

Neda von Rimon

# **Ratings in Deutschland und den USA**

Rechtsrahmen und Haftung

V&R unipress

---

# Inhalt

Abkürzungsverzeichnis . . . . .	21
Einführung . . . . .	23
Teil 1: Grundlagen und ökonomischer Hintergrund . . . . .	27
§ 1 Die Ratingagenturen . . . . .	27
A. Allgemeines . . . . .	27
I. Anfänge der Ratingtätigkeit . . . . .	27
II. Marktstruktur der Ratingagenturen . . . . .	28
III. Diskussion um die »Europäische Ratingagentur« . . . . .	31
B. Ratingagentur als juristische Person . . . . .	32
I. Rechtsrahmen . . . . .	32
II. Rechtsform . . . . .	33
C. Finanzierung . . . . .	35
I. Einnahmen aus Ratingverträgen mit Emittenten . . . . .	35
II. Erbringung von Ratingadvisory . . . . .	35
III. Abonnementverträge mit Investoren . . . . .	37
D. Interessenkonflikte . . . . .	38
I. Issuer-Pay-Model versus Investor-Pay-Model . . . . .	38
1. Reputational Capital Theorie . . . . .	39
2. Interessenlage des Investors . . . . .	39
II. Beratung der Ratingagenturen bei der Strukturierung von Finanzprodukten . . . . .	41
III. Persönliche Beziehung des Analysten zu dem Emittenten . . . . .	42
IV. Vergütungsstruktur der Ratinganalysten . . . . .	42
V. Beteiligungsverhältnisse an dem Emittenten und Gesellschafterstruktur der Ratingagentur . . . . .	43
§ 2 Das Rating . . . . .	44
A. Einordnung des Ratings und Erläuterungen . . . . .	44
I. Einordnung des Ratings . . . . .	44

1.	Rechtliche Definition . . . . .	44
2.	Ökonomische Definition . . . . .	45
II.	Verschiedene Arten des Ratings . . . . .	46
1.	Internes und externes Rating . . . . .	46
2.	Emittenten- und Emissionsrating . . . . .	46
3.	Solicited und unsolicited Rating . . . . .	47
4.	Ratingsymbole . . . . .	49
a.	Definition von Ratings zu langfristigen Verbindlichkeiten . . . . .	49
b.	Definition von Ratings zu kurzfristigen Verbindlichkeiten . . . . .	50
c.	Interpretation der Definitionen . . . . .	51
B.	Finanzkommunikation durch das Rating . . . . .	52
I.	Allgemeine Informationsfunktion . . . . .	52
II.	Finanzierungsfunktion für Unternehmen . . . . .	53
1.	Rating im Rahmen von Emissionen . . . . .	53
2.	Rating im Rahmen von Finanzverträgen . . . . .	54
III.	Orientierungsfunktion für Investoren . . . . .	54
1.	Verringerung von Informationsasymmetrien . . . . .	55
2.	Anzahl der Ratings . . . . .	55
3.	Rating als Grundlage der Portfoliosteuerung . . . . .	56
C.	Erstellung des Ratings . . . . .	57
I.	Datenerhebung und -auswertung . . . . .	57
II.	Einberufung des Rating-Komitees . . . . .	59
III.	Managementgespräch mit dem Emittenten . . . . .	59
IV.	Veröffentlichung des Ratings . . . . .	61
V.	Ratingüberwachung . . . . .	61
D.	Ausgewählte Kriterien der Bonitätsbewertung . . . . .	62
I.	Länderrisiko . . . . .	63
II.	Branchenrisiko . . . . .	64
III.	Unternehmensrisiko . . . . .	64
IV.	Emissionsrisiko . . . . .	65
Teil 2: Die Europäische Regulierung von Ratingagenturen . . . . .		67
§ 1	Selbstregulierung der Ratingagenturen . . . . .	67
A.	Allgemeines . . . . .	67
B.	Haftungsrechtliche Bindungswirkung . . . . .	69
C.	Ökonomische Bindungskräfte . . . . .	70
D.	Eigene Stellungnahme . . . . .	71
§ 2	Die deutsche Regulierung bis 2009 . . . . .	72

§ 3 Die europäische Regulierung . . . . .	74
A. Pflichten nach der EU-Ratingverordnung . . . . .	74
I. Ziele und Gegenstand . . . . .	75
II. Anwendungsbereich . . . . .	75
III. Verwendung von Ratings . . . . .	77
IV. Registrierung . . . . .	78
1. Antrag auf Registrierung . . . . .	79
2. Inhaltliche Angaben . . . . .	80
3. Prüfung des Antrags durch die ESMA . . . . .	80
V. Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenkonflikten . . . . .	81
1. Anforderungen des I Abschnitt A und B EU-Ratingverordnung . . . . .	81
2. Angemessene Kenntnisse und Erfahrung der Analysten . . . . .	83
3. Handelsverbot von Analysten an dem bewerteten Emittenten . . . . .	83
4. Investitionen in Ratingagenturen . . . . .	84
5. Externe Rotation . . . . .	85
a. Allgemeines . . . . .	85
b. Eigene Stellungnahme . . . . .	85
6. Vertraulichkeitspflichten . . . . .	87
7. Mitarbeiterbestimmungen und interne Rotation . . . . .	88
VI. Qualität des Ratings . . . . .	89
1. Sinn und Zweck des Art. 8 Abs. 3 EU-Ratingverordnung . . . . .	90
2. Definitionen der ESMA . . . . .	90
VII. Transparenzpflicht . . . . .	92
1. Öffentliche Konsultation . . . . .	93
2. Bekanntgabe und Präsentation von Ratings . . . . .	94
3. Strukturierte Finanzinstrumente . . . . .	97
4. Länderratings . . . . .	99
B. Haftung nach der EU-Ratingverordnung . . . . .	100
I. Anspruchsberechtigter . . . . .	101
II. Zuwiderhandlung nach Anhang III EU-Ratingverordnung . . . . .	101
1. Fehler auf Grund unzureichender Informationsbasis . . . . .	102
2. Fehler auf Grund von Interessenkonflikten . . . . .	104
3. Fehlerhafte Ratingmethode . . . . .	104
III. Vorsatz/grobe Fahrlässigkeit . . . . .	104
IV. Kausalität zwischen Zuwiderhandlung und Rating . . . . .	105

V.	Kausalität zwischen Rating und Schaden . . . . .	106
VI.	Besondere Voraussetzungen für Anleger . . . . .	106
VII.	Besondere Voraussetzungen für Emittenten . . . . .	107
VIII.	Haftungsausschluss . . . . .	108
C.	Pflichten nach dem WpHG . . . . .	108
I.	Analyse von Finanzinstrumenten . . . . .	109
1.	Zielsetzung . . . . .	109
2.	Rating als direkte oder indirekte Empfehlung . . . . .	110
a.	Definition . . . . .	110
b.	Eigene Stellungnahme . . . . .	111
II.	Insiderrecht . . . . .	112
1.	Das Rating an sich als Insiderinformation . . . . .	113
a.	Rating als »konkrete« Information . . . . .	114
b.	Erhebliches Kursbeeinflussungspotential des Ratings . . . . .	114
2.	Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten . . . . .	115
3.	Verstoß gegen das Weitergabeverbot durch den Emittenten . . . . .	117
4.	Verleitungsverbot gem. § 14 Abs.1 Nr. 3 WpHG . . . . .	118
III.	Verbot der Marktmanipulation . . . . .	119
D.	Pflichten nach der SolvV . . . . .	120
I.	Allgemeines zu den Baseler Eigenkapitalrichtlinien . . . . .	121
II.	Anerkennung als ECAI . . . . .	122
1.	Materielle Voraussetzungen für die Anerkennung . . . . .	122
2.	Formelle Voraussetzungen für die Anerkennung . . . . .	123
Teil 3: Die europäische Aufsicht von Ratingagenturen . . . . .		125
§ 1	Die staatliche Aufsicht durch die ESMA . . . . .	125
A.	Allgemeines zu der ESMA . . . . .	125
B.	Überprüfung der Einhaltung der Pflicht zu Rückvergleichen . . . . .	126
C.	Informationsersuchen . . . . .	126
D.	Allgemeine Untersuchungen . . . . .	127
E.	Prüfungen vor Ort . . . . .	127
F.	Sanktionen . . . . .	128
§ 2	Die staatliche Aufsicht durch die BaFin . . . . .	129
A.	Zuständigkeit . . . . .	129
B.	BaFin als Mitglied im Rat der Aufseher . . . . .	130
C.	Sanktionen . . . . .	131

Teil 4: Die vertragliche Haftung von Ratingagenturen gegenüber dem Emittenten in Deutschland . . . . .	133
§ 1 Die Haftung bei einem solicited Rating . . . . .	133
A. Gerichtsstand . . . . .	133
B. Anwendbares Recht . . . . .	134
I. Bei vertraglichen Ansprüchen . . . . .	134
II. Bei deliktischen Ansprüchen . . . . .	136
C. Vertragliche Haftung . . . . .	137
I. Rechtsnatur des Ratingvertrages . . . . .	137
1. Geschäftsbesorgungsvertrag . . . . .	137
a. Weisungsgebundenheit . . . . .	138
b. Wahrnehmung von Vermögensinteressen . . . . .	138
2. Dienstvertrag . . . . .	139
a. Ratingüberwachung . . . . .	139
b. Erfolgsbezogenheit . . . . .	139
3. Werkvertrag . . . . .	140
a. Abnahmefähigkeit des Ratings . . . . .	140
b. Einflussmöglichkeit des Emittenten . . . . .	141
c. Verwertung des Ratings . . . . .	142
aa. Rückübertragung der Rechtsinhaberschaft . . . . .	142
bb. Eigene Stellungnahme . . . . .	143
4. Typengemischter Vertrag . . . . .	144
II. Anspruchsgrundlagen . . . . .	144
III. Pflicht zur Erstellung eines mangelfreien Ratings . . . . .	145
1. Beurteilungszeitpunkt der Mangelfreiheit . . . . .	146
2. Ordnungsgemäße Raterstellung . . . . .	147
IV. Beweislastregelungen . . . . .	149
1. Verschulden der Ratingagentur . . . . .	149
2. Fehlerhaftes Rating . . . . .	149
3. Kausalzusammenhang zwischen dem fehlerhaften Rating und höheren Finanzierungskosten . . . . .	151
a. Rating als selbsterfüllende Prophezeiung . . . . .	151
b. Ökonomische Bildung des Marktpreises . . . . .	152
c. Zwischenergebnis . . . . .	153
4. Beweiserleichterungen . . . . .	154
a. Beweiserleichterung in Bezug fehlerhaftes Rating . . . . .	154
aa. Beweisumkehr . . . . .	154
bb. Schadensermittlung nach § 287 Abs. 1 ZPO . . . . .	155
cc. Anscheinsbeweis . . . . .	155
b. Beweiserleichterung in Bezug auf den Schaden . . . . .	156

V.	Haftungsausschluss . . . . .	158
1.	Durch Zustimmung des Emittenten zur Veröffentlichung . . . . .	158
2.	Durch Allgemeine Geschäftsbedingungen . . . . .	159
a.	Ausschluss von Kardinalpflichten . . . . .	160
b.	Ausschluss für grobe Fahrlässigkeit . . . . .	161
c.	Ausschluss für einfache Fahrlässigkeit . . . . .	161
d.	Keine geltungserhaltende Reduktion . . . . .	162
3.	Individualvertraglich vereinbarter Haftungsausschluss	162
VI.	Haftungsumfang . . . . .	164
D.	Deliktische Haftung . . . . .	165
I.	Deliktsfähigkeit . . . . .	165
II.	Haftung aus § 824 i. V. m. § 31 BGB analog . . . . .	166
1.	Tatsachenbegriff . . . . .	166
a.	Schwerpunkt des Ratings . . . . .	166
b.	Prognosecharakter des Ratings . . . . .	167
c.	Differenzierung nach Lang- oder Kurzzeitverbindlichkeit . . . . .	167
d.	Differenzierung nach Hard und Soft Facts . . . . .	168
2.	Zwischenergebnis . . . . .	169
III.	Haftung aus § 826 BGB i. V. m. § 31 BGB analog . . . . .	169
IV.	Haftung aus § 823 Abs. 1 i. V. m. § 31 BGB analog . . . . .	170
1.	Rechtswidriger Eingriff in das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb . . . . .	170
a.	Eingriff . . . . .	170
b.	Rechtswidrigkeit . . . . .	171
2.	Rechtswidriger Eingriff in das allgemeine Persönlichkeitsrecht . . . . .	172
a.	Rechtsprechung . . . . .	172
b.	Literatur . . . . .	173
c.	Eigene Stellungnahme . . . . .	173
V.	Verschulden . . . . .	173
VI.	Beweislastregelung . . . . .	174
VII.	Haftungsausschluss durch Vertrag . . . . .	174
E.	Zwischenergebnis . . . . .	175
§ 2	Die Haftung bei einem unsolicited Rating in Deutschland . . . . .	175
A.	Haftung aus § 826 i. V. m. § 31 BGB analog . . . . .	176
I.	Druck zum Vertragsabschluss . . . . .	176
II.	Rating »zur Unzeit« . . . . .	177
B.	Haftung aus § 823 Abs. 1 i. V. m. 31 BGB analog . . . . .	178

- I. Rechtswidriger Eingriff in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb . . . . . 178
  - 1. »Normal« unbeauftragte Ratings . . . . . 178
  - 2. Nachfragepflicht . . . . . 179
- II. Rechtswidriger Eingriff in das allgemeine Persönlichkeitsrecht . . . . . 180
- D. Zwischenergebnis . . . . . 180
- § 3 Besonderheit: Länderratings . . . . . 180

Teil 5: Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber den Abonnenten in Deutschland . . . . . 183

- § 1 Die Haftung aus Abonnentenvertrag . . . . . 183
  - A. Anwendbares Recht . . . . . 183
  - B. Rechtsnatur des Abonnentenvertrag . . . . . 184
    - I. Kaufvertrag . . . . . 184
    - II. Dienstvertrag . . . . . 185
    - III. Typengemischter Vertrag . . . . . 185
  - C. Pflicht zur Erstellung eines mangelfreien Ratings . . . . . 186
  - D. Kausalität und Beweisregelungen . . . . . 187
    - I. Verschulden der Ratingagentur . . . . . 187
    - II. Fehlerhaftes Rating . . . . . 187
    - III. Kausalzusammenhang zwischen dem fehlerhaften Rating und höheren Investitionskosten . . . . . 187
      - 1. Figur der Anlagestimmung . . . . . 187
      - 2. Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens . . . . . 189
      - 3. Eigene Stellungnahme . . . . . 190
      - 4. Kursdifferenzschaden/Naturalrestitution . . . . . 191
  - E. Haftungsausschluss durch Allgemeine Geschäftsbedingungen . . . . . 192
  - F. Mitverschulden . . . . . 192
- § 2 Die deliktische Haftung . . . . . 193
  - A. Haftung aus § 823 Abs. 2 i. V. m. § 31 BGB analog . . . . . 193
    - I. Schutzgesetz . . . . . 193
      - 1. §§ 12 – 14 WpHG als Schutzgesetz . . . . . 194
      - 2. § 20a WpHG als Schutzgesetz . . . . . 194
      - 3. Normen aus der EU-Ratingverordnung als Schutzgesetz . . . . . 195
    - II. Rechtswidrigkeit . . . . . 196
    - III. Verschulden . . . . . 196
    - IV. Kausalität . . . . . 196
    - V. Beweislast . . . . . 197



B. Haftung aus § 826 BGB i. V. m. § 31 BGB analog . . . . .	197
C. Mitverschulden . . . . .	197
§ 3 Zwischenergebnis . . . . .	197
 Teil 6: Die Haftung gegenüber dem allgemeinen Anlegerpublikum in Deutschland . . . . .	 199
§ 1 Die Haftung auf Grund eines konkludenten Auskunftsvertrages . . . . .	199
A. Maßgeblichkeit der Gesamtumstände . . . . .	200
B. Unmittelbare »Fühlungsnahme« . . . . .	200
§ 2 Die Haftung auf Grund eines Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter . . . . .	 201
A. Anspruchsgrundlage . . . . .	201
B. Leistungsnähe . . . . .	202
C. Einbeziehungsinteresse . . . . .	202
I. Allgemeine Erfordernisse . . . . .	203
II. Besondere vom Staat anerkannte Sachkunde . . . . .	203
III. Vertragswille zwischen Emittent und Ratingagentur . . . . .	204
IV. Eigene Stellungnahme . . . . .	205
D. Erkennbarkeit . . . . .	208
E. Schutzbedürftigkeit . . . . .	209
F. Haftungsausschluss durch Allgemeine Geschäftsbedingungen . . . . .	210
G. Beweislastregelung . . . . .	211
H. Schaden . . . . .	211
§ 3 Die deliktische Haftung . . . . .	212
A. Haftung aus §§ 823 Abs. 2 31 BGB analog i. V. m. Normen aus der EU-Ratingverordnung . . . . .	 212
B. Haftung aus § 826 BGB i. V. m. § 31 BGB analog . . . . .	212
C. Haftung aus § 21 Abs. 1 Nr. 1 WpPG . . . . .	212
I. Angabebegriff . . . . .	212
II. Prospektverantwortlichkeit . . . . .	213
§ 4 Zwischenergebnis . . . . .	214
 Teil 7: Die US-rechtliche Regulierung der Ratingagenturen . . . . .	 215
§ 1 Frühere Rechtslage . . . . .	215
§ 2 Credit Rating Agency Reform Act of 2006 . . . . .	216
§ 3 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act . . . . .	217
 Teil 8: Die US-rechtliche Aufsicht von Ratingagenturen . . . . .	 219
§ 1 Registrierungsverfahren als NRSRO . . . . .	219
A. Definition des NRSRO-Status . . . . .	220

B. Zulassungsverfahren . . . . .	220
I. Inhaltliche Angaben . . . . .	220
II. Bereits zugelassene NRSROs . . . . .	221
III. Entscheidung der SEC . . . . .	221
§ 2 Die regulatorische Bedeutung des NRSRO-Status im US-kapitalmarktrechtlichen Kontext . . . . .	222
A. Rule 15c-1 Exchange Act . . . . .	223
B. Rule 2a-7 Investment Company Act of 1940 . . . . .	223
C. SEC Form S-3 . . . . .	223
D. Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984 . . . . .	224
E. Mark-to-Market-Ansatz und Eigenhandel der Banken . . . . .	224
F. Versicherungen . . . . .	224
Teil 9: Pflichten der Ratingagenturen . . . . .	225
§ 1 Interne Kontrollen . . . . .	225
§ 2 Trennung des Ratingwesens vom Verkauf und Marketing . . . . .	226
§ 3 Mitarbeiterbestimmungen . . . . .	226
§ 4 Interne Organisation . . . . .	226
§ 5 Berichterstattung an die SEC . . . . .	227
§ 6 Überwachung durch die SEC . . . . .	227
§ 7 Anforderungen an die Ratingveröffentlichung . . . . .	228
§ 8 Interessenkonflikte . . . . .	228
Teil 10: Insiderrecht . . . . .	229
Teil 11: Die US-rechtliche Haftung von Ratingagenturen . . . . .	231
§ 1 Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber Emittenten in den USA . . . . .	231
A. Breach of Contract Claim . . . . .	231
B. Professional Negligence Claim . . . . .	231
C. Defamation Claim . . . . .	232
I. Unwahre Aussage . . . . .	232
II. Schaden . . . . .	232
III. Truth Defense . . . . .	233
D. Tortious Interference . . . . .	233
§ 2 Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber dem allgemeinen Anlegerpublikum in den USA . . . . .	233
A. Third-Party-Beneficiary Theory . . . . .	233
B. Negligent Misrepresentation . . . . .	234

I.	Bei Vorliegen einer Interessengemeinschaft zwischen Ratingagentur und Investor . . . . .	235
II.	Bei Verneinung einer Interessengemeinschaft zwischen Ratingagentur und Investor . . . . .	235
1.	Near Privity Rule . . . . .	236
2.	Reasonable Foreseeability Rule . . . . .	236
3.	Liability Theorie . . . . .	236
C.	Product Liability . . . . .	237
D.	Kapitalmarktrechtliche Spezialhaftungstatbestände . . . . .	237
I.	Haftung gem. Section 11 Securities Act . . . . .	237
1.	Anwendungsbereich . . . . .	237
a.	Ratingagentur als Underwriter . . . . .	238
b.	Ratingagentur als Experte . . . . .	239
2.	Kauf von Wertpapieren auf Grund wesentlicher Angaben im Registration Statement . . . . .	240
3.	Wesentliche Falschangabe oder Unterlassung der Veröffentlichung einer wesentlichen Angabe im Registration Statement . . . . .	241
a.	Wesentlichkeit der Information . . . . .	241
b.	Forward-Looking Statement . . . . .	242
c.	Bespeaks Caution Doctrine . . . . .	243
4.	Due Diligence Einwand . . . . .	244
5.	Schaden . . . . .	245
II.	Haftung gem. Section 18 Securities Exchange Act of 1934 . . . . .	245
1.	Wesentliche Falschangabe oder Unterlassung der Veröffentlichung einer wesentlichen Information i. S. d. § 15E . . . . .	246
2.	Anleger vertraute auf Richtigkeit der Angabe im Registration Statement . . . . .	246
3.	Anleger kaufte oder verkaufte auf Grund des Vertrauens das Wertpapier . . . . .	246
4.	Ratingagentur hatte Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit der Angabe <i>oder dessen Unterlassung</i> . . . . .	246
III.	Haftung gem. Section 10(b) Securities Exchange Act of 1934 i. V. m. Rule 10b-5 . . . . .	246
1.	Täuschung im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren . . . . .	247
2.	Scienter . . . . .	247
3.	Vertrauen des Anlegers in das fehlerhafte Rating . . . . .	248
a.	Fraud-on-the-Market Theorie . . . . .	248

---

b. Truth-on-the-Market Theorie . . . . .	249
4. Kausaler Schaden . . . . .	250
IV. Prozessrechtliche Besonderheiten . . . . .	250
§ 4 First Amendment Defense . . . . .	251
A. Rating als Meinung . . . . .	251
B. Schutzzumfang . . . . .	252
I. Actual-Malice-Standard . . . . .	252
II. Commercial-Speech-Standard . . . . .	254
III. Rolle der Ratingagenturen im Finanzmarkt . . . . .	255
IV. Faktenbasierte Aussage . . . . .	256
C. Eigene Stellungnahme . . . . .	257
Teil 12: Vergleich des europäischen Rechtsrahmens und Haftung mit der US-amerikanischen . . . . .	259
§ 1 Rechtsrahmen . . . . .	259
§ 2 Haftung . . . . .	260
Fazit . . . . .	263
§ 1 Ökonomische Bewertung . . . . .	263
§ 2 Rechtliche Bewertung . . . . .	265
Literaturverzeichnis . . . . .	269