Rating-Verordnung wird im zweiten Teil der Arbeit untersucht. Hierzu wird zunächst der Stand der gegenwärtigen Regulierung des europäischen und des US-amerikanischen Ratingwesens dargestellt. Es werden die wesentlichen Ansatzpunkte dieser Regulierung herausgearbeitet und auf ihre Effektivität hin untersucht. Es wird erörtert, inwieweit die aktuelle europäische Regulierung über die bis dato geltenden Vorgaben inhaltlich und effektiv hinausgeht.

Die Empfehlungen der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO[13] bilden als inhaltliche Grundlage der europäischen Regulierung den Ausgangspunkt der vorliegenden Darstellung.[14] Die IOSCO zielt mit ihren Empfehlungen darauf ab, Zuverlässigkeit, Transparenz und Integrität des Ratingprozesses zu fördern und hierdurch die prognostische Qualität der Bewertungen zu verbessern. Die – rechtlich unverbindlichen – Vorgaben der IOSCO werden von den Agenturen freiwillig in eigene Verhaltenskodizes implementiert. Vorliegend werden nach einer Darstellung der als Verhaltenskodex veröffentlichten materiellen Vorgaben der IOSCO die Vorzüge einer freiwilligen Selbstverpflichtung der Agenturen auf international geltende Standards erläutert. Weiterhin wird der Grad der Umsetzung und Anwendung der Vorgaben der IOSCO durch die Ratingagenturen untersucht.

Im Anschluss hieran wird die gegenwärtige rechtsverbindliche Regulierung des Ratingwesens in den USA und in Europa erörtert. Es geht dabei um solche Ratingagenturen, deren Ratings aufsichtsrechtlich in Bezug genommen werden. Diese Ratingagenturen werden von der SEC bzw. – in Deutschland – von der BaFin überwacht. Eine überblicksartige Darstellung der bereits 2006 in Kraft getretenen US-amerikanischen Regulierung des Ratingwesens[15] bietet sich insofern an, als die mit der Anwendung dieser Vorgaben gemachten Erfahrungen beim Zustandekommen

12 CESR 2nd Compliance Report (05/2008), S. 58 Abs. 257 verneint dies ausdrücklich: „ […] there is no evidence that regulation would have had an effect on the issues which emerged with ratings of US subprime backed securities."; skeptisch ESME's Report to the European Commission (06/2008), S. 22: „[…] the incremental benefits of regulation would not exceed the costs and accordingly is not recommended."; *Coffee*, Stellungnahme vor dem SBC v. 26.9.2007, S. 11: „Although conflicts of interest are critical, it is far from clear that they can simply be eliminated".

13 IOSCO, Code of Conduct Fundamentals in der Fassung von Mai 2008.

14 Vgl. Begr. VO-Entwurf v. 12.11.2008, KOM (2008) 704, S. 3 a.E.

15 Public Law No. 109-291, 120 Stat. 1327 (2006).

der europäischen Regulierung eine entscheidende Rolle gespielt haben.[16] Nach eigenem Bekunden wollte der europäische Gesetzgeber einen Regulierungsrahmen schaffen, der dem US-amerikanischen Regulierungsrahmen gleichwertig ist und sich auf die gleichen Grundsätze stützt.[17] Widersprüche zwischen den Regelwerken sollten vermieden werden. Aufgrund der sich hieraus ergebenden großen Gemeinsamkeiten kann die Geeignetheit der nunmehr in Kraft getretenen europäischen Vorgaben auch anhand der „einschlägigen" Erfahrungen im US-amerikanischen Ratingwesen beurteilt werden. Die im Zuge der Umsetzung des zweiten Baseler Kapitalakkords[18] hoheitlich anerkannten Ratingagenturen unterliegen vergleichbaren materiellen Vorgaben und werden von den nationalen Aufsichtsbehörden überwacht. Nach einer kurzen Darstellung dieser Vorgaben wird insbesondere hier der Frage nachgegangen, inwieweit die untersuchungsgegenständliche europäische Regulierung über die Baseler Vorgaben inhaltlich hinausgeht. Denn der ganz überwiegende Teil der in Deutschland veröffentlichten Ratings unterliegt den Baseler Vorgaben bereits seit dem Jahr 2007. Die Einhaltung dieser Vorgaben wird von der BaFin überwacht.

Die Darstellung der gegenwärtigen Regulierung bildet den Ausgangspunkt einer Beurteilung der Geeignetheit der jüngsten europäischen Regulierungsinitiative. Zu diesem Zweck werden nach einer Abgrenzung des Anwendungsbereichs der Rating-Verordnung zunächst das Registrierungsverfahren und die mit einer Zulassung verbundenen materiellrechtlichen Vorgaben sowie die Überwachung ihrer Einhaltung durch die nationalen Aufsichtsbehörden erörtert. Bei der sich anschließenden Bewertung der Geeignetheit der europäischen Vorgaben wird insbesondere der Frage nachzugehen sein, ob die gegenüber der bisherigen Regulierung als wesentlich ausgemachten Unterschiede einer höheren Regelungsdichte und einer effektiveren Durchsetzbarkeit eine Verbesserung der prognostischen Qualität der vergebenen Ratings nachhaltig gewährleisten können.

II. Erforderlichkeit einer Regulierung des Ratingwesens

Bei der Prüfung der Erforderlichkeit einer hoheitlichen Regulierung des Ratingwesens wird untersucht, ob und gegebenenfalls inwieweit die mit der Regulierung bezweckten Ziele auch ohne einen regulierenden Eingriff erreicht werden. Ein solcher Eingriff wäre dann nicht erforderlich, wenn die bestehende Rechtsordnung den Interessen der beteiligten Parteien gerecht würde und dem Schutzbedürfnis der Kapitalmarktteilnehmer ausreichend Rechnung trüge.[19] Als mögliche Alternative zu einem

16 *Deipenbrock*, WM 2009, 1165, 1168.
17 Begr. VO-Entwurf v. 12.11.2008, KOM (2008) 704, S. 4;
18 BCBS, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards - A Revised Framework (06/2004).
19 *v. Randow*, ZBB 1995, 140, 145.

hoheitlichen Eingriff sind die folgenden privatrechtlichen und marktlichen Steuerungs- und Ausgleichsmechanismen in der nämlichen Reihenfolge auf ihre Wirksamkeit hin zu untersuchen.

Den Ausgangspunkt bilden auch hier die Empfehlungen der IOSCO.[20] Es wird untersucht, inwiefern eine freiwillige Selbstregulierung des Ratingwesens als Alternative zu einer hoheitlichen Regulierung in Betracht kommt. Ob eine Selbstregulierung eine hoheitliche Regulierung ersetzen kann, hängt letztlich davon ab, ob die Ratingagenturen den rechtlich unverbindlichen Empfehlungen die gleiche Beachtung schenken wie rechtsverbindlichen Vorgaben. Letztere sind nur dann erforderlich, wenn dies nicht der Fall ist. Der Grad der Umsetzung und Einhaltung der Vorgaben des Verhaltenskodex wird nicht nur von der IOSCO, sondern auch von der EU-Kommission überwacht und dokumentiert. Anhand dieser Aufzeichnungen kann die für die Untersuchung maßgebliche Effektivität der freiwillig implementierten und angewendeten Verhaltensvorgaben nachvollzogen werden.

Bei den privatrechtlichen Steuerungsmechanismen steht die präventiv verhaltenssteuernde Wirkung des bürgerlichen Haftungsrechts im Mittelpunkt der Untersuchung. Eine tatsächliche Haftung der Ratingagenturen wirkt dabei zunächst ausgleichend. Sie dient dem Schutz der Vermögensinteressen der individuellen Anleger und Emittenten, die durch ein anfänglich oder nachträglich fehlerhaftes Rating geschädigt wurden. Neben dem Ausgleich dient eine mögliche Haftung auch der Prävention. Sehen sich Ratingagenturen einer Haftung gegenüber Emittenten und Anlegern ausgesetzt, so werden sie, um eine Haftung zu vermeiden, bei der Ratingerstellung und bei der Überprüfung veröffentlichter Ratings auf die Einhaltung größtmöglicher Sorgfalt bedacht sein. Angesichts der im Hinblick auf das Ratingergebnis gegenläufigen Interessen von Emittenten und Anlegern befinden sich die Ratingagenturen gegebenenfalls in einer Art „Haftungszange“, der sie sich nur durch Wahrung der verkehrserforderlichen Sorgfalt entziehen können.[21] Es sind daher – nach einer Darstellung der verfassungsrechtlichen Grundlagen und Funktionsbedingungen einer haftungsrechtlichen Verhaltenssteuerung – zunächst die tatbestandlichen Voraussetzungen einer materiellen Haftung der Ratingagenturen gegenüber Emittenten und Anlegern zu untersuchen. Dabei werden zunächst mögliche Anknüpfungspunkte einer haftungsbegründenden Pflichtverletzung seitens der Ratingagenturen herausgearbeitet. Die Frage der Anwendbarkeit deutschen Schuldrechts wird nach der unlängst in Kraft getretenen Rom I-Verordnung[22] zu beurteilen sein. Zunächst wird eine Haftung gegenüber bewerteten Emittenten auf ratingvertraglicher Grundlage erörtert. Der Ausgang der sich anschließenden Prüfung deliktsrechtlicher Haftungs- und Unterlassungsansprüche (auftragslos) bewerteter Emittenten hängt entscheidend

20 IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (05/2008).

21 Anschaulich *Habersack*, ZHR 169 (2005), 185, 207.

22 VO 2008/593/EG v. 17.6.2008, ABl. EU 2008 L 177/6, in Kraft seit dem 17.12.2009. Bei der kollisionsrechtlichen Prüfung der Anwendbarkeit deutschen *Delikts*rechts sind die Vorgaben der Rom II-Verordnung (VO 2007/864/EG v. 11.7.2007, ABl. EU 2007 L 199/40) zu beachten.

von der grundrechtlichen Qualifikation des Ratingurteils ab. Anschließend wird eine Haftung gegenüber geschädigten Anlegern auf bezugsvertraglicher Grundlage geprüft. Ebenfalls geprüft wird die Möglichkeit einer Einbeziehung des allgemeinen Anlegerpublikums in den Schutzbereich des Ratingvertrags zwischen Emittent und Agentur. Die Prüfung der tatbestandlichen Voraussetzungen einer Eigenhaftung der Ratingagenturen gegenüber diesen Anlegern auf Grundlage des § 311 Abs. 3 S. 2 BGB bildet einen weiteren Schwerpunkt der Untersuchung. Schließlich wird die deliktsrechtliche Haftung der Ratingagenturen für anlegerseitige Vermögensschäden untersucht.

Im Anschluss an die materiellrechtliche Prüfung wird die Durchsetzbarkeit bestehender Haftungsansprüche erörtert. Die effektive Durchsetzbarkeit ist nicht nur für den individuellen Ausgleich eingetretener Vermögensschäden von Belang, sondern auch als Funktionsbedingung einer haftungsrechtlichen Verhaltenssteuerung. Denn die haftungsrelevanten materiellrechtlichen Verhaltensstandards entfalten ihre absichernde Wirkung erst bzw. insbesondere dann, wenn im Falle ihrer Verletzung mit einer (gerichtlichen) Geltendmachung von Haftungsansprüchen durch geschädigte Kapitalmarktteilnehmer zu rechnen ist. Die Durchsetzbarkeit bestehender Ansprüche hängt indes maßgebend von der Beweisbarkeit der tatbestandlichen Voraussetzungen ab. Entscheidend ist die Verteilung der Darlegungs- und Beweislast. Angesichts der im Ratingwesen bestehenden erheblichen Informationsasymmetrien wird – unter Berücksichtigung der einschlägigen höchstrichterlichen Rechtsprechung – über Erleichterungen bei der Beweislast und der prozessualen Beweisführung nachzudenken sein. Weiterhin wird geprüft, ob und gegebenenfalls unter welchen Voraussetzungen eine Inanspruchnahme der jeweiligen Ratingagentur auf Auskunftserteilung in Betracht kommt.

Schließlich wird im vierten Teil der Untersuchung geklärt, ob und in welchem Umfang der freie Wettbewerb der Ratingagenturen untereinander eine hohe Qualität und Integrität ihrer Bewertungen gewährleistet und sie von einer Ausnutzung ihrer Stellung zulasten bestimmter Marktteilnehmer abhält. Sofern die Ratingagenturen bereits von sich aus um möglichst zutreffende Ratings konkurrieren, wäre ein hierauf gerichteter regulierender Eingriff weder erforderlich noch wirtschaftlich sinnvoll.[23] Ihrem Gegenstand nach beschränkt sich die vorliegende Darstellung – nach einem kurzen Überblick über die Funktionsweise der marktlichen Mechanismen – auf die Prüfung der wesentlichen, gegen einen effektiven Reputationswettbewerb erhobenen Einwände. Eingewendet wird vornehmlich, dass die Anleger wegen der asymmetrischen Vergütungsstruktur keinen nennenswerten Reputationsdruck erzeugen können, dass sie mangels eigener Erfahrungswerte zu einer effektiven Qualitätskontrolle und zu einem Vergleich der Leistungen verschiedener Agenturen nicht in der Lage sind, und dass die hoheitliche Anerkennung bestimmter Agenturen zu Regulierungszwecken zu einer „Verzerrung“ des Wettbewerbs zwischen anerkannten und nicht anerkannten Agenturen führe.

23 *v. Randow*, ZBB 1995, 140, 145.

Den beiden juristischen Problemstellungen der Geeignetheit und der Erforderlichkeit einer europäischen Regulierung des Ratingwesens vorangestellt ist die Klärung der Grundlagen des Ratingwesens und seiner Funktion im Kapitalmarkt. Hierzu wird zu Beginn des ersten Teils die Arbeitsweise der Agenturen bei der auftragsgebundenen bzw. auftragslosen Ratingerstellung, einschließlich der von den Agenturen verwandten Ratingsymbolik, veranschaulicht. Anschließend werden die Bedeutung des Ratings für die Marktteilnehmer und seine Funktion für den Kapitalmarkt als Institution aufgezeigt. Als Ursachen einer wachsenden Relevanz von Ratingurteilen werden kapitalmarktimmanente Entwicklungen und die zunehmende aufsichtsrechtliche Inbezugnahme von Ratingurteilen erörtert. Es werden die strukturellen Defizite des Ratingmarktes und ihre Ursachen herausgearbeitet, die verbreitet als mitursächlich für Fehlbewertungen und missbräuchliche Ratingpraktiken ausgemacht werden. Konkret sind dies die Oligopolstruktur des Ratingmarktes und die Vergütung der Ratingagenturen durch die durch sie bewerteten Emittenten. Weiterhin werden die Ursachen von anfänglichen und nachträglichen Fehlbewertungen erörtert, wobei zwischen „gewöhnlichen“ Anleihen und strukturierten Finanzierungen differenziert wird. Schließlich wird im ersten Teil der Arbeit die Problematik sog. „aufgedrängter“ Ratings untersucht.

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 Ratingersteller (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 Versicherungssektors, 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 wirtschaftpolitischer 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.