



Moritz Schuler

Regulierung
und zivilrechtliche
Verantwortlichkeit
von Ratingagenturen



PETER LANG

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 ECAs 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.	Verhaltenssteuerung 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 Raterstellung	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 Raterstellung 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 Raterstellung 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