

Albert – Ludwigs Universität Freiburg

LL.M – Studentin: Margarita Kontogeorgou

Mr. - Nr.: 3450657

Adresse: Wendlingerstr. 24, Freiburg i.Br., 79111

*Die Haftung von internationalen Ratingagenturen im Lichte der neuen
EU-Änderungsverordnung (Nr. 462/2013)*



Magisterarbeit zum Abschluss des LL.M-Studiums betreut vom Prof. Dr. Marc-Philippe Weller

Inhaltsverzeichnis

	Seite
<u>Einleitung</u>	1
<u>Kapitel 1: Ratingarten - historische Entwicklung des Ratingmarktes</u>	5
A. Die Ursprünge des Ratinggeschäfts	5
B. Eigenschaften des Ratingmarktes – Innere Struktur	6
I. Wettbewerbsdefizit (ein Stück Absolutismus in unserer Mitte)- das Kriterium der langjährigen Erfahrung	8
II. Die Anerkennung als NRSRO	8
III. Regulative Verwendung /Netzwerk-bzw. Lock-in-Effekte	9
IV. Arbeitshypothese: Die Errichtung einer europäischen Ratingagentur vermag das Oligopol am Ratingmarkt nicht zu durchbrechen	10
V. Zwischenergebnis	11
C. Rating-Arten – Abgrenzung von anderen Formen der Unternehmensbeurteilung	12
II. Rating und andere Formen der Unternehmensbewertung	16
III. Zwischenergebnis	18
D. Ratingsymbolik – Ratingmethodik	19
I. Der formelle Ablauf des Ratingverfahrens	19
II. Die Vorgehensweise der Ratingagenturen	22
III. Rating – Symbole	24
IV. Ratinganalysen als Finanzanalysen?	27
V. Zwischenergebnis	28
<u>Kapitel 2: Bedeutung und Auswirkungen externer Ratings - Problemfelder im Ratinggeschäft</u>	30
A. Zunahme der Verwendung von Ratings vor dem Hintergrund systemischer Neuentwicklungen	30
B. Die Funktion des externen Emittentenratings und seine Auswirkungen auf die Ratingadressaten	37
II. Zwischenergebnis	46

	Seite
C. Probleme und Defizite im Ratinggeschäft: Interessenkonflikte und andere die Ratingqualität gefährdende Faktoren	47
VI. Zwischenergebnis	51
<u>Kapitel 3: Die zivilrechtliche Haftung der Ratingagenturen gegenüber den Anlegern</u>	52
A. Ausgewählte Fragestellungen	52
B. Verhaltenssteuernde Funktion des Haftungsrechts	52
C. Anwendbarkeit des deutschen Rechts	53
I. Notwendigkeit der Bestimmung des anzuwendenden Rechts	54
II. Vertragsstatut-Rom I-VO	54
III. Deliktsstatut-Rom II-VO	56
IV. Zwischenergebnis	59
D. Haftung der Ratingagenturen gegenüber Investoren aufgrund eines Abonnementvertrags	60
I. Rechtsnatur des Abonnementvertrags - Schadensersatzansprüche	60
1. Herrschende Literaturansicht	60
2. Rechtliche Qualifikation nach der Interessenstruktur	61
3. Die Pflichten der Ratingagenturen-Schadensersatzansprüche	63
4. Die maßgeblichen Schadensposten	64
5. Kausalität und Beweisprobleme	64
II. Zwischenergebnis	65
E. Haftung der Agenturen gegenüber dem Anlegerpublikum	66
I. Die Expertise als Rechtfertigungsgrund für die Dritthaftung	66
II. Der Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	68
III. Dritthaftung aus c.i.c. (§ 311 Abs. 3 S. 2 BGB)	70
IV. Deliktsrechtliche Ansprüche	72
IV. Zwischenergebnis	77

	Seite
<u>Kapitel 4: Die Haftung der Ratingagenturen im Spiegel der Verordnung (EU) Nr. 462/2013 vom 21.05.2013 - der Widerspenstigen Zähmung oder viel Lärm um nichts?</u>	80
A. Problemstellung	80
B. I. Genese und Entwicklung des europäischen Aufsichts- und Regulierungsregime für CRA	80
II. Neue Entwicklungen im Ratingwesen durch die jüngste VO	80
III. Einführung eines europäischen zivilrechtlichen Haftungstatbestands (der Artikel 35a)	81
1. Persönlicher Anwendungsbereich – Haftungsvoraussetzungen	82
2. Kausalität der Zuwiderhandlung - Substantiierungserleichterungen	83
3. Konkurrenz zu Ansprüchen des nationalen Rechts	84
IV. Geldbußen nach Art. 36a - Vergleich mit den kapitalmarktrechtlichen Geldbußen nach § 39 Abs. 1 Nr. 5-6 WpHG (Finanzanalysen)	85
C. I. Kritische Würdigung der neuen Regelung (Art. 35a)	86
C. II. Alternativvorschlag: Weiter Haftungstatbestand - Beschränkung der Haftungshöhe	87
<u>5. Zusammensetzung in Thesenform</u>	89

„Wo aber Mensch und Mensch sich gegenüberstehen, da ist für unsere heutige Auffassung die pflichtenlose Herrschaft ausgeschlossen. So scheint doch... von dem Satz ausgehen zu müssen: kein Recht ohne Pflicht“.

Otto v. Gierke

Einleitung

124 Jahre später gewinnt diese Auffassung v. Gierkes auch mit Blick auf die Tätigkeit der internationalen Ratingagenturen sowie ihre Rolle bei der Zuspitzung der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 wieder an Aktualität.¹ Die Fehlbewertungen führender Ratingagenturen im Zuge der jüngsten Finanzkrise stehen außer Zweifel, sodass ihre aus dem Konzept der Selbstregulierung abgeleitete Herrschaft in den Kapital- und Finanzmärkten in Abrede gestellt wird.²

Die Staaten – Regierungen und Notenbanken – suchen auf nationaler, supranationaler und internationaler Ebene nach sofort und dennoch nachhaltig wirkenden Mechanismen, um die Finanzmarktkrise, ihre Ursachen sowie ihre Folgen zu bekämpfen.³

In diesem Kontext wird den internationalen Ratingagenturen vorgeworfen, dass sie ihren Aufgaben als Informationsintermediäre am Kapitalmarkt nicht gerecht geworden seien, indem sie Risiken strukturierter Kredit- und Subprime-Produkte unterschätzt und ihre Ratings den verschlechterten Marktbedingungen nicht unverzüglich angepasst hätten.⁴

So wird auf europäischer Ebene durch die Einführung der europäischen Verordnung Nr. 1060/2009 das bisher ausgewählte Regulierungsregime der Selbstregulierung am Ratingmarkt aufgegeben – bisher waren hinsichtlich der Pflichten der Ratingagenturen auf internationaler Ebene lediglich die rechtlich unverbindlichen Empfehlungen des Technischen Ausschusses der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) maßgeblich.⁵

Zugleich drängt sich die Frage auf, welche Pflichten sich für die Ratingagenturen bei Wahrnehmung ihrer Ratingtätigkeiten aus dem Rating- bzw. Abonnementvertrag mit den

¹ Gierke, Die soziale Aufgabe des Privatrechts (1889), S. 14.

² Br. Haar, NZG 2010, S. 1281 ff.

³ Hierzu Deipenbrock, WM 25/2009, S. 1165 ff.

⁴ Insbesondere nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers 2008 und daraufhin bei der Verbreitung der Finanzkrise in die Eurozone; siehe unten Kap. 2 B. 3.; Deipenbrock, WM 25/2009, S. 1165 ff.

⁵ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Dezember 2004, geändert im Mai 2008, www.iosco.org.

Emittenten bzw. Anlegern als Abonnenten der Ratingpublikationen ableiten, die letzten Endes als Teil der allgemeineren Problematik des Anlegerschutzes am Kapitalmarkt anzusehen ist.⁶

Ziel dieser Studie ist es, zunächst zu prüfen, ob das deutsche zivilrechtliche Instrumentarium den Anlegerschutz bei einem unrichtigen (zu hohen) Emittenten- bzw. Emissionsrating von Schuldverschreibungen durch die Ratingagenturen zu gewährleisten vermag, und zweitens bei Feststellung bestehender Lücken, was in dieser Hinsicht die durch die jüngste Änderungs-VO (Nr. 462/2013) der Rating-VO 1060/2009 eingeführte Haftungsregelung (Art. 35a) nach sich zieht.⁷

Im ersten Kapitel erfolgt eine Darstellung der das Ratinggeschäft auf internationaler Ebene prägenden Merkmale sowie der inneren Struktur des Ratingmarkts. Zudem bieten sich eine Verdeutlichung der Ratingdefinition durch die Abgrenzung des Ratings von anderen der Sache nach nahestehenden Arten der Unternehmensbewertung, eine tabellarische Abbildung der Ratingsymbolik sowie ein Überblick des Raterstellungsverfahrens an.

Daraufhin rücken zunächst diejenigen Faktoren ins Blickfeld, die den Rückgriff auf externe Ratings vergrößert haben. Insbesondere wird die Zunahme der Ratingverwendung dadurch erklärt, dass sie im Rahmen der neuen liberalen Kapitalmärkte dem Konzept des effizienten Kapitalmarkts am ehesten dient, indem die Ratingurteile schnell und unkompliziert erhebliche Informationen über die Bonität eines Unternehmens bzw. einer Emission zu vermitteln imstande sind, und zwar nach Verarbeitung von Unternehmensdaten, die für das allgemeine Anlegerpublikum entweder völlig gesperrt sind oder deren Verarbeitung mit einem großen Zeit- und Kostenaufwand verbunden ist.

Dies unterstreicht die zentrale Rolle und Bedeutung der Ratingagenturen und des Ratings sowohl bei der Senkung sog. „Transaktions- und Agency-Kosten“ als auch aufgrund des Umgangs mit vertraulichen Unternehmensdaten. Dies wiederum wirft Fragen der kapitalmarktrechtlichen Ad-hoc-Publizität nach §§ 13 und 15 WpHG auf, nämlich ob der Emittent bei Qualifikation der Ratingerteilung bzw. Änderung als Insiderinformation vor Veröffentlichung eines beauftragten Emittentenratings durch die Agentur von der Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG erfasst wird.

Im dritten Teil des zweiten Kapitels werden die Problemfelder im Ratinggeschäft illustriert, die sich aus dem herrschenden Finanzierungsmodell im Ratingmarkt, aus weiteren Beratungsnebendienstleistungen der Agenturen und aus der herrschenden Ratingpraxis ableiten.

Das dritte Kapitel befasst sich zunächst mit dem Umfang der verhaltenssteuernden Funktion des deutschen Haftungsrechts. Danach folgt eine Auseinandersetzung unter kollisionsrechtlichen

⁶ Siehe unten Kap. 2 A. IV. 1.; Kap. 3 ff.

⁷ ABI.EU L 146/1 v. 21.05.2013.

Gesichtspunkten, nämlich ob angesichts der vorhandenen Internationalität im Ratinggeschäft sowohl das maßgebliche Schuldverhältnis zwischen Agenturen und Abonnenten als auch die etwaigen deliktischen und quasivertraglichen Ansprüche der Anleger nach den kollisionsrechtlichen Regelungen der Rom I-VO und Rom II-VO von den entsprechenden deutschen Regelungen erfasst werden.

Des Weiteren trifft die Ratingagenturen, wie das vierte Teil des Kapitels veranschaulicht, durch die rechtliche Qualifikation des Abonnementvertrags als Geschäftsbesorgungsvertrag gem. § 675 Abs. 1 BGB eine besondere Interessenwahrungspflicht der Anlegerinteressen sowohl bei Raterstellung als auch nachher bei ihrer Verpflichtung das erteilte Rating zu überwachen bzw. zu aktualisieren, welches die bestehende Informations- bzw. Pflichtenasymmetrie zwischen Agenturen und Anlegern ausbalanciert.

Die Problematik dehnt sich weiterhin auf die Frage des zivilrechtlichen Drittschutzes, sprich des allgemeinen Anlegerpublikums, vor fehlerhaften Ratings aus. Als Ausgangspunkt der Betrachtungsweise fungiert der Gedanke der Kompatibilisierung zweier miteinander konfligierender sozialer Institutionen: des Vertrags (vertragliche Loyalität) und der Expertise (Unparteilichkeit der Expertise), deren Vereinbarkeit als materieller Grund der Expertendritthaftung anzusehen ist.

In diesem Kontext scheiden Ansprüche aus c.i.c. gem. § 311 Abs. 3 aus, denn die gegenüber den Investoren bestehende Pflichtenasymmetrie ist schon durch die intensiveren Pflichten des Geschäftsbesorgungsvertrags korrigiert. Ansprüche aus dem Rechtsinstitut des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter scheiden, wie noch gezeigt werden wird, ebenfalls aus.

Letztlich werden deliktsrechtliche Ansprüche aus § 826 BGB (vorsätzliche sittenwidrige Schädigung), vornehmlich die objektiven und subjektiven Tatbestandsvoraussetzungen, behandelt. Soweit der Kausalitätsbeweis für die Investoren bei Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen das zentrale Problem darstellt, wird zwischen den verschiedenen Vermögensschadenskategorien im Zusammenhang mit den entsprechenden Kausalitätserfordernissen ausdifferenziert: Dies leuchtet insoweit ein, als bei Geltendmachung des Kursdifferenzschadens nach der BGH Judikatur dem Anleger nur nachzuweisen obliegt, dass bei korrekter Raterstellung- bzw. -aktualisierung (Information) eine andere, für ihn günstigere Preisbildung stattgefunden hätte.

Das vierte Kapitel thematisiert die durch die jüngste Änderungsverordnung Nr. 462/2013 der Rating-VO Nr. 1060/2009 herbeigeführten neuen Entwicklungen am europäischen Ratingmarkt. Es wird überwiegend, im Einklang mit der zivilrechtlichen Thematik dieser Studie, auf die neue europäische Haftungsregelung des Art. 35a der Verordnung fokussiert, indem auf die besonderen Haftungsvoraussetzungen, die erforderliche Kausalität der Zuwiderhandlungen, die eingeführten Substantiierungsleichterungen (Art. 35a Abs. 2) und ihre Effektivität eingegangen wird.

Zudem werden die Geldbußen nach Art. 36a der Verordnung mit dem entsprechenden kapitalmarktrechtlichen Regime für die Finanzanalysen (§ 39 Abs. 1 Nr. 5-6 WpHG) verglichen.

Zum Schluss wird nach Identifizierung der Schwachpunkte der neuen Regelung als Alternative die Einführung einer allgemeinen Fahrlässigkeitshaftung vorgeschlagen, die durch Haftungssummen zu begrenzen ist.

Herzlich gedankt sei meinem Betreuer Herrn Professor Dr. Marc – Philippe Weller sowie den wissenschaftlichen Mitarbeitern des Lehrstuhls für ihre wertvolle Unterstützung bei der Verfassung dieser Studie.

Kapitel 1: Ratingarten - historische Entwicklung des Ratingmarktes

A. Die Ursprünge des Ratinggeschäfts

Die Begrifflichkeit „*Rating*“ stammt vom angelsächsischen Verb „to rate“ ab. «Rate» wird im Deutschen als „einschätzen“, „beurteilen“ verstanden. Das Rating kann im doppelten Sinne aufgefasst werden: einerseits als der Beurteilungsvorgang an sich, andererseits als das Beurteilungsergebnis selbst. Als Terminus weist das Rating dennoch keine einheitliche Verwendung auf.⁸

Immanente Komponenten des Ratings im Sinne eines Beurteilungsvorganges sind: Das Ratingobjekt, nämlich der Gegenstand des Beurteilungsprozesses, der unterschiedlich sein kann,⁹ die von den Analysten verwendete Evaluationsformel sowie deren heranzuziehenden Kriterien, die die Durchführung einer Ratinganalyse tragenden Ratingagenturen und die Zielsetzung jeglicher Analyse.

Im Mittelpunkt dieser Arbeit steht das externe Emittentenrating sowie das Emissionsrating von Schuldtiteln hinsichtlich deren Bonität durch die internationalen Ratingagenturen. Mit anderen Worten, bezieht sich das Emittenten- bzw. Emissionsrating auf diejenige standardisierte Bonitätseinschätzung der Kreditratingagenturen hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit versprechensgemäßer Erfüllung von Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus handelbaren Schuldverschreibungen.¹⁰

Die Ratingagenturen sind international agierende Unternehmen des privaten Rechts.¹¹ Die ersten Ratinggeschäfte durch frühere Ratingunternehmen kommen schon seit der letzten Hälfte des 19. Jahrhunderts zum historischen Vorschein: „1841 begann *Luis Tappon* für seine eigenen Zwecke, die Rückzahlungsfähigkeit der Händler, denen er selbst Geld verborgte, zu bewerten“. Die von Tappon gegründete „*Mercantile Agency*“ bewertete nämlich die Bonität der Schuldner von Warenkrediten.

Der große Kapitalbedarf wegen des Ausbaus der Eisenbahn hatte ebenfalls die Rating-Konjunktur befeuert. *John Moody*, der als Wegweiser der Ratingbranche gilt, begann schon 1907 „diese Goldmine auszuschöpfen“¹². Der Pioniercharakter einzelner Projekte und die großen Distanzen erforderten immense Kapitalaufbringung, die durch Anleihen der Eisenbahngesellschaften gedeckt wurden. Der Mangel an verlässlichen Informationen über die

⁸ A. Niedostadek: „Rating“ Eine Einführung für Rechtsanwälte, Bank- und Unternehmensjuristen (2006), Rn. 76, S. 65; D. Vasella: Die Haftung von Ratingagenturen (2011), Rn. 13, S. 6; zur Finanz- bzw. sozialwissenschaftlichen Verwendung des Begriffs siehe M. Eisen: Die Haftung und Regulierung internationaler Ratingagenturen (2007), Fn. 28, S. 52.

⁹ Zu einer Unterscheidung der Rating-Arten siehe unten II.

¹⁰ Hierzu M. Eisen (2007), S. 52-53.

¹¹ Hierzu U. Blaurock, JZ 5/ 2012, S. 229; St. Meixner: Wirtschaftspolitische Stabilisierung der Aktienmärkte und die Rolle der Ratingagenturen (2009), S. 225.

¹² Christoph Prager: Ratingagenturen (2012), S. 57; A. Niedostadek (2006), Rn. 79, S. 67.

Emittenten der Anleihen, sowie die Verunsicherung der Investoren wegen Insolvenzen und Betrügereien motivierten Unternehmer wie John Moody 1909, nach der Erscheinung der „*Report on Railroad Bonds*“ im Jahre 1907, das „*Analyst Investor Service*“ anzubieten und schließlich 1922 ein eigenes Moody's Rating Department zu gründen¹³. John Moody's Gesellschaft analysierte die Jahresabschlüsse der verschiedenen wichtigen Bahngesellschaften. Das heutige Bewertungssystem mit eingängigen Buchstabenkombinationen (von „Aaa bis C“) lässt sich hierauf zurückführen.¹⁴ Die andere heute weltweit einflussreiche Ratingagentur *Standard & Poor's (S&P)* hat in der Person von *Henry Varnum Poor* (1812 – 1905) ihren Gründer gefunden. Als Herausgeber des „*The American Railroad Journal*“ verbreitete er die Veröffentlichung von Informationen über Vermögenswerte sowie Verbindlichkeiten und Einnahmen großer Eisenbahngesellschaften. *Poor's Publishing Company* fusionierte 1942 mit der *Standard Statistic Company* (1906) in einem neuen, bis heute unter dem Namen *Standard & Poor's* bekannten Unternehmen. Die britische Ratingagentur *Fitch Ratings (John Knowles Fitch, 1913)* hatte ebenso zu Beginn des 20sten Jahrhunderts ihren ersten Auftritt. 1922 erweiterte *Fitch Investor Services* das Rating auf private Emittenten. 1924 fand die Einführung der Ratingskala AAA von Fitch statt. Vor allem gilt Fitch Ratings als die erste Agentur, die eine Verfeinerung von Ratings einführte, indem sie „Plus und Minus“ Modifikatoren (modifiers) neben Buchstaben anfügte.¹⁵

B. Eigenschaften des Ratingmarktes – Innere Struktur

Dieser mit der Geschichte der amerikanischen Eisenbahnen eng verbundene Markt (der Zusammenbruch der Eisenbahngesellschaft *Penn Cental Company* 1970 hat u.a. den, unter dem Aspekt der Interessenkonflikte, wichtigen Wechsel in der Einkommensstruktur der großen Ratingagenturen mitverursacht¹⁶) entwickelte sich auf der Angebotsseite zu einem *beschränkten, kollusiven* (oft ebenso als „*duales Monopol*“ bezeichnet) *Oligopol*, wo heute faktisch zwei dominante Anbieter – S&P und Moody's – tätig sind. Die übrigen kleinen Agenturen müssen in Marktnischen bedienen oder regional operieren.¹⁷ Diese kleinen Agenturen haben sich auf Marktnischen konzentriert, vor allem auf bestimmte Branchen, Länder, Regionen, oder

¹³ Chr. Prager (2012), S.57; A. Niedostadek (2006), Rn. 80, S. 68.

¹⁴ A. Niedostadek (2006), S. 68 ff.

¹⁵ So in www.fitchratings.com; A. Niedostadek (2006), Rn. 81, S. 69.

¹⁶ „Der Wechsel in der Einkommensstruktur zeigt sich auch dadurch, dass die Agenturen sich anfänglich an **Publikationen** als Haupteinnahmequelle orientierten, die aus Subskriptionsgebühren der **Investoren** erzielt wurden. Die Zunahme der Ratingnachfrage nach dem Zusammenbruch von Penn Central und die Verbreitung der Fotokopierer (free-rider Problem) riefen das derzeit herrschende „**issuer-pays-Modell**“ hervor. Christian Wappenschmidt, Ratinganalyse durch internationale Ratingagenturen (2009), S. 13; Chr. Prager (2012), S. 58-59.

¹⁷ Hierzu Ol. Everling / My Linh Trieu in Handbuch Rating H.Büschgen/Ol.Everling (Hrsg) (2007), S.98; Chr. Wappenschmidt (2009), S. 14; M. Habersack, ZHR 169 (2005), S. 187.

mittelständische Unternehmen.¹⁸ Wichtige Merkmale der drei internationalen Ratingagenturen stellt die Abbildung 1 dar.

Merkmal / Agentur	S&P	Moody's	Fitch
Mutterunternehmen	Mc Graw-Hill Inc., New York (Medienunternehmen)	Seit 2000 selbständig und börsennotiert	Fimalac S.A.,Paris/ Hearst Corp. (Medienunternehmen)
Gegründet	1916	1909	1913
Mitarbeiter	ca 6.000 davon über 1.400 Analysten	ca 6.800 davon über 1.000 Analysten	ca 2.000 davon über 800 Analysten
Umsatz (2012)	2,9 Milliarden \$	2,7 Milliarden \$	545 Millionen \$
Niederlassungen (inkl.Partneruntern.)	In 23 Ländern In Deutschland seit 1992	In 28 Ländern In Deutschland seit 1991	In 51 Ländern In Deutschland seit 1999
Globaler Marktanteil	40%	39%	15%
Insgesamt	94%		

Abb.1: Wichtige Merkmale der angloamerikanischen Ratingagenturen¹⁹

Somit weisen die kleineren Agenturen eine gewisse Spezialisierungstendenz auf bestimmte Gegenstände des Ratings auf, um auf diese Weise ökonomisch lebensfähig zu bleiben. Beispielsweise erwähnt seien die in den 90er Jahren vornehmlich mit Bankenratings befasste Fitch Ratings oder die 1976 in Kanada gegründete *Dominion Bond Rating Service (DBRS)*, die 2001 gegründete Schweizer *KMU – Rating – Agentur AG*, die sich auf kleine und mittelständische Unternehmen spezialisiert hat, die auf Versicherungsrating spezialisierte *A.M. Best* oder die österreichische *Immobilien Rating GmbH*.²⁰ In Deutschland bieten die *URA Unternehmens Ratingagentur AG* und die *Euler Hermes Rating GmbH Ratings* in Bezug auf Emissionen von Schuldverschreibungen auf den Kapitalmärkten.²¹

¹⁸ Zur Bedeutung des Ratings für mittelständische Unternehmen siehe *Hans Reich* in Büschgen/Everling (Hrsg) Handbuch Rating (2007), S. 5 ff.

¹⁹ In Anlehnung an *Wappenschmidt* (2009), S. 15, nach eigener Aktualisierung mit Angaben aus S&P (2012); Moody's (2012); Fitch Ratings (2012).

²⁰ *Everling/My Linh Trieu* in Handbuch Rating (2007), S. 98-99.

²¹ *M. Eisen* (2007), Fn. 194 S. 81.

I. Wettbewerbsdefizit (ein Stück Absolutismus in unserer Mitte)²² - das Kriterium der langjährigen Erfahrung

In Anbetracht der Wettbewerbssituation auf der Angebotsseite beeindruckt es nicht, dass sich keine neue Agentur am globalen Ratingmarkt etablieren kann. So sind die Marktanteile der drei dominierenden Agenturen seit jeher beinahe unverändert.²³ Dies ist aus Investorensicht sowie für eine effektive Marktfunktion insoweit eine prekäre Situation, als dass berechnete Befürchtungen sowohl vor gesteigerten Kartellpreisen aufgrund der Ausnutzung der oligopolistischen Marktstruktur, als auch vor negativen Auswirkungen auf die Ratingqualität bestehen.²⁴ Dies hängt zudem mit einem Eigenmerkmal des Ratingsektors zusammen, nämlich der nur „*ex-post*“ Überprüfbarkeit der Ratingqualität. Das Kreditrating ist als Erfahrungsgut einzuordnen und das hat zur Folge, dass die langjährige Erfahrung der drei alten Ratingagenturen, die über eine sehr breite statistische Datenbasis verfügen, das sog. *Track Record*, ein Rating guter Qualität garantiert. Das hohe Ansehen, sprich ihre Reputation stellt für die übrigen Ratingagenturen²⁵ eine erhebliche *Marktzutrittsschranke* dar. Dies wird an folgender Aussage von Fitch Ratings deutlich: „*It has taken two decades and a billion plus dollar investment for Fitch to compete with Moody's and S&P worldwide*“²⁶. Der wachsende Bedarf für Ratings wird mithin von neuen, kleineren Ratingagenturen gerade deshalb nicht gedeckt, weil die Ratings einer Agentur als allgemein akzeptiert und anerkannt gelten, wenn sie von einer großen und gewichtigen Anzahl von Marktteilnehmern beachtet werden.²⁷

II. Die Anerkennung als NRSRO

Die de facto oligopolistische Struktur des Markts wurde durch die Einführung einer rechtlichen Eintrittsbarriere, der sog. „Nationally Recognised Statistical Rating Organisations (NRSRO)“ weiter verstärkt. Die Erlangung der Anerkennung durch SEC (US Securities and Exchange Commissions) als NRSRO in den USA setzte die vorherige, faktische Marktakzeptanz voraus, was für die Markteinsteiger von vornherein praktisch unmöglich war, weil die amerikanischen Bundesgesetze sowie die Kapitalmarktverordnungen lediglich auf Ratings bereits als NRSRO anerkannter Agenturen verwiesen. Und die ersten Agenturen, die den NRSRO Status gleich zu Beginn der Einführung des Begriffs erhielten, waren *S&P (1975)*, *Moody's (1975)* und *Fitch Ratings* gleichfalls 1975. Die Etablierung neuer Agenturen im globalen Markt wurde durch diesen *circulus vitiosus* erheblich erschwert²⁸. Die neuen sechs derzeit als NRSRO lizenzierten Agenturen schafften die Anerkennung ungefähr 30 Jahre später

²² Verwendet von Prof. Dr. Wolfgang Deubler in NJW 15 (2003), S. 1097.

²³ Vgl. in Wappenschmidt (2009) die Abbildung 5, S. 15.

²⁴ Hierzu U. Blaurock, ZGR 5/2007, S. 607.

²⁵ Zu den Strukturproblemen im Ratingmarkt vgl. Br. Haar, ZBB 3/2009, S.178-9; U. Blaurock, ZGR 5/2007, S. 606-7.

²⁶ Statement of Susan Launi, Senior European Counsel von Fitch Ratings on Public Hearing on CRAs 24.01.2012 S. 3, abrufbar unter www.fitchratings.com

²⁷ Everling/My Linh Trieu in Handbuch Rating, S. 103.

²⁸ Hierzu M. Eisen (2007) S. 83-4; G. Deipenbrock, WM 6/2005, S. 263-4.

als die großen drei. *DBRS Kanada* schaffte 2003, die *A.M Best Company* 2005 und die *Egan-Jones Rating Company* 2007.

Die amerikanische Kapitalmarktreform durch den „**CRA Reform Act**“ (2006) und vornehmlich durch den „**Dodd-Frank Act**“ (2010), welche mehrere Anforderungen und Transparenz an das NRSRO-Verfahren knüpfen²⁹ trug dazu bei.

III. Regulative Verwendung /Netzwerk-bzw. Lock-in-Effekte

Zu der angesprochenen Konzentration am Ratingmarkt hat ebenso eine im Wege der Globalisierung der Finanzmärkte und insbesondere in den USA praktizierte regulative Bezugnahme des Ratings beigetragen.³⁰ Die Zahl der verwendeten Ratings ist v.a. eine Funktion des Finanzierungsvolumens, das auf dem Kapitalmarkt erbracht werden soll.³¹ Darauf aufbauend kommen noch weitere Phänomene in Betracht, die den Ratingmarkt auf globaler Ebene fast geschlossen halten. Zum einen funktionieren sog. *Netzwerkeffekte* in der Weise, als dass potentielle Investoren lediglich dann bereit sind zu investieren, wenn die Ratingnote ihren Wert größtenteils aus der Vergleichbarkeit zu anderen Ratings, die auf denselben Methoden beruhen und denen dieselben Maßstäbe zugrunde liegen, zieht. Diese Vergleichbarkeit weist darauf hin, dass, wie bereits oben angemerkt, der Informationswert eines Ratings für die Anleger steigt, je nach der absoluten Zahl erstatteter Ratings durch eine Ratingagentur. Demzufolge werden die großen Anbieter bevorzugt.³²

Lock-in-Effekte zu Lasten neuer, potentieller Wettbewerber sind im Ratinggeschäft insoweit vorhanden, als dass ein Klient für ein Produkt zusätzlich zu dessen Preis bei einem Anbieterwechsel Wechselkosten (*switching costs*) aufwenden muss, wie dies etwa bei der Kundenbindung an eine vorhandene Technologie aufgrund hoher Folgekosten der Fall ist.

Ebenso wenig möglich ist eine *Produktdifferenzierung*, die neue Marktsegmente erschließen könnte. Die Erschließung eines niedrigen Qualitätssegments scheidet von vornherein aus, da Emittenten sich immer um zuverlässige Ratings mit hohem Informationswert bemühen.³³

²⁹ Ausführlich in www.sec.gov; hierzu siehe auch *Br.Haar* in ZBB 3/2009, S. 180.

³⁰ Im Rahmen von kapitalmarktrechtlichen Vorschriften müssen Emittenten daher zwei Ratings nachweisen können. Aus dieser Sachlage folgt, dass die Emittenten im Hinblick auf eine erfolgreiche Emission die beiden führenden Agenturen **nicht** alternativ – je nach den besseren angebotenen Konditionen – sondern kumulativ akzeptieren müssen, was die Konkurrenz unter den marktbeherrschenden eliminiert, vgl. *Everling/My Linh Trieu* in Handbuch Rating (2007), S. 102; *M. Eisen* (2007), S. 82. Zu der rechtlichen Relevanz von Ratings siehe unten im Kapitel 2.

³¹ Je größer das Volumen, desto verpflichtender ist aus Investorensicht, wie schon angemerkt, die Existenz von mindestens zwei Ratings. Hierbei können nur einzelne, nicht regelmäßig emittierende Unternehmen, zumeist Familienunternehmen, die über eine hohe Reputation verfügen (z.B. Porsche), erfolgreich teilweise oder vollständig auf ein externes Rating verzichten. *Ul. Ackermann/J. Jäckle*, BB 16/2006, S.880.

³² Hierzu *Br. Haar* ZBB 3/2009 S. 179; hierzu auch *Wappenschmidt* (2009), S. 37, der dort die Funktion der Ratingagenturen als „Standardsetzer“ behandelt.

³³ *Haar*, ZBB 3/2009, S. 179.

IV. Arbeitshypothese: Die Errichtung einer europäischen Ratingagentur vermag das Oligopol am Ratingmarkt nicht zu durchbrechen

Mit Blick auf die starke Einflussnahme des angelsächsischen Ratings im europäischen Wirtschaftsraum, aber v.a. aufgrund des Verhaltens der großen Ratingagenturen während der letzten Schuldenkrise³⁴ in der Euro-Zone gewinnt ein bereits schon zu Beginn der 90er Jahre diskutiertes Thema,³⁵ dasjenige der Gründung einer europäischen Ratingagentur, an Aktualität³⁶. Etwaige positive Aspekte einer solchen Bewegung sind damals darauf zurückzuführen, dass eine europäische Agentur die Besonderheiten in Bezug auf Bilanzierungs- und Rechnungslegungsmaßstäbe der europäischen Länder effektiver als die an den amerikanischen orientierten, großen Agenturen berücksichtigen würde. Das ausschlaggebende Kriterium für eine Errichtung bestand aber vielmehr darin, dass zu Beginn der 90er Jahre die ökonomischen Umstände in Europa unterschiedlich waren, nämlich den europäischen Ländern eine grundlegende, wirtschaftliche sowie politische Zäsur bevorstand (Abschaffung des ost-europäischen Blocks, Entstehung eines gemeinsamen europäischen Finanzmarktes, Institutionalisierung der Finanzmärkte, Unternehmensexpansionen). Zudem war die Präsenz der amerikanischen Ratingagenturen in Europa noch nicht gefestigt. Das Marktumfeld war noch „frei“ eine graduell zur hohen Marktakzeptanz (insbesondere aufgrund der Tatsache, dass die erhebliche Ausweitung des europäischen Marktes für Unternehmensanleihen erst in den 90er Jahren begann³⁷) wachsende Agentur zu etablieren. Ebenso möglicher war einen Rechtsrahmen in Bezug auf die transparente Erstellung von Ratings (mittels der Beseitigung Prinzipal – Agent – Konflikte) durch eine auf dem investor-paid Modell operierende Agentur festzulegen.³⁸

Die Erfolgsaussichten einer von der EU – Kommission, EcoFin – Rat und der EZB getragenen Agentur, nach dem Vorbild von Stiftung Warentest ausschließlich zur Bewertung von Staatspapieren sind fragwürdig. Die bezüglich sovereign Ratings (Länderratings) erstrebenswerte Unabhängigkeit erscheint nicht gewährleistet, wohingegen man mit einer Tendenz zur politischen Einflussnahme durch das jeweilige politische Machtverhältnis innerhalb von der EU rechnen muss.³⁹ Das dürfte das Durchsetzungspotential einer solchen Agentur, unter Berücksichtigung des an Selbstregulierung orientierten, und auf dem Kriterium des „guten Rufs“ operierenden Ratingmarkts unterminieren.

³⁴ Beispielsweise die heftige Kritik des Bundesfinanzministers *W. Schäuble* an der Urteilsfähigkeit von S&P aufgrund der Herabstufungen 9 Euro-Länder sowie die Absicht der Gründung einer europäischen Agentur in www.zeit.de/wirtschaft/2012-01/schaeuble-ratingagenturen

³⁵ So lautete der Vorschlag des damaligen Mitglieds des Vorstands der Deutschen Bank AG *Dr. Rolf-E. Breuer* in WM 1991, S. 1109.

³⁶ *U. Blaurock* in JZ 5/2012, S. 232; Erwägungsgrund 73 EG-VO Nr.1060/2009 über Ratingagenturen.

³⁷ *Ch. Wappenschmidt* (2009), S. 16; Dadurch entstand z.B. in Deutschland mit der Abschaffung der staatlichen Emissionsgenehmigung für Anleihen (§§ 795, 808a BGB) 1991 ein zunehmender Informationsbedarf und somit Steigerung der Ratingnachfrage *ders.* in a.a.O.

³⁸ Vgl. *Blaurock* in JZ 5/2012, S. 231-2. Für die Auswirkung von Interessenkonflikten auf das Rating siehe Kap.2.

³⁹ Vgl. *Möllers / Wecker*, ZRP 2012, S. 107.

Im Hinblick auf die gegebenen Bewandnisse des Ratingmarktes scheint die Errichtung eines unabhängigen vom Staat⁴⁰ agierenden Trägers auf globaler Ebene vielversprechender zu sein. Aus diesem Grund betonten die Partner der *Universal Credit Rating Group* (die Agentur setzt sich aus der amerikanischen *Egan Jones Ratings Co (EJR)*, der russischen *RusRating JSC* und der chinesischen *Dagong* zusammen), dass die neue Agentur weder die Interessen eines Landes noch einer Gruppe vertrete⁴¹ und auch, so die Mitteilung des Präsidenten von Dagong, unabhängig von der chinesischen Regierung agiere.

Ebenso kompliziert wie die Schaffung eines langjährigen sowie glaubwürdigen Track Records ist die Finanzierung eines solchen Projekts. Dies ist ein weiterer Grund, weshalb ähnliche Initiativen in der Vergangenheit gescheitert sind. Der jüngste Versuch von Markus Krall und Unternehmensberater Roland Berger, eine von Banken und institutionellen Investoren getragene europäische Ratingagentur zu gründen, wurde im April diesen Jahres aufgegeben. Das dazu erforderliche Startkapital von 300 Millionen Euro konnte nicht eingeworben werden.⁴²

V. Zwischenergebnis

Die Ursprünge des heutigen Ratingmarkts lassen sich schon auf die erste Hälfte des 20. Jahrhunderts in den USA zurückführen. Die ersten Ratinggeschäfte setzten sich aus der Bewertung der Bonds der Eisenbahngesellschaften zusammen. Der Ratingmarkt hat sich jedoch in den letzten drei Jahrzehnten weiterentwickelt. Er weist auf internationaler Ebene eine solide, oligopolistische Struktur (die „drei großen“ S&P, Moody's und Fitch Ratings kontrollieren nahezu das 95% des Ratingsektors) auf. Denn es besteht lediglich ein mangelnder Wettbewerb, der, auf dem Kriterium der Reputation des Anbieters beruht, „Informationsnetzwerke, und Lock-in-Effekte“. Die Anforderung von aufsichtsrechtlichen Vorschriften an die Emittenten, zwei oder drei Ratings vorzeigen zu können, beschränkt auch die Konkurrenzmöglichkeiten unter den drei Großen. Ein weiteres Markteintrittshemmnis ist die Schwierigkeit der Erschließung eines niedrigeren Qualitätssegments durch Produktdifferenzierung.

Eine Durchbrechung des Oligopols und eine Stärkung des Wettbewerbs durch die Steigerung der Anzahl der Marktakteure, beispielsweise durch Schaffung einer europäischen Ratingagentur und eines europäischen Ratings, scheinen aufgrund der derzeit herrschenden Umstände im Ratingsektor nicht erfolgsversprechend. Dies mag auch gar nicht notwendig sein. Um effektiv der marktbeherrschenden Stellung der führenden Agenturen entgegenzuwirken, könnten auch

⁴⁰ So festgestellt im deutschen Bundestag: BT-Dr. 17/7638, S. 3.

⁴¹ Hierzu www.zeit.de/wirtschaft/2012-10/ratingagenturen-konkurrenz-china

⁴² Siehe www.sueddeutsche.de/wirtschaft/prestigeprojekt-gescheitert ; www.finanznachrichten.de/nachrichten-2013-05/26942101

haftungs- und kartellrechtliche Vorschriften sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene zum Tragen kommen.

C. Rating-Arten – Abgrenzung von anderen Formen der Unternehmensbeurteilung

I. Mit Blick auf die seit den 1980er Jahren stärkere Expansion des Ratinggeschäfts aufgrund der Globalisierung, der zunehmenden Komplexität der Finanzinstrumente sowie eines gewissen Trends zur Deregulierung der Finanzmärkte, kommt eine Vielzahl verschiedener Ratingformen in Betracht. Dies verdeutlicht, wie bereits angemerkt,⁴³ dass Rating nicht gleich Rating ist.⁴⁴ Vielmehr unterscheidet man hierbei je nach Untersuchungsobjekt oder Zielsetzung des Ratings.

1. Emissions- Emittentenrating :

Unter einem Emissionsrating(issue credit rating) versteht man die *Bonitätsbeurteilung* eines Schuldners, also ob dieser zeitgerecht und vollständig die Zins- und Tilgungsverpflichtungen in Bezug auf einen genau definierten Finanztitel (Emission) beispielsweise Wertpapiere, Anleihen oder Pfandbriefe, zu bezahlen im Stande ist. Darin besteht der Unterschied zu dem sog. Emittentenrating (issuer credit rating /corporate rating / Unternehmensrating / Bonitätsrating), bei welchem die gesamte Kreditwürdigkeit eines Unternehmens auf den Prüfstand gestellt wird.⁴⁵ Bei einem Emittentenrating handelt es sich verglichen mit dem Emissionsrating nämlich um ein unterschiedliches Untersuchungsobjekt, wobei die Vorgehensweise beim Emittentenrating derjenigen bei der Untersuchung des Unternehmenswerts ähnlich ist.⁴⁶

Eine weitere Unterteilung des Emissionsratings ist diejenige zwischen langfristigen und kurzfristigen Emissionsratings (long-term and short-term obligation ratings). Als langfristig bezeichnet man Ratings, die Wertpapiere mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr bewerten. Die Bewertung stützt sich dabei nicht nur auf das Ausfallrisiko im Sinne einer nicht vertragsgemäßen Rückzahlung, sondern auch auf die Ausfallsschwere.⁴⁷ Die Beurteilung der Eintrittswahrscheinlichkeit von Zahlungsstörungen stützt sich auf die Fähigkeit des Kreditnehmers Cash Flow zu erwirtschaften. Bei der Ausfallsschwere fallen hingegen andere Faktoren wie der Wert der im Insolvenzfall zu liquidierenden Unternehmenswerte, die Stellung der Gläubiger in der Insolvenz und eine etwaige Besicherung der Anleihe ins Gewicht.⁴⁸ Kurzfristige Ratings betreffen hingegen Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr bzw. dreizehn Monaten.

⁴³ Siehe oben I.

⁴⁴ Niedostadek (2006), Rn. 82, S. 69; Meixner (2009), S. 227.

⁴⁵ Niedostadek (2006), Rn. 84, S. 70.

⁴⁶ Vgl. Meixner (2009), S. 226.

⁴⁷ Ratings Definitions in Moody's Investors Service S. 7, abrufbar unter www.moody's.com

⁴⁸ M. Eisen (2007), S. 54.

In Bezug auf das Ratingobjekt unterscheidet man des Weiteren zwischen **a. Immobilienrating**, **b. Aktienrating**, **c. Branchenratings** und **d. Länderratings** (sovereign ratings).

Bei der Beurteilung der Sicherheit von Ansprüchen der Versicherten ist die Rede von einem **e. Versicherungsrating** (Insurance Financial Strength Rating). Hauptsächlich in den USA wird ferner die Erstellung von **f. Kommunalobligationsratings** (Municipal Short – Term Note Ratings) praktiziert. Deren Analyse gibt die Zahlungs- und Schuldentilgungsfähigkeit der Titel von Gebietskörperschaften wieder.⁴⁹

Aufgrund des hohen Risikos und des hierzu erhöhten Informationsbedarfs bei komplexeren Unternehmensstrukturen und strukturierten Finanzinstrumenten, entwickelten sich verfeinerte oder ganz neue Ratingformen:

2. Corporate Family Ratings (CFRs) sind langfristige Ratings, die das Ausfallrisiko einer bestimmten Emission eines Konzerns wiedergeben, wobei der Konzern als einheitliche, rechtliche Entität zu betrachten ist. CFRs werden im Allgemeinen auf speculative – grade Emittenten angewandt, sie können dennoch ebenso bei investment–grade Emittenten zur Anwendung kommen. Grundsätzlich bezieht sich ein CFR auf alle Tochtergesellschaften des betroffenen Konzerns.⁵⁰

Weitere Subkategorien des Emissionsratings sind hinsichtlich des Risikoumfangs die sog. **Insured Rating** und **Underlying Rating**. Beide beurteilen zwar die Qualität einer konkreten Emission (i.d.R. von strukturierten Finanztiteln im Sinne von **mortgage-backed securities, asset-backed securities und collateralized debt obligations**), beim Underlying Rating werden jedoch etwaige Besicherungen oder ein anderes credit enhancement bei der konkreten Risikobewertung nicht mitberechnet.⁵¹ Wie schon erwähnt, bewertet die Agentur bei einer langfristigen Emissionsratinganalyse das Ausfallrisiko und die Ausfallsschwere. Das bedeutet, dass eine Herabstufung des Ratings auch dann erfolgt, wenn die Bonität des Anleiheschuldners zwar unverändert bleibt, aber die zur Besicherung verwendeten Vermögensgegenstände im Insolvenzfall eine geringere Befriedigung der Gläubiger erwarten lassen, als ursprünglich prognostiziert. Hieraus wird der Rechtfertigungsgrund der Unterscheidung zwischen Insured und Underlying Rating gezogen.⁵²

Zur effektiveren Einschätzung des Risikos bei CD Swap – Transaktionen wird auf ein **Credit Default Swaps Rating** (CDS – Rating) verwiesen, welches das von dem credit protection provider getragene Risiko hinsichtlich der Eintrittswahrscheinlichkeiten der Verpflichtungen unter Transaktionsbedingungen bewertet.

⁴⁹ Chr. Wappenschmidt (2009), S. 8; hierzu auch S&P's Ratings Definitions S. 6 unter www.standardandpoors.com/ratingsdirect

⁵⁰ Siehe Fn. 26.

⁵¹ Moody's Investors Service S. 8-9, abrufbar unter www.moodys.com

⁵² M. Eisen (2007), S. 54-55, Fn. 44.

Im Bereich der strukturierten Finanzen haben sich je nach Agentur verschiedene Bewertungsbegriffe entwickelt, beispielsweise: **structured finance interest only (IO) security Ratings** von Moody's oder die **structured finance servicer evaluation** (durch die Verwendung einer eigenen fünf-stufigen Ratingskala von „strong“ „weak“ Grad) von S&P. Sie bewertet die Effizienz und Kompetenz in Servicing im Vergleich zu den übrigen von S&P bewerteten Servicers.⁵³

3. Recovery - Rating:

Vielmehr bietet S&P eine auf die zeitliche Periode nach dem Zahlungsausfall einer bestimmten Emission spezialisierte Ratinganalyse an, die sich als Recovery Rating bezeichnen lässt. In den Fokus rückt dabei lediglich die zu erwartende Verbesserung nach dem Ausfall und diese wird, wie die folgende Abbildung darstellt, in sechs Stufen prozentual eingeschätzt. Das Recovery – Rating findet auf Länderratings keine Anwendung.

Recovery rating	Recovery description	Recovery expectations (%) [*]	Issue rating relative to issuer credit rating ^{**}
1+	+Highest expectation, full recovery	100	+3
1	Very high recovery	90-100	+2
2	Substantial recovery	70-90	+1
3	Meaningful recovery	50-70	0
4	Average recovery	30-50	0
5	Modest recovery	10-30	-1
6	Negligible recovery	0-10	-2

(For issuers with a non-investment-grade corporate credit rating)

^{*} Recovery of principal plus accrued but unpaid interest at the time of default.

^{**} Number of notches the issue rating may be adjusted relative to the credit rating of the issuer (i.e. +3 could mean the issue rating would be BBB+ if the issuer rating was BB+)

Abb. 2: Recovery Ratingskala,
Quelle: S&P Rating Definitions S. 15-16

4. Internes und externes Rating

Die Unterscheidung zwischen internem und externem Rating besteht darin, wer das Rating erstellt: eine Bank oder eine Ratingagentur. Wenn es sich um das Rating eines Finanzinstituts handelt, spricht man von einem internen Rating. „Es handelt sich dabei um die Bonitätsuntersuchung eines kreditsuchenden Kunden durch eine Bank, die diese bei dem Kunden als Entscheidungsgrundlage für ihre Kreditvergabe vornimmt und die im Regelfall nur für

⁵³ Siehe Fn. 29 sowie S&P Ratings Definitions S. 15-16 unter www.standardandpoors.com/ratingsdirect

eigene, interne Zwecke herangezogen und nicht offengelegt wird“.⁵⁴ Interne Ratings, deren Verwendung durch Basel II und III Übereinkünfte zugenommen hat, spielen bei der Finanzierung von mittelständischen Unternehmen eine wichtige Rolle.⁵⁵ Ein Rating ist wiederum extern, wenn die Bonitätsanalyse unabhängig von den beauftragenden Unternehmen durchgeführt wird, nämlich durch die privaten Ratingagenturen. Vielmehr ist ein wichtiger Unterschied zwischen diesen Ratingformen, dass der von den Agenturen verfolgte Ratingansatz möglichst unabhängig von der jeweiligen konjunkturellen Situation, auf mehrere Jahre oder gar die gesamte Laufzeit erstrangiger Verpflichtungen bzw. einer speziellen Emission reicht (**through-the-cycle-Rating**). Der von den Banken praktizierte Ansatz schätzt hingegen das Bonitätsrisiko aufgrund der gegenwärtigen Situation des Kreditnehmers für ein bis zwei Jahre (**point-in-time-Rating**⁵⁶) ein. Die Geschäftsbeziehung zwischen dem beauftragenden Unternehmen und der beauftragten Agentur knüpft sich nur daran, ein Rating zu erstellen, zu vergeben und zu überwachen. Weitergehende Beziehungen, wie sie etwa bei Banken in der Kreditvergabe vorhanden sind, gibt es nicht.⁵⁷ Diese Unabhängigkeit der Ratingagenturen soll die Qualität und Zuverlässigkeit der vorgenommenen Analyse gewährleisten und ist mithin die Zielsetzung aller das Rating regelnden materiellen Vorschriften, insbesondere derjenigen, welche potenzielle Interessenkonflikte beseitigen wollen. Im dritten Kapitel dieser Studie wird die Beziehung zwischen Emittenten und Ratingagenturen in ihrer vertraglichen Ausgestaltung und Funktion näher beleuchtet. Außerdem wird die angestrebte Unabhängigkeit als nicht von vornherein gegeben angesehen.

5. Beauftragtes und unbeauftragtes Rating (*solicited – unsolicited Rating*)

Ein besonderer Unterschied besteht darin, ob das Rating von dem zu bewertenden Unternehmen initiiert wird, in diesem Fall spricht man von einem „solicited“ Rating (engl. solicit = erbitten, ersuchen) oder, ob die Raterstellung ohne Auftrag durchgeführt wird (*unsolicited Rating*).⁵⁸ Das *unsolicited Rating* wird ohne die Mitwirkung des Emittenten erstellt, seine Datenbasis ist somit schmaler (deshalb ist es durch „pi“ *public information* gekennzeichnet), weil es nur auf bereits publizierte und mithin allgemein zugängliche Unternehmensdaten ohne Berücksichtigung qualitativer Kriterien erstellt wird. Seine, im Vergleich zu einem auf Antrag des Emittenten Rating, geringere Aussagekraft erschwert seine Marktakzeptanz und trägt sehr viel häufiger zur Verärgerung der betroffenen Emittenten bei.⁵⁹ Aus diesem Grund finden sie in Europa, anders als in den USA, geringere Beachtung.⁶⁰ Des Weiteren ist eine wiederholte Erstellung von *unsolicited Ratings* demselben Emittenten gegenüber insoweit bedenklich, als dass diese in Zusammenhang mit dem herrschenden „issuer-paid“ Gebührenmodell als Druckmittel zur

⁵⁴ Hierzu Vetter, WM 35/2004, S. 1703.

⁵⁵ Niedostadek (2006), S. 70.

⁵⁶ Chr. Wappenschmidt (2009), S. 11.

⁵⁷ Siehe Fn. 46.

⁵⁸ Hierzu U. Blaurock, ZGR 5/2007, S.604-6; A. Niedostadek (2006), Rn. 86, S. 71-72.

⁵⁹ M. Habersack, ZHR 169/2005, S. 199.

⁶⁰ Vgl. Vetter, WM 35 /2004, S. 1703-4.

Erlangung neuer Kunden verwendet werden könnte, da *unsolicited* Ratings wegen der knapperen Informationsbasis im Regelfall nicht der wirklichen Position des Unternehmens entsprechen. Zudem bestätigen die empirischen Befunde, dass die Agenturen die *unsolicited* Ratings systematisch niedriger als die beantragten bewerten.⁶¹ Dem steht dennoch kein allgemeines Verbot der unbeauftragten Ratings entgegen, denn beim *unsolicited* Rating können potenzielle Interessenkonflikte durch Beauftragung und Bezahlung der Agentur durch die Emittenten nicht entstehen. Ferner dient den kleineren Agenturen das Rating ohne Auftrag des Emittenten aber auch zur Erzielung des erforderlichen Track Records und somit zur Überwindung von Marktzutrittsschranken⁶² und zur Festigung ihrer Marktposition.⁶³ Letztlich, wird auf diese Weise die *Markt-Durchdringung* als Wachstumsstrategie von den kleineren Ratingagenturen der risikoreicheren Strategie der *Markt-Entwicklung* vorgezogen.

II. Rating und andere Formen der Unternehmensbewertung

Bevor die Ratinganalyse sowie die Rating-Symbole näher dargestellt werden, liegt eine Abgrenzung des Ratings von anderen bisweilen etablierten Arten der Unternehmensbewertung, nahe.

1. Rating und Bilanzanalyse

Der § 242 Abs.1 S.1 HGB sieht die kaufmännische Verpflichtung zur Erstellung einer Bilanz vor, welche das Verhältnis seiner Schulden und seines Vermögens darstellt.⁶⁴ Sie fungiert damit, neben der Gewinn- und Verlustrechnung, als stichtagsbezogenes Informationsinstrument über die Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage eines Unternehmens und in dieser Weise ist sie dem quantitativen Rating ähnlich. Das Rating hebt sich dennoch von der Bilanzanalyse nicht nur dadurch ab, dass es Rücksicht auf qualitative Faktoren nimmt, sondern auch dadurch, dass das Rating in der Weise weitergehend ist, als dass es eine zukunftsbezogene Sichtweise enthält.⁶⁵ Ratings ersetzen jedoch nicht das Testat eines Wirtschaftsprüfers, denn sie geben nur die Meinung der erstellenden Analysten wieder.

2. Rating und Kreditwürdigkeitsprüfung

Das Rating unterscheidet sich auch von einer traditionellen Kreditwürdigkeitsprüfung insofern, als dass es von einer zukunftsorientierteren Sichtweise geprägt ist und bei der Ratinganalyse

⁶¹ „Aus einer empirischen Studie, die das Rating von 256 Firmen aus 15 Ländern im Zeitraum von 1998-2000 untersucht, leitet, dass die unbeauftragten Ratings schlechter als die *solicited* bewertet worden sind, her“, vgl. *Jens Rosenbaum*: Der politische Einfluss von Rating - Agenturen 2009, S. 31.

⁶² Siehe oben I B.

⁶³ *M. Habersack*, ZHR 169/2005, S. 199.

⁶⁴ Siehe hierzu *Kuhn* in Heidel/Schall (Hrsg.) HGB Kommentar (2011), Rn. 2-3, S. 1369, Rn. 7-8, S. 1370.

⁶⁵ *A. Niedostadek* (2006), Rn. 101, S. 78 „...Doch reflektieren Informationen aus der Abschlussanalyse allein die Sachlage am Bilanzstichtag. Die Auswertung der Kennzahlen stellt zwangsläufig nur eine Momentaufnahme dar, deren Aussagewert zeitgebunden und eher vergangenheitsorientiert ist.“

auch qualitativen Faktoren (z.B. die Managementqualität des Unternehmens) Rechnung getragen wird.⁶⁶

3. Rating und Unternehmenswert

Rating (insbesondere das Emittentenrating) und Unternehmensbewertung verfolgen unterschiedliche Ziele: Die Unternehmensbewertung zielt auf die Ermittlung des wirtschaftlichen Wertes des Unternehmens ab und sie erfolgt deswegen meist aufgrund eines einmaligen Anlasses (z.B. der Verkauf des Unternehmens oder ein geplanter Börsengang). Das Rating trifft dagegen eine Aussage über die Fähigkeit eines Unternehmens vertragsgemäß Zins- und Tilgungsverpflichtungen zu erfüllen (eine Art Gütesiegel).⁶⁷ Eine wichtige Gemeinsamkeit zur Einschätzung beider Bewertungsgrößen ist die Heranziehung sich überschneidender Determinanten, denn sowohl die Bonitätsbeurteilung, als auch die Bewertung des Unternehmenspotenzials lassen sich anhand des zukünftigen Cash Flows einschätzen.⁶⁸

4. Rating und Due Diligence

In der rechtlichen sowie betriebswirtschaftlichen Praxis wird die Due Diligence (angemessene Sorgfalt bei der Prüfung der Kaufsache) als Analyseform im Zusammenhang mit Unternehmens- oder Beteiligungskäufen angewandt.⁶⁹ Es handelt sich dabei um ein Verfahren der systematischen Untersuchung eines Zielunternehmens durch einen Kaufinteressenten, dem es regelmäßig darum geht, Risiken aufzuspüren, um diese in die Kaufpreisfindung einfließen zu lassen und bei der Vertragsgestaltung berücksichtigen zu können. Eine Due Diligence deckt sich also weitgehend mit einer Unternehmensanalyse im Vorfeld einer Unternehmensbewertung. Die Due Diligence reichert den Informationszustand vor wichtigen Entscheidungen an und weist eine parallele Funktion zum Rating auf. Allerdings hat das Rating ein stärker standardisiertes Verfahren, welches sich über die Bewertung von individuellen Risiken hinaus erstreckt, indem es das Unternehmen gerade auch im Vergleich zu anderen Unternehmen beurteilt.⁷⁰

5. Rating und Rechnungslegung

Aufgrund des Überprüfungscharakters der Rechnungslegung, bei der der gegebene Ist-Zustand mit dem angestrebten Soll-Zustand verglichen wird und hierfür Annahmen und Behauptungen auf Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft werden, umfasst die Rechnungslegung gegenwärtige Sachverhalte. Demgegenüber weist das Rating Prognosecharakter auf, da seine Funktion nicht darin besteht, die Richtigkeit von Annahmen bzw. Aussagen zu überprüfen (sieht man von einer

⁶⁶ A. Niedostadek (2006), Rn. 102, S. 79.

⁶⁷ Hierzu siehe A. Niedostadek (2006), Rn. 103, S. 79; St. Meixner (2009), S. 231.

⁶⁸ Zum Verhältnis zwischen Bonität und Unternehmenswert siehe St. Meixner (2009), S. 231-2.

⁶⁹ A. Niedostadek (2006), Rn. 105, S. 80.

⁷⁰ Niedostadek in a.a.O.

gewissen Plausibilitätsprüfung ab).⁷¹ Aus diesem Grunde ist ein Rating – anders als das Ergebnis der Rechnungslegung- kaum nachprüfbar.⁷²

III. Zwischenergebnis

Es ist festzustellen, dass das Rating als besondere Kategorie der Unternehmensbewertung, aufgrund seiner eigenen Zielsetzung und der hierzu differenzierenden Analysemaßstäbe, von den übrigen Bewertungsgrößen (Bilanzanalyse, Kreditwürdigkeitsprüfung, Unternehmenswert, Due Diligence und Rechnungslegung) nicht erfasst wird.

Vielmehr wird die Vielfalt im inneren Bereich des Ratinggeschäfts durch die starke Verbreitung sowie die allmählich größere Bedeutung des Ratings für die Finanzmärkte widerspiegelt. Anhand des spezielleren Ratingobjekts und der eigenen Zielsetzung unterscheidet man zwischen *Emissionsratings* – und hier je nach Laufzeit der konkreten Wertpapiere zwischen *langfristigen* und *kurzfristigen* Emissionsratings- und *Emittentenratings*. Diese Unterscheidung trifft man je nachdem, ob die Bonitätsbeurteilung das gesamte Unternehmen oder eine einzelne Schuldtitelemmission des Emittenten betrifft.

Je nach Spezialisierungsgrad des Untersuchungsobjekts ist die Rede von *Immobilien-/Versicherungs-/Aktien-/Kommunalobligationsratings*, *Länderratings* oder *Branchenratings*, *Insured* sowie *Underlying Ratings*.

Im Hinblick auf die heranzuziehenden Kriterien bei der Ratinganalyse ist eine ebenso wichtige Unterscheidung diejenige, zwischen *externem* (erstellt von einer Ratingagentur) und *internem* (durchgeführt von Finanzinstituten, i.d.R. von Banken, als Entscheidungsgrundlage für eine etwaige Kreditvergabe) Rating.

Erfolgt ein Rating auf Antrag des zu bewertenden Emittenten, liegt ein *beauftragtes (solicited)* Rating vor. Ist das nicht der Fall und die Agentur nimmt eine nur auf öffentlich zugänglichen Informationen beruhende Ratinganalyse vor, spricht man von einem *unbeauftragten (unsolicited)* Rating. Hierbei handelt es sich nicht um eine bloß phänomenologische Typisierung von Rating-Erscheinungsformen. Denn soweit das Vorhandensein eines Vertrags zwischen Emittenten und Agentur eine differenzierte Haftungskonstellationen sowie Haftungsreichweite entstehen lässt, kommen jeweils auch verschiedene Regulierungsmechanismen zum Tragen.

⁷¹ „While Standard & Poor’s has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives...” S. 15, abrufbar unter www.standardandpoors.com/ratingsdirect

⁷² A. Niedostadek (2006), Rn. 107, S. 81.

D. Ratingsymbolik – Ratingmethodik

Die internationalen Ratingagenturen stoßen v.a. hinsichtlich des organisatorischen Ablaufs des Ratingprozesses auf Kritik. Diese Kritik richtet sich auf die Geheimhaltung seitens der Agenturen der jeweiligen Gewichtung deren ansonsten öffentlich bekannten Analyse Kriterien. Vielmehr werden sowohl die Gewichtung der im Einzelnen herangezogenen Kriterien, als auch das zugrunde liegende mathematische Modell als streng gehütetes „Betriebsgeheimnis“ angesehen.⁷³

Eine dezidierte Darstellung dieses Ratingprozesses weist für diese Arbeit insoweit Relevanz auf, als dass an das Ratingverfahren Transparenzanforderungen zu knüpfen sind, die sowohl Teil der bisherigen Regulierungsbemühungen waren,⁷⁴ als auch Anknüpfungspunkt jedes neuen Regulierungsansatzes in Bezug auf das Ratinggeschäft sind. In Anbetracht der Dominanz von S&P und Moody's auf internationaler Ebene, sowie deren fast identischen, organisatorischen Ablaufs im Raterstellungprozess, wird ihre Vorgehensweise als repräsentativ aufgeführt.

Im Folgenden wird der Fall des solicited Emittentenratings (beim unsolicited Rating ist das Verfahren grundsätzlich ähnlich, nur dass- wie bereits ausgeführt- die entsprechende Analyse auf schmalere Informationsbasis beruht) ins Auge gefasst. Denn die Bewertung der Bonität eines Unternehmens bildet die Grundlage für ein einzelnes Emissionsrating und geht dem Emissionsrating daher voraus.⁷⁵

I. Der formelle Ablauf des Ratingverfahrens

1. Vorgespräche / Abschluss des Ratingvertrags

Auf der ersten Stufe findet im Falle eines Erstratings, ein erster Kontakt in der Gestalt von Vorgesprächen zwischen dem an seiner Unternehmensbewertung insgesamt (– oder nur an der Bewertung einer spezifischen Schuldtitelemmission–) interessierten Emittenten und der Ratingagentur statt. Hierbei soll die „Ratingfähigkeit“ des zu bewertenden Unternehmens von der Agentur geprüft werden, auch soll die konkrete Zeitplanung, die Gebühren und sonstige Einzelheiten des Ratingvertrags geregelt werden.⁷⁶ Der Ratingvertrag regelt die Rechte und Pflichten der Beteiligten, insbesondere Verschwiegenheitsverpflichtungen⁷⁷ und Haftungsfragen.

⁷³ A. Niedostadek (2006), Rn. 198, S. 128.

⁷⁴ Beispielsweise die Transparenzvorschriften des Kodexes of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (IOSCO Kodex) von Dezember 2004.

⁷⁵ Rating an issue in www.standardandpoors.com/aboutcreditratings

⁷⁶ A. Niedostadek (2006), Rn. 199, S. 129.

⁷⁷ Zur sog. Insiderproblematik ausführlich im folgenden Kapitel.

2. Erste Einschätzung – Managementgespräch (Preevaluation – Management meeting)

In dieser Phase wird von der Agentur das *Analystenteam* i.d.R. Branchenexperten mit branchen- bzw. unternehmensbezogener Erfahrung zusammengesetzt.⁷⁸ Das zu ratende Unternehmen reicht alle für eine erste, vorläufige Bewertung wichtigen Unterlagen ein, dies sind v.a. Jahresabschlüsse und Abschlussprüferberichte der letzten fünf Jahre, Planungsrechnungen der nächsten zwei bis drei Jahre, Emissionsprospekte sowie Vertragsunterlagen.⁷⁹ Hinzu kommen Informationen zum Hauptsitzland, zur Branche und zu den wichtigsten Wettbewerbern. Nach Auswertung dieser grundlegenden Informationen bildet sich die Agentur eine erste Einschätzung des zu bewertenden Unternehmens, welche die Anfertigung von *Checklisten* und *Fragenkatalogen* für das Managementgespräch ermöglicht. Im darauf erfolgenden Managementtreffen hat der Emittent die Chance das Unternehmen vorzustellen sowie seine Strategien und Planungen bekanntzumachen.⁸⁰ Auf diese Weise erlangt die Ratingagentur Zugang zu Insiderinformationen, weshalb es bereits in dieser Phase einer Regulierung bedarf. Aus diesem Grund führt Moody's aus, dass die Veröffentlichung der Ratingergebnisse, sofern es um die Weitergabe vertraulicher, nicht öffentlicher Informationen an den Markt geht, nur unter vorheriger Zustimmung des Emittenten erfolgt.⁸¹

3. Beurteilung (Analysis)

Darauf aufbauend erfolgt die Hauptanalyse, welche die Ausfallwahrscheinlichkeit von Unternehmensverbindlichkeiten prognostiziert. Die durchzuführende Analyse hat die Form der „idealtypischen fundamentalen“ Analyse (Fundamental Credit Analysis⁸²). Sie umfasst die Bildung eines Ausschnitts relevanter quantitativer und qualitativer Faktoren, die Informationsbeschaffung und die Informationsbewertung. Das Ergebnis der Beurteilung ist der *Ratingbericht* und inklusive des Ratings und eines *Ausblicks* (Outlook) für das Unternehmen, welche dem sog. *Ratingkomitee* vorgelegt werden. Das Komitee ist besetzt mit fünf bis sieben stimmberechtigten Experten, die das Ratingurteil auf dem Bericht und Empfehlung des *Leadanalysten* mit einfacher Mehrheit fällen.⁸³

4. Präsentation (Notification)

Vor der endgültigen Veröffentlichung des Ratingurteils geht eine Bekanntmachung des Urteils gegenüber dem Emittenten hinsichtlich der wesentlichen Eckpunkte voraus. S&P erlaubt beispielsweise eine Anhörung des Emittenten bezüglich des Ratingurteils, soweit der Emittent das Resultat aufgrund neuer, aktueller, positiver Informationen, die bei der Erstellung

⁷⁸ Zur „Rating methodology“ siehe www.standardandpoors.com/aboutcreditratings ; www.moody.com/rating-process

⁷⁹ Ch. Wappenschmidt (2009), S. 49.

⁸⁰ Ch. Wappenschmidt (2009), S. 49-50; A. Niedostadek (2006), S. 130.

⁸¹ Siehe hierzu Moody's Special Comment S.5 unter www.moody.com/ratings-process

⁸² Zur Art und Weise der idealtypischen fundamentalen Analyse siehe St. Meixner (2009), Abschn. 3.2.2, S. 185.

⁸³ A. Niedostadek (2006), Rn. 203, S. 131; Ch. Wappenschmidt (2009), S. 50; „Process for Rating Issuers and Issues“, abrufbar unter www.standardandpoors.com/aboutcreditratings

unberücksichtigt geblieben waren, nicht billigt.⁸⁴ Auf Grundlage dieser neuen Informationen wird ein neuer Bericht verfasst und das Komitee fällt ein neues Urteil.

5. Publikation

Nach der endgültigen Zustimmung des Unternehmens wird das Rating in den hauseigenen Publikationen, auf der Internetseite und/oder über die allgemeinen Medien veröffentlicht.⁸⁵ Der Ratingprozess für ein Erstrating dauert, abhängig von Größe und Komplexität des Emittenten bzw. der Emission, zwischen einem und drei Monaten. Das Rating bleibt solange gültig, bis es von der Agentur geändert wird (nach seiner Veröffentlichung folgt daher eine *Überwachungsphase*, denn die Agentur behält die Bonitätsschwankungen des Emittenten im Auge) oder, im Falle eines Emissionsratings, bis das Laufzeitende erreicht ist. In aller Regel erfolgt eine Ratingaktualisierung ohne gesonderte Beauftragung. Ein intensiver Überprüfungsprozess und zusätzliche Gespräche mit dem Management werden v.a aufgrund des Eintretens wichtiger Ereignisse wie Akquisitionen, neuer Emissionen, oder allgemeiner, erheblicher Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld des Unternehmens, stattfinden. Das Anlegerpublikum erfährt dies durch Aufnahme des Ratings in die *Überwachungsliste* (watchlist).⁸⁶

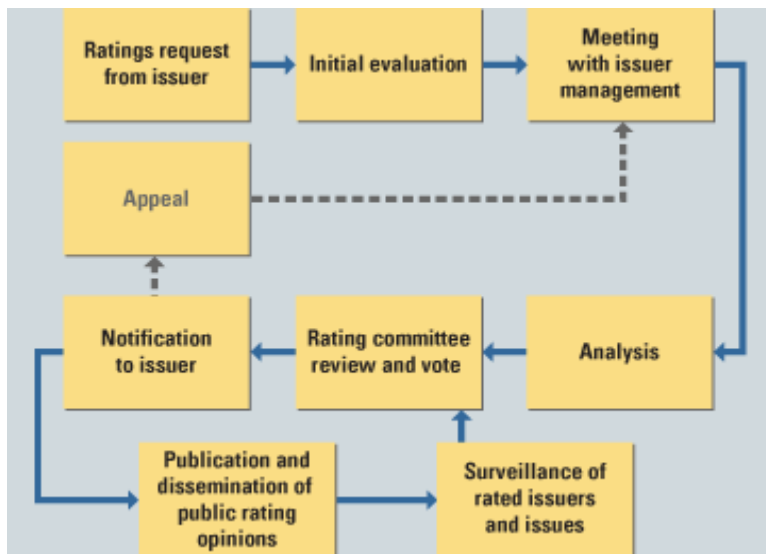


Abb.3: Ablauf des Raterstellungprozesses,
Quelle: S&P's Guide to Credit Rating Essentials S. 8

⁸⁴ A.Niedostadek (2006), Rn. 204, S. 131; „...Standard and Poor's may allow for an *appeal* only if the issuer can provide new and significant information to support a potentially different rating conclusion”, abrufbar unter www.standardandpoors.com/aboutcreditratings

⁸⁵ www.standardandpoors.com/aboutcreditratings

⁸⁶ A.Niedostadek (2006), Rn. 206, S. 132; Ch.Wappenschmidt (2009), S. 50.

II. Die Vorgehensweise der Ratingagenturen

Um die Bonität eines Unternehmens generell oder eine einzelne Emission zu analysieren, werden wertbildende Faktoren herangezogen und es besteht keine geschlossene betriebswirtschaftliche Theorie.⁸⁷ Im Rahmen der von den Agenturen verfolgten, fundamentalen Analyse erfolgt zunächst eine Ausschnittsbildung der jeweiligen, wertbildenden Faktoren. In diesem Kontext werden sowohl quantitative, v.a. das *Finanzrisiko*, als auch qualitative Faktoren, das sog. *Geschäftsrisiko* herangezogen.⁸⁸ Idealerweise gelangen diejenigen Determinanten zu größtmöglicher Relevanz, welche die Zahlungsfähigkeit bis zur Zurückzahlung der Verbindlichkeit innerhalb der Frist direkt beeinflussen. Zudem kommt ebenso den durch die Agentur konkret verknüpften und als relevant identifizierten Ratingkriterien sowie deren Verdichtung zum Rating erhebliche Bedeutung zu.⁸⁹

Qualitative Faktoren, welche das *Geschäftsrisiko* determinieren, sind: **das Länderrisiko, das Branchenrisiko, die Wettbewerbsposition, und die Managementqualität**, die je nach Glaubwürdigkeit bzw. Realisierbarkeit der von ihr beabsichtigten Planungen und Strategien, sowie der Einhaltung der Corporate Governance Regeln zu verschiedenen Ergebnissen führt.⁹⁰

Die etwas umfangreichere *Finanzrisikobeurteilung* umfasst *quantitative* Faktoren, wie: **die Cash Flow- Adäquanz** (operativer Cash Flow, Free Cash Flow, Kapitalbedarf- bzw. Auszahlungserfordernisse, Deckungskennzahlen, Deckung von Zins- und Tilgungszahlungen), **die Kapitalstruktur und Vermögensschutz im Sinne von Verbindlichkeiten, Rückstellungen, Verschuldungsgrad, Pensionsverpflichtungen sowie Art und Struktur des Vermögens, Deckungs- und Liquiditätsgrade, die Profitabilität**, nämlich die Umsatz und die Umsatzrentabilität, **die finanzielle Flexibilität des Unternehmens** sowie **die Qualität der Rechnungslegung** in Bezug auf die Abschlussprüfung, die Forderungen, die Vorratsbewertung, die Finanzinstrumente, die außerbilanzielle Verpflichtungen, die Bewertung und Abschreibung von Sachanlagen. Freilich werden in die Analyse Aspekte wie **die Rechtsstreitigkeiten, die Bankbeziehungen, der Kapitalmarktzugang, das Verhältnis von Muttergesellschaft zu Tochter- bzw. Beteiligungsgesellschaften** und weitere **Liquiditätsquellen** berücksichtigt.⁹¹

⁸⁷ Eine geschlossene Theorie würde von allgemeingültigen Determinanten des Bonitätsrisikos ausgehen, siehe hierzu *Ch. Wappenschmidt* (2009), S. 51.

⁸⁸ *Everling/My Linh Trieu* in Handbuch Rating (2007), S. 105; *St. Meixner* (2009), S. 232.

⁸⁹ *Ch. Wappenschmidt* (2009), S. 51.

⁹⁰ *Everling/My Linh Trieu* in Handbuch Rating (2007), S. 105; hierzu siehe auch *Ch. Wappenschmidt* (2009), Abbildung 8, S. 75.

⁹¹ In a.a.O.

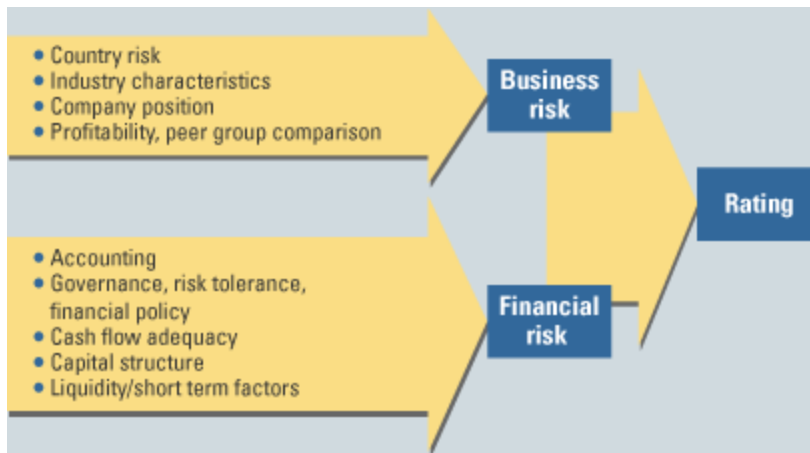


Abb.4: Corporate Rating Determinanten,
Quelle: S&P Guide to Credit Rating Essentials S. 12

Für eine eigens daran anknüpfende Regulierung weist die jeweilige Gewichtung und Bewertung der oben genannten Analysebereiche eine erhebliche Signifikanz auf. „Der Prozess der Urteilsgewinnung wird von den Agenturen bestenfalls vage beschrieben“.⁹²

Der Bewertungsvorgang durch die Ratingagenturen bleibt in der Praxis den einzelnen Analysten vorbehalten. Selbst Rating-Experten gestehen ein, dass ihre Vorgehensweise auf keiner exakten Grundlage basiert, sondern vielmehr auf Erfahrung beruht.⁹³ Infolgedessen sind hohe Anforderungen an die Expertise der Analysten zu stellen. Insbesondere im Hinblick auf den enormen Druck, dem die Analysten in der Hinsicht ausgesetzt sind, als dass sie eine Menge von Informationen in relativ kurzer Zeit zu erarbeiten haben. Auch bei der späteren, ständigen Überwachung des erstellten Ratings bedarf es sowohl zahlreicher, als auch erfahrener Analysten. Das wird besonders bei der Einschätzung des Geschäftsrisikos, durch die Umrechnung von Ausprägungen qualitativer Faktoren in monetäre Größen, deutlich. Die Risikobewertung möglicher Planabweichungen sowie deren Gewichtung und Aggregation bleibt dem Analystenteam vorbehalten und wird als Berufsgeheimnis erachtet.⁹⁴

Die *sovereign* Ratinganalyse (Länderratings) umfasst die Bewertung fünf kritischer Analysebereiche, nämlich: die *politische Bewertung* des Landes, im Sinne von einer Evaluation der angestrebten Finanzpolitik, der Transparenz und Glaubwürdigkeit dessen Institutionen, sowie der potentiellen geopolitischen Risiken. die *ökonomische Bewertung* des Landes, die von drei Faktoren determiniert wird: die Wachstumsaussichten, das Einkommensniveau, sowie die wirtschaftliche Diversifikation und Volatilität. die sog. *externe Auswertung*, die sich aus dem

⁹² N. Päßler: Interessenkonflikte in der Informationsintermediation (2007), S. 65.

⁹³ St. Meixner (2009), S. 235-6.

⁹⁴ Meixner in a.a.O.

Status der inländischen Währung bei internationalen Transaktionen, der externen Liquidität und den externen Schulden zusammensetzt. die *Fiskalevaluation* des Landes, welche die Tragfähigkeit der Haushaltsdefizite und die Verschuldungslage umfasst und die *monetäre Bewertung* im Zusammenhang mit der Zuverlässigkeit der inländischen Währungspolitik (insbesondere die Inflationstrends) sowie die Effektivität von Mechanismen zur erfolgreichen Umsetzung von monetärpolitischen Entscheidungen in der Realwirtschaft. Jede Kategorie erhält nach der Erarbeitung der betroffenen Angaben von den Analysten eine Punktezahl von 1 („the strongest“), bis hin zur 6 („the weakest“). Dementsprechend bildet sich zum einen das ökonomische und politische Profil des Landes heraus, zum anderen wird dessen Flexibilitäts- und Leistungsprofil eingeschätzt. Aus der Kombination beider Profile entsteht das „Sovereign Indicative Rating Level“, worauf das *Foreign currency sovereign* Rating sowie das *Local currency sovereign* Rating (das wird i.d.R. bis maximal zwei Stufen höher als das Foreign currency Rating eingeordnet) aufbauen.⁹⁵

Die Ratings für Länder-, Branchen- und Unternehmensrisiken werden aggregiert bewertet. Insoweit kommt nämlich eine Risikohierarchie in Betracht, bei der das Branchenrisiko vom Länderrisiko und das Unternehmensrisiko vom Branchenrisiko gedeckelt werden. Ein Unternehmen kann daher im Regelfall (wobei es von den Agenturen entwickelten Ausnahmeregelungen gibt) kein höheres Rating erreichen als das Branchenrating, welches wiederum das Länderrating ebenfalls nur ausnahmsweise überschreiten kann.⁹⁶

III. Rating – Symbole

Sobald der Emittent ein bestimmtes Rating hinsichtlich der Kreditwürdigkeit seines Unternehmens oder bezüglich einer Emission erhalten hat, wird er gemäß der dafür im Voraus entwickelten Ratingskala eingestuft. Das gemeinsame Merkmal der Ratings liegt im ordinalen Skalieren der Bonitätsnotation. Dabei ist ein mehrstufiges System von standardisierten Risikoklassen durchgesetzt worden, zu deren Darstellung *Buchstaben-* und/oder *Zahlenkombinationen* herangezogen werden.⁹⁷ Das durch Buchstaben- bzw. Zahlenkombination gekennzeichnete Bonitätsurteil wird weiterhin durch *Modifikatoren* (modifier) verfeinert: bei S&P und Fitch durch +/-, bei Moody's durch „**1, 2, 3**“. Dadurch wird nämlich die relative Stellung des Ratingobjekts innerhalb einer Ratingklasse dargestellt.⁹⁸ Erwähnenswert ist jedoch, dass selbst Schuldtitel derselben Klassenzugehörigkeit nicht gleicher absoluter Qualität sind. So

⁹⁵ Hierzu „How we rate Sovereigns“, abrufbar unter www.standardandpoors.com/ratingsdirect S. 3-5.

⁹⁶ St. Meixner (2009), S. 236, Fn. 413.

⁹⁷ Everling / My Linh Trieu in Handbuch Rating (2007), S. 97; A. Niedostadek (2006), Rn. 93, S. 75; Rating Symbols and Definitions, S. 5, abrufbar unter www.moodys.com

⁹⁸ S&P's Ratings Definitions, S. 5 unter www.standardandpoors.com/ratingsdirect; Ch. Wappenschmidt (2009), S.

können innerhalb von einer Ratingklasse aufgrund der großen Bondsmenge nicht alle existierenden Risikonuancen dargestellt werden.⁹⁹

Eine wichtige Unterscheidung zwischen den verschiedenen Ratingklassen ist jedenfalls diejenige zwischen „Investment Grade“ und „Speculative Grade bzw Non-Investment-Grade“, weil eine etwaige Herabstufung unterhalb des „Speculative Grade“ führt, insbesondere in den USA, durch Regulierungen am Kapitalmarkt zur Steuerung der Investitionsentscheidung der institutionellen Anleger. Dies hat sowohl für den Emittenten (hinsichtlich der Preisbildung), als auch für das Anlegerpublikum erhebliche Konsequenzen. In zahlreichen Ländern gibt es zusätzliche Vorzugsregelungen, welche die Anbieter von „investment-Grade“ Wertpapieren begünstigen.¹⁰⁰

<i>S&P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Risikoklasse</i>	<i>Kommentierung</i>
<i>Investment Grade</i>			
AAA	Aaa	Höchste Bonität, geringstes Ausfallrisiko	Das sog. „Triple A“ ist das beste Ratingergebnis. Die Bonität gilt als sehr gut. Die Fähigkeit zur Erfüllung von Zins- und Tilgungsverpflichtungen gilt als sicher.
AA+	Aa1	Hohe Bonität, kaum höheres Risiko	Die Bonität ist sehr gut. Die Abweichung gegenüber einem Triple A Rating ist minimal.
AA	Aa2		
AA-	Aa3		
A+	A1	Überdurchschnittliche Bonität, etwas erhöhtes Risiko	Die Fähigkeit eines Unternehmens, seine Fremdkapitalverpflichtungen zu erfüllen, ist weiterhin gut. Das Unternehmen gilt jedoch als labiler gegenüber wirtsch.Rahmenbedingungen.
A	A2		
A-	A3		
BBB+	Baa1	Mittlere Bonität, stärkere Anfälligkeit bei negativen Entwicklungen im wirtsch. Umfeld	Das Unternehmen besitzt angemessene Vorkehrungen zum Gläubigerschutz. Eingeschränkte Fähigkeit, die Verpflichtungen zu erfüllen.
BBB	Baa2		
BBB-	Baa3		

⁹⁹ Moody's Ratings Definitions, abrufbar unter www.moodys.com

¹⁰⁰ U. Blaurock, ZGR 5/2007, S. 612, Fn. 49.

<i>S&P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Risikoklasse</i>	<i>Kommentierung</i>
<i>Speculative Grade</i>			
BB+	Ba1	<i>Spekulativ, Zins- und Tilgungsrückzahlungen bei negativen Entwicklungen gefährdet</i>	Unternehmensinterne oder- externe Faktoren können die Zahlungsfähigkeit beeinträchtigen
BB	Ba2		
BB-	Ba3		
B+	B1	<i>Geringe Bonität, relativ hohes Ausfallrisiko</i>	Das Unternehmen kann seinen Fremdkapitalverpfl. nachkommen. Eine nachteilige geschäftliche, oder finanzielle Entwicklung wird die Zahlungsfähigkeit beeinträchtigen.
B	B2		
B-	B3		
CCC	Caa		
CC	Ca	<i>Geringste Bonität, höchstes Ausfallrisiko</i>	Das Unternehmen ist von Zahlungsunfähigkeit bedroht.
C	C		Es besteht die akute Gefahr der Zahlungsunfähigkeit.
			Zins- und Tilgungsleistungen erfolgen zwar noch, aber es wurde bereits ein Insolvenzantrag gestellt(oder vergleichbare Maßnahmen ergriffen).
D	-	<i>Schuldner bereits in Zahlungsverzug oder Insolvenz</i>	Zins- oder Kapitalzahlungen werden am Fälligkeitsdatum nicht geleistet, so dass Zahlungsunfähigkeit vorliegt.

Abb. 5: Die Ratingskalen von S&P und Moody's (Quelle: in Anlehnung an A. Niedostadek (2006) S. 76-7)

Weitere beträchtliche Aspekte des Ratingurteils betreffen zum einen dessen Aussagekraft und zum anderen dessen rechtliche Einordnung. Hinsichtlich der Aussagekraft führen die Agenturen aus, dass sich ein Risikourteil lediglich auf das *relative* Bonitätsrisiko (relative creditworthiness)

bezieht.¹⁰¹ Relatives Bonitätsrisiko bedeutet, dass Objekte einer Ratingklasse ein untereinander vergleichbares Risiko eines Zahlungsausfalls aufweisen. Objekte einer besseren Ratingklasse weisen, verglichen mit denen einer schlechteren Klasse, ein geringeres derartiges Risiko auf. Eine Aussage über das erwartete absolute Bonitätsrisiko von Ratingobjekten ist damit nicht möglich.¹⁰² Hierzu dienen die verschiedenen Ausfallstudien, welche das *historische, absolute* Bonitätsrisiko der Ratingklassen in Ausfallraten messen.¹⁰³

IV. Ratinganalysen als Finanzanalysen?

Das Ratingurteil (mangels allgemein verbindlicher Legaldefinition¹⁰⁴) ist entsprechend der Aussage der Ratingagenturen sowie nach herrschender Meinung als *keine Kauf- bzw. Veräußerungsempfehlung von den betroffenen Wertpapieren* anzusehen. Das trifft insoweit zu, als dass es in einem Ratingurteil an der selbsterklärenden Handlungsempfehlung- *kaufen* oder *verkaufen*- mangelt. Demnach sind Ratings lediglich als *Meinungsäußerungen* zu interpretieren. Sie müssen als *Prognosen über die Zahlungsfähigkeit des Emittenten von Zins- und Tilgungsverpflichtungen* und mithin als nur ein Faktor vor einer Investitionsentscheidung verstanden werden, weshalb jeder Ratingnutzer eine eigene Erforschung und Bewertung des Ratingobjekts durchführen sollte. Damit betonen Ratingagenturen das subjektive Moment der Bonitätseinschätzung nicht zuletzt zur Eindämmung der Risiken einer Fehlbeurteilung.¹⁰⁵

Dennoch wird schon die Ansicht vertreten, dass Ratingagenturen zumindest *indirekt* Empfehlungen für oder gegen eine bestimmte Anlageentscheidung aussprechen, indem sie die Bonität von Unternehmen einstufen und Bewertungen wiedergeben, die für die Investitionsentscheidung der Anleger von Bedeutung sind.¹⁰⁶ Für die Qualifikation einerseits der Ratinganalyse als eine Finanzanalyse nach dem § 34b Abs. 1 und Abs. 5 S. 3 WpHG, andererseits der Ratingagenturen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen sprechen noch die folgenden Gründe.

In pragmatischer Hinsicht kommt die berufliche Tätigkeit der Ratingagenturen bzw. deren Ratinganalysten derjenigen der sog. *Sell-Side* Analysten nach, die als vorrangige Aufgabe haben eine Dienstleistung zu erbringen, nämlich eine präzise Analyse, die das Unternehmen als eigenständiges Produkt an private und institutionelle Investoren verkauft wird.¹⁰⁷

¹⁰¹ Vgl. Moody's in Limitation to Uses of Ratings in www.moodys.com

¹⁰² Ch. Wappenschmidt (2009), S. 11.

¹⁰³ Wappenschmidt in a.a.O.

¹⁰⁴ Hierzu G. Deipenbrock, BB 36/2003, S. 1849. Anders sieht die Rechtslage in den USA aus. Sec. 3 CRA Reform Act definiert verbindlich insbesondere die Begriffe Rating und Ratingagentur. Rating ist nach sec. 3(a)(60) Exchange Act (neu) die Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Schuldners bzw. eines bestimmten Wertpapiers oder Geldmarktinstruments, G. Deipenbrock, WM 48/2007, S. 2219.

¹⁰⁵ Siehe statt vieler U. Blaurock, ZGR 5 /2007, S. 604; Moody's in Limitation to Uses of Ratings in www.moodys.com; G. Deipenbrock, BB 36/2003, S. 1850.

¹⁰⁶ Hierzu G. Spindler, NJW 48/2004, S. 3453; Holzborn/Israel, WM 40/2004, S. 1955; offen lässt dies Schilder Die Verhaltenspflichten von Finanzanalysten nach dem WpHG (2005), S. 186.

¹⁰⁷ Schilder, Die Verhaltenspflichten von Finanzanalysten nach dem WpHG (2005), S. 23.

Hinzu kommt die Verwendung derselben Methoden sowohl bei der Erstellung einer Finanzanalyse als auch bei der Ratinganalyse und zwar der *Fundamentalanalyse*, die sich auf die internen Unternehmensdaten bei der Unternehmensanalyse stützt.¹⁰⁸

Das Ausschlaggebende besteht aber in der gemeinsamen Rolle und Bedeutung der Wertpapieranalysten¹⁰⁹ sowie der Ratingagenturen für eine funktionierende Kapitalmarktkommunikation, sprich als Informationsintermediäre, die den Funktionenschutz des Kapitalmarktes gewährleisten und denen eine hervorragende Rolle bei dem Abbau von Informationsasymmetrien am Kapitalmarkt zukommt.¹¹⁰ Deswegen sind auch die Wertpapieranalysten ähnlichen Gefahren und Konfliktfeldern wie die Ratingagenturen ausgesetzt: Interessenkonflikten oder allgemeine Risiken, die sowohl aus den Geschäftsinteressen (z.B. bei Betreuung einer Emission, beim Wettbewerb zur Kundenakquisition) des Arbeitgebers (Wertpapierdienstleistungsunternehmen) als auch bei Verfolgung Eigeninteressen oder aufgrund der gewissen Fehlerwahrscheinlichkeit aufseiten des individuellen Analysten (zu positive Analysen für erhöhte Provisionseinnahmen oder durch den Einfluss der allgemeinen Psychologie auf die Analysen, mangelnde Bereitschaft zur Fehlerkorrektur) entstehen können, welche die Erstellung einer objektiven Analyse gefährden.¹¹¹

Vielmehr sieht der europäische Gesetzgeber die sachgerechte Darbietung und Offenlegung von Interessenkonflikten auch für Ratinganalysen vor.¹¹²

Einer solchen Qualifikation steht trotzdem die lege lata entgegen, weil der Unionsgeber die Ratinganalysen ausdrücklich in den Erwägungsgründen der 2003/125/EG Durchführungsrichtlinie nicht als Anlageempfehlungen qualifiziert.¹¹³ Die Erwägungsgründe entfalten zwar keine rechtliche Verbindlichkeit, sie definieren dennoch die durch die Richtlinie verfolgten Ziele und dienen somit der richtlinienkonformen Auslegung.¹¹⁴ Das Thema weist insoweit rechtliche Relevanz auf, als dass durch die (direkte oder indirekte) Annahme eines Empfehlungscharakters das Rating als *Finanzanalyse* im Sinne der §§ 34b WpHG qualifiziert werden könnte, was den Einfallstor zur Auferlegung der im § 39 Abs. 1 Nr.5-6 WpHG vorgesehenen Geldbußen darstellen könnte.

V. Zwischenergebnis

¹⁰⁸ Schilder (2005), S. 27 ff.; zur Fundamentalanalyse siehe auch Meixner (2009).

¹⁰⁹ Die befassen sich streng genommen nur mit der Analyse von Wertpapieren, was vorliegend mit der Bewertung von Schuldverschreibungen durch die Agenturen korreliert, Schilder (2005), S. 36.

¹¹⁰ Hierzu siehe unten Kap. 2 A. IV. 1.; Schilder (2005), S. 37 ff.

¹¹¹ Schilder (2005), S. 50 ff.

¹¹² Hierzu Art. 6 der VO 1060/2009.

¹¹³ RL 2003/125/EG Erwägungsgrund Nr.10.

¹¹⁴ Hierzu eur-lex.europa.eu; T. Drygala, ZIP 22/1997, S. 970; G. Deipenbrock, BB 39/ 2005, S. 2088/9.

Der organisatorische Ablauf des Raterstellungsverfahrens, welches die zwei führenden Ratingagenturen im Falle eines Emittentenratings durchführen, gliedert sich grundsätzlich in fünf Stufen. Zunächst werden die Vorgespräche mit dem künftigen Auftraggeber geführt, die üblicherweise in den Abschluss des Ratingvertrags münden. Anschließend soll eine erste Einschätzung erfolgen, wobei das Analystenteam zusammengesetzt wird, welches die Checklisten und die Fragenkataloge für das Managementgespräch vorbereitet. Nach Gewinnung zusätzlicher Informationen aus dem Managementtreffen, jedoch nur im Fall eines beauftragten Ratings, findet die Bewertung des betroffenen Unternehmens hinsichtlich seiner Fähigkeit, die Zins- und Tilgungsverpflichtungen vertragsgemäß zu erfüllen, statt. Im Fall des Emittentenratings erfolgt dies durch die Heranziehung sowohl von quantitativen Faktoren, welche das Finanzrisiko des Unternehmens determinieren, als auch von qualitativen Kriterien, welche das Geschäftsrisiko auswerten. Der daraus abgeleitete Ratingbericht sowie der Ratingausblick werden dem Ratingkomitee vorgelegt, welches das Ratingurteil mit einfacher Mehrheit beschließt. Nach der Hauptanalyse, aber noch vor der Ratingveröffentlichung wird das Urteil dem Emittenten bekanntgemacht. Der Emittent kann zum Urteil Stellung nehmen und etwaige Einwände im Falle von neuen, positiven Entwicklungen erheben. Bei endgültiger Zustimmung des Unternehmens wird das Rating publiziert. Im Anschluss folgt eine Überwachungsphase, damit das Rating nicht an Aktualität einbüßt.

Im Falle der Länderratings weist die Ratinganalyse erhebliche Signifikanz insoweit auf, als dass die Agenturen beinahe unmittelbar die Fähigkeit der jeweiligen Regierung bewerten, und zwar sofern, als dass sich die ihrer Auswertung zugrunde liegenden Analysebereiche mit kritischen Verantwortungsbereichen der Regierung (beispielsweise bei der Fiskalevaluation, bei der monetären Bewertung und erst recht bei der politischen Bewertung des Landes) auseinandersetzen.

Die Ratingnote wird durch Buchstaben- und /oder Zahlenkombinationen ausgedrückt und ordnet den jeweiligen Emittenten in eine bestimmte Ratingklasse in der Ratingskala ein. Nichtsdestotrotz bringt eine Ratingnotation nur das relative Bonitätsrisiko des Ratingobjekts zum Ausdruck. Zudem besteht selbst unter Ratingobjekten derselben Klassenzugehörigkeit nicht unbedingt eine Risikogleichmäßigkeit.

Das Ratingurteil enthält abschließend, zumindest nach Aussage der Ratingagenturen keine direkte Investitionsempfehlung und es zielt lediglich auf die Bewertung der Bonität eines Unternehmens oder eines Landes ab. Eine Qualifikation als indirekte Empfehlung scheidet ebenso aufgrund des Gebots der richtlinienkonformen Auslegung aus. Es ist somit als Meinungsäußerung zu qualifizieren. In diesem Kontext ist es dennoch zu beachten, dass die rechtliche Qualifikation des Ratingwesens, eng mit dem ausgewählten Regulierungsmodell im Ratinggeschäft zusammenhängt. Eine Einordnung der Ratinganalyse in den Bereich der Finanzanalysen zieht aufsichtsrechtliche Folgen für die Ratingagenturen nach sich, was nicht im Einklang mit dem bis zur letzten Finanzkrise herrschenden Modell der Selbstregulierung der Ratingagenturen steht.

Zweites Kapitel: Bedeutung und Auswirkungen externer Ratings - Problemfelder im Ratinggeschäft

A. Zunahme der Verwendung von Ratings vor dem Hintergrund systemischer Neuentwicklungen

I. Globalisierung der Finanzmärkte

Die im Zuge der Globalisierung von Finanzmärkten steigende Mobilität des Kapitals und der wachsende Finanzierungsbedarf der nun auf internationaler Ebene agierenden Unternehmen werden durch weltweite Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen erleichtert.¹¹⁵ Weiterhin findet eine weitgehende Angleichung der Bedingungen auf den Geld-, Kapital- und Kreditmärkten statt.¹¹⁶ Daraus resultiert eine stetige Ausweitung der Finanzierung durch Fremdkapital, v.a. durch Emission von Schuldverschreibungen, deren Erfolg die Präsenz ausländischer Investoren voraussetzt.¹¹⁷ Um ausländische Investoren von der eigenen Bonität zu überzeugen, sind die Kapitalnehmer gezwungen, dem externen Rating der Ratingagenturen unterzogen zu werden. Hierbei wird das externe Rating als „lingua franca“, sprich als internationale Sprache verwendet, die den finanzwirtschaftlichen Handel vereinfacht und erleichtert. Eintrittsbarrieren wie die Landessprache oder die Kultur werden durch das Rating eliminiert, weil die Ratingnote ihre eigene verständliche Sprache spricht.¹¹⁸ Hierzu ist ein Emittentenrating als faktische Zugangsvoraussetzung für nationale und internationale Finanzmärkte anzusehen.¹¹⁹ Vielmehr zeigt die Praxis am Kapitalmarkt, dass Emissionen ohne Rating keine gute Platzierungschance haben, da die Marktakteure vermuten, dass das Rating aus Furcht vor einem schlechten Ergebnis nicht durchgeführt worden ist.¹²⁰

II. Veränderte Finanzierungspraxis-Disintermediation

In den letzten drei Jahrzehnten hat sich die Landschaft bei der Unternehmensfinanzierung verändert.¹²¹ Insbesondere die größeren Unternehmen, die im Regelfall größeren Kapitalbedarf aufweisen, verzichten nun auf die Zwischenschaltung eines Intermediärs, nämlich der Bank. Stattdessen ziehen sie die Fremdkapitalaufnahme durch die Emission verzinslicher Wertpapiere

¹¹⁵ Beispielsweise die Abschaffung der staatlichen Genehmigungspflicht der §§ 795, 808a BGB. Siehe oben S. 6, Fn. 29.

¹¹⁶ *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 1, 4.

¹¹⁷ *Moritz Schuler*: Die Regulierung und zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Rating-Agenturen (2012), S. 37.

¹¹⁸ Hierzu *Everling/My Linh Trieu* in Büschgen/ Everling (Hrsg.) Handbuch Rating (2007), S. 97.

¹¹⁹ *Denise Alessandra Bauer*: Ein Organisationsmodell zur Regulierung der Rating-Agenturen (2009), S. 60-61:

Zwar schreiben viele Rechtsordnungen, u.a. auch die deutsche, ein Rating **nicht** als rechtliche Zugangsvoraussetzung für den Kapitalmarkt vor, sehen aber trotzdem Regelungen vor, dass die Bonität und Entwicklung des Schuldners, z.B. bei einer Kreditaufnahme, formal offengelegt werden müssen (§ 18 S.1 KWG).

¹²⁰ *D. A. Bauer* (2009), S. 61-62.

¹²¹ Zum Thema der Unternehmensfinanzierung siehe *A. Niedostadek* (2006), S. 46 ff.

vor. Der Vorgang wird deshalb als **Disintermediation** bezeichnet.¹²² Die Emittenten gestalten flexibler in Eigenregie die Finanzierungsbedingungen aus und wenden sich auf diese Weise an einen erweiterten Investorenkreis, zumeist denjenigen der institutionellen Anleger. Der Verzicht auf Finanzintermediäre zieht eine Verlagerung des Bonitätsrisikos nach sich.¹²³ Anstelle der kredit- gewährenden Bank tragen die in die Anleihen investierenden Anleger selbst das Insolvenzrisiko des Emittenten.¹²⁴ Dies steigert zum einen das Bedürfnis der Anleger nach zuverlässigen Informationen hinsichtlich der Schuldnerbonität, zum anderen ihren Anspruch auf einen informationseffizienten Kapitalmarkt. Hierzu dient die Einschaltung der Ratingagenturen als *Informationsdienstleister*.

III. Verbriefung-Neue Finanzinstrumente

Die Disintermediation geht Hand in Hand mit der Verbriefung (engl. „securitization“) von Forderungen und ihrer Umwandlung in handelbare, festverzinsliche Wertpapiere.¹²⁵ Die Verbriefung hat zur Folge, dass sich die zwischen Kapitalgebern (Investoren) und Kapitalnehmern (Emittenten) bestehenden Informationsasymmetrien aufgrund der Anonymität der individuellen Schuldner der verbrieften Forderungen verstärken. Die Zweckgesellschaften übernehmen hinsichtlich der Bonität ihrer Schuldner keine Haftung.¹²⁶ Der Marktwert der ausgegebenen Wertpapiere wird deshalb maßgeblich vom Risikoprofil des Forderungsportfolios determiniert.¹²⁷ Die Ratingagenturen determinieren dieses Risikoprofil im Vorfeld durch Vorgabe von Kriterien und Kennzahlen, die bei der Zusammenstellung des Forderungsportfolios eingehalten werden müssen. Des Weiteren bewerten die Agenturen die Emission anhand komplizierter Prüfverfahren.¹²⁸ Sie beeinflussen durch ihre Bewertung den Platzierungserfolg und den Preis der Wertpapiere.¹²⁹ Die Sekundärmarktfähigkeit der Wertpapiere wird durch Verwendung der Rating-Auskunft über die aktuelle Bonität der anonymen Schuldner gesteigert.

Der Auftritt neuer und komplexer Finanzinstrumente¹³⁰ und der daraus entstandene Bedarf nach transparenter und professioneller Aufbereitung der Risikostrukturen machen die Verwendung

¹²² Hierzu *M. Schuler* (2012), S. 37; *Ch. Wappenschmidt* (2009), S. 17.

¹²³ In a.a.O.

¹²⁴ In a.a.O.

¹²⁵ *M. Schuler* (2012), S. 37-38: Dabei veräußert eine Bank oder ein Unternehmen (sog. „originator“) eine Gesamtheit offener Forderungen an eine eigens hierfür gegründete Zweckgesellschaft. Diese bündelt die erworbenen Forderungen in großen Pools und refinanziert sich durch Ausgabe eigener festverzinslicher Wertpapiere am Kapitalmarkt. Die Verbriefung ermöglicht dem ursprünglichen Forderungsinhaber eine flexible Inanspruchnahme der Finanz- und Kapitalmärkte. Banken sichert sie hinreichende Liquidität. Das infolge aufsichtsrechtlicher Vorgaben gebundene Eigenkapital wird frei und kann von den Banken zu der erneuten Kreditvergabe eingesetzt werden.

¹²⁶ *M. Schuler* (2012), S. 39.

¹²⁷ *Schuler* in a.a.O.

¹²⁸ Siehe oben Kap.1 C. I.

¹²⁹ Siehe Fn. 113.

¹³⁰ *M. Schuler* (2012), S. 40: Beispielsweise die sog. „Swap-Geschäfte“, die „Nullkuponanleihen“, Derivate und die sog. „credit sensitive notes“. Eine Kategorie hoher praktischer Relevanz stellen die sog. „asset-backed securities“ (ABS) dar.

externer Ratings unverzichtbar. Die ABS dienen zunächst der Finanzierung von Hypothekendarlehen: Eine Hypothekenbank verschafft sich die Mittel zur Vergabe von neuen Krediten durch Verbriefung der offenen Darlehensforderungen und durch Ausgabe verzinslicher Wertpapiere am Kapitalmarkt. Die ausgegebenen Wertpapiere besichert die Hypothekenbank durch Grundpfandrechte, die ihr zuvor von den Darlehensschuldern als Sicherheit für die gewährten Kredite eingeräumt wurden, sog. „mortgage-backed securities“.¹³¹ Die besicherten Wertpapiere werden gegebenenfalls in sog. „collateralised debt obligations“ (CDO) zusammengefasst und in verschiedenen Risikoklassen tranchiert, und an diesen Tranchen können Anleger wiederum Anteile erwerben.¹³²

IV. Die regulatorische Verwendung des externen Ratings: Systematische Kopplung an Regulierungsaspekte des Kapitalmarktes

Es liegt zunächst nahe, den Zusammenhang der regulatorischen Verwendung des externen Ratings mit den übergeordneten Regelungszielen des Kapitalmarktrechts zu thematisieren:

1. Die Regelungsziele des Kapitalmarktrechts: Funktionenschutz und Anlegerschutz-die Information als Bestandteil dieser Grundsätze

Anknüpfungspunkt aller Regulierungsbemühungen am Kapitalmarkt ist die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Marktes, mit anderen Worten die Gewährleistung eines effizienten Marktes.¹³³

Die Funktionsfähigkeit umfasst drei eng miteinander verbundene Aspekte: die *institutionelle*, die *allokative* und die *operationelle* Funktionsfähigkeit, die als dem öffentlichen Interesse an einem effizienten Markt dienende Grundgedanken angesehen werden können.¹³⁴ Vielmehr verwebt sich der Funktionenschutz mit dem sog. Anlegerschutz.¹³⁵ Konzeptioneller Fixpunkt des Anlegerschutzes ist die Anlageentscheidung.¹³⁶

Der Kapitalmarkt ist institutionell funktionsfähig, wenn er durch seinen organisatorischen Rahmen den ungehinderten Zugang der Anleger (Kapitalgeber) und der Emittenten

¹³¹ M. Schuler (2012), S. 40.

¹³² Schuler in a.a.O.

¹³³ M. Schuler (2012), S. 41; Jan Damrau: Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht (2003), S. 26: Seit den umfassenden Arbeiten von Hopt und Schwark wird als Schutzgüter des Kapitalmarktrechts zumeist das Begriffspaar Funktions- und Anlegerschutz genannt.

¹³⁴ D. A. Bauer (2009), S. 54-56: Über die bestehende Bedeutung für die private Altersvorsorge hinaus, ist der Kapitalmarkt das Werkzeug für kapitalmarktfähige Unternehmen, um Gelder von in- und ausländischen Investoren zu erhalten, um damit ihren unternehmerischen Erfolg herbeizuführen, was positive Entwicklungen für die gesamte Volkswirtschaft nach sich zieht.

¹³⁵ Peter O. Mülbart, ZHR 177 (2013), S. 164.

¹³⁶ Mülbart in a.a.O.

(Kapitalnehmer) ermöglicht und hinreichende Liquidität gewährleistet ist.¹³⁷ Dies sowie die Erlangung der einer Anlageentscheidung zugrunde liegenden Informationen werden faktisch dadurch erschwert, dass die Anleger aus markttechnischen Gründen keinen direkten Zugang zum Kapitalmarkt haben.¹³⁸ Zudem sind sie gezwungen, sich auf die Beratung von Finanzintermediären zu verlassen.¹³⁹ Bereits zu diesem Punkt wird die zentrale Bedeutung der Informationsverteilung am Kapitalmarkt deutlich: Unterschiedliche Marktteilnehmer besitzen unterschiedliche Informationen, was eine Marktzugangsbarriere darstellt, sofern es die Möglichkeit einer zutreffenden Investitionsentscheidung beeinflusst.¹⁴⁰

Die allokativen Funktionsfähigkeit, nämlich die Fähigkeit des Kapitalmarktes, das Kapital nach dringendem Bedarf und höchster Rendite bei ausreichender Sicherheit der Anlage zu steuern, stützt sich auf das Vertrauen der potentiellen Anleger in diesen Markt. Die Herstellung des notwendigen Vertrauens setzt die Transparenz und Integrität des Marktes sowie die Fairness der Marktteilnehmer voraus.¹⁴¹

Der Informationsstand der Anleger spielt ebenso hinsichtlich der Erreichung eines operationell funktionsfähigen Marktes eine zentrale Rolle.¹⁴² Die operationelle Funktionsfähigkeit bezieht sich auf den Grad der Existenz von Transaktionshindernissen: Sie bestimmt sich nämlich in erster Linie nach den Kosten, die für die Emittenten und Anleger bei der Vermittlung der Anlagen entstehen.¹⁴³ Unzureichende Informationen verursachen erhebliche Suchkosten bei den Marktakteuren mit.¹⁴⁴

Wie eingangs erwähnt, stellt der individuelle Anlegerschutz die andere Zielsetzung des Kapitalmarktrechts dar.¹⁴⁵ Nach wohl herrschender Literaturansicht wird der Anlegerschutz als der Schutz der Individualinteressen definiert.¹⁴⁶ Dreh- und Angelpunkt des Anlegerschutzes ist die optimale Anlageentscheidung.¹⁴⁷ Eine optimale Anlageentscheidung würde idealerweise

¹³⁷ J. Damrau (2003), S. 27.

¹³⁸ D. A. Bauer (2009), S. 54.

¹³⁹ D. A. Bauer (2009), S. 55.

¹⁴⁰ Bauer in a.a.O.

¹⁴¹ Im Allgemeinen wird dies durch die *Publizitätsvorschriften* umgesetzt, was gleichfalls die Notwendigkeit der sachgerechten Informationsbeschaffung unterstreicht. Hierzu D. A. Bauer (2009), S. 55; M-P. Weller in FS Hoffmann-Becking (2013), Fn. 4, S. 1341.

¹⁴² M-P. Weller in a.a.O.

¹⁴³ J. Damrau (2003), S. 27.

¹⁴⁴ D. A. Bauer (2009), S. 55.

¹⁴⁵ Es wird zutreffend als die zwei Seiten derselben Medaille bezeichnet. Streitig ist dennoch, ob der Anlegerschutz ein selbständiges Regelungsziel oder reiner Funktionenschutz ist. D. A. Bauer (2009), S. 56-57.

¹⁴⁶ Hierzu Klaus Hopt: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 51; Kübler AG 1977, S. 85; P. O. Mülbart, ZHR 177 (2003), S. 174: Anlegerindividualschutz über die Erfordernisse des Funktionenschutzes hinaus kann daraus resultieren, dass anlegerschützende Regeln unsystematische, für die Marktfunktionsfähigkeit unerhebliche, individuelle Beeinträchtigungen der optimalen Anlegerentscheidung aufgreifen, aber auch aus sozusagen überschießende, weil vom Marktfunktionenschutz nicht gebotene Rechtsfolgen. Solche überschießenden Schutzregeln lassen sich überhaupt nur durch Gerechtigkeits- oder Sozialschutzerwägungen jenseits der ökonomischen Vernunft-wenn auch nicht notwendig im Widerspruch zu dieser-legitimieren.

¹⁴⁷ P. O. Mülbart, ZHR 177 (2013), S. 164.

voraussetzen, dass der Investor die vielfältigen Anlagerisiken¹⁴⁸ in seiner Anlageentscheidung antizipieren und sie durch die entsprechende Gestaltung der Finanzierungsbeziehungen neutralisieren kann.¹⁴⁹ Unter den Bedingungen realer Kapitalmärkte ist das dennoch eher unmöglich.¹⁵⁰ Aus diesem Grund beschränkt sich der Anlegerschutz nur auf die Gewährleistung einer möglichst optimalen (sachgerechten) Anlageentscheidung und schützt vor Risiken, die außerhalb der wirtschaftlichen Entwicklung liegen (insbesondere vor nicht kalkulierbaren Vermögensverlusten).¹⁵¹ In diesem Kontext ist es dennoch erwähnenswert, dass auch ein funktionsfähiger und stabiler Kapitalmarkt durch ein besonders hohes Ausmaß an Unsicherheit gekennzeichnet ist. Die Freiheit zur Eingehung von Risiken muss zudem möglichst wenig beschnitten werden, weil in ihr die Triebfeder liquider Finanzmärkte liegt.¹⁵²

Des Weiteren soll Investoren eine sachgerechte Anlageentscheidung ermöglicht werden.¹⁵³ Sie sollen vor Substanzverlusten durch unseriöse Angebote und vor einer Schmälerung ihrer Gewinnchancen durch Insidertransaktionen geschützt werden.¹⁵⁴ Zu einer sachgerechten Anlageentscheidung bedürfen die Anleger einer korrekten und verlässlichen Information über die gegenwärtige und zukünftige Ertrags- und Vermögenslage des jeweiligen Investitionsobjekts.¹⁵⁵ Zudem müssen die Investoren verschiedene Investitionsalternativen vergleichen können.¹⁵⁶ Aus dem oben Gesagten leitet sich her, dass der Zugang und die Handhabung mit zuverlässigen Informationen ein wichtiges Werkzeug für einen effizienten Kapitalmarkt sind. Der Gesetzgeber kann somit die Funktionsfähigkeit des Marktes erhöhen, indem er einen hierzu geeigneten Mechanismus zwischen Anlegern und Emittenten einschalten lässt, der die bestehenden Informationsasymmetrien durch die Bereitstellung erforderlicher Informationen bezüglich der jeweiligen Anlagerisiken ausgleicht: Dahingehend kann er Anreize schaffen, indem er Emittenten und Wertpapiere, die über eine hohe Bonität verfügen, aufsichtsrechtlich privilegiert.¹⁵⁷ Diese Vorstellung hat zur zunehmenden regulatorischen Verwendung des externen Ratings beigetragen.

2. Ratingakzessorische Kapitalmarktregulierung

Die der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dienende Informationsbeschaffung und die hierdurch entstehende Erkennbarkeit der Anlagerisiken können durch zweierlei erreicht werden:

¹⁴⁸ Nämlich das Risiko der sachgerechten Anlageentscheidung, das Substanzerhaltungsrisiko, das Ertragsrisiko und das Liquiditätsrisiko. Eine gröbere Risikoklassifikation differenziert zwischen den Ex- ante- und den Ex- post Risiken. Ersteres besteht v.a. darin, nicht genügend Informationen zu besitzen, um eine möglichst optimale Anlageentscheidung treffen zu können. Letzteres bezieht sich auf unvollständige Informationen des Anlegers. Hierzu *J. Damrau* (2003), S. 30.

¹⁴⁹ Siehe Fn. 134.

¹⁵⁰ *P. O. Mülberr*, ZHR 177 (2013), S. 164.

¹⁵¹ *D. A. Bauer* (2009), S. 56.

¹⁵² *U. Blaurock*, JZ 5/ 2012, S. 227.

¹⁵³ *M. Schuler* (2012), S. 42.

¹⁵⁴ In a.a.O.

¹⁵⁵ Zum Anlegerschutz durch Information siehe *P. O. Mülberr*, ZHR 177 (2013), S. 184-189.

¹⁵⁶ Vgl. *M. Schuler* (2012), S.42.

¹⁵⁷ In a.a.O.

Der Gesetzgeber kann die Wertpapiere von besonders kreditwürdigen Schuldern aufsichtsrechtlich privilegieren, indem er vorsieht, dass bestimmte (institutionelle) Investoren nur in Anlagen mit hoher Kreditwürdigkeit (z.B. in Investment-Grade Wertpapiere) investieren dürfen.¹⁵⁸ Rechtstechnisch bedarf es einer Konkretisierung der privilegierten Schuldner bzw. der privilegierten Anlagen.¹⁵⁹ Im Wesentlichen handelt es sich dabei um die Frage, wer den Maßstab der jeweils geeigneten Kreditwürdigkeit setzt. Dem Gesetzgeber stehen zwei Modelle zur Verfügung: Entweder kann er in abschließenden Katalogen die privilegierten Schuldner bzw. Anlagen benennen, welches eine gewisse Rechtssicherheit und die unbedingte Objektivität staatlicher Bewertungsstellen garantiert.¹⁶⁰ Die andere Lösung findet sich in der auf Tatbestandsebene erfolgenden Inbezugnahme von Ratings (**ratingakzessorische Kapitalmarktregulierung**).¹⁶¹

Vorteile der ratingakzessorischen Regulierung ergeben sich sowohl auf wettbewerblicher als auch auf informationeller Ebene.¹⁶² Der Ersatz einer abschließenden Katalogisierung der privilegierten Schuldverschreibungen bringt die Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen mit sich, die mit jeder abschließenden Katalogisierung verbunden sind.¹⁶³ Zudem hat die Qualifizierung des Ratings als Tatbestandsmerkmal privilegierender Vorschriften zur Folge, dass bei etwaiger Veränderung der Schuldnerbonität dasjenige durch das Rating bekannt wird, was keinerlei Intervention durch den Gesetzgeber bedarf.¹⁶⁴ Ein weiterer finanzieller Vorteil liegt in der daraus abgeleiteten Staatsentlastung aufgrund der Einsparung vom Fachpersonal sowie von weiteren finanziellen Kosten, die mit der Wahrung und Aktualisierung von adressenbezogenen Katalogen auf staatlicher Ebene einhergehen.¹⁶⁵

Soweit an ein Rating Rechtsfolgen geknüpft werden, werden dessen Vorteile nicht mehr allein marktlich vermittelt, sondern ergeben sich vielmehr kraft Gesetzes.¹⁶⁶ Hierdurch steigert die Manipulationsgefahr durch die Emittenten, die zum Genuss der nunmehr gesetzlichen Vorteile eines positiven Ratingurteils ein sog. „rating shopping“ vornehmen könnten.¹⁶⁷ Zudem lauert noch die Gefahr, dass es durch ein dem Emittenten ungünstiges Rating von Rechts wegen zur Versperrung der Absatzmöglichkeiten kommen kann.¹⁶⁸ Vielmehr könnten sogar

¹⁵⁸ Hierzu U. Blaurock, ZGR 5/2007, S. 612; M. Schuler (2012), S. 43.

¹⁵⁹ M. Schuler (2012), S. 43.

¹⁶⁰ Schuler in a.a.O.

¹⁶¹ Hierzu Ph. v. Randow, ZBB 2/1995, S. 153: Die Verweisung auf Ratings würde den adressenbezogenen Katalog rechtlich entweder um ein zusätzliches Kriterium ergänzen, oder ihn durch ein qualifiziertes Mindest-Rating ersetzen.

¹⁶² Ph. v. Randow, ZBB 2/1995, S. 154.

¹⁶³ Randow in a.a.O.

¹⁶⁴ M. Schuler (2012), S. 43.

¹⁶⁵ D. A. Bauer (2009), S. 68.

¹⁶⁶ Ph. v. Randow, ZBB 2/1995, S. 154-155.

¹⁶⁷ „Rating shopping“ bedeutet, dass sich Emittenten die entsprechenden Privilegien durch Beauftragung einer ihren diesbezüglichen Interessen gewogenen Agentur zu verschaffen suchen und damit entsteht die Manipulationsgefahr aufgrund der Unterminierung der ratio legis (Schutz der Anleger) der in Rede stehenden Vorschriften. Ders. ZBB 2/1995, S. 154.

¹⁶⁸ Ph. v. Randow, ZBB 2/1995, S. 155.

Fehlbewertungen seitens der zugelassenen Ratingagenturen Angebots- und Nachfrageveränderungen auslösen oder den Investoren Transaktionskosten entstehen, wenn sie Papiere erwerben und halten, die wegen einer Ratingänderung und aufgrund hierdurch ausgelöster gesetzlicher Verpflichtungen kurzfristig wieder veräußert werden müssen.¹⁶⁹

V. Zwischenergebnis

Die Zunahme der Relevanz der Emittenten- bzw. Emissionsratings in den letzten Jahrzehnten lässt sich vorwiegend auf die neuen ökonomischen Umstände zurückführen. Die nunmehr auf internationaler Ebene agierenden Großunternehmen fordern ein dereguliertes und liberales wirtschaftliches Umfeld, welches ihnen eine ungehinderte Ausübung ihrer unternehmerischen Tätigkeiten sowie Maximierung ihres Gewinnpotentials zu gewährleisten vermag. Dies setzt v.a. die Ausweitung der Finanzierung zur Deckung des steigenden Kapitalbedarfs durch neue Finanzierungsformen voraus: beispielsweise durch die Emission von Schuldverschreibungen über den Kapitalmarkt. Hierzu dient die Verwendung der Ratingurteile, die wichtige Informationen über die Schuldnerbonität vereinfacht und schnell zu vermitteln vermögen.

Weiterhin hat die Verbreitung der Verbriefung von Forderungen in handelbare Wertpapiere sowie der sog. strukturierten Finanzinstrumente (ABS, MBS) aufgrund des hohen Risikos dieser Produkte zur Verstärkung der Abhängigkeit von externen Ratings vor einer Anlageentscheidung beigetragen.

Dementsprechend ist das externe Rating als faktische Zugangsvoraussetzung für den Kapitalmarkt anzusehen. Vielmehr stellt die legislatorische Verwendung des Ratings zwecks der Regulierung des Kapitalmarktes eine erhebliche Ursache des Bedeutungszuwachses der Ratings.

Der Funktionsfähigkeit des Marktes liegen die institutionelle, die alloкатive und die operationelle sowie der Anlegerschutz (Schutz der Individualinteressen, Ermöglichung einer sachgerechten Investitionsentscheidung) zugrunde. Die Verwirklichung dieser Funktionen setzt v.a. das Vorhandensein korrekter und zuverlässiger Informationen voraus, damit das Vertrauen der Marktakteure in den Markt hergestellt wird und aufrechterhalten bleibt. Zu diesem Zweck dient nebst den Publizitätsvorschriften die aufsichtsrechtliche Privilegierung von Emittenten und Anlagen, die eine hohe Kreditwürdigkeit aufweisen und vertragsgemäße Erfüllung ihrer Verpflichtungen zu erbringen im Stande sind.

Die Bestimmung privilegierter Schuldner bzw. Emissionen kann entweder durch abschließende Katalogisierung derer, die eine gute Bonität aufweisen, oder durch rechtliche Qualifizierung des Ratings als Determinanten der jeweils geeigneten Bonität (ratingakzessorische Kapitalmarktregulierung) erfolgen.

¹⁶⁹ Sie oben Fn. 155.

Demzufolge ergeben sich die Vorteile des Ratings (überwiegend wettbewerblich, informationell und finanziell) kraft Gesetzes. Nichtsdestotrotz bietet die ratingakzessorische Regulierung des Marktes insoweit eine janusköpfige Maßnahme an, als die Kapitalnehmer dazu neigen können, die Schutzzwecke dieser Vorschriften dahingehend zu manipulieren, dass sie mehrere Ratings nur deshalb beauftragen, weil sie sich die gesetzlich festgeschriebenen Vorteile zunutze machen wollen („rating shopping“).

Der zweite Schwachpunkt besteht darin, dass potentielle Fehlbewertungen der Agenturen signifikante allokativen Veränderungen am Kapitalmarkt verursachen können, und zwar unabhängig davon, ob der Markt diese Bewertung zubilligt, sondern in der Form von Rechtsfolgen.

B. Die Funktion des externen Emittentenratings und seine Auswirkungen auf die Ratingadressaten

Nachdem die Ursachen des Bedeutungszuwachses des externen Ratings ins Blickfeld gerückt worden sind, werden an dieser Stelle die kapitalmarktrechtliche Funktion sowie die Auswirkungen der Ratings auf die Ratingadressaten erläutert.

I. Bedeutung für die Ratingadressaten:

Zum Kreis der Ratingadressaten gehören diejenigen Marktakteure, deren marktliche und rechtliche Position durch das Ratingurteil beeinflusst wird.¹⁷⁰ Hierzu zählen in erster Linie die Kapitalnehmer (Emittent/ Unternehmensführung) und die Kapitalgeber (Anleger). Die von ihnen am Kapitalmarkt angestrebten Interessen werden vom Rating folgendermaßen bedient:

1. Emissionsbepreisung

Zunächst ermöglicht die Bewertung durch die Ratingagentur dem Unternehmen eine marktgerechte Emissionspreisfindung.¹⁷¹ Die Unternehmen zielen regelmäßig auf einen möglichst hohen Emissionspreis ab, denn die zu leistenden Kapitalkosten sind dann niedriger.¹⁷² Das Rating der Emissionen, die von der gleichen Agentur oder durch Heranziehung vergleichbarer Grundsätze und Methoden bewertet werden, dient der relativen Vergleichbarkeit dieser Anlagen und ermöglicht auf diese Weise dem Unternehmen sich am Ausgabekurs

¹⁷⁰ A. Niedostadek (2006), Rn. 207, S. 133.

¹⁷¹ M. Schuler (2012), S. 46.

¹⁷² M. Schuler (2012), S. 46: Eine zu hohe Bepreisung birgt dennoch die Gefahr, dass das Unternehmen die Wertpapiere nur schwierig oder überhaupt platzieren kann, was im Regelfall mit Reputationsverlusten verbunden sein kann.

bonitätsmäßig vergleichbarer Anleihen zu orientieren und so bestehende Bepreisungsspielräume auszuschöpfen.¹⁷³

2. Einfluss auf die Höhe der Finanzierungskosten

Die Bonität des Unternehmens gehört zu denjenigen übergeordneten Faktoren, die die Finanzierungskosten des Emittenten zu beeinflussen vermögen.¹⁷⁴

Angenommen, dass für eine 20-jährige Anleihe mit 1000 Euro Nennwert und 9% Kuponzins, die geforderte Rendite auch 9% ist.¹⁷⁵

In der Zeit der Emission bestimmt sich der Kuponzins der Anleihe durch die vom Markt geforderte Rendite; dies hat zur Folge, dass der Anleihekurs dem Nennwert gleich ausfällt.¹⁷⁶ Wenn die von den Investoren geforderte Rendite stabil bleibt (z.B. 9%), entspricht sie dann dem Kuponzins (gleichfalls 9%) und die Anleger bezahlen den Nennwert. Wenn die geforderte Rendite aufgrund des gestiegenen Risikos der Anleihe *höher* als der Kuponzins ausfällt, sinkt der Anleihekurs. Der Kurseinbruch stellt eine Entschädigung für die Anleger dafür dar, dass der Kuponzins jetzt niedriger als die geforderte Rendite liegt.¹⁷⁷ Das heißt, wenn die vom Markt geforderte Rendite höher als der Kuponzins ausfällt, sinkt der Anleihekurs unter den Nennwert (the bond is sold *at a discount*).¹⁷⁸

Eine *Senkung* der Rendite unter den deshalb höheren Kuponzins trägt zur Steigerung des Anleihekurses bei, weil die Anlage in diesem Falle als sehr attraktiv angesehen wird. Die Anleihe wird dann *at a premium* verkauft.¹⁷⁹

Die Empirie bestätigt das soeben Erwähnte. Plastische Beispiele hierfür bilden einerseits die Herabstufung von *ThyssenKrupp AG* im Jahre 2003 durch S&P in den spekulativen Bereich, andererseits die Herabstufung *Griechenlands* (Dezember 2009) durch Fitch und S&P von A- auf BBB+.¹⁸⁰ In beiden Fällen (die Herabstufung von ThyssenKrupp erfolgte aufgrund einer Änderung der Ratingmethodik von S&P) wurden hierdurch erhebliche Zinsanpassungen und

¹⁷³ Siehe Fn. 158; hierzu kritisch *Ebenroth/ Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 6: Diese These setzt jedoch voraus, dass das Rating auch sachgerecht ermittelt wird.

¹⁷⁴ *Peter Korth*: Die Dritthaftung der Ratingagenturen (2010), S. 96; *U. Blaurock*, ZGR 5/ 2007, S. 609; *M. Schuler* (2012) S. 48.

¹⁷⁵ **Nominalwert** oder **Nennwert (par value)** ist der vom Emittenten festgelegte Wert der Anleihe, der die abschließende Zahlung am Ende der Laufzeit bestimmt. **Kuponzins (Coupon rate)** ist der Zinssatz der Anleihe und die **Rendite (yield)** insbesondere die **Laufzeitrendite (yield to maturity)** ist der Durchschnittszins für die Restlaufzeit, der die aktuellen und künftig erwarteten kurzfristigen Zinsen zuzüglich einer Risikoprämie reflektiert. Hierzu *Olivier Blanchard/ David R. Johnson*: Macroeconomics (2013), S. 335ff.

¹⁷⁶ *Frank J. Fabozzi*: Fixed Income Mathematics, Analytical & Statistical Techniques (2006), S. 54

¹⁷⁷ *Fr. J. Fabozzi* (2006), S. 55.

¹⁷⁸ In a.a.O.

¹⁷⁹ *Fr. J. Fabozzi* (2006), S. 55.

¹⁸⁰ Hierzu *M. Schuler* (2012), S. 48; *Chr. Prager* (2009), S. 124.

Kursverluste herbeigeführt.¹⁸¹ Dem Grunde nach verteuerte die Fremdkapitalaufnahme sowohl für ThyssenKrupp AG (die zusätzliche Belastung durch höhere Zinsen wurde auf 20 bis 30 Mio. Euro pro Jahr beziffert¹⁸²) als auch für Griechenland, wobei die Zinsentwicklung alleine an den Tagen der Herabstufungen dem Land eine Milliarde Euro kostete.¹⁸³

3. Abbau von Informationsasymmetrien – Transaktions- und Agency-Kostensenkung

Die neoinstitutionelle Finanzierungstheorie geht davon aus, dass in der Realität die Beschaffung, Übertragung und Auswertung von Informationen mit Kosten verbunden sind, die Marktteilnehmer nicht alle über den gleichen Informationsstand verfügen und die Gefahr der opportunistischen Ausnutzung von Informationsvorsprüngen besteht.¹⁸⁴ Darin liegt die zentrale Funktion des Ratingurteils begründet: Das Rating soll gegen die negativen Auswirkungen am Kapitalmarkt, welche aus dem **Prinzipal-Agent**-Verhältnis zwischen Anlegern und Emittenten resultieren, einsetzen.¹⁸⁵

Den Informationsvorteil des besser informierten Agenten (hier der Fremdkapitalnehmer bzw. Emittent) sowohl *vor* als auch *nach* dem Vertragsschluss abzubauen, ist die erste Aufgabe des Ratings.¹⁸⁶ Vorvertraglich hat ein ungleicher Informationsstand zur Folge, dass der Kapitalgeber das Bonitätsrisiko des Kapitalnehmers nicht genau einschätzen kann, wobei für den Kapitalnehmer ein Anreiz zur Fehlinformation besteht, damit er eine höhere Zinsforderung des Kapitalgebers meidet, und so, wie schon gezeigt, niedrigere Finanzierungskosten erreichen kann.¹⁸⁷ Nach Vertragsschluss kommt es ebenso zu Anreizen zum opportunistischen Verhalten seitens des Kapitalnehmers, beispielsweise: die zusätzliche Kreditaufnahme bei drohender Insolvenz zur Finanzierung von Ausschüttungen, oder die Unterlassung kapitalwertpositiver, vorteilhafter Investitionen, welche die Position des Fremdkapitalgebers im Insolvenzfall verbessern.¹⁸⁸ Da ein vernünftiger Kapitalgeber solche Schädigungsmöglichkeiten antizipiert und die erforderlichen Maßnahmen dazu ergreift, entstehen daraus die sog. **Agency-Kosten**. Diese Agency-Kosten zu minimieren, ist eine weitere Aufgabe des Ratings.¹⁸⁹ Die Zwischenschaltung

¹⁸¹ Die damalige im März 2009 fällige ThyssenKrupp-Anleihe mit einem Kuponzins von sieben Prozent sei um rund 800 Basispunkte eingebrochen auf Kurse zwischen 96 und 98 Zähler und die Rendite der Anleihe stieg um mehr als 200 Basispunkte auf über acht Prozent, abrufbar unter www.ftd.de/unternehmen. Hierzu auch U. Blaurock, ZGR 5/2007, S. 609-610.

¹⁸² www.ftd.de/unternehmen; M. Schuler (2012), S. 49.

¹⁸³ Chr. Prager (2009), S. 124.

¹⁸⁴ Chr. Wappenschmidt (2009), S. 25: Bei unbeseitigbaren Informationsvorsprüngen ist die Rede von „asymmetrischer Informationsverteilung“.

¹⁸⁵ D. A. Bauer (2009), S. 62; Chr. Wappenschmidt (2009), S. 25: Die **Prinzipal-Agent**-Theorie befasst sich mit der Analyse und Lösung derjenigen Probleme, die aus Informationsasymmetrien in Verbindung mit einem auf die Nutzenmaximierung abzielenden, opportunistischen Verhalten entstammen. Auf diese Weise lauert die Gefahr, dass der besser informierte Vertragspartner (Agent) seinen Nutzen durch Schädigung des schlechter informierten (Prinzipal) steigert.

¹⁸⁶ D. A. Bauer (2009), S. 62.

¹⁸⁷ Chr. Wappenschmidt (2009), S. 26.

¹⁸⁸ ders. S. 27.

¹⁸⁹ D. A. Bauer (2009), S. 63.

der Ratingagenturen als *Informationsintermediäre* dient nämlich der Informationsbeschaffung und -auswertung zu Bonitätsrisiken gegenüber eigenen Informationsbemühungen der Marktteilnehmer.¹⁹⁰ Die Ratingagenturen haben bessere Analyseressourcen sowie Spezialisierungs- und Erfahrungsvorteile in der Datenauswertung, was zur Folge hat, dass hinsichtlich der Informationskosten Ratings auch dann einen Informationswert aufweisen und die Informationseffizienz des Marktes verbessern, wenn sie keine völlig neuen Informationen beinhalten.¹⁹¹

Weiterhin kommt dem Rating eine *Zertifizierungsfunktion* zu: derjenige Kapitalnehmer, der sich freiwillig dem Rating, dabei ist es als „Screening“ zu verstehen, einer glaubwürdigen Agentur unterzieht, gibt dem Finanzmarkt zu verstehen, dass er bezüglich seiner Kreditwürdigkeit „nichts zu verbergen hat“ (eine Art Selbstselektionsmechanismus).¹⁹² Das Rating fungiert somit vorvertraglich als Signal.

Darüber hinaus spielen Ratings auch nach dem Zustandekommen der Finanzierungsbeziehung eine wichtige Rolle bei der Agency-Kostensenkung: Sie begrenzen die Schädigungsmöglichkeiten des Emittenten, indem die Agenturen ihre Beurteilungen prüfen und aktualisieren- die sog. *Überwachungsfunktion*.¹⁹³ Vielmehr wirkt sich die Androhung eines neuen, schlechteren Ratingergebnisses entscheidend auf die Bereitschaft des Emittenten, umfassende und korrekte Informationen über bonitätsrelevante Aspekte an die Agentur zu übermitteln, aus.¹⁹⁴

4. Rechtliche Relevanz: Das externe Rating und die Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)

1. Arbeitshypothese: Die Erteilung bzw. Änderung des Ratings ist als Insiderinformation (§ 13 Abs. 1 WpHG) zu qualifizieren.

Die Definition der Insiderinformation im § 13 Abs. 1 WpHG setzt sich aus vier Begriffselementen zusammen: *eine konkrete Information über Umstände, die nicht öffentlich bekannt sind, die Emittenten- oder Insiderpapierbezug aufweisen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.*¹⁹⁵

¹⁹⁰ Chr. Wappenschmidt (2009), S. 28.

¹⁹¹ In a.a.O. Zur Ansicht, dass Ratings weitere, neue Informationen liefern: D. A. Bauer (2009), S. 63; Malte Richter, WM 2008, S. 963.

¹⁹² Chr. Wappenschmidt (2009), S. 29.

¹⁹³ Deswegen werden die Ratingagenturen als „gatekeepers“ genannt. Vgl. Br. Haar, ZBB 3/2009, S. 185; D. A. Bauer (2009), S. 64.

¹⁹⁴ Chr. Wappenschmidt (2009), S. 30.

¹⁹⁵ Assmann in Assmann/Schneider, WpHG, § 13, Rn. 5.

Eine Information ist als konkret anzusehen, wenn sie über einen existierenden Umstand oder ein eingetretenes Ereignis oder über zukünftig existierende Umstände oder eintretende Ereignisse zu qualifizieren ist und Kursspezifität aufweist.¹⁹⁶

Der Begriff der „Umstände“ umfasst *Tatsachen* und *Ereignisse*, die der äußeren Wahrnehmung zugänglich („verifizierbar“) sind.¹⁹⁷ Nicht der Verifizierung zugänglich ist hingegen der Inhalt von *Meinungen* und *Ansichten*, darunter v.a. Rechtsauffassungen.¹⁹⁸

Weiterhin müssen die der Information zugrunde liegenden Umstände im Sinne des Konzepts der Bereichsöffentlichkeit öffentlich unbekannt sein.¹⁹⁹

In diesem Kontext stellt sich die Frage, ob ein externes Rating an sich eine Insiderinformation darstellt. Denn ein Rating ist eine Prognose über die Kreditwürdigkeit eines Emittenten, die zudem noch von den Agenturen regelmäßig als „Meinung“ charakterisiert wird.²⁰⁰ Es ist jedoch die Meinung von den *Bewertungen durch Sachverständige*, wie namentlich Ratingagenturen zu unterscheiden.²⁰¹ Obwohl deren Bewertungen wertende Elemente enthalten, werden sie doch vom Verkehr typischerweise wie Tatsachen behandelt.²⁰² Vielmehr leitet sich aus einem Umkehrschluss aus §13 Abs.2 WpHG her, nach dem Bewertungen und damit auch Werturteile nur dann **keine** Insiderinformationen sind, wenn sie ausschließlich auf Grund öffentlich bekannter Umstände erstellt wurden, dass ein Rating stets als konkrete Information gemäß § 13 Abs. 1 WpHG zu qualifizieren ist, sofern es unter Verwendung von öffentlich **nicht** zugänglichen, vertraulichen Unternehmensdaten erstellt wurde.²⁰³ Demnach scheidet das *unbeauftragte (unsolicited) Rating* wegen § 13 Abs. 2 WpHG aus. Sehr interessant ist vorliegend die von *M. Eisen* vertretene Ansicht, dass die oben erläuterte Betrachtungsweise nur die insiderrechtliche Qualifikation des Ratings **an sich** betreffe.²⁰⁴ Nach seiner Ansicht stellt die *Erteilung bzw. Änderung* eines Ratings eine selbst verifizierbare Tatsache (Ereignisse) und somit eine konkrete Information nach § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG dar.²⁰⁵ Dementsprechend komme es auf das Merkmal *der Erstellung ausschließlich auf Grund öffentlich bekannter Umstände* des § 13

¹⁹⁶ Assmann in a.a.O., Rn. 8.

¹⁹⁷ Siehe Assmann in a.a.O., Rn. 12.

¹⁹⁸ Auch stellt der Umstand, dass eine Person eine Meinung vertritt und Umstände oder Ereignisse bewertet, zweifellos eine der Überprüfung zugängliche äußere oder innere Tatsache dar, die allerdings nicht als konkrete Tatsache anzusehen ist. Denn eine solche ist sie nur dann, wenn sie spezifisch genug ist, um eine Aussage über ihre Kursrelevanz für ein Insiderpapier zu erlauben. Assmann in a.a.O., Rn. 13.

¹⁹⁹ Nach diesem hat eine Information bereits dann als öffentlich bekannt zu gelten, wenn es einer unbestimmten Anzahl von Personen aus dem Kreis der Marktteilnehmer möglich ist, von ihr Kenntnis zu nehmen. Assmann in a.a.O., Rn. 34.

²⁰⁰ Beispielsweise Moody's in Ratings Definitions, abrufbar unter www.moody.com

²⁰¹ Siehe Assmann in Assmann/Schneider, WpHG, § 13, Rn. 16; Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG, § 13, Rn. 175

²⁰² Assmann in a.a.O.; M.Eisen (2007), S. 117: Ein Rating ist eine Bewertung in diesem Sinne, da es trotz seiner zukunftsgerichteten und qualitativen Elemente, nach einem festen Schema und von festen Kennzahlen ausgehend, regelgeleitet und planmäßig erstellt wird.

²⁰³ M.Eisen (2007), S. 117.

²⁰⁴ Hierzu siehe M.Eisen (2007), S. 117-118.

²⁰⁵ M.Eisen (2007), S. 118.

Abs. 2 WpHG nicht an, und mitunter können auch auftragslose Ratings erfasst werden.²⁰⁶ Ausschlaggebend ist es mithin, ob es auf das Rating an sich oder die Erteilung bzw. Änderung des Ratings ankommt.

Ein weiteres Tatbestandsmerkmal ist die Kurserheblichkeit der Information.²⁰⁷ Im Hinblick auf die oben stehenden Betrachtungen²⁰⁸ bezüglich des Einflusses auf die Unternehmensfinanzierung kann man zwei große Konstellationen nennen: Im Falle eines **Emittentenratings** beeinflusst entweder positiv oder negativ - eine Ratingänderung den Anleihekurs und die Renditen, somit ändern sich erheblich die Refinanzierungsmöglichkeiten des Emittenten.²⁰⁹ Überdies lässt sich die Kurserheblichkeit eines Ratings als Bewertung der Solvenz eines Emittenten aus dem Katalog mit den kurserheblichen Vorgängen im **Emittentenleitfaden** der BaFin erschließen.²¹⁰ Als kurserhebliche Vorgänge werden dort u.a. *die bevorstehende Zahlungseinstellung/ Überschuldung bzw. Ausfall des Schuldners* genannt.²¹¹ Da das Rating Auskunft über solche Vorgänge enthält und wiedergibt, kann insbesondere eine Herabstufung den kurserheblichen Tatsachen zugeordnet werden.²¹²

So verhält es sich ebenfalls im Rahmen eines **Emissionsratings** bereits begebener festverzinslicher Schuldverschreibungen.²¹³ Hiervon ist jedoch der Fall eines Erstratings vor Begebung der Anleihe zu unterscheiden, weil hier das Kriterium des Insiderpapiers (§ 12 WpHG) noch nicht vorhanden ist.²¹⁴

Es ist folglich festzustellen, dass nur ein beauftragtes Rating an sich eine Insiderinformation gemäß § 13 Abs. 1 WpHG darstellt. Unsolicited Ratings scheiden nach § 13 Abs. 2 aus. Die Erteilung bzw. Änderung eines Emittentenratings sowie eines Emissionsratings bereits begebener Anleihen wird als verifizierbare Tatsache gemäß § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG ebenso als taugliche Insiderinformation gewertet.

2. Arbeitshypothese: Nur ein Emittentenrating wird als Insiderinformation vom § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG erfasst.

Nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG muss der Inlandsemittent nur diejenigen Informationen unverzüglich veröffentlichen, die ihn **unmittelbar betreffen**.²¹⁵ Die unmittelbare Betroffenheit bezieht sich gemäß § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG „insbesondere“ auf Umstände, die im

²⁰⁶ M.Eisen in a.a.O.

²⁰⁷ Assmann in a.a.O., Rn. 62.

²⁰⁸ Siehe oben Kap.2. B. I. 1. 2.

²⁰⁹ Siehe oben die Fälle ThyssenKrupp AG und Griechenland.

²¹⁰ Siehe Assmann in a.a.O., Rn. 68.

²¹¹ Assmann in a.a.O.

²¹² Die Aufzählung des Katalogs ist keineswegs abschließend, Assmann in a.a.O.

²¹³ Ähnlich auch Eisen (2007), S. 118.

²¹⁴ In a.a.O.

²¹⁵ Pfüller in Fuchs, § 15 WpHG, Rn. 38: § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG enthält ein Regelbeispiel für das Tatbestandsmerkmal der unmittelbaren Betroffenheit.

Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind.²¹⁶ Vielmehr erfasst die Vorschrift nach deren Formulierung durch das AnSVG aber auch Insiderinformationen, die nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind und mithin von außen kommen.²¹⁷ Dem Merkmal der „Unmittelbarkeit“ kommt nun eine erhebliche Aufgabe bei der Separierung publizitätspflichtiger von nicht publizitätspflichtigen Insiderinformationen zu.²¹⁸ Ob Informationen über eine Herabstufung unmittelbaren Emittentenbezug aufweisen, ist nach einer Ansicht eine Frage des Einzelfalls.²¹⁹ Darüber hinaus kann man von Unmittelbarkeit ausgehen, wenn sich das Ereignis direkt, ohne Hinzutreten weiterer Umstände auf den Emittenten auswirkt.²²⁰ Daraus ergibt sich, dass es bei einem Emissionsrating insbesondere im Falle der Herabstufung an unmittelbarem Emittentenbezug fehlt.²²¹ Die Bewertung bezieht sich in diesem Fall lediglich auf die Zahlungsfähigkeit des Emittenten hinsichtlich der bestimmten einzelnen Emission. Daher kann der Emittentenbezug nur ein mittelbarer sein.²²² Die Ansicht, dass der Emittentenbezug einer Insiderinformation auch darin bestehen könne, dass sie emittierte Finanzinstrumente betrifft, da bereits die Qualifikation einer Information als Insiderinformation nach § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG den Emittenten- oder den Insiderpapierbezug verlangt und genügen lässt, ist nicht so überzeugend.²²³ Denn der § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG verlangt abweichend von § 13 Abs. 1 WpHG ausdrücklich den unmittelbaren Emittentenbezug der Information.²²⁴

3. Arbeitshypothese: Der Emittent ist vor Veröffentlichung eines beauftragten Ratings von der Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG gemäß § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG befreit.

Aus den bereits erörterten folgt, dass der Emittent die Erteilung bzw. Änderung eines beauftragten Emittentenratings als Insiderinformation mit unmittelbarem Emittentenbezug vor seiner Publizierung durch die Agentur zu veröffentlichen hat (§ 15 Abs. 1 S. 1 WpHG). Dies ist allerdings aus zwei Gründen bedenklich, zum einen aufgrund der durch die Agentur bevorstehenden Veröffentlichung, zum anderen könnte eine frühzeitige Bekanntmachung die Interessen des Emittenten beeinträchtigen.²²⁵ Die tatsächliche Veröffentlichungspraxis ist vom Gesetzgeber durch den Befreiungstatbestand des § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG sinnvoll begrenzt worden.²²⁶ Der Aufschub der Veröffentlichung ist zulässig, sofern drei Voraussetzungen gegeben sind: *Der Aufschub ist zum Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten erforderlich, es ist*

²¹⁶ Beispielsweise Maßnahmen der Geschäftsführung und die Akte anderer Organe des Emittenten, Assmann in a.a.O., Rn. 55, 59.

²¹⁷ Etwaige Anstrengungen zur Abgrenzung der zwei Begriffe sind nach der neuen Fassung des § 15 WpHG müßig, Assmann in a.a.O., Rn. 58.

²¹⁸ Assmann in a.a.O., Rn. 63.

²¹⁹ Pfüller in a.a.O., Rn. 132.

²²⁰ M.Eisen (2007), S.120.

²²¹ Siehe Eisen (2007), S. 121.

²²² In a.a.O.

²²³ Hierzu Assmann in a.a.O., Rn.56; gegen diese Ansicht auch Eisen (2007), S. 121.

²²⁴ Der Emittenten- oder Insiderpapierbezug im § 13 Abs.1 WpHG kann sowohl direkt als auch indirekt sein, hierzu Assmann in a.a.O., Rn.43.

²²⁵ Hierzu siehe IOSCO Code of Conduct Fundamentals 3.1 Provision; M.Eisen (2007), S. 122.

²²⁶ Hierzu siehe Pfüller in Fuchs § 15 WpHG, Rn. 342; M.Eisen in a.a.O.; Assmann in a.a.O., Rn. 134.

*keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten, und der Emittent kann die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten.*²²⁷

Wann der Emittent ein berechtigtes Interesse am Aufschub einer Ad-hoc-Veröffentlichung hat, ergibt sich aus den Bestimmungen in § 6 WpAIV.²²⁸ Nach § 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV kann ein solches überwiegendes Interesse des Emittenten gegeben sein, *wenn das Ergebnis oder der Gang laufender Verhandlungen über Geschäftsinhalte, die geeignet wären, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, von der Veröffentlichung wahrscheinlich erheblich beeinträchtigt würden und eine Veröffentlichung die Interessen der Anleger ernsthaft gefährden würde.*²²⁹ Die erste Voraussetzung, also die potentielle Gefährdung laufender Verhandlungen, ist im Falle eines Ratings erfüllt, denn eine Veröffentlichung würde bereits „Fakten“ schaffen.²³⁰ Jegliche Bemühungen des Emittenten die Entscheidung des Rating-Komitees durch neues Datenmaterial zu verbessern, sind dann sinnlos.²³¹ Die zweite Voraussetzung, eine durch die frühzeitige Bekanntmachung ernsthafte Gefährdung der Anlegerinteressen, erscheint in Ratingfällen hingegen als nicht gegeben.²³² Die europarechtliche Zulässigkeit des § 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV ist jedoch fraglich.²³³ Die deutsche Umsetzung hinsichtlich der ernsthaften Gefährdung der Anlegerinteressen geht über den Wortlaut der umgesetzten Durchführungsrichtlinie hinaus.²³⁴ Demzufolge muss geprüft werden, ob der Verordnungsgeber eine „**überschießende Umsetzung**“ der Richtlinie vorgenommen hat oder ob es sich vorliegend um eine „**inhaltliche Übererfüllung**“ der Richtlinie handelt.²³⁵ Eine überschießende Umsetzung liegt vor, wenn die eine Richtlinie umsetzende Vorschrift Sachverhalte erfasst, die vom Anwendungsbereich der Richtlinie an sich nicht erfasst sind.²³⁶ Eine inhaltliche Übererfüllung ist hingegen zu bejahen, wenn der nationale Gesetzgeber über den von der Richtlinie vorgegebenen Regelungsauftrag hinausgeht, ohne dabei den Anwendungsbereich des nationalen Rechts gegenüber der Richtlinie zu erweitern.²³⁷ Da § 6 WpAIV keine Erweiterung des Anwendungsbereichs der Richtlinie darstellt, sondern die Voraussetzungen des Regelbeispiels in § 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV, unter denen ein berechtigtes

²²⁷ Assmann in a.a.O., Rn. 133.

²²⁸ Assmann in a.a.O., Rn.135: § 6 WpAIV entspricht im Wesentlichen Art.3 Abs.1 der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG.

²²⁹ Siehe Anh. I/8 in KölnKomm. § 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV.

²³⁰ Siehe M.Eisen (2007), S. 124.

²³¹ M.Eisen in a.a.O.: Der Kapitalmarkt wird das Rating bereits mit seiner Publizierung berücksichtigen. Eine nachträgliche Änderung des Ratings könnte daher nur mit Wirkung ex- nunc erfolgen.

²³² Denn die Anleger würden durch die frühzeitige Publizierung ein Mehr an Information erhalten. Ferner wird durch die Veröffentlichung des endgültigen Ratings keine ernsthafte Gefährdung der Anlegerinteressen betrachtet, in M.Eisen in a.a.O.

²³³ WpAIV ist Umsetzung der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG vom 22.12.2003, die eben eine Ausgestaltung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/67/EG vom 28.01.2003 ist, Assmann in a.a.O., Rn. 138.

²³⁴ Siehe Assmann in a.a.O., Rn. 138-9: Art. 3Abs. 1 lit. a S. 1 der Richtlinie verlangt als Regelbeispiel keine ernsthafte Gefährdung der Anlegerinteressen. Sie bezieht sich dort nur auf den Fall der drohenden Insolvenz des Unternehmens und ist als Gefährdung der Interessen der Aktionäre und nicht der Anleger definiert.

²³⁵ Hierzu M.Habersack/Chr. Mayer, JZ 19/1999, S. 919.

²³⁶ M.Habersack/Chr.Mayer in a.a.O., S. 914.

²³⁷ Hierzu M.Habersack/Chr.Mayer in K.Riesenhuber: Europäische Methodenlehre, S.342-3.

Interesse angenommen wird, verschärft werden, kann man von einer inhaltlichen Übererfüllung ausgehen.²³⁸

§ 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV wäre jedoch trotz inhaltlicher Übererfüllung dann eine ordnungsgemäße Umsetzung, wenn die zugrunde liegende Durchführungsrichtlinie lediglich eine *Mindestharmonisierung* vorschreibt, die den Mitgliedstaaten strengere nationale Regelungen erlaubt.²³⁹ Aus dem in den Erwägungsgründen der Durchführungsrichtlinie angeführten, übergeordneten Ziel der Richtlinie-einen europaweit einheitlichen Zugang zu kapitalmarktrechtlichen Insiderinformationen zu schaffen-ergibt sich, dass die in Art. 3 Abs. 1 lit. a und lit. b der Richtlinie aufgeführten Regelbeispiele abschließend sind.²⁴⁰ Folglich handelt es sich um keine Mindest- sondern um *Vollharmonisierung*.²⁴¹ Dementsprechend sind die strengeren Anforderungen an die Befreiungsmöglichkeit des Emittenten im § 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV nicht europarechtskonform und aus diesem Grund ist der Halbsatz (die ernsthafte Gefährdung der Anlegerinteressen) durch teleologische Reduktion nicht anzuwenden.²⁴²

Weiterhin verlangt der Befreiungstatbestand die fehlende Irreführung der Öffentlichkeit (§ 15 Abs. 3 S. 1 WpHG).²⁴³ Naheliegende Lösung bei der Begriffsauslegung bietet die Wahl anderweitigen Verhaltens des Emittenten oder anderweitiger Marktinformationen als Bezugspunkt an: Der Emittent darf durch sein sonstiges Verhalten keine Vorstellungen erwecken, die im Hinblick auf die zu veröffentlichende Insiderinformation, hier also das erteilte, vorläufige Rating, unzutreffend sind.²⁴⁴

Der Art. 3 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie und der § 7 WpAIV konkretisieren zudem die im §15 Abs. 3 S. 1 WpHG erforderliche Gewährleistung der Vertraulichkeit: Der Emittent muss den Zugang zu den Informationen, hier dem Rating, kontrollieren.²⁴⁵ Zudem muss der Emittent dafür sorgen, dass jede Person, die Zugang zum vorläufigen Rating hat, sich der daraus ergebenden Pflichten und Sanktionen bewusst ist.²⁴⁶

Zum Schluss erscheint eine Nachholung der aufgeschobenen Veröffentlichung gemäß § 15 Abs. 3 S. 2 WpHG als nicht erforderlich, weil durch die nach Stellungnahme des Emittenten erfolgte Publizierung des endgültigen Ratings das frühere vorläufige Rating zu einem öffentlich bekannten Umstand macht.²⁴⁷

²³⁸ *M.Eisen* (2007), S. 127-8.

²³⁹ *M.Eisen* (2007), S. 128.

²⁴⁰ Siehe 4. Erwägungsgrund der 2003/124/EG RL.

²⁴¹ Ähnlich *Assmann* in a.a.O, Rn. 138.

²⁴² *M.Eisen*(2007), S. 131-2.

²⁴³ Die Auslegung des Begriffs und seine Funktion zur Selektion der Fälle eines zulässigen von denjenigen eines unzulässigen Aufschubs der Veröffentlichung bereitet Schwierigkeiten, *Assmann* in a.a.O, Rn. 160.

²⁴⁴ Hierzu *Assmann* in a.a.O; *M.Eisen* (2007), S.133.

²⁴⁵ *Assmann*, Rn. 165; *M.Eisen* in a.a.O.

²⁴⁶ *M.Eisen* in a.a.O.

²⁴⁷ *M.Eisen* (2007), S. 134: es verliert damit seine Qualität als Insiderinformation und entfällt die Veröffentlichungspflicht nach §15 Abs. 1 S. 1 WpHG.

II. Zwischenergebnis

In Bezug auf die Marktakteure weist das externe Rating vielfältige Funktion auf. Zunächst kommt dem Rating eine wirtschaftliche Funktion zu: Es beeinflusst die Finanzierungskosten des Emittenten bei der Emissionsbepreisung. Zudem vermag eine Bonitätsherabstufung am Sekundärmarkt den Anleihekurs aufgrund der darauffolgenden Renditeaufschläge deutlich zu senken.

Die wichtigste Funktion des Ratings liegt im Abbau von Informationsasymmetrien und somit in der Elimination von Prinzipal-Agent-Konflikten zwischen den Kapitalmarktakteuren (Kapitalgebern und Kapitalnehmern). Hierbei werden dem Rating sowohl eine Informationsfunktion als auch eine Überwachungsfunktion zugeschrieben, welche zur Minderung der sog. Agency-Kosten für die Kapitalgeber beitragen. Durch die Zertifizierungsfunktion des Ratings wird die Glaubwürdigkeit des Schuldners durch eine zuverlässige Ratingagentur dokumentiert, welches das Vertrauen der Investoren schafft. Hieraus lässt sich ableiten, dass das Rating synchron „Diener zweier Herren“ ist: durch die Beseitigung individueller Konflikte zwischen den Marktakteuren wird die allokativen sowie die operationelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts gefestigt.

Hinsichtlich der insiderrechtlichen Relevanz des Ratings ist es daran festzuhalten, dass ein beauftragtes (solicited) Rating keine Ad-hoc-Publizitätspflicht im Sinne des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG auslöst, obgleich sowohl das Rating an sich als auch die Erteilung bzw. Änderung des Emittentenratings als Insiderinformationen mit unmittelbarem Emittentenbezug gemäß § 13 Abs. 1 WpHG und § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG zu qualifizieren sind. Der Emittent ist nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG von der Veröffentlichungspflicht befreit, weil eine etwaige Bekanntmachung des vorläufigen Ratingurteils seine berechtigten Interessen dahingehend beeinträchtigen würde, dass das Ergebnis oder der Gang der noch laufenden Verhandlungen mit der Agentur gefährdet würden (§ 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV), also die sachgerechte Erstellung des endgültigen Ratings im Rahmen des Ratingvertrags. Eine potentielle ernsthafte Gefährdung der Anlegerinteressen als weiteres Tatbestandsmerkmal des § 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV ist nicht europarechtskonform und findet folglich keine Anwendung.

C. Probleme und Defizite im Ratinggeschäft: Interessenkonflikte und andere die Ratingqualität gefährdende Faktoren

Bevor mögliche Haftungskonstellationen auf nationaler bzw. europäischer Ebene in Betracht gezogen werden, soll die Problemlage an sich erkannt werden. Die Fehlerhaftigkeit eines Ratings kann **im Ratingergebnis** als Prognose der Zahlungsfähigkeit des Unternehmens bestehen, die sich gegebenenfalls abweichend von den tatsächlichen Gegebenheiten entweder sehr positiv oder negativ darstellen kann.²⁴⁸ Für die rechtliche Beurteilung sind dabei allein die Umstände *zum Zeitpunkt der Erstellung bzw. Veröffentlichung* maßgebend.²⁴⁹ Hinzu kommt die Schwierigkeit der Überprüfung der Qualitätseinschätzung von Ratings sowohl durch die Anleger als auch durch die Emittenten, denn eine Überprüfung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wäre mit denjenigen Informationskosten verbunden, die eben die Investoren durch das Rating einzusparen wünschen.²⁵⁰ Mit großem Aufwand lässt sich gleichfalls zum Erfüllungszeitpunkt des Finanztitels bestimmen, ob das Vertragsverhalten des Schuldners gerade auf solchen Tatsachen beruht, die auch im Wahrscheinlichkeitsurteil der Ratingagentur genügend Berücksichtigung gefunden haben.²⁵¹ Denn der bloße und leicht zu beobachtende Umstand, dass sich das Risiko **ex post** verwirklicht bzw. nicht verwirklicht hat, gibt in einem Einzelfall keine Auskunft darüber, ob sein Erwartungswert **ex ante** korrekt bestimmt worden ist.²⁵² Ferner machen die prohibitiv hohen Kosten der Qualitätskontrolle eines einzelnen Ratings es zum „Vertrauensgut“, dessen Qualität bei einmaligem Erwerb und Gebrauch nicht hinreichend bestimmbar ist.²⁵³ Weiterhin ist eine Raterstellung ohne Beachtung der entsprechenden **Sorgfaltspflichten** ebenfalls als fehlerhaft anzusehen.²⁵⁴ Bei der Konkretisierung dieser Pflichten kommt den Empfehlungen des IOSCO Kodex entscheidende Bedeutung zu.²⁵⁵ Hierbei handelt es sich um Neutralität, Objektivität, sachkundige Raterstellung anhand ausreichender personeller und fachlicher Ressourcen.²⁵⁶ Fraglich ist in dieser Hinsicht, ob die IOSCO-Vorgaben die bei der Raterstellung „*verkehrserforderliche Sorgfalt*“ i. S. d. § 276 Abs. 2 BGB bestimmen und ausfüllen können.²⁵⁷

Es ist zu beachten, dass die IOSCO über keine originären oder abgeleiteten Rechtssetzungsbefugnisse verfügt. Hierbei handelt es sich bei den IOSCO-Vorgaben um keine rechtsverbindlichen Empfehlungen.²⁵⁸ Trotzdem hat die IOSCO als internationale Vereinigung

²⁴⁸ M.Schuler (2012), S. 178.

²⁴⁹ Die Ratingagenturen übernehmen nämlich keine Garantie dafür, dass sich ihre Prognosen bewahrheiten, U.Blaurock, ZGR 5/2007, S. 628; M.Schuler (2012) in a.a.O.

²⁵⁰ v.Randow, ZBB 2/1995, S. 147; siehe auch oben Kap.2 B.I.3.

²⁵¹ v.Randow in a.a.O.

²⁵² Was das Rating als „Erfahrungsgut“ qualifiziert, v.Randow in a.a.O.

²⁵³ v.Randow in a.a.O.

²⁵⁴ M.Schuler (2012), S. 179.

²⁵⁵ Siehe **IOSCO** Code of Conduct Fundamentals, der seit seiner Veröffentlichung 2004 seinem Inhalt nach große Zustimmung erfahren hat und dient als Grundlage mehrerer Regulierungen.

²⁵⁶ M.Schuler (2012), S.180.

²⁵⁷ Grüneberg in Palandt §276 BGB Rn.16 ff.

²⁵⁸ M.Schuler (2012), S. 181.

von Börsenaufsichtsbehörden eine große Akzeptanz und Autorität unter den Marktakteuren, was für die Bejahung einer Rücksichtnahme auf die IOSCO-Vorgaben bei der gerichtlichen Rechtsauslegung der im § 276 Abs. 2 BGB verkehrserforderlichen Sorgfalt in den Ratingfällen spricht.²⁵⁹

Vielmehr treten bei der Einschaltung der Agenturen als Finanzintermediäre neue Transaktionskosten und ein Geflecht von Prinzipal-Agenten-Beziehungen mit neuen Agency-Problemen auf.²⁶⁰ Die schwierige Überprüfbarkeit der Ratingqualität bietet der Agentur, Anreize zum opportunistischen Verhalten im Sinne der Erstellung eines fehlerhaften Ratingurteils.²⁶¹ Als Ursachen für Fehlbewertungen werden die folgenden in Erwägung gezogen:

I. Die Finanzierung des Ratingwesens

Die Mehrheit der etablierten Ratingagenturen finanziert ihre Ratingtätigkeit aus den Gebühren ihrer Auftraggeber (das sog. **Issuer-paid-Modell**).²⁶² Deshalb sind die Ratingagenturen dem Vorwurf ausgesetzt, dass sie ein reges Interesse an der langfristigen Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten als Kunden haben, damit ihre Einnahmen sowie ihre künftige Ertragslage gewährleistet sind.²⁶³ Dies wird durch die Erteilung von geschönten Ratingurteilen sowie durch verzögerte Herabstufungen erreicht. Hierdurch kann die Agentur in Abhängigkeitsverhältnis zum Auftraggeber geraten („wes Brot ich ess, des Lied ich sing“).²⁶⁴ Im Bereich der allgemeinen Unternehmensanleihen ist dieser Vorwurf bei kleineren bzw. bei im Aufbau befindlichen Agenturen ohnehin haltbar.²⁶⁵ Die etablierten Agenturen halten dennoch dem entgegen, dass angesichts der schieren Vielzahl der Emittenten nur ein vergleichsweise geringer Teil ihrer Einkünfte von einzelnen Emittenten stamme. Daher würden einzelne Emittenten bei herkömmlichen Unternehmensanleihen nicht ins Gewicht fallen.²⁶⁶ Die Schlagkraft dieses Arguments setzt jedoch die Wirksamkeit eines Reputationsmechanismus am Ratingmarkt voraus.²⁶⁷ Die Reputation entspricht gemäß Erkenntnissen der Finanzintermediationstheorie dem Prinzip der individuellen Nutzenmaximierung, wenn eine Ratingagentur freiwillig auf Schädigung der Kapitalgeber bzw.-nehmer verzichtet; denn ihre zukünftigen Erträge, die sich aus langfristigen Geschäftsbeziehungen erzielen lassen und als *Reputationskapital* zu verstehen

²⁵⁹ Obwohl dies nicht verbindlich ist. Hierzu *M.Schuler* (2012), S. 182.

²⁶⁰ *Chr.Wappenschmidt* (2009), S. 31.

²⁶¹ Die Agentur befindet sich nunmehr an der Stelle des Agenten, *Chr.Wappenschmidt* in a.a.O.

²⁶² Weit mehr als 80% der Einnahmen der Agenturen stammen aus Vergütungen von Emittenten, hierzu siehe *v.Randow*, ZBB 2/1995, S. 147; *M.Schuler* (2012), S. 70.

²⁶³ Siehe statt vieler *Chr.Wappenschmidt* (2009), S. 31.

²⁶⁴ *M.Schuler* (2012), S. 71.

²⁶⁵ *M.Schuler* (2012), S. 72; *D.A Bauer* (2009), S. 29: beispielsweise die Vorwürfe gegen Fitch, dass sie ihre Emittenten im Vergleich zu S&P und Moody's besser bewertet hat, damit sie sich im Wettbewerb gegen die amerikanischen Agenturen behaupten könne.

²⁶⁶ *M.Schuler* (2012) in a.a.O.

²⁶⁷ *v.Randow*, ZBB 2/1995, S. 148.

sind, hängen von einer glaubwürdigen, wiederholten Ratingqualität ab.²⁶⁸ Mit jedem Rating setzen die Agenturen ihr Reputationskapital aufs Spiel.²⁶⁹

II. „Rating shopping“-Absenkung der Bewertungskriterien im Wettbewerb um Marktanteile

Mangelnde Qualität können sowohl das sog. „Rating shopping“ seitens der Emittenten als auch der Wettbewerb um Marktanteile seitens der Agenturen verursachen.²⁷⁰

Beim Rating shopping holen die Emittenten von verschiedenen Agenturen im Vorfeld der Emission Prognosen hinsichtlich der ausstehenden Beurteilung ein und vergeben den endgültigen Ratingauftrag an diejenige Agentur, die die positivste Bewertung in Aussicht stellt.²⁷¹ Naturgemäß werden die Agenturen versuchen, die bestmögliche Prognose vorzulegen.²⁷² Dies kann zur Folge haben, dass Ratingagenturen ihre Anforderungen senken, um möglichst viele Folgeaufträge zu erhalten.²⁷³

Unabhängig von der Praxis des Rating shopping werden die Ratingagenturen im Wettbewerb um Marktanteile zu einer kontinuierlichen Absenkung ihrer Sicherheitsanforderungen veranlasst.²⁷⁴ Vorliegend ist es fraglich, ob der oben beschriebene Reputationsmechanismus diese Defizite zu beseitigen vermag. Vielmehr besteht für die Agenturen ein gewisser Konvergenzanreiz, nämlich statt eine eigene gründliche und aufwendige Ratinganalyse durchzuführen, sich an dem Ratingurteil konkurrierender Agenturen zu orientieren, welche die vorhandene Marktstruktur und die übrigen Begleitumstände verstärken.²⁷⁵

III. Die Einsparung von Personal

Zu den ein sachgerechtes Ratingurteil gefährdenden Faktoren zählt ebenfalls die Einsparung von Personal. Als gewinnmaximierende Unternehmen müssen die Ratingagenturen ihre eigenen Kosten für das Rating so gering wie möglich halten, damit der Gewinn besonders hoch ausfällt.²⁷⁶ Da der höchste Ausgabeposten der Agenturen der personelle Ressourceneinsatz ist,

²⁶⁸ Ihr Reputationskapital kann damit als Quasi-Rente charakterisiert werden, *Chr. Wappenschmidt* (2009), S. 36

²⁶⁹ v. *Randow*, ZBB 2/1995, S. 148.

²⁷⁰ *D.A. Bauer* (2009), S. 28; *M. Schuler* (2012), S. 75-6.

²⁷¹ In a.a.O, siehe auch oben Kap.2 Fn. 154.

²⁷² *M. Schuler* (2012), S. 76.

²⁷³ *D.A. Bauer* (2009), S. 28.

²⁷⁴ Dieses Phänomen wird als „race to the bottom“ oder „competition for laxity“ bezeichnet: So musste beispielsweise S&P 1993 ihre Sicherheitsmargen senken, nachdem sie aufgrund ihrer im Vergleich zur Konkurrenz höheren Anforderungen an das bestmögliche Rating 45% des ursprünglichen Auftragsvolumens eingebüßt hatte, *M. Schuler* in a.a.O; *D.A. Bauer* in a.a.O.

²⁷⁵ Siehe oben Kap.1 B: der mangelnde Wettbewerb zwischen den großen Agenturen, die „Netzwerkeffekte“, der Bedarf eines breiten „Track Records“; *Chr. Wappenschmidt* (2009), S. 37.

²⁷⁶ *D.A. Bauer* (2009), S.30.

könnte die Agentur auf Analysten verzichten, was erhebliche Auswirkungen auf die Ratingqualität haben kann.²⁷⁷

IV. Potenzielle Interessenkonflikte aufgrund Beratungsleistungen (Rating und Consulting)

Interessenkonflikte können schließlich entstehen, wenn die Agenturen z.B. im Vorfeld einer Emission weitere Nebendienstleistungen anbieten.²⁷⁸ Verbreitet ist etwa die Beratung im Hinblick auf zukünftige hypothetische Ereignisse unter Berücksichtigung ihres Einflusses auf das jeweilige Rating.²⁷⁹ Hieraus entsteht die Gefahr geschönter Ratingurteile, weil die Agentur letztlich ihre eigenen Dienstleistungen bewertet („Bock zum Gärtner“).²⁸⁰

Dagegen wird eingewendet, dass die Agenturen nur einen vergleichsweise geringfügigen Teil ihrer Einkünfte durch solche Nebendienstleistungen erwirtschaften. Außerdem haben die Agenturen entsprechend den Empfehlungen des IOSCO Verhaltenskodex Vorkehrungen zur operativen, personellen und rechtlichen Trennung von Beratungs- und Bewertungsbereichen getroffen.²⁸¹

V. Die Ratingmethode als Betriebsgeheimnis

Die fehlende Einsichtnahme in die jeweilige Gewichtung der relevanten Faktoren bei der Ratinganalyse stellt einen weiteren den Informationsvorteil der Ratingagenturen begründenden Umstand dar.²⁸² Denn ein bestimmtes Verfahren zur ordnungsgemäßen Raterstellung ist weder vorgeschrieben noch ergibt es sich aus dem Ratingvertrag.²⁸³ Es ist oberste Priorität aller Agenturen, das genaue Ratingverfahren und die Bewertungsgrundsätze geheim zu halten.²⁸⁴ Im Hinblick auf die Auswirkungen eines Ratings auf die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten besteht allerdings ein besonders großes Interesse der Kapitalnehmer an der Transparenz des Ratingverfahrens, zumindest bezüglich der Überprüfbarkeit, ob eine qualitativ hochwertige und sachgerechte Beurteilung erteilt wurde.²⁸⁵ Zudem erschwert die mangelnde

²⁷⁷ Beispielsweise Einbuße an die Aktualität der Folgeratings sowie Erstellung der Erstratings unter Verwendung ausschließlich von extern zugänglichen Informationen, hierzu siehe *D.A. Bauer* in a.a.O.

²⁷⁸ Sog. „ancillary services“, *M.Schuler* (2012), S. 73.

²⁷⁹ *M.Schuler* in a.a.O; *B.Haar*, NZG 33/2010, S. 1282: Die Beratungstätigkeit der Ratingagenturen ist insbesondere im Bereich komplexer Finanzprodukte durchaus häufig. Mit zunehmender Komplexität des Beratungsgegenstands kann dies dazu führen, dass die Agenturen quasi Mitglied des Teams des Emittenten werden, was Interessenkonflikten Tür und Tor öffnet.

²⁸⁰ *M.Schuler* in a.a.O.

²⁸¹ **2.5 Provision** of IOSCO Code of Conduct Fundamentals for CRA, abrufbar unter www.iosco.org/library. Der Bericht von CESR 2009 über die Einhaltung des IOSCO Kodex durch die Ratingagenturen hat jedoch darauf hingewiesen, dass S&P anders als Moody's und Fitch nur eine operative und keine rechtliche Trennung dieser Bereiche vorgenommen hat, abrufbar unter www.esma.europa.eu.

²⁸² *Chr. Wappenschmidt* (2009), S. 35; *D.A. Bauer* (2009), S. 35.

²⁸³ *D.A. Bauer* (2009) in a.a.O; *Chr. Wappenschmidt* (2009), S. 34: Ein wichtiger Grund, weshalb die Agenturen insbesondere die Gewichtung der heranziehenden Kriterien geheim halten, besteht vielmehr darin, dass sie die Gefahr der Weitergabe von geschönten oder manipulierten Informationen seitens des Emittenten minimieren wollen.

²⁸⁴ *D.A. Bauer* (2009) in a.a.O.

²⁸⁵ *Chr. Wappenschmidt* (2009), S. 35.

Transparenz bei der Raterstellung Emittenten und Investoren, die objektive Fehlerhaftigkeit einer Bewertung im Rahmen der Geltendmachung von zivilrechtlichen Ansprüchen zu beweisen.²⁸⁶

VI. Zwischenergebnis

Die Ratingqualität, sprich die sachkundige und sorgfältige Erstellung eines fehlerfreien Ratings, hängt von der erfolgreichen Beseitigung struktureller sowie praktischer Defizite im Ratinggeschäft ab. Bei der Bestimmung des Maßstabs der verkehrserforderlichen Sorgfalt (§276 Abs.2 BGB) spielen die zwar rechtlich unverbindlich IOSCO Empfehlungen eine wichtige Rolle. Die potenzielle finanzielle Abhängigkeit der Ratingagenturen von den bezahlenden Emittenten, das Phänomen des „Rating shopping“ sowie die Konkurrenz der Agenturen um Marktanteile vermögen die Anforderungen an das bestmögliche Rating zu senken. Zudem birgt sich die Gefahr geschöner Ratingurteile und verzögerter Herabstufungen, damit zum einen mehrere Emittenten als Kunden angezogen werden und zum anderen die vorhandenen Kunden zufrieden bleiben. Die Wirksamkeit des Reputationsmechanismus gegenüber den erwähnten Problemen ist allerdings aufgrund der Marktstruktur begrenzt. Vielmehr besteht für die Agenturen ein Konvergenzanreiz.

Darüber hinaus gehen mit der Beratungstätigkeit der Agenturen weitere potenzielle Interessenkonflikte einher, deren Beseitigung zumindest eine strikte personelle, operative und rechtliche Trennung der Rating- von den Beratungsbereichen voraussetzt.

Weiterhin werden die Chancen für ein opportunistisches Verhalten seitens der Agenturen dadurch vermehrt, dass die Überprüfbarkeit der Richtigkeit eines Ratings mit großem Aufwand verbunden ist. Dies wird ebenso durch die fehlende Einsicht der Anleger und der Emittenten in das konkrete Ratingverfahren verstärkt. Die genaue Gewichtung der im Einzelfall heranzuziehenden Kriterien ist als „Betriebsgeheimnis“ der Ratingagenturen anzusehen und nur den Analysten bekannt, was die Durchsetzung von zivilrechtlichen Ansprüchen im Falle eines fehlerhaften Ratings erschwert.

²⁸⁶ *M.Schuler* (2012), S. 80.

Kapitel 3: Die zivilrechtliche Haftung der Ratingagenturen gegenüber den Anlegern

A. Ausgewählte Fragestellungen

Wie bereits einleitend ausgeführt, bezieht sich der Erforschungsgegenstand dieser Studie auf das Spannungsverhältnis zwischen den Ratingagenturen und den Investoren. Im Folgenden soll daher die zivilrechtliche Verantwortlichkeit der Agenturen in den Vordergrund gerückt werden, falls die Anleger aufgrund eines „zu hohen“ Ratings finanzielle Einbußen erleiden.

Zunächst ist aber zu prüfen, ob dem Haftungsrecht eine verhaltenssteuernde bzw. präventive Funktion zukommt und ob deutsches Recht unter kollisionsrechtlichen Gesichtspunkten überhaupt anwendbar ist.

B. Verhaltenssteuernde Funktion des Haftungsrechts

Die etwaige Bejahung einer präventiven Funktion des Haftungsrechts würde deshalb Relevanz aufweisen, da es in dieser Weise als ein stringentes Instrument zur Erreichung zuverlässiger Ratingurteile angesehen werden könnte.

Die Verhaltenssteuerung gilt als „heiße Kartoffel“ des Rechtssystems.²⁸⁷ Die Traditionalisten der drei Teilrechtsordnungen - Strafrecht, Verwaltungsrecht, Privatrecht - weisen die Aufgabe der Verhaltenssteuerung als Zumutung zurück:²⁸⁸ Das Strafrecht darf sich ihrer nicht annehmen, das öffentliche Recht kann es nicht und das Privatrecht will es nicht.²⁸⁹ Dennoch wird dem bürgerlichen Recht aufgrund der drohenden Schadensersatzpflichtigkeit eine allgemeine *faktische* Präventionswirkung zugesprochen: Hier fungiert selbstverständlich die drohende Ersatzpflicht als ein ganz wesentlicher Anreiz zu pflichtgemäßem Verhalten, weshalb *Savigny* dem gesamten Deliktsrecht Strafcharakter beigemessen hat.²⁹⁰

Ob dagegen dem Haftungsrecht darüber hinaus eine *eigenständige*, von dem Gesetzgeber bezweckte Präventionsfunktion zukommt, wird unterschiedlich beurteilt: Nach der traditionellen Auffassung ist als Hauptfunktion des Haftungsrechts nur der Schadensausgleich (Ausgleichsprinzip) anzusehen.²⁹¹ Mit diesem strikt verstandenen Ausgleichsprinzip korrespondiert das sog. „Bereicherungsverbot“ des Schadensersatzrechts: Der Geschädigte soll niemals mehr erhalten, als ihm an Nachteilen entstanden ist. Der Vermögenswert des eingetretenen Schadens markiert die Obergrenze der Ausgleichszahlung.²⁹² Dies gilt in erster

²⁸⁷ *G. Wagner*, AcP 206 (2006), S. 360.

²⁸⁸ Insbesondere im Rahmen des bürgerlichen Rechts steht das Thema der Prävention durch privates Haftungsrecht im Zusammenhang mit der Anerkennung US-amerikanischer Punitive-damages-Urteile, *Wagner* AcP 206, S. 471 ff.

²⁸⁹ *G. Wagner* in a.a.O.

²⁹⁰ *F-K v. Savigny*: Das Obligationenrecht als Teile des heutigen römischen Rechts II (1853), S. 295; *C. Schäfer*, AcP 202 (2002), S. 399.

²⁹¹ *M. Schuler* (2012), S. 159.

²⁹² *Wagner*, AcP 206 (2006), S. 456.

Linie für die Haftungsausfüllung. Würde man sich dagegen bereits bei der Prüfung der Haftungsbegründung nach dem Ausgleichszweck richten, so wäre jedweder Schaden von dem Verursacher zu ersetzen, ohne dass - abgesehen von der Kausalität - haftungsbegründende Tatbestandsmerkmale zu berücksichtigen wären.²⁹³ Der Zweck des Haftungsrechts besteht aber eben nicht darin, jeden Schaden zu ersetzen, sondern diejenigen Fälle, in denen ein Ausgleich geboten ist, von denjenigen zu trennen, in denen die Haftung abgelehnt werden muss.²⁹⁴ Den haftungsbegründenden Zurechnungsregeln, namentlich der Gefährdungs- und der Verschuldenshaftung, kommt also eine verhaltenssteuernde Wirkung zu: Die Haftung des Schädigers hängt bei der Verschuldenshaftung letztlich davon ab, ob er die im Verkehr erforderliche Sorgfalt i. S. d. § 276 Abs. 2 BGB beachtet hat.²⁹⁵ Folglich besteht für den Schädiger im Vorfeld ein starker Anreiz, den gerichtlich definierten Sorgfaltsstandard einzuhalten.²⁹⁶ Tut er dies, trägt er lediglich den Aufwand der Schadensvermeidung, nicht aber den Schaden selbst.²⁹⁷ Zusätzliche Aufwendungen zur Schadensvermeidung sind dabei solange wirtschaftlich sinnvoll, wie sie insgesamt die Summe der anderenfalls zu erwartenden Schadenskosten nicht übersteigen.²⁹⁸

Aus dem oben Gesagten ergibt sich, dass die haftungsbegründenden Normen über die anerkannte Ausgleichsfunktion hinaus eine eigenständige, verhaltenssteuernde Aufgabe haben. Dementsprechend werden die Agenturen ihren Sorgfaltsaufwand sowohl bei der Raterstellung als auch bei der Überwachungsphase solange erhöhen, wie die Grenzkosten einer weiteren Steigerung geringer sind als die damit zusätzlich vermiedenen Schadenskosten.²⁹⁹

C. Anwendbarkeit des deutschen Rechts

Die materielle zivilrechtliche Haftung der Agenturen gegenüber den Anlegern lässt sich zweierlei ableiten: Entweder hat der Investor das fehlerhafte Rating auf der Grundlage eines mit der Ratingagentur geschlossenen *Abonnementvertrags* bezogen oder er hat lediglich außerhalb eines solchen Vertrages von dem Rating erfahren.³⁰⁰ In letzterem Fall könnten allgemeine, deliktsrechtliche Ansprüche über §§ 823, 826 BGB, Ansprüche aus c.i.c gemäß § 311 Abs. 3 S. 2 (sog. „Expertenhaftung“) oder aus dem Rechtsinstitut des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter in Betracht kommen.³⁰¹

²⁹³ Rechtsdogmatisch ist nämlich der Ausgleichsgedanke den haftungsausfüllenden Normen der §§ 249 ff. BGB bzw. §§ 842 ff. BGB zuzuordnen, *M.Schuler* (2012), S. 160-161.

²⁹⁴ *Wagner*, AcP 206 (2006), S. 453-454.

²⁹⁵ *Schuler* (2012), S. 161; *Wagner*, AcP 206 (2006), S. 454-455.

²⁹⁶ *Schuler* in a.a.O.

²⁹⁷ *Schuler* in a.a.O.

²⁹⁸ *Schuler*, S. 162.

²⁹⁹ *Schuler* in a.a.O.

³⁰⁰ *Hennrichs* in FS Hadding, S. 885ff.; *M.Eisen* (2007), S. 327.

³⁰¹ Hierzu *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 11 ff.

Bevor jedoch in die Prüfung der jeweiligen Anspruchsgrundlagen eingestiegen wird, soll an dieser Stelle auf die Frage der Anwendbarkeit deutschen Rechts auf die oben genannten Konstellationen eingegangen werden.

I. Notwendigkeit der Bestimmung des anzuwendenden Rechts

Im Hinblick auf die transnationale geschäftliche Tätigkeit der internationalen Ratingagenturen, die als große Konzerne Niederlassungen und Tochtergesellschaften in vielen Ländern haben, kann es aufgrund der Internationalität des Sachverhalts oft unklar sein, welche Rechtsordnung den zu beurteilenden Sachverhalt zu regeln hat. Nach Art. 3 Ziff. 2 Hs. 2 EGBGB setzt die Anwendbarkeit der Kollisionsregeln eine *Auslandsberührung* voraus.³⁰² Folglich stellt sich die Frage, wie die rechtliche Beziehung deutscher Anleger, welche in Anleihen investieren, die durch die rechtlich unselbständigen Zweigniederlassungen oder gar durch die Tochtergesellschaften der angelsächsischen Agenturen (S&P, Moody's, Fitch) im Inland bewertet wurden, kollisionsrechtlich zu beurteilen ist.³⁰³

II. Vertragsstatut-Rom I-VO

Beziehen die Anleger das Rating aufgrund eines Abonnementvertrags mit der Agentur, unterfällt diese Rechtsbeziehung dem Anwendungsbereich der am 17.12.2009 in Kraft getretenen **2008/593/EG Verordnung (Rom I-VO)** über das *auf vertragliche Schuldverhältnisse* anzuwendende Recht.³⁰⁴ Die Verordnung beansprucht gemäß Art. 2 „universelle Geltung“.³⁰⁵

Geprägt von dem Grundsatz der kollisionsrechtlichen Parteiautonomie reicht im Allgemeinen als Auslandsberührung die Wahl eines ausländischen Rechts aus (Art. 3 Abs. 1).³⁰⁶ Dies wird nur im Falle des Art. 3 Abs. 3 einschränkt, nämlich wenn ein reiner Inlandssachverhalt vorliegt, damit zwingendes Inlandsrecht durch Rechtswahl nicht außer Kraft gesetzt wird.³⁰⁷

Die Rechtswahl der Parteien muss nach *Art. 3 Abs. 1 S. 2* ausdrücklich erfolgen, nämlich durch einen Vertrag oder durch eine im Abonnementvertrag vorliegende, ausdrückliche Klausel.³⁰⁸ Eine stillschweigende, sich aus den Umständen ergebende Rechtswahl ist ebenso möglich (Art. 3

³⁰² Die Art der Verbindung des Sachverhalts zum Auslandsrecht lässt sich jedoch aus Art. 3 EGBGB nicht herleiten. Aus diesem Grund ergibt sich die Bedeutung einer Auslandsberührung im Einzelfall erst als Ergebnis der Subsumtion des Sachverhalts unter die maßgeblichen Kollisionsnormen. Hierfür erscheint die Vorüberlegung, ob ein Sachverhalt mit Auslandsberührung vorliegt, *entbehrlich*, Hausmann in Staudinger Art. 3 EGBGB BGB IPR-Allgemeiner Teil, Rn. 7-8.

³⁰³ M.Schuler (2012), S. 168-169.

³⁰⁴ Die Verordnung hat das frühere EVÜ (Übereinkommen über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht) neu geregelt, MüKo/Martiny Vor Art. 1 Rom I-VO, Rn. 1-2.

³⁰⁵ Zu den Fällen Dänemark, Großbritannien und Irland siehe Magnus in Staudinger Einl. Zur Rom I-VO, Rn. 42ff.

³⁰⁶ MüKo/Martiny Art. 3 Rom I-VO, Rn. 20.

³⁰⁷ Staudinger/Magnus Art. 3 Rom I-VO, Rn. 6.

³⁰⁸ Soweit eine Agentur eine Rechtswahlklausel gegenüber institutionellen Investoren verwendet, gelten geringere Anforderungen an die Einbeziehung der Klausel (§ 310 Abs. 1 S. 1 BGB), M.Schuler, S. 170; Staudinger/Magnus in a.a.O., Rn. 36.

Abs. 1 S. 2),³⁰⁹ soweit die Wahl sich eindeutig aus einem realen Parteiwillen ergibt und nicht einem bloß hypothetischen Parteiwillen zu entnehmen ist.³¹⁰

Fehlt es hingegen an einem eindeutigen stillschweigenden Rechtswahlwillen, ist das anzuwendende Recht nach dem *objektiven Vertragsstatut* der Art. 4 ff. zu ermitteln.³¹¹ Art. 4 Abs. 1 Rom I-VO stellt Anknüpfungsregeln für bestimmte besonders wichtige oder häufige Verträge (lit. a-h) auf.³¹² Die Vorschrift sieht das Recht des *gewöhnlichen Aufenthalts* des *charakteristisch Leistenden*³¹³ als Anknüpfung vor: Beispielsweise bei Kaufverträgen (lit. a) das Recht des gewöhnlichen Aufenthalts des Verkäufers.³¹⁴ Gemäß Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 der Verordnung ist bei Gesellschaften Ort des gewöhnlichen Aufenthalts der Ort ihrer Hauptverwaltung, insbesondere der effektive Verwaltungssitz.³¹⁵ Falls der Vertrag von einer Zweigniederlassung abgeschlossen oder eigenverantwortlich erfüllt wird, ist nach Art. 19 Abs. 2 das Recht am Ort der Zweigniederlassung anzuwenden.³¹⁶

Im Falle des hier interessierenden Abonnementvertrags kann man - vorbehaltlich einer abweichenden Rechtswahl der Parteien - von der Anwendbarkeit deutschen Rechts ausgehen:³¹⁷ Da die inländischen Tochtergesellschaften der internationalen Ratingagenturen selbständig und in eigener Verantwortung die Erstellung und Weitergabe der Ratingpublikation gegenüber dem Anleger schulden, ist nach Art. 19 Abs. 2 Rom I-VO das Recht der Bundesrepublik Deutschland anzuwenden.³¹⁸

Die Anwendung ausländischen Rechts, vorliegend New Yorker oder englischen Rechts, scheidet dennoch nicht völlig aus, da nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 auch an den Ort der Hauptverwaltung angeknüpft werden kann. Der Begriff der Hauptverwaltung ist wie in Art. 54 AEUV und Art. 60 Abs. 1 lit. 5 EuGVO/LugÜ zu verstehen und meint den Ort, an dem die wesentlichen Leitungsentscheidungen fallen, die Willensbildung und die eigentliche unternehmerische Leitung der Gesellschaft erfolgen.³¹⁹ Dementsprechend ist die Hauptverwaltung der internationalen Ratingagenturen an den jeweiligen Zentralen der Muttergesellschaften zu verorten. Somit kann es ausnahmsweise zur Anwendung ausländischen

³⁰⁹ MüKo/Martiny Art. 3 Rom I-VO, Rn. 45 ff.

³¹⁰ Hierfür sind als hinreichende Indizien z.B. eine Gerichtsstandsklausel, eine Schiedsklausel, das Prozessverhalten der Parteien oder, die Bezugnahme auf einzelne Vorschriften eines bestimmten Rechts angesehen, MüKo/Martiny Art. 3 Rom I-VO, Rn. 48 ff.

³¹¹ Staudinger/Magnus Art. 3 Rom I-VO, Rn. 73.

³¹² Staudinger/Magnus Art. 4 Rom I-VO, Rn. 4.

³¹³ Vorliegend leistet die Ratingagentur charakteristisch; der Anleger schuldet lediglich die Geldzahlung.

³¹⁴ Das gleiche sieht der Abs. 2 im Falle gemischter Verträge vor, Staudinger/Magnus Art. 4 Rom I-VO, Rn. 4.

³¹⁵ MüKo/Martiny Art. 19 Rom I-VO, Rn. 4-6.

³¹⁶ MüKo/Martiny Art. 19 Rom I-VO, Rn. 12-15: Es ist trotzdem nicht jedwede Zweigniederlassung gemeint, sondern nur diejenige, auf die anstelle der Hauptniederlassung abgestellt wird, damit es verhindert wird, dass jede vorübergehende Tätigkeit bereits zu einer Lokalisierung auf diesen Ort führt.

³¹⁷ Im Ergebnis ähnlich Eisen (2007), S. 328 ff.; Schuler (2012), S. 173.

³¹⁸ Dies gilt natürlich nur, sofern die Anleger mit der vor Ort ansässigen Tochtergesellschaft zur Anschaffung der Ratingpublikation kontrahieren, Schuler in a.a.O.

³¹⁹ Staudinger/Magnus Art. 19 Rom I-VO, Rn. 13.

Rechts kommen, insbesondere wenn der Anleger das maßgebliche Rating aufgrund eines Abonnementvertrags mit der Muttergesellschaft erfahren hat, etwa über die Webseite der Agentur.

III. Deliktsstatut-Rom II-VO

Erfahren hingegen die Anleger das fehlerhafte Rating, ohne mit der Agentur zu kontrahieren, und kommt es in der Folge zu Schäden, unterfallen etwaige rein deliktische Ansprüche (§ 826 BGB) dem Anwendungsbereich der Verordnung über das *auf außervertragliche Schuldverhältnisse* anzuwendende Recht **2007/864/EG (Rom II-VO)**.³²⁰

Gemäß *Art. 14 Abs. 1 S.1 lit. a* können die Parteien, vorliegend also die Agentur und der geschädigte Anleger, durch eine Vereinbarung nach Eintritt des schadensbegründenden Ereignisses das Recht wählen, dem das außervertragliche Schuldverhältnis unterliegen soll.³²¹ Nach Abs. 1 S. 2 ist auch hier eine stillschweigende Rechtswahl möglich, soweit sie sich mit hinreichender Sicherheit aus den jeweiligen Umständen des Einzelfalles ergibt.³²²

Wenn die Parteien sich weder vorher noch im Nachhinein über eine Rechtswahl geeinigt haben, greift die Grundnorm des *Art. 4 Abs. 1 S. 1*. Demnach ist auf ein außervertragliches Schuldverhältnis aus unerlaubter Handlung das Recht des Staates anzuwenden, in dem der Schaden eintritt.³²³ Ferner ist zu beachten, dass in der Binnensystematik des Art. 4 die *lex domicilii communis* den Vorrang hat: Hatten der Ersatzpflichtige und der Verletzte zum Zeitpunkt des Schadenseintritts ihren gewöhnlichen Aufenthalt in demselben Staat, ist das Recht dieses Staates anzuwenden (Abs. 2).³²⁴ Liegt diese Voraussetzung nicht vor, ist als *lex loci delicti commissi* das Recht des Staates anzuwenden, in dem der Schaden eintritt.

Nach Abs. 1 ist in den Ratingfällen bei Eintritt der Vermögensschäden in Deutschland von der Anwendung deutschen Deliktsrechts auszugehen.³²⁵

Nach Abs. 2 ist an den Ort des gemeinsamen gewöhnlichen Aufenthalts anzuknüpfen: Gemäß *Art. 23 Abs. 1 S. 1* ist dieser Ort nach dem Sitz der Hauptverwaltung zu bestimmen. Wenn jedoch das schadensbegründende Ereignis aus dem Betrieb einer Zweigniederlassung herrührt, steht

³²⁰ *MüKo/Junker* Art. 1 Rom II-VO, Rn. 2ff.

³²¹ Eine ausdrückliche Rechtswahl vor dem Eintritt des schädigenden Ereignisses ist nur dann gestattet, wenn alle Parteien einer „kommerziellen Tätigkeit“ nachgehen, also nicht den privaten Investoren, *MüKo/Junker* Art.14 Rom II-VO, Rn. 16.

³²² *MüKo/Junker* Art. 14 Rom II-VO, Rn. 29.

³²³ Die Präferenz des Ordnungsgebers für die Tatortregel erklärt sich teleologisch daraus, dass unerlaubte Handlungen i.d.R. aus einer eher zufälligen Interessenberührung der Deliktsbeteiligten ohne a priori sachnähere Anknüpfung resultieren, *MüKo/Junker* Art. 4 Rom II-VO, Rn. 3.

³²⁴ *MüKo/Junker* Art. 4 Rom II-VO, Rn. 7.

³²⁵ Ähnlich *Schuler* (2012), S. 177.

dem Ort des gewöhnlichen Aufenthalts der Ort dieser Niederlassung gleich (Abs. 1 S. 2).³²⁶ Rührt folglich das fehlerhafte Ratingurteil von der deutschen Tochtergesellschaft einer ausländischen Agentur her, gelangt man über Art. 4 Abs. 2, Art. 23 Abs. 1 S. 2 Rom II-VO zur Anwendbarkeit deutschen Rechts.

Darüber hinaus könnten auch eine quasi-vertragliche Haftung aus § 311 Abs. 3 S. 2 BGB (Expertenhaftung) sowie Ansprüche aus dem Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte zum Zuge kommen: *Art. 2 Abs. 1 Rom II-VO* sieht vor, dass der Begriff des Schadens auch sämtliche Folgen eines Verschuldens bei Vertragsverhandlungen („culpa in contrahendo“) umfasst.³²⁷ Mithin unterfällt eine Haftung aus c.i.c grundsätzlich dem Deliktsstatut.³²⁸

Außerdem wurden die Einbeziehung des Integritätsinteresses in die c.i.c mit Hilfe von Schutzpflichten (§ 241 Abs. 2 BGB) sowie die vertragliche Konstruktion des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte dahingehend konzipiert, dass dadurch Schwächen des deutschen Deliktsrechts ausgeglichen werden.³²⁹

Vielmehr scheint das europäische Kollisionsrecht Schutzpflichten - vorvertraglich oder vertraglich, dem Vertragspartner oder Dritten gegenüber - allgemein als außervertraglich anzusehen.³³⁰ Von einer kollisionsrechtlichen Anknüpfung der selbstständigen Haftung von *Vertretern, Sachwaltern* und anderen Mitwirkenden bei den Verhandlungen gegenüber der anderen Vertragspartei, mit der sie keine Beziehungen haben, lässt sich jedoch nicht eindeutig ausgehen.³³¹ Entscheidend ist vorliegend, ob der Gutachter auch gegenüber der anderen Partei für Fehler der Expertise haftet, insbesondere wenn er an den Verhandlungen teilnimmt und Kontakt zwischen ihnen zustande kommt.³³² Aufgrund der engeren Verbindung des Sachwalters mit dem fremden Vertragsverhältnis liegt eine Anwendung des Vertragsstatuts nahe.³³³ Ist dem Sachwalter hingegen nicht klar, mit wem er in einem solchen Falle vertragsähnliche Beziehungen hätte und kann er ihn insbesondere nicht aussuchen oder v.a. ablehnen, sollte man in dieser Konstellation eine deliktische Anknüpfung vornehmen.³³⁴

³²⁶ *MüKo/Junker* Art. 23 Rom II-VO, Rn. 12 ff.

³²⁷ *MüKo/Junker* Art. 2 Rom II-VO, Rn. 3.

³²⁸ Art. 12 Abs. 1 S. 1 sieht eine vertragsakzessorische Anknüpfung vor und stellt klar, dass es sich um ein außervertragliches Schuldverhältnis handelt, *MüKo/Spellenberg* Art. 12 Rom II-VO, Rn. 2-3.

³²⁹ Keine allgemeine Haftung für primäre Vermögensschäden, keine uneingeschränkte Haftung für Verrichtungsgehilfen sowie volle Beweislast des Geschädigten, *MüKo/Emmerich* § 311, Rn. 38, Fn. 111; Entwicklung und Konzeption des BGB in *MüKo/Wagner*, Rn. 7 ff.

³³⁰ *Dutta*, IPRax 2009, S. 296; Erwägungsgrund Nr. 30 *MüKo*, S. 1141.

³³¹ Die Sachwalter haben in solchen Fällen selbst Vertrauen für sich in Anspruch genommen und dann haben sie es verletzt: hierzu *Ballerstedt*, AcP 151 (1951), S. 501 ff.; *Canaris*: Die Vertrauenshaftung im deutschen Recht, S. 411 ff.; *MüKo/Spellenberg* Art. 12 Rom II-VO, Rn. 16.

³³² *MüKo/Spellenberg* Art. 12 Rom II-VO, Rn. 17, 20.

³³³ *Spellenberg* in a.a.O.; für die Anwendung des Deliktsstatuts in allen Fällen *Erman/Hohloch* Art. 32 EGBGB, Rn. 21.

³³⁴ *MüKo/Spellenberg* Art. 12 Rom II-VO, Rn. 20.

Daher ist in den Ratingfällen die Haftung der Agentur dem deliktischen Statut zuzuordnen, denn die Agenturen wirken weder am Zustandekommen des Anleihekaufvertrags zwischen Emittenten (Emissionsbanken) und Anlegern mit, noch ist ihnen der jeweilige Vertragspartner erkennbar.

Nach Art. 12 Abs. 1 Rom II-VO ist in solchen Fällen das Recht anzuwenden, das *auf den verhandelten Vertrag* anzuwenden ist.³³⁵

Obwohl bei einer Fremdemission die zu platzierenden Wertpapiere zunächst von den dazu eingeschalteten Konsortialbanken im Rahmen eines Festübernahmevertrags übernommen werden, und sie anschließend die Anleihen zu platzieren haben, ist jedoch vorliegend hinsichtlich der Gleichgerichtetheit der Interessen der Emittenten und der Emissionsbanken nicht die Verhandlung des Übernahmevertrags maßgeblich.³³⁶

Das hier interessierende Rechtsverhältnis zwischen Emissionsbanken und Anlegern ist nach herrschender Meinung ein Rechtskaufvertrag (§ 453 BGB).³³⁷ Somit findet, mangels Rechtswahl, das Recht des gewöhnlichen Aufenthalts des Verkäufers (Art. 4 Abs. 1 lit. a Rom I-VO) Anwendung, namentlich das Recht am Sitz der entsprechenden Konsortialbank.³³⁸

Hinsichtlich des europäischen IPR sollten Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ebenfalls außervertraglich qualifiziert werden.³³⁹ Wie schon erwähnt, betrifft die vertragsrechtliche Konstruktion des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte Probleme des deutschen Deliktsrechts.³⁴⁰ Darüber hinaus fehlt es bei dem Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte, gemäß analoger Anwendung der von der EuGH-Judikatur entwickelten Maßstäbe³⁴¹ bezüglich der Begründung eines vertraglichen Schuldverhältnisses, an einer freiwilligen Übernahme von Schutzpflichten durch den Schuldner gegenüber dem Dritten: Ansprüche aus einem Vertrag setzen nach dem Gerichtshof ferner eine von einer Partei gegenüber einer anderen Partei - hier dem Dritten - „freiwillig eingegangene“ Verpflichtung - im Sinne einer direkten oder indirekten Einigung - voraus.³⁴² Eine solche Vereinbarung kommt im Falle des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte zwischen dem Dritten und der schädigenden Vertragspartei nicht in Betracht. Mithin unterfällt diese Rechtsfigur dem Deliktsstatut.³⁴³

Dementsprechend kommt, mangels Rechtswahl, zwischen dem Schuldner und dem vertragsfremden Dritten, über Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO eine Haftung aus unerlaubter Handlung

³³⁵ *Münchener Kommentar* S. 1279

³³⁶ Die Wahrscheinlichkeit, dass die Durchführung der Emission für die beteiligten Banken profitabel sein wird, ist umso höher, je besser die Ratingnote ausfällt, *Korth*, S. 76; *A.Masuch* (2001), S. 42-43.

³³⁷ Statt vieler *Kaulamo* in *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.) Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 17, Rn. 36.

³³⁸ Der Kauf von Wertpapieren unterfällt nicht dem Abs.2 lit. d Rom I-VO, denn es geht hier nicht um die dingliche Rechtslage am Wertpapier, *MüKo/Martiny* Art.1 Rom I-VO, Rn. 56; *Reithmann/Martiny*: Internationales Vertragsrecht, 5. Teil, Rn. 1360.

³³⁹ *Dutta*, IPRax 2009, S. 294; *Canaris* in FS Larenz, S.27, 109.

³⁴⁰ Siehe oben Fn. 316.

³⁴¹ Rechtsprechung des EuGH zur Abgrenzung des Erfüllungsortsgerichtsstands vom Deliktsgerichtsstand im europäischen Zuständigkeitsrecht.

³⁴² EuGH, Urteil v. 20.1.2005-Rs. C-27/02, Engler, Slg. 2005, Rn. 51 ff.; EuGH, Urteil v. 17.6.1992-Rs. C-26/91, Handte, Slg.1992 Rn. 16; *Dutta*, IPRax 2009, S. 295.

³⁴³ *Dutta*, IPRax (2009), S. 297.

zum Zuge.³⁴⁴ Des Weiteren gelangt man, wie schon gezeigt, auch hier über Art. 4 Abs. 2, Art. 23 Abs.1 S. 2 Rom II-VO zur Anwendbarkeit deutschen Rechts.

IV. Zwischenergebnis

Über die allgemein anerkannte faktische Präventionswirkung hinaus entfaltet das deutsche Haftungsrecht über die haftungsbegründenden Zurechnungsregeln eine eigenständige verhaltenssteuernde Funktion, und zwar, indem der Schädiger mit Blick auf den gerichtlich festgelegten Sorgfaltsstandard (§ 276 Abs. 2 BGB) einen Anreiz zur Schadensvermeidung erhält.

Demgemäß werden auch die Ratingagenturen als gewinnorientierte Unternehmen diese erforderliche Sorgfalt, sowohl bei der Raterstellung als auch bei der Ratingüberwachung, einhalten, zumindest soweit die Aufwendungen dazu im Vergleich zu den Schadenskosten geringer sind.

Weiterhin ist festzustellen, dass das deutsche Bürgerliche Recht bei der Rechtsbeziehung zwischen Agentur und Anleger auf Grundlage eines Abonnementvertrags Anwendung findet: Kommt keine ausdrückliche oder konkludente Rechtswahl zustande (*Art. 3 Abs. 1 S. 2 der Rom I-VO*), gelangt man über *Art. 4 Abs. 1 lit. a-h*, denn vorliegend bewirkt die Ratingagentur die für den Abonnementvertrag charakteristische Leistung- und *Art. 19 Abs. 2 Rom I-VO*-hier Ort der deutschen Zweigniederlassung der ansonsten in New York und in den USA ansässigen Ratingagenturen, welche deutsche Emittenten bewertet und welche Bezugsverträge mit deutschen Anlegern selbstständig und eigenverantwortlich durchführt-zur Anwendbarkeit inländischen Rechts.

Kontrahiert der Anleger hingegen mit der Muttergesellschaft ohne das Zusammenspiel der deutschen Niederlassung, ist nach *Art. 19 Abs. 1 Unterabs.1* New Yorker oder englisches Recht anzuwenden.

Rein *deliktische* Ansprüche (§ 826 BGB) oder diejenigen aus der Rechtsfigur *des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte* sind dem Deliktsstatut (Rom II-VO) zuzuordnen: wenn es zu keiner ausdrücklichen oder stillschweigenden Rechtswahl kommt (*Art. 14 Abs. 1 S. 1 und S. 2*), ist bei einem fehlerhaften Rating nach *Art. 4 Abs. 2* auf den Ort des gemeinsamen gewöhnlichen Aufenthalts abzustellen, welchem hier nach *Art. 23 Abs. 1 S. 2 Rom II-VO* der Ort der deutschen Niederlassung gleichsteht, da das schadensbegründende Ereignis (zu hohes Rating) aus dem Betrieb der inländischen Tochtergesellschaft herrührt. Mithin ist auch in diesen Fällen deutsches Recht anwendbar.

³⁴⁴ Dutta in a.a.O.

Ebenso unterfallen Ansprüche aus *c.i.c. gem. § 311 Abs. 3 S. 2 BGB* aufgrund fehlender Vertragsnähe der Agentur dem Deliktsstatut: Nach der vertragsakzessorischen Anknüpfung des *Art. 12 Abs. 1 S. 1*, d.h. hier dem Anleihekaufvertrag zwischen der einzelnen Konsortialbank und den Anlegern, ist auch hier - über *Art. 4, Art. 19 Abs. 2 Rom I-VO* - die Anwendung der deutschen Vorschriften denkbar.

D. Haftung der Ratingagenturen gegenüber Investoren aufgrund eines Abonnementvertrags

I. Rechtsnatur des Abonnementvertrags - Schadensersatzansprüche

1. Herrschende Literaturansicht

An dieser Stelle soll auf die rechtliche Einordnung des Abonnementvertrags, aufgrund dessen bei einem fehlerhaften Rating den Anlegern Schadensersatzansprüche zukommen können, eingegangen werden.

Der Vertrag zwischen Agentur und Anleger ist derart ausgestaltet, dass die Agentur zur regelmäßigen periodischen Verschaffung erteilter Ratings sowie weiterführender Hintergrundinformation verpflichtet ist, wobei der Anleger gleichfalls die Zahlung des vereinbarten Entgelts schuldet.³⁴⁵ Leistungsgegenstand seitens der Agentur ist jedoch nicht der Informationsträger (die Ratingbroschüre oder die Nutzung der dafür bestimmten Webseite), sondern die darin enthaltene Information an sich, für deren Richtigkeit die Agentur einzustehen hat.³⁴⁶ Für diese Annahme spricht - anders als bei gewöhnlichen Printmedienbezugsverträgen - die Höhe der Bezugskosten.³⁴⁷ Ebenso wie der BGH in seiner *Börsendienst-Entscheidung* die Annahme einer über die bloße Verschaffung der Publikation hinausgehenden Beratungspflicht eines Börsendienstes mit dem vergleichsweise hohen Entgelt des Dienstes begründet hat, erschöpft sich auch hier die Hauptleistungspflicht der Agentur, auch wenn sie keine Beratung schuldet, nicht in der bloßen Übergabe und Übereignung der Broschüre oder in der Bereitstellung der Internetseite.³⁴⁸

Nach herrschender Meinung ist der Abonnementvertrag als kaufrechtlicher Sukzessiv-Lieferungsvertrag (§ 433 ff. BGB) zu qualifizieren, als dessen Kaufgegenstand die in den Ratings enthaltenen Informationen nach § 453 Abs. 1 Var.2 BGB (Immaterialgüterkauf)

³⁴⁵ Vgl. Moody's in www.moodys.com.

³⁴⁶ Hierzu *M.Schuler* (2012), S. 225; *M.Eisen* (2007), S. 331; *M.Habersack*, ZHR 169 (2005), S. 205. Ablehnend *Korth* (2010), S. 72-74; *Deipenbrock*, BB 2003, S. 1852; *Kübler* in Bankrechtstag 1996,1997 S. 130 f.; *Berger/Stemper*, WM 2010, S. 2289.

³⁴⁷ Die Abonnementgebühren können jährlich von US-Dollar 15.000 bis US-Dollar 65.000 reichen, *Eisen* (2007), S. 332.

³⁴⁸ *M.Eisen* (2007), S. 333; *M.Schuler* (2012), S. 225.

anzusehen sind.³⁴⁹ Nach dieser Auffassung haben die Agenturen seit der Schuldrechtsmodernisierung nicht nur für Fehler in der körperlichen Beschaffenheit des Druckwerkes, sondern auch für die inhaltliche Richtigkeit der Information einzustehen, denn die Kaufsache ist nunmehr nach § 434 Abs. 1 BGB nur dann als mangelfrei anzusehen, wenn sie der Sollbeschaffenheit entspricht, die von den Parteien festgelegt wird oder die sich aus den objektiven Umständen ergibt.³⁵⁰ Der schon erwähnten gegenteiligen Auffassung, dass eine Pflicht der Agenturen zur inhaltlichen Richtigkeit der Ratings aufgrund der vorformulierten „Freizeichnungsklauseln“ auszuschließen ist, ist nicht zu folgen.³⁵¹ Soweit das deutsche Recht den Prüfungsmaßstab vorgibt, sind diese Klauseln aufgrund ihrer Pauschalität und Undifferenziertheit insgesamt unwirksam: Diese als AGB einzuordnenden Klauseln vermögen nämlich weder die Haftung für grobe Fahrlässigkeit (§ 309 Nr. 7 b BGB) noch die Haftung für einfache Fahrlässigkeit bei Verletzung sog. „Kardinalpflichten“ (§ 307 Abs. 2 Nr. 2) wirksam auszuschließen.³⁵²

2. Rechtliche Qualifikation nach der Interessenstruktur

Eine Einordnung des Abonnementvertrags als Kaufvertrag scheint indes in Anbetracht der maßgeblichen Interessenstruktur nicht ausreichend präzise zu sein.

Gemäß dem Grundformen-Paradigma, das die Verträge in drei Kategorien aufteilt, ist die Rede von Verträgen des *Interessengegensatzes* - sog. „gegenseitige Verträge“- in denen die gegenseitigen Leistungspflichten im Synallagma stehen, z.B. Kaufvertrag oder Werkvertrag, Verträge der *Interessengleichrichtung*, wie z.B. die GbR und schließlich Verträge der *Fremdinteressenwahrung*, wie z.B. Auftrag oder Geschäftsbesorgungsvertrag, welche durch eine Unterordnung der Interessen der einen Partei unter die der anderen sowie durch eine im Verhältnis zu Austauschgeschäften gesteigerte Treuepflicht gekennzeichnet sind.³⁵³ Die Verhältnisse bei Geschäftsbesorgung und Auftrags werden, aufgrund der Zurückstellung der eigenen Belange des Geschäftsführers hinter die Interessen des Geschäftsherrn als *Subordinationsverträge* bezeichnet (das Synallagma „hinkt“).³⁵⁴

Vielmehr erschöpft sich das Interesse des Geschäftsbesorgers im Falle der Geschäftsbesorgung (§ 675 Abs. 1 BGB) in dem vereinbarten Entgelt, was nur ein austauschvertragliches Element mitspielt.³⁵⁵ Die den Geschäftsbesorgungsvertrag kennzeichnende asymmetrische Interessenkonstellation bedeutet nicht notwendigerweise ein wirtschaftliches

³⁴⁹ Vgl. *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 11; *Deipenbrock*, BB 2003, S. 1852; *Habersack*, ZHR 169 (2005), S. 205; *Fischer* (2007), S. 88 ff.; *Schuler* (2012), S. 225.

³⁵⁰ *Schuler* (2012), S. 228-229; *Habersack*, ZHR 169 (2005), S. 205-206.

³⁵¹ Siehe Fn. 333; siehe hierzu beispielsweise *Moody's* Nutzungsbedingungen in www.moody.com.

³⁵² *Schuler* (2012), S. 278 ff.; *Hennrichs* in FS Hadding, S. 883-884; *Wagner* in FS Blaurock, S. 485-486.

³⁵³ Von Hans Würdinger „Grundtatbestände des Rechtsverkehrs“ genannt, *Staudinger/Martinek* Vorbem. §§ 662 ff. Rn. 23 ff.; *Weller*, ZBB 3 (2011), S. 196-7.

³⁵⁴ *Staudinger/Martinek* Vorbem. §§ 662, Rn. 28.

³⁵⁵ *Staudinger/Martinek* Vorbem. §§ 662, Rn. 26; *Leo Decker* in: *Aufklärungspflichten über Innenprovisionen, Kick-backs und Retrozessionen bei der Kapitalanlage* (2010), S. 132.

Machtungleichgewicht zwischen den Parteien, insbesondere nicht zu Ungunsten des Geschäftsbesorgers.³⁵⁶ Bei Lichte besehen, wird die besondere *Interessenwahrungspflicht* sowie die Interessensubordination bei der entgeltlichen Geschäftsbesorgung nach § 675 Abs. 1 BGB damit begründet, dass zwischen den Parteien eine *Informationsasymmetrie* besteht, welche auf die schon angesprochene *Prinzipal-Agenten-Problematik* zurückgreift.³⁵⁷ Ist ein bestimmter Leistungserfolg vom Schuldner versprochen und dessen Erfüllung vom Gläubiger auch überprüfbar, besteht auch bei selbständiger Tätigkeit des Schuldners keine Prinzipal-Agenten-Problematik.³⁵⁸ Einer Interessenwahrungspflicht bedarf es hingegen sowohl bei einem ungenau festgelegten Leistungserfolg, als auch bei nicht exakter Festlegung der vorzunehmenden Leistungshandlungen, sodass diese vom Gläubiger beobachtet werden können.³⁵⁹ Hier trägt der Gläubiger das Risiko, ob der Erfolg durch die Tätigkeit des Schuldners erzielt wird, wobei dieser bei der Ausführung des Vertrages einen Entscheidungsspielraum hat: Diese Entscheidungsmacht des Schuldners zu binden, ist die Aufgabe der Interessenwahrungspflicht.³⁶⁰

Im Rahmen des Abonnementvertrags verpflichtet sich die Agentur, dem Anleger gegen Entgelt über einen bestimmten Zeitraum hinweg Informationen (Ratings) und Auskünfte über die Bonität der Emittenten zu verschaffen, was zunächst für eine Qualifikation als *Dienstvertrag* (§ 611 BGB) spricht.³⁶¹

Da die Bonität eines Unternehmens eine dynamische Größe ist, erschöpfen sich die Pflichten der Agentur nicht in der einmaligen Mitteilung des Ratings, sondern sie umfassen auch deren *ordnungsgemäße Erstellung* sowie deren *laufende Überprüfung*.³⁶² Hierdurch werden die Agenturen letztlich auch ihrer Rolle als „Gatekeepers“ des Kapitalmarkts, v.a. bei der Verminderung der Agency-Kosten zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern, gerecht.³⁶³

Zudem liegt die Bejahung einer Interessenwahrungspflicht, aufgrund der Geheimhaltung der genauen Ratinganalyse seitens der Agenturen nahe, was bei Vorliegen der übrigen Tatbestandsmerkmale auf einen *Geschäftsbesorgungsvertrag* (§ 675 Abs. 1 BGB) hinweist.³⁶⁴

Die Übermittlung von Ratings stellt ohnehin eine *selbständige Tätigkeit* der Agenturen mit deutlichem *Vermögensbezug* auf die Anleger („wirtschaftlicher Art“) und zwar *im fremden Interesse* dar, denn die Beurteilung der Bonität des Kapitalnehmers ist ureigene Aufgabe des

³⁵⁶ Staudinger/Martinek Vorbem. §§ 662, Rn. 30.

³⁵⁷ Decker (2010), S. 132; Zur Prinzipal-Agenten-Problematik siehe oben Kap. 2 B. I. 3.

³⁵⁸ Decker (2010) in a.a.O.

³⁵⁹ Decker (2010) in a.a.O.

³⁶⁰ Decker (2012), S. 133.

³⁶¹ Zudem weist die Bemessung des Entgelts des Schuldners an der Dauer der Tätigkeit, unabhängig von der Erzielung eines bestimmten Leistungserfolges, auf einen Dienstvertrag hin, Eisen (2007), S. 334, Fn. 1363.

³⁶² Eisen (2007), S. 335.

³⁶³ Siehe oben Kap. 2 B. I. 3.

³⁶⁴ Ähnlich Eisen, S. 334.

Anlegers,³⁶⁵ welcher der Sachkunde der Agentur ein besonderes Vertrauen entgegenbringt und auf der Grundlage ihrer Bewertung Vermögensdispositionen vornimmt oder unterlässt.

Der Qualifikation als Geschäftsbesorgungsvertrag dürfte das Weisungsrecht des Geschäftsherrn entgegenstehen, denn dieses vermag die erforderliche Neutralität und Unabhängigkeit der Agentur zu beeinträchtigen.³⁶⁶

Die Reichweite des Weisungsrechts des Geschäftsherrn nach § 665 bestimmt sich bei der entgeltlichen Geschäftsbesorgung dennoch auch nach *der Art der Tätigkeit*, sodass dem Geschäftsbesorger ein umso größerer Freiraum zusteht, je mehr Sachkunde die Vornahme der Geschäftsbesorgung erfordert.³⁶⁷

Mithin ist beim Abonnementvertrag trotz fehlender Weisungsgebundenheit von einem Dienstvertrag, der eine Geschäftsbesorgung im Sinne von § 675 zum Gegenstand hat - ähnlich wie der Steuerberatervertrag, oder der Vertrag mit dem Wirtschaftsprüfer - auszugehen.³⁶⁸

3. Die Pflichten der Ratingagenturen-Schadensersatzansprüche

Qualifiziert man den Abonnementvertrag als Dienstvertrag mit Interessenwahrungscharakter (§ 675 Abs. 1 BGB), trifft die Agentur in erster Linie die für den unentgeltlichen Auftrag nach § 662 typische Hauptpflicht zu „*sorgfältiger und sachkundiger Wahrnehmung des fremden Geschäfts sowie zur Loyalität*“.³⁶⁹ Hieraus ergibt sich für die Ratingagentur die Pflicht zur sorgfältigen und sachkundigen *Erstellung* des Erstratings sowie zur gewissenhaften Durchführung der *Überwachung* und *Aktualisierung* der Ratingurteile durch objektive, neutrale und sachkundige Analyse.³⁷⁰

Die Pflicht zur Loyalität, sei es auch in geringerer Intensität als beim Ratingvertrag zwischen Agentur und Emittent, hat zur Folge, dass die Agentur bei Raterstellung-bzw. Überwachung in erster Linie die Anlegerinteressen an einem fehlerfreien Ratingurteil zu wahren hat.³⁷¹

Vielmehr ergeben sich für die Agenturen auch Nebenpflichten (§ 241 Abs. 2 BGB) im Sinne von Aufklärungspflichten sowie Pflichten zur Unterlassung von Beratungstätigkeiten, die die Ratingqualität konterkarieren können.

Über den „geschäftsbesorgerischen Kern“ hinaus richten sich die Hauptpflichten der Agentur auch nach dem Dienstvertragsrecht (§§ 611 ff.).³⁷² Da in den Geschäftsbesorgungsverträgen des

³⁶⁵ Jauernig/Mansel § 675, Rn. 4 ff.

³⁶⁶ Ähnlich richtet sich die Problematik über die Qualifizierung des Ratingvertrags als Geschäftsbesorgungsvertrag, siehe hierzu Marthe-Marie Arntz, BKR 2012, 89 beck-online.

³⁶⁷ MüKo/Heermann § 675, Rn. 16; Staudinger/Martinek § 675, Rn. A 50.

³⁶⁸ MüKo/Müller-Glöge § 611, Rn. 132 ff.; Staudinger/Martinek § 675, Rn. B 163 ff., Rn. B 250 ff., Rn. B 196 ff.

³⁶⁹ Staudinger/Martiny § 675, Rn. A 24.

³⁷⁰ MüKo/Seiler § 662, Rn. 33 ff.

³⁷¹ MüKo/Seiler § 662, Rn. 36-37.

³⁷² MüKo/Heermann § 675, Rn. 13.

§ 675 Abs. 1 BGB die auftragsrechtlichen Regelungen keinen komplementären Charakter haben, sondern sie in erster Linie anwendbar sind, richten sich die Rechtsfolgen der Pflichtverletzung nach § 280 Abs. 1 i. V. m. § 662, § 611 BGB.³⁷³

4. Die maßgeblichen Schadensposten

Eine Naturalrestitution i. S. d. § 249 Abs. 1 BGB kommt hierbei regelmäßig nicht in Betracht: Geschuldet wird eine Geldleistung (§ 251 Abs. 1 BGB).³⁷⁴ Hätte der Anleger bei Kenntnis des tatsächlichen, niedrigeren Ratings die Investition in die Anleihe unterlassen, sind die maßgeblichen Schadenspositionen dann: *Der Verlust des eingesetzten Kapitals, nicht entrichtete Zinsen (wegen der Zahlungsunfähigkeit) gemäß § 252 BGB sowie Ersatz der Kursverluste aufgrund des Verkaufs der Anleihe vor Fälligkeit (insbesondere bei den institutionellen Investoren)*, sog. positives Interesse.³⁷⁵

Hätte der Anleger bei Kenntnis der tatsächlichen Bonität trotzdem die Anlage getätigt, kann er *die Zinsdifferenz als Schadensersatz* verlangen, die sich aus einem Vergleich der tatsächlich gezahlten Zinsen mit dem (fiktiven) Zinsniveau ergibt, welches dem tatsächlichen Risiko der Anlage entsprechen würde (§ 252 BGB).³⁷⁶

5. Kausalität und Beweisprobleme

Darüber hinaus hat der Anleger den Kausalzusammenhang zwischen Pflichtverletzung, also der pflichtwidrigen Erstellung des Ratings ex ante und den von ihm erlittenen Schäden nachzuweisen.³⁷⁷

Ihm obliegt es also, soweit die Pflichtverletzung in einer Beeinträchtigung des positiven Interesses liegt, zunächst die Schlechterfüllung zum Zeitpunkt der Ratingveröffentlichung zu beweisen.³⁷⁸ In diesem Fall hat die Agentur nach § 280 Abs. 1 S. 2 BGB die Pflichtverletzung zu vertreten, da ihr Verschulden vermutet wird.³⁷⁹

Da der Abonnetent, aufgrund der fehlenden Offenlegung sowohl des Ratingmodells als auch der im Einzelfall herangezogenen Kriterien, keine Einsicht in selbige nehmen kann, kann er diesen Nachweis nur schwer führen.³⁸⁰ Ferner stellt sich der Beweis der Ursächlichkeit zwischen den haftungsbegründenden Umständen und den nach der Adäquanztheorie und dem Schutzzweck zu

³⁷³ Jauernig/Mansel § 675, Rn. 9; Staudinger/Martinek § 675, Rn. A 26.

³⁷⁴ Fischer (2007), S. 203.

³⁷⁵ Eisen (2007), S. 338-339.

³⁷⁶ Eisen in a.a.O.

³⁷⁷ Fischer (2007), S. 205; Eisen (2007), S. 257.

³⁷⁸ Eisen (2007), S. 257; Siehe auch oben Kap. 2 C.

³⁷⁹ Eisen, S. 256.

³⁸⁰ Fischer, S. 205; Eisen, S. 258: Außerdem ist zu bedenken, dass eine Umkehr der Beweislast im vorliegenden Fall die Konsequenz nach sich zöge, dass die Agentur auf die bloße Behauptung des Anlegers hin gezwungen wäre zum Beweis des Gegenteils, vertrauliche Details zur Methodik offenzulegen.

bestimmenden eingetretenen Schäden als höchst problematisch dar.³⁸¹ Denn typischerweise erfolgt die Schadenszufügung nicht unmittelbar, sondern der Anleger erwirbt die Anleihen vielmehr aufgrund eines autonomen Kaufentschlusses, welcher unter Berücksichtigung verschiedener Faktoren gefasst wird.³⁸² Dementsprechend hat der Anleger nachzuweisen, dass sich in erster Linie das pflichtwidrig erstellte Rating auf seine Investitionsentscheidung ausgewirkt hat, wobei diese wiederum zum Schaden geführt haben muss - sog. *Transaktionskausalität*.³⁸³ Dies ist nach den Beweisanforderungen des § 286 ZPO eher schwierig, aber nicht unmöglich.³⁸⁴

Um im Hinblick auf diese praktischen Schwierigkeiten des Anspruchstellers die maßgebende Kausalität zwischen Pflichtverletzung und Schaden zu beweisen, stellt sich die Frage nach *Beweiserleichterungen* zugunsten der Abonnenten i. S. d. von der Rechtsprechung entwickelten Vermutung des „*aufklärungsrichtigen Verhaltens*“ des Anlegers.³⁸⁵ Demnach wird vermutet, dass die Investitionsentscheidung auf dem Aufklärungsfehler beruht und die schädigende Entscheidung bei richtiger Aufklärung nicht getroffen worden wäre und damit letztlich auch der Schaden nicht entstanden wäre.³⁸⁶

Obgleich die Agentur aufgrund des Abonnementvertrags keine Anlageberatung schuldet, ist die Übertragbarkeit der Vermutung auf die Ratingfälle mit Blick auf den Zweck des Abonnementvertrags nicht völlig ausgeschlossen.³⁸⁷

II. Zwischenergebnis

Der Abonnementvertrag ist als Dienstvertrag, der eine Geschäftsbesorgung zum Gegenstand hat (§ 675 Abs. 1 BGB), zu qualifizieren. Die Agentur verpflichtet sich nämlich, dem Anleger gegen Entgelt über einen bestimmten Zeitraum hinweg Ratings zu erteilen und Hintergrundinformationen zur Verfügung zu stellen. Dass die Agentur darüber hinaus auch für die ordnungsgemäße Durchführung des Erstratings sowie zur laufenden Überwachung bzw. Aktualisierung einzustehen hat, ergibt sich nicht nur aus der hohen Summe der jährlichen Abonnementkosten, sondern auch aus der objektiven Funktion der Ratingagenturen am Kapitalmarkt (Verminderung der Agency-Kosten, „Gatekeepers“-Gewährleistung der Funktionen des Kapitalmarkts).

³⁸¹ *Staudinger/Schiemann* § 249, Rn. 19 d ff.

³⁸² Zur ähnlichen Problematik bei deliktischen Schadensersatzansprüchen: *Weller* in FS Hoffmann-Becking, S. 1350.

³⁸³ *Fischer*, S. 206.

³⁸⁴ *B/L/A/Hartmann* § 286, Rn 4 ff.

³⁸⁵ Hierzu siehe *Canaris* in FS Hadding S. 3 ff.; Der Anspruchsgegner muss beweisen, dass der Schaden auch bei gehöriger Aufklärung eingetreten wäre, *Eisen*, S. 341.

³⁸⁶ *Fischer*, S. 206.

³⁸⁷ Die Aufklärung über Insolvenzrisiken emittierter Anleihen ist Kern des Abonnementvertrags und hieran knüpft eine Aufklärungspflicht an, *Eisen*, S. 341.

Es liegt auf der Hand, dass die Agentur bei der Raterstellung eine selbständige Tätigkeit mit Vermögensbezug für die Anleger im fremden Interesse betreibt: Die Bonitätsprüfung obliegt in erster Linie den Anlegern. Zudem stellt die fehlende Überprüfbarkeit der konkreten Ratinganalyse durch die Anleger (Prinzipal-Agenten-Problematik) einen weiteren Grund dafür dar, den Abonnementvertrag dem strengeren Pflichtenprogramm des Subordinationsvertrags zu unterziehen: Die Ratingagentur hat bei der Wahrnehmung ihrer Tätigkeiten die Anlegerinteressen durch ein objektives, sorgfältiges und sachkundig erstelltes Rating zu wahren.

Das Weisungsrecht des Geschäftsherrn (Anleger) kommt hier aufgrund der erforderlichen Sachkunde und Neutralität bei der Raterstellung nicht zustande.

Verletzt die Agentur ihre Hauptpflichten, können die Anleger Schadensersatzansprüche aus § 280 Abs. 1 i. V. m. § 662, § 611 BGB geltend machen: Sie können entweder den Verlust des eingesetzten Kapitals (§ 249 Abs. 2 S.1) sowie die Zahlung nicht entrichteter Zinsen (§ 252 BGB), oder aber die Zinsdifferenz zwischen den tatsächlich gezahlten Zinsen und den der tatsächlichen Bonität entsprechenden (fiktiven) Zinsen verlangen.

Zu diesem Zweck muss der Anleger einerseits die Schlechterfüllung der Agentur beweisen: Maßgeblich ist dabei der Zeitpunkt der Raterstellung - bzw. Veröffentlichung. Andererseits muss er die Kausalität zwischen dem Rating und seiner Investitionsentscheidung und somit seinem Vermögensschaden nachweisen. Dies kann erhebliche Schwierigkeiten bereiten: Die Geheimhaltung des konkreten Ratingverfahrens seitens der Agenturen erschwert den Beweis der pflichtwidrigen Erstellung. Die faktisch multifaktorielle Anlageentscheidung stellt noch ein Hindernis für den Anleger bei Beweis dafür dar, dass seine Entscheidung überwiegend auf der Grundlage des fehlerhaften Ratings getroffen wurde.

Die Anwendung der Vermutung des „aufklärungsrichtigen Verhaltens“ ist vorliegend denkbar.

E. Haftung der Agenturen gegenüber dem Anlegerpublikum

I. Die Expertise als Rechtfertigungsgrund für die Dritthaftung

Im Folgenden soll die Haftung der Ratingagenturen gegenüber den am Ratingvertrag zwischen Emittent- und Agentur nicht beteiligten Dritten, nämlich denjenigen Investoren, die das Rating erfahren ohne in vertraglicher Rechtsbeziehung zu den Agenturen zu stehen, näher beleuchtet werden.

Die Möglichkeit des Drittschutzes aufgrund fehlerhafter Expertise weist auf die Frage der Expertendritthaftung hin, welche in der deutschen Rechtsdogmatik überwiegend eine

vertragliche oder - dezidiert formuliert - eine quasi-vertragliche Einordnung erlangt hat, wohingegen die civil- und common law Jurisdiktionen sie deliktsrechtlich qualifizieren.³⁸⁸

Zur Begründung der Expertendritthaftung werden v.a. der richterrechtlich entwickelte *Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter*³⁸⁹ sowie die nunmehr von § 311 Abs. 3 BGB erfassten Fälle der Sachwalterhaftung herangezogen, welche auf die sog. *Vertrauenshaftung* von *Ballerstedt* und *Canaris* zurückgreifen.³⁹⁰

Diese Ausweitung der vertraglichen Expertenhaftung auf Drittpersonen, die eine ganze Reihe von Berufsgruppen verschiedener Art umfasst - darunter etwa Wirtschaftsprüfer, Buchhalter, Steuerberater, Architekten und Börsenanalysten - impliziert die konfligierenden Anforderungen dreier „*Vertragswelten*“, an denen der Vertrag immer schon teilnimmt: Die der konkreten Interaktionsbeziehung der Parteien, die der ökonomischen Institutionen, welche für die finanziellen Aspekte der Transaktion verantwortlich sind, und die der sozialen Institutionen innerhalb des produktiven Prozesses, an dem der Vertrag teilnimmt.³⁹¹

Die Qualifikation dieser produktiven Sozialbeziehung und insbesondere der *Institution* als implizite Grundlage der Expertenhaftung, dient insoweit am besten der normativen Analyse, als dass das Konzept der Institution am ehesten dazu geeignet zu sein scheint, den multilateralen sozialen Kontext insgesamt identifizieren zu können, in dem sich die produktiven Aspekte der Transaktion abspielen: Die Institution fungiert als Brücke im Verhältnis zwischen gesellschaftlichen Strukturen, Rechtsnormen und interventionistischen policies.³⁹²

Trotzdem löst die Expertise bei deren privatem Kauf auf expandierenden Informationsmärkten - wie z.B. bei den Ratingfällen - einen fundamentalen Konflikt aus: die direkte Kollision zwischen den Prinzipien *vertraglicher Loyalität* und der *Unparteilichkeit der Expertise*.³⁹³

Will die Expertise als eigenständige Institution funktionieren, so ist die Orientierung an Normen der Wissenschaftlichkeit und an Neutralität und Unparteilichkeit gegenüber den Interessen der Beteiligten erforderlich.³⁹⁴ Im scharfen Kontrast dazu stellt vorliegend der Ratingvertrag³⁹⁵ seinerseits legitime Anforderungen an die Agentur: Enge Zusammenarbeit mit dem Emittenten

³⁸⁸ G.Teubner in Liber Amicorum Eike Schmidt (2005), S. 306.

³⁸⁹ BGH, NJW 1959, S. 1677; NJW 1968, S. 1931.

³⁹⁰ *Ballerstedt*, AcP 151 (1951), S. 505 ff.; *Canaris*: Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht (1971), S. 491 ff.; *ders.*, JZ 1965, S. 475 ff.

³⁹¹ Teubner in Liber Amicorum Eike Schmidt, S. 305, 310.

³⁹² Teubner, S. 315, 318.

³⁹³ Teubner, S. 322.

³⁹⁴ Teubner in a.a.O.

³⁹⁵ Der Ratingvertrag wird richtigerweise als ein aus Werk- und Dienstvertrag zusammengesetzter Vertrag angesehen, der aufgrund seines Vermögensbezugs eine Geschäftsbesorgung zum Gegenstand hat (§ 675 Abs. 1 BGB), *Eisen* (2007), S. 223.

(im Falle eines „solicited“ Ratings), Aufbau von wechselseitigem Vertrauen und eine intensive Interessenwahrungspflicht.³⁹⁶

Die Kompatibilisierung von Vertrag und Expertise kann durch die Dritthaftung erreicht werden, indem diese lediglich die vertragliche Bilateralisierung der Expertise durch die Etablierung einer trilateralen oder gar multilateralen Sonderbeziehung korrigiert.³⁹⁷ Die Expertendritthaftung symbolisiert die Transformation von interessen-gebundener zu projekt-gebundener Expertise:³⁹⁸ Diese Transformation betrifft zum einen die Verwandlung der asymmetrischen vertraglichen Verpflichtung gegenüber den Interessen des Auftraggebers in eine symmetrische Verpflichtung gegenüber den Interessen beider am Projekt beteiligter Parteien (ausgenommen sind hier die sog. Parteigutachten) durch die Haftungsregel. Zum anderen transformiert sich die Verpflichtung des Experten gegenüber den persönlichen Interessen der Parteien in eine Verpflichtung auf das Projekt, also hier auf das zu erstellende Rating.³⁹⁹

II. Der Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter

Die seit dem letzten Jahrhundert von der Rechtsprechung entwickelte Rechtsfigur des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte dürfte auch in den Ratingfällen eine Anspruchsgrundlage darstellen.⁴⁰⁰

Der vertragliche Drittschutz war zunächst vom Vorliegen vierer Voraussetzungen abhängig: *Leistungsnähe* (der Dritte müsste mit der Hauptleistung des Schuldners in Berührung kommen), *Fürsorgepflicht* (der Vertragsgläubiger musste für „*Wohl und Wehe*“ des Dritten verantwortlich sein), *Schutzbedürftigkeit* des Dritten (keine gleichwertigen Ansprüche des Dritten gegen den Schädiger) und schließlich *Erkennbarkeit* der vorstehenden Umstände für den Schuldner.⁴⁰¹

Der BGH verzichtete jedoch allmählich auf das Erfordernis einer Fürsorgepflicht des Gläubigers gegenüber dem Dritten.⁴⁰² Stattdessen reicht nunmehr ein *Einbeziehungsinteresse* des Gläubigers dahingehend aus, dass dieser den Dritten in den Schutzbereich des Vertrags einbeziehen will.⁴⁰³

Vielmehr hat die Rechtsprechung dem Dritten einen Anspruch aus Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte auch dann zugesprochen, wenn die Interessen des Gläubigers und des Dritten in Bezug auf den Vertrag zwischen Gläubiger und Schuldner *gegenläufig* sind: Der BGH hat im „*Dachbodenfall*“⁴⁰⁴ die Haftung eines Bausachverständigen (Architekten) für ein fehlerhaftes

³⁹⁶ Teubner, S. 322; J.Köndgen: Die Einbeziehung Dritter in den Vertrag, in Karlsruher Forum 1998, 1999, S. 46.

³⁹⁷ Teubner, S. 322.

³⁹⁸ Ders. S. 324.

³⁹⁹ Teubner, S. 325.

⁴⁰⁰ Zur Entwicklung der Problematik siehe Dahm, JZ 23/1992, S. 1167 ff.

⁴⁰¹ BGH, NJW 1959, S. 1676.

⁴⁰² Im sog. „Käufergruppe-Fall“ BGH, NJW 1984, S. 355.

⁴⁰³ M.Schwab, JuS 9/2002, S. 875; Canaris, ZHR 163/1999, S. 208-209.

⁴⁰⁴ JZ 5/1995, S. 306.

Wertgutachten, aufgrund dessen der Käufer sich zum Vertragsschluss entschlossen hatte, trotz arglistiger Irreführung durch den Auftraggeber bejaht.⁴⁰⁵ Die Gegenläufigkeit der Interessen zwischen Auftraggeber und potenziellem Käufer hielt der BGH für unerheblich.⁴⁰⁶ So hielt er zwar am Grundsatz fest, dass dem Geschützten *keine weitergehenden Rechte* zustehen als dem unmittelbaren Vertragspartner des Schädigers – sei es nach dem § 334 BGB oder nach dem § 242 BGB – doch sah er diesen Fall durch ergänzende Vertragsauslegung als Ausnahme von diesem Grundsatz an.⁴⁰⁷ Aufgrund dieser Erweiterung des Anwendungsfeldes des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte über die typischen vom Rechtsinstitut erfassten „kleingewerblichen- bzw. kleinbürgerlichen“ Sachverhalte⁴⁰⁸ hinaus auf die Gutachterfälle, in denen die Gläubigerposition des Dritten gegenüber dem Vertragsverhältnis Experte/Auftraggeber stärker verselbständigt ist, mag man den Eindruck gewinnen, dass der BGH das Rechtsinstitut zu aktualisieren versuchte.⁴⁰⁹

Allerdings ist in den Gutachterfällen eine solche Ausdehnung des Schutzbereichs aus zwei Gründen bedenklich: Zum einen besteht die Gefahr, dass die Rechtsfigur des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter jede Kontur verliert, wenn man die Gegenläufigkeit der Interessen durch die ergänzende Vertragsauslegung rechtfertigt; hier geht es um die Lösung eines generellen und typischen Problems, was eine Aufgabe des *objektiven* Rechts und nicht eine solche der Vertragsparteien darstellt.⁴¹⁰ Andererseits drohen Einwendungen (§ 334 oder § 242 BGB) aus dem Verhältnis Auftraggeber/Experte die angestrebte schadensersatzrechtliche Absicherung des Dritten zu entwerten.⁴¹¹ Die Begründung des Gerichts, dass die Möglichkeit des Experten, sich dem Dritten gegenüber auf Einwendungen aus dem Verhältnis zu seinem Auftraggeber zu berufen, stillschweigend abbedungen sei, ist nicht überzeugend.⁴¹² Eine solche zusätzliche ergänzende Vertragsauslegung wirkt hochgradig gekünstelt und stellt eine bloße Fiktion dar.⁴¹³

Freilich hat das Gericht den Kern des Problems richtig erkannt: Gerade wegen der „Gegenläufigkeit“ der Interessen ist dem Schutz des Dritten nämlich nur dann Genüge getan, wenn dieser grundsätzlich vor Einwendungen aus der Person seines Kontrahenten bewahrt wird, nur dass die naheliegende Lösung nicht in der ergänzenden Vertragsauslegung liegt.⁴¹⁴

⁴⁰⁵ *Canaris*, ZHR 163/1999, S. 210; *Teubner* (2005), S. 304-305.

⁴⁰⁶ JZ 5/1995, S. 306.

⁴⁰⁷ JZ 5/1995, S. 307.

⁴⁰⁸ Beispielsweise Fälle von Hausgehilfen „Dienstmädchen“, Sachverhalte aus dem kleinen Handwerks- oder Landwirtschaftsbetrieb, *Köndgen*, *Karlsruher Forum* 1998, 1999, S. 17.

⁴⁰⁹ In a.a.O. S. 47.

⁴¹⁰ *Canaris*, ZHR 163/1999, S. 215; *Schwab*, JuS 9/2002, S. 876; JZ 5/1995, Anm. von *D. Medicus*, S. 308.

⁴¹¹ *Canaris*, JZ 5/1995, S. 442; *ders.* ZHR 163/1999, S. 216.

⁴¹² *Canaris*, JZ 5/1995, S. 444.

⁴¹³ *Schwab*, JuS 9/2002, S. 877; *Canaris*, ZHR 163/1999, S. 217: Der Experte müsste ja von geradezu übermenschlichem Altruismus sein, wenn er seinem Auftraggeber verspräche, dem Dritten auch dann haften zu wollen, wenn jener ihn durch eine arglistige Täuschung zur Erstattung eines fehlerhaften Gutachtens veranlasst hat.

⁴¹⁴ *Canaris*, JZ 5/1995, S. 442.

Ferner ist im Falle der Einbeziehung des Anlegerpublikums in den Schutzbereich des Ratingvertrags zweifelhaft, ob für die Ratingagenturen noch die Erkennbarkeit des geschützten Personenkreises gegeben ist – so muss nämlich der Kreis der Schutzberechtigten überschaubar, klar und objektiv abgrenzbar sein.⁴¹⁵ Die erwünschte Abgrenzung wird auch in den Ratingfällen erreicht, sofern nicht auf die Person des Dritten, dem der Experte eventuell haftet, abgestellt wird, sondern auf das ins Auge gefasste wirtschaftliche Projekt, bei dessen Realisierung seine Expertise Verwendung finden soll, also vorliegend auf die Fremdfinanzierung des Unternehmens.⁴¹⁶ Daraus ergibt sich, dass die Ratingagentur nur gegenüber dem Ersterweber der Anleihen im Rahmen eines *Emissionsratings* eine Haftung trifft.⁴¹⁷

Jedenfalls ist ein Haftungswille gegenüber der großen Anzahl von Personen, die an dem Geschäft beteiligt sein könnten, dem Parteiwillen nicht zu entnehmen.⁴¹⁸ Zudem kann man im Ratingwesen von einem hypothetischen Einbeziehungswillen der Parteien nicht ausgehen: Die das bestmögliche Rating anstrebenden Emittenten als Gläubiger des Ratingvertrags sind an einem Schutz der Anleger vor einem unzutreffend hohen Ratingurteil nicht interessiert und die Ratingagenturen wollen angesichts des besonders großen Haftungsrisikos ebenfalls keine Einbeziehung der Anleger.⁴¹⁹

Idealerweise hätte – so einzelne Stimmen in der Literatur - der Emittent als Gläubiger angesichts der Ermöglichung einer besser platzierbaren Emission ein Einbeziehungsinteresse der allgemeinen Anleger in den Ratingvertrag, denn der Emittent versorgt die Agentur mit vertraulichen Informationen, welche ihr einen besseren Einblick ermöglichen. Das führt dazu, dass das daraus abgeleitete Rating ein erhöhtes Vertrauen bei den Anlegern genießt und daher als Werbemittel fungiert.⁴²⁰ Die Ratingpraxis spricht jedoch für die Annahme einer Gegenläufigkeit der Interessen.

Folglich ist es vorzugswürdig, diese Problematik aus der Lehre der Schutzwirkung zugunsten Dritter herauszunehmen und sie anders zu lösen.

III. Dritthaftung aus c.i.c. (§ 311 Abs. 3 S. 2 BGB)

Der § 311 Abs. 3 sieht im Satz 1 vor, dass ein Schuldverhältnis mit Pflichten nach § 241 Abs. 2 (Rücksichtspflichten) auch zu Personen entstehen kann, die nicht selbst Vertragspartei werden sollen. Der Satz 2, der entsprechend seiner Stellung im Gesetz sowie nach seinem Wortlaut („insbesondere“) als Regelbeispiel anzusehen ist, setzt für die Entstehung einer

⁴¹⁵ Eisen (2007), S. 350; Fischer (2007), S. 136 f.

⁴¹⁶ Canaris, ZHR 163/1999, S. 235; Korth (2010), S. 93 f.

⁴¹⁷ Canaris, ZHR 163/1999, S. 237.

⁴¹⁸ Eisen, S. 351.

⁴¹⁹ Ähnlich Schuler (2012), S. 246.

⁴²⁰ So Göres in Habersack/Mülbart/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 32, Rn. 65; Berger/Stemper, WM 2010, S. 2290.

Sonderverbindung im Sinne des Satzes 1 die Inanspruchnahme *besonderen Vertrauens* durch den Experten (Dritten) voraus, der dadurch die Vertragsverhandlungen oder den Vertragsschluss erheblich beeinflusst.⁴²¹

Diese durch das SMG neu eingeführte Regelung des § 311 Abs. 3 BGB erfasst nunmehr nach einer verbreiteten Literaturansicht⁴²² analog zur Sachwalterhaftung die schon erwähnten Gutachterfälle, nämlich die Eigenhaftung von Sachverständigen aufgrund der von ihnen erstatteten Gutachten.⁴²³ Mit dem Rückgriff auf die Grundsätze der c.i.c. zur Begründung der Expertenhaftung ist allerdings insoweit ein „Wechsel der Perspektive“ verbunden, als dass nicht mehr an den Vertrag zwischen Experten und Auftraggeber, sondern vielmehr an den (intendierten) Vertrag zwischen Dritten und Auftraggeber des Experten anzuknüpfen ist.⁴²⁴

Der Entstehungsgrund der Eigenhaftung von Sachverständigen für ihre Expertise liegt nach der Vertrauenshaftungslehre von *Canaris*⁴²⁵ darin begründet, dass der Experte durch die Erstellung und das Inverkehrbringen des schuldhaft fehlerhaften Gutachtens, sowie durch die zusätzliche, gerade von ihm ausgehende *Gewähr* für die Richtigkeit der Expertise, einen *Vertrauenstatbestand* gesetzt haben müsse. Zudem müsse das Gutachten zur Anbahnung eines Geschäfts und damit gerade dafür bestimmt gewesen sein, den Dritten bei seiner Entscheidung, ob und zu welchen Konditionen er einen Vertrag mit dem Auftraggeber des Experten abschließt, zu beeinflussen.

Die Annäherungsweise von *Canaris* sowie anderer, in ihrem Kern dem Vertrauensgedanken ähnlichen Theorien - u.a. *die Berufshaftung* von *Hopt*⁴²⁶ oder *die Garantieübernahme* von *Grunewald*⁴²⁷ - stellen allein auf das bipolare Verhältnis zwischen dem Experten und dem Dritten ab.⁴²⁸ Obwohl sie wichtige Erkenntnisse hinsichtlich der Beziehung zwischen Experten und Dritten liefern, blenden sie dennoch die im modernen Transaktionssystem eingebettete *Multipolarität* der Interaktionsbeziehung zwischen dem Experten, dessen Auftraggeber und dem Dritten aus, welche entgegen der bisher herrschenden Ansicht den *materialen* Grund der quasivertraglichen Expertendritthaftung darstellt.⁴²⁹

Dieses multipolare Interaktionsgeflecht weist insoweit eine asymmetrische Pflichtenstruktur auf, als die Neutralität und Unabhängigkeit des Experten gegenüber dem Dritten, aufgrund der durch den Gutachtensvertrag zwischen ihm und seinem Auftraggeber entstandenen Loyalitäts- und

⁴²¹ BT-Drucks. 14/6040, S. 163; *MüKo/Emmerich* § 311, Rn. 203-204.

⁴²² Statt vieler *Canaris*, JZ 10/2001, S. 520-521.

⁴²³ *MüKo/Emmerich* § 311, Rn. 230.

⁴²⁴ Was letztlich die Figur des Vertrags mit Schutzwirkung für Dritte deutlich entlastet, *Canaris*, ZHR 163/1999, S. 245; *Eisen* (2007), S. 359.

⁴²⁵ *Canaris*, ZHR 163/1999, S. 229 ff.; *ders.* JZ 10/2001, S. 520-521.

⁴²⁶ *Hopt*, AcP 183 (1983), S. 608 ff.-669 ff.

⁴²⁷ *Grunewald*, AcP 187 (1987), S. 285 ff.

⁴²⁸ *Korth* (2010), S. 53.

⁴²⁹ *Korth* (2010), S. 49.

Rücksichtnahmepflichten, unterminiert werden.⁴³⁰ Demzufolge liegt der materiale Grund der quasivertraglichen Expertendritthaftung in dem Gedanken der Kompensation der in Ermangelung einer solchen Haftung nur einseitig bestehenden und in diesem Sinne asymmetrischen Pflichtenbindung des Experten.⁴³¹

Nach Maßgabe des erörterten materialen Grundes der Expertendritthaftung ist eine Haftung der Ratingagenturen nach § 311 Abs. 3 S. 2 BGB i. V. m. § 241 Abs. 2, § 280 Abs. 1 BGB im Falle eines beauftragten Ratings grundsätzlich zu bejahen.⁴³²

Die Statuierung der c.i.c.- Haftung erscheint trotzdem nicht erforderlich, da die Agenturen dem strengeren Pflichtenprogramm des Geschäftsbesorgungsvertrags auch im Rahmen des Abonnementvertrags unterfallen: Die gemäß der hier vertretenen Ansicht⁴³³ auf vertraglicher Grundlage beruhende Schadensersatzpflicht gegenüber denjenigen Abonnenten, die auf Basis eines falschen Ratingberichts Vermögensdispositionen vornehmen, würde die Agenturen nämlich dazu veranlassen, die Ratings neutral und objektiv zu erstellen.⁴³⁴

IV. Deliktsrechtliche Ansprüche

Zudem kommen die Vorschriften des Deliktsrechts als Grundlage etwaiger Ersatzansprüche der Anleger für durch fehlerhafte Ratings zugefügte Vermögensschäden in Betracht.

1. § 823 Abs. 1 BGB

Wie schon angemerkt, wird das Vermögen im deutschen Deliktsrecht weder als absolutes noch als sonstiges Recht im Sinne des § 823 Abs. 1 BGB angesehen.⁴³⁵ Es ist geradezu die inhaltliche Pointe des Deliktssystems des BGB, dass der Schutzbereich des Deliktsrechts in § 823 Abs. 1 grundsätzlich auf die Verletzung *absoluter* Rechte beschränkt ist.⁴³⁶

Diese Restriktion wird nur in zwei Fällen durchbrochen: Bei Verletzung gesetzlicher und individualschützender Verhaltenspflichten (§ 823 Abs. 2 BGB) sowie bei sittenwidrig-vorsätzlicher Schadenszufügung (§ 826 BGB).⁴³⁷

⁴³⁰ Zur Vertragstreue durch vertragliche Pflichten siehe *Weller: Die Vertragstreue* (2009), S. 220 ff.; Das Privatrecht trifft hier auf eine scharfe Kollision zwischen zwei gesellschaftlichen Institutionen-Vertrag versus Expertise, *Teubner* (2005), S. 322.

⁴³¹ *Korth*, S. 57.

⁴³² Im Ergebnis ähnlich *Schuler* (2012), S. 257-258; *Fischer* (2007), S. 177-178.

⁴³³ Siehe oben Kap. 3 D. I. 3.

⁴³⁴ *Korth* (2010), S. 72.

⁴³⁵ Siehe oben Kap. 3 C. III. Rn. 316.

⁴³⁶ *MüKo/Wagner* § 823, Rn. 184.

⁴³⁷ *MüKo/Wagner* in a.a.O.

2. § 823 Abs. 2 BGB

Verletzt die Ratingagentur demnach ein an den Individualinteressen orientiertes Schutzgesetz, können den Anlegern Ersatzansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB zukommen.⁴³⁸ Zu diesen maßgeblichen Schutzgesetzen zählen nicht nur die Straftatbestände des StGB, sondern - entgegen der Lehre der „Strafrechts-Akzessorietät“- auch Normen jedweden Rechtsgebiets, die nach Zweck und Inhalt des § 823 Abs. 2 zumindest auch dem Schutz der Individualinteressen Einzelner dienen.⁴³⁹

Für die vorliegende Konstellation wäre eine Haftung der Agenturen nach § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug) denkbar.⁴⁴⁰ Objektiv setzt § 264a Abs. 1 Nr.1 *unrichtig vorteilhafte Angaben über den Vermögensstand eines Unternehmens gegenüber einem größeren Kreis von Personen*⁴⁴¹ im Zusammenhang mit der Ausgabe von Wertpapieren voraus.⁴⁴²

Für die Erfüllung des subjektiven Tatbestands genügt der bedingte Vorsatz.⁴⁴³ Für die Übertragung des strafrechtlichen Vorsatzerfordernisses in das zivile Haftungsrecht bedeutet dies, dass der Anleger die *wissentliche* Veröffentlichung des Ratings durch die Agentur *in positiver Kenntnis* ihrer Fehlerhaftigkeit bzw. *die billigende Inkaufnahme* der Publizierung eines möglicherweise fehlerhaften Ratings zu beweisen hat: Diese Schädigungsabsicht ist aber nur in Sonderkonstellationen gegeben, was also nur ausnahmsweise eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 264a StGB entstehen lässt.⁴⁴⁴

Des Weiteren könnte die Verletzung von berufsspezifischen *Verkehrspflichten*, die gemäß einer Literaturansicht⁴⁴⁵ Schutzgesetzen gleichzustellen sind, eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB begründen.⁴⁴⁶

Die Verkehrspflichten im Allgemeinen sind ohnehin § 823 Abs. 1 zuzuordnen, in dessen Rahmen sie die zentrale Rolle spielen, die zum Schutz der Rechtsgüter anderer gebotenen Sorgfaltsanforderungen zu konkretisieren.⁴⁴⁷

⁴³⁸ Hierzu *Ebenroth/Daum*, WM 43/1992, Sonderbeilage Nr. 5, S. 18; *Schuler* (2012), S. 261; *Fischer* (2007), S. 192.

⁴³⁹ *MüKo/Wagner* § 823, Rn. 330; *Schuler* (2012), S. 261.

⁴⁴⁰ *Ebenroth/Daum*, Fn. 424; *Schuler*, S. 262.

⁴⁴¹ Geschütztes Rechtsgut ist auch die Dispositionsfreiheit von Kapitalanlegern (individuelle Komponente), *LeipzigerKo/Tiedemann/Vogel* § 264a StGB, Rn. 22.

⁴⁴² *LeipzigerKo/Tiedemann/Vogel* § 264a StGB, Rn. 64 ff.

⁴⁴³ *LeipzigerKo/Tiedemann/Vogel* § 264a StGB, Rn. 91 ff.

⁴⁴⁴ Ähnlich auch *Ebenroth/Daum*, WM 43/1992, Sonderbeilage Nr.5, S. 18; *Schuler*, S. 262; *Fischer*, S. 192.

⁴⁴⁵ Statt aller *MüKo/Mertens* 2.Aufl. § 823, Rn. 152.

⁴⁴⁶ *MüKo/Wagner* § 823, Rn. 50: In der Praxis des Deliktsrechts dominiert das Fahrlässigkeitsdelikt. Kernstück der Haftungsbegründung ist dann die Feststellung, dass der Täter die im Verkehr erforderliche Sorgfalt außer Acht gelassen hat. Die Pflichten, deren Verletzung sanktioniert wird, werden von der modernen Dogmatik als *Verkehrspflichten* bezeichnet und sie sind Schöpfung der Praxis; das BGB kennt sie nicht.

⁴⁴⁷ *MüKo/Wagner* § 823, Rn. 59.

Dagegen wird argumentiert, dass die Verkehrspflichten „judizielle Schutzgesetze“ im Sinne des § 823 Abs. 2, Art. 2 EGBGB seien und sie aus diesem Grund nicht auf den Schutz der Rechtsgüter des § 823 Abs. 1 beschränkt sein sollten, sondern auch *das Vermögen* umfassten.⁴⁴⁸

Gegen diese Annahme spricht jedoch die Konzeption des § 823 Abs. 2, dessen Erweiterung einer legislatorischen Entscheidung bedarf, an der es im Fall der Verkehrspflichtverletzung fehlt: Die Konkretisierung des allgemeinen Sorgfaltsgebots durch die Gerichte im konkreten Einzelfall stellt sich geradezu als das Gegenteil einer präexistenten gesetzgeberischen Entscheidung dar.⁴⁴⁹

Ferner ist auch die Judikatur einer solchen Konstruktion bislang in keiner Entscheidung gefolgt: Nach Ansicht des BGH sind die Verkehrspflichten allein als, durch die Schutzgüter des § 823 Abs. 1 BGB festgelegte, auf den sozialen Umgang bezogene Verhaltenspflichten zu verstehen.⁴⁵⁰

Folglich scheidet die Anwendung von Verkehrspflichten als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB aus.⁴⁵¹

3. Ansprüche aus § 826 BGB

Als *ultimum refugium* für den Ersatz von anlegerseitigen Vermögensschäden fungiert der § 826 BGB - *die sittenwidrige vorsätzliche Schädigung*. Dementsprechend bedarf es vorliegend einer vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung der Anleger durch die Agentur.⁴⁵² Der BGH vertritt in ständiger Rechtsprechung eine weitgehend anforderungsreduzierte Auslegung der objektiven und subjektiven Tatbestandsmerkmale; er interpretiert das Vorsatzerfordernis einschränkend, sodass zum einen bedingter Vorsatz genügt, zum anderen aber auch leichtfertiges Verhalten - unter bestimmten Voraussetzungen - vorsätzlichem Handeln gleichgestellt wird.⁴⁵³ Insbesondere für diejenigen Fallgruppen, in denen, wie vorliegend, Dritte Vermögensschäden erleiden, weil sie auf unrichtige Auskünfte, Angaben oder Gutachten vertrauen, erweist sich nicht der Vorsatz, sondern die Leichtfertigkeit als die entscheidende Hürde des § 826 BGB.⁴⁵⁴

Der Rechtsprechung folgend, kommt eine Haftung der Ratingagenturen aus § 826 BGB auch bei lediglich *grob sorgfaltswidrig* erstellten Ratings gerade deshalb in Betracht, weil die Agenturen aufgrund ihrer beruflichen Stellung besondere Kompetenzen beanspruchen. Außerdem sind sie sich der Bedeutung ihrer Bewertungen für die Anlageentscheidung durchaus bewusst, und damit

⁴⁴⁸ MüKo/Wagner § 823, Rn. 225; Nach Mertens stellen die Verkehrspflichten einen „ungeschriebenen“ § 823 Abs. 3 dar, Mertens, AcP 178 (1978), S. 231 f.

⁴⁴⁹ MüKo/Wagner § 823, Rn. 59.

⁴⁵⁰ BGH VersR (1956), S. 419, 420; NJW (1987), S. 2671, 2672; Schuler (2012), S. 268: Außerdem würde durch die Aufnahme von Verkehrspflichten in § 823 Abs. 2 diese Norm zum unerwünschten Generaltatbestand.

⁴⁵¹ Ebenroth/Daum, Fn. 430; Schuler, S. 268.

⁴⁵² Ebenroth/Daum, WM 43/1992, Sonderbeilage Nr.5, S. 19; Schuler (2012), S. 269.

⁴⁵³ Hierzu BGHZ 81, S. 387, 393; MüKo/Wagner § 826, Rn. 23; Wagner in FS Blaurock, S. 477; Schuler (2012), S. 269.

⁴⁵⁴ MüKo/Wagner § 826, Rn. 29.

wissen sie auch, dass ein zu gutes Rating erhebliche Schäden bei den Anlegern herbeiführen kann.⁴⁵⁵

Die Agentur handelt sittenwidrig, wenn sie bei der Beschaffung und Verarbeitung der dem Rating zugrunde gelegten Daten sorgfaltswidrig, nämlich ohne Einhaltung der Maßstäbe des IOSCO-Kodex, die wiederum den Kardinalpflichten des Rating- bzw. Abonnementvertrags entsprechen, vorgeht und sie trotz beachtlicher Zweifel an deren Zuverlässigkeit und Vollständigkeit auf deren weitere Prüfung verzichtet oder leichtfertig falsche Angaben des Emittenten übernimmt.⁴⁵⁶

Als weitere Voraussetzung ist jedoch zumindest bedingter Vorsatz hinsichtlich des eintretenden Schadens erforderlich; die Ratingagenturen müssen insoweit bei der Veröffentlichung mit der Möglichkeit rechnen, dass es bei den auf ihr Rating vertrauenden Anlegern zu Vermögensschäden kommt und sie müssen dies zumindest billigend in Kauf nehmen.⁴⁵⁷

Dem BGH nach lässt sich unter der Voraussetzung leichtfertigen Verhaltens auf bedingten Vorsatz schließen, wenn der Sachverständige die Leichtfertigkeit der eigenen Vorgehensweise nur selbst erkannt hat.⁴⁵⁸

Der Schädigungsvorsatz kann sich trotzdem aus den die Sittenwidrigkeit begründenden Umständen ergeben.⁴⁵⁹ Da es unmöglich ist, die Gedanken des Schädigers im Zeitpunkt des Handelns zu verifizieren, bleibt den Gerichten gar nichts anderes übrig, als aus objektiven Umständen auf subjektive Bewusstseinsinhalte zu schließen; leichtfertiges Verhalten in dem beschriebenen Sinne ist kein judizielles Surrogat für das gesetzliche Tatbestandsmerkmal vorsätzlichen Handelns, sondern ein legitimes und unverzichtbares Indiz für vorsätzliches Handeln.⁴⁶⁰

a. Die Rechtsfolgen: Wahl zwischen Erwerbskosten und Kursdifferenz

Zunächst ist es maßgeblich die bei der Differenzierung der Schadensarten und der Begriffsbildung bestehenden Unklarheiten zu klären.

Schadenskategorien: Ein Vermögensschaden wird durch einen Vermögensvergleich festgestellt, der die aktuelle Vermögenslage des Geschädigten mit derjenigen vergleicht, die ohne den haftungsbegründenden Umstand bestünde.⁴⁶¹

⁴⁵⁵ BGH, VersR (1956), S. 641; NJW (1987), S. 1758; *Schuler*, S. 270.

⁴⁵⁶ *Schuler* in a.a.O.

⁴⁵⁷ *Schuler* in a.a.O.

⁴⁵⁸ BGH NJW (1991), S. 3283; *Fischer* (2007), S. 199; *MüKo/Wagner* § 826, Rn. 29; hierzu kritisch *Canaris*, ZHR 163/1999, S. 214 f.

⁴⁵⁹ *MüKo/Mertens*, 2. Aufl. § 826, Rn. 60.

⁴⁶⁰ *Wagner* in FS Blaurock, S. 477-478.

⁴⁶¹ *Staudinger/Schiemann* BGB § 249, Rn. 5.

Dementsprechend ergibt sich der Schaden entweder aus dem Vergleich der aktuellen Lage des Anlegers mit der Lage, in der er wäre, *wenn er seine Transaktion nicht zu dem tatsächlichen Preis, sondern zu dem Preis ausgeführt hätte, der sich bei korrektem Informationsverhalten des Emittenten eingestellt hätte, also der unmittelbare Schaden aus der Kursdifferenz – Kursdifferenzschaden.*⁴⁶²

Alternativ kann sich der Schaden auch aus dem Vergleich der aktuellen Lage des Anlegers nach seiner Transaktion mit seiner Lage ohne die Transaktion ergeben, *diesen Schaden erleidet der Anleger durch die Transaktion – Transaktionsschaden.*⁴⁶³

Demnach hat der geschädigte Anleger vorliegend zwei Optionen: Der Investor kann den Transaktionsschaden nach § 249 Abs. 1 BGB verlangen (der BGH hat schon in der *Informatec II*-Entscheidung zu § 826 BGB aus dem Grundsatz der *Naturalrestitution* das Recht des Anlegers auf Ersatz des Transaktionsschadens abgeleitet⁴⁶⁴), was zur Folge hätte, dass der Anleger so zu stellen ist, wie wenn der Kauf nicht zustande gekommen wäre; der Anspruch zielt nämlich auf die Rückgängigmachung der jeweiligen Transaktion durch Erstattung des vollständigen Kaufpreises gegen Rückgabe der erworbenen Anleihen (Zug um Zug) ab.⁴⁶⁵ In der angesprochenen Konstellation liegen jedoch die Voraussetzungen eines Herstellungsanspruches des Anlegers gegen die Agentur nicht vor, denn die Ratingagentur ist aus tatsächlichen Gründen typischerweise nicht imstande, die maßgebliche Transaktion rückgängig zu machen.⁴⁶⁶

Aus diesem Grund erscheint es sachgerecht den Ersatz des Kursdifferenzschadens (Anspruch des Anlegers auf das Wertinteresse - Geldentschädigung § 251 Abs. 1 BGB) zu verlangen.⁴⁶⁷ Richtigerweise bestimmt sich die Höhe des Differenzschadens nicht auf der Grundlage der Kursreaktion auf die Veröffentlichung des fehlerhaften Ratings, sondern auf der Grundlage der Reaktion auf die später erfolgende Ratingaktualisierung bzw. Korrektur, mit der die Wahrheit ans Licht kommt (auf der Grundlage der Kursreaktion bei Bekanntwerden der wahren Bonitätslage).⁴⁶⁸

⁴⁶² *Maier-Reimer/Seulen* in Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.) Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 30, Rn. 101.

⁴⁶³ *Maier-Reimer/Seulen* in Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.) Hdb. Der Kapitalmarktinf. § 30, Rn. 102.

⁴⁶⁴ Siehe BGH, Urt. v. 19.07.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, *Informatec II*. Dieser Schluss ist als solcher nicht tragfähig: Naturalrestitution ist die Herstellung des Zustandes, der ohne den haftungsbegründenden Umstand bestehen würde (§ 249 S. 1 BGB). Zum Ersatz verpflichtet bereits die Unterlassung der Ratingaktualisierung, *Maier-Reimer/Seulen* in Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.) Hdb. Der Kapitalmarktinf. § 30, Rn. 104 ff.

⁴⁶⁵ *Weller* in FS Hoffmann-Becking, S. 1354-1355, 1358, Fn. 108: Bei voller Rückgewähr bekommt der Anleger *auch allgemeine Marktentwicklungsrisiken* erstattet; *Wagner*, ZGR 4/2008, S. 504.

⁴⁶⁶ Zu den Grenzen der Naturalrestitution *Wagner*, ZGR 4/2008, S. 514 ff.; *Staudinger/Schiemann* § 251, Rn. 6.

⁴⁶⁷ *Wagner* in FS Blaurock, S. 495; *Weller* in a.a.O., S. 1355; *Klöhn*, AG 10/2012, S. 357.

⁴⁶⁸ *Wagner*, ZGR 4/2008, S. 522f., 526; *Klöhn*, AG 10/2012, S. 357: Ein ersatzfähiger Schaden besteht vielmehr erst dann, wenn sich die wahre Informationslage auf den Kurs auswirkt.

b. Kausalitätsbeweis

Die Erkenntnisse der *IKB*-Entscheidung⁴⁶⁹ des BGH in Bezug auf das Kausalitätserfordernis in den Kursdifferenzschäden sind auch auf die Haftung nach § 826 zu erstrecken: Der Beweis der Transaktionskausalität ist in diesem Fall entbehrlich: Im Gegensatz zum Anspruch auf Rückabwicklung bei dem Transaktionsschaden (der Schaden ist aufgrund der Investitionsentscheidung verursacht) richtet sich der Anspruch auf Wertausgleich von vornherein nur auf Ausgleich der Vermögensdifferenz zwischen dem hypothetischen Vermögen bei ordnungsgemäßer Raterstellung bzw. Aktualisierung und dem infolge der Sorgfaltspflichtverletzung tatsächlichen Vermögen.⁴⁷⁰ Er erfordert nämlich nicht, dass die Anlageentscheidung anders ausgefallen wäre, wenn das fehlerhafte Rating nicht in Umlauf gebracht worden wäre. Der Differenzschadensersatz setzt also voraus, dass der Anleger die Anleihe ohnehin erworben/verkauft hätte, dies jedoch zu einem niedrigeren/höheren Kurs und damit zu einem günstigeren Preis.⁴⁷¹ Demnach obliegt dem Anleger lediglich nachzuweisen, dass das fehlerhaft erstellte *zu hohe* Rating den Anleihekurs beeinflusst hat und bei korrekter Information eine andere (niedrigere Preisbildung) stattgefunden hätte oder umgekehrt, dass bei Bekanntmachung durch die Agentur der verbesserten tatsächlichen Bonität er die Anleihe zu einem höheren Preis verkauft hätte.⁴⁷² Genauso unerheblich ist, ob der Anleger von dem unrichtigen Rating Kenntnis erlangt hatte, bevor er den Kaufentschluss fasste: Für den Anleihekurs ist nicht entscheidend, was der *einzelne* Anleger weiß oder nicht weiß, sondern es kommt auf die Kenntnisse und Einschätzungen des Marktes an.⁴⁷³

Problematisch ist es trotzdem auch hier wie bei § 37b/c WpHG festzustellen, zwischen welchen Zeitpunkten die Differenz konkret zu ermitteln ist: Im Falle der *Veröffentlichung* eines falschen zu positiven Ratings besteht die Unschärfe *am Ende* der für die Berechnung des Differenzschadens maßgeblichen Zeitspanne beim Merkmal des Bekanntwerdens der Unrichtigkeit der Tatsache: In der Ratingpraxis kommt es häufig vor, dass die Ratingagenturen nicht immer sofort auf Veränderungen in der Unternehmensbonität durch die erforderliche Ratinganpassung reagieren.⁴⁷⁴

Bei *unterlassener Ratingaktualisierung* hingegen liegt wie im Falle des § 37b WpHG die Problematik bei dem *Beginn* der Zeitspanne.⁴⁷⁵

⁴⁶⁹ BGH, Urt. v. 13.12.2011- XI ZR 51/10, NZG 7/2012, S. 263 ff.

⁴⁷⁰ Wagner, ZGR 4/2008, S. 529.

⁴⁷¹ JZ 11/2012, Anm. von G.Bachmann, S. 581; Wagner, ZGR 4/2008, S. 529.

⁴⁷² Siehe Fn. 453.

⁴⁷³ Wagner, ZGR 4/2008, S. 529-530: Es kommt also darauf an, ob die für die Preisbildung wichtigen Marktakteure das fehlerhafte Rating zur Kenntnis genommen haben, sodass sich der Anleihekurs infolge des falschen Ratings verändert hat.

⁴⁷⁴ Weller in FS Hoffmann-Becking, S. 1359.

⁴⁷⁵ Weller in a.a.O., S. 1358.

IV. Zwischenergebnis

Die obige Darstellung des aktuellen zivilrechtlichen Haftungsregimes, unter dem die Ratingagenturen agieren, ergibt, dass eine Dritthaftung nur in engen Grenzen besteht, was wiederum der legislatorischen Grundentscheidung gegen eine allgemeine Fahrlässigkeitshaftung für reine Vermögensschäden außerhalb von Vertragsverhältnissen entspricht.

Die im modernen Transaktionssystem eingebettete Multipolarität der Interaktionsbeziehung zwischen dem Experten, dessen Auftraggeber und dem Dritten ist als der materiale Grund der quasivertraglichen Expertendritthaftung anzusehen. Zudem kollidieren beim privaten Kauf der Expertise die Prinzipien der Vertragstreue aus der Beziehung zwischen dem Experten und dem Auftraggeber mit der Unparteilichkeit bzw. Objektivität der Expertise angesichts der Tatsache, dass diese dazu bestimmt ist, bei der Willensbildung des Dritten vor dem Vertragsabschluss mit dem Auftraggeber als Grundlage zu fungieren.

Zur Kompatibilisierung von Vertrag und Expertise in sog. Gutachterfällen wird zu allererst die Rechtsfigur des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter herangezogen. Deren Anwendung auf die Ratingfälle ist jedoch aus zwei Gründen zu verneinen: Erstens fehlt es hier an dem maßgeblichen Einbeziehungswillen der Parteien des Ratingvertrags, denn einerseits sind die Interessen des Emittenten und des Anlegers in Bezug auf das Rating gegenläufig und andererseits wollen dies auch die Agenturen angesichts des hohen Haftungsrisikos nicht. Zweitens liefe die angestrebte schadensersatzrechtliche Absicherung des Dritten ins Leere, zumal das Argument einer durch Vertragsauslegung stillschweigenden Abbedingung der Einwendungen aus dem Verhältnis zwischen Experte und Auftraggeber (§ 334 oder § 242 BGB) wenig schlagkräftig ist.

Eine Haftung aus c.i.c. gem. § 311 Abs. 3 S.2 BGB scheidet in den Ratingfällen ebenfalls aus. Durch diese AGL wird nach hier vertretener Ansicht die Kompensation der ansonsten defizitären Pflichtenbindung des Experten angestrebt. Qualifiziert man jedoch den Abonnementvertrag zwischen Agentur und Abonnenten (Anlegern) als Geschäftsbesorgungsvertrag (§ 675 BGB), wird schon durch dessen strengere Pflichtenprogramm dieses Ungleichgewicht ausbalanciert.

Eine deliktische Haftung aus § 823 Abs. 1 BGB kommt ebenfalls nicht in Betracht, denn das Vermögen wird weder als absolutes noch als sonstiges Recht im deutschen Deliktssystem geschützt.

Eine Haftung über § 823 Abs. 2 durch die parallele Heranziehung eines Schutzgesetzes aus jedwedem Rechtsgebiet, vorliegend des § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug) lässt sich aufgrund der in aller Regel fehlenden Schädigungsabsicht seitens der Agentur nur ausnahmsweise konstruieren. Die Verkehrspflichten sind ferner den Schutzgesetzen nicht gleichzustellen, folglich kommt bei deren Verletzung eine Haftung aus § 823 Abs. 2 nicht in Betracht.

Eine Verletzung der Verkehrspflichten könnte hingegen eine Haftung aus § 826 BGB (sittenwidrige vorsätzliche Schädigung) begründen: Handelt die Agentur bei der Beschaffung bzw. Erstellung des Ratings sorgfaltswidrig, kann dies die tatbestandsmäßig erforderliche Sittenwidrigkeit begründen (grobe Fahrlässigkeit reicht hier aus - anforderungsreduzierte Auslegung der Tatbestandsmerkmale). Hinsichtlich des eintretenden Anlegerschadens ist subjektiv zumindest bedingter Vorsatz erforderlich.

Macht vorliegend der geschädigte Anleger nur den Kursdifferenzschaden geltend (§ 826, 251 BGB), braucht er nicht die konkrete Transaktionskausalität zu beweisen, sondern nur dass der Preis der Anleihen ohne die Pflichtverletzung der Agentur niedriger ausgefallen wäre (IKB-Entscheidung des BGH).

Die Ermittlung der maßgeblichen Zeitpunkte zur Bestimmung der Schadenshöhe - das Ende bei Veröffentlichung eines unrichtigen Ratings, der Beginn hingegen bei unterlassener Aktualisierung - könnte hier schwierig sein, gerade weil hier die erforderliche Ratinganpassung säumig oder überhaupt nicht erfolgen kann und maßgeblich für die Entstehung ersatzfähigen Schadens die Kursreaktion auf die wahre Informationslage ist.

Kapitel 4: Die Haftung der Ratingagenturen im Spiegel der Verordnung (EU) Nr. 462/2013 vom 21.05.2013 - *der Widerspenstigen Zähmung oder viel Lärm um nichts?*

A. Problemstellung

Im Anschluss an die schon angesprochene Problematik der zivilrechtlichen Haftung der Ratingagenturen nach Maßgaben des deutschen Rechts sollen an dieser Stelle zum einen die neuen Haftungsregeln (*Art. 35a* der neuen Verordnung) für Ratingagenturen in der EU erläutert werden, zum anderen wird ihre Effizienz kritisch betrachtet. Zunächst erfolgen ein Überblick der Entstehung bzw. Entwicklung des europäischen Ratingrechts sowie eine skizzenhafte Darstellung der wichtigen Änderungen durch die jüngste Änderungs-VO.

B. I. Genese und Entwicklung des europäischen Aufsichts- und Regulierungsregimes für CRA

In Reaktion auf die sich im Herbst 2008 zuspitzende Finanzkrise ergreift die EU Maßnahmen zur Regulierung und Aufsicht des europäischen Ratingmarktes.⁴⁷⁶ Für die Regulierung des europäischen Ratingwesens sind nunmehr vier Verordnungen von zentraler Bedeutung: **1.** Die *Verordnung über Ratingagenturen Nr. 1060/2009*,⁴⁷⁷ die den „Basisrechtsakt“ für alle weiteren Reformen dieses Sektors bildet, **2.** die *Verordnung zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (ESMA) Nr. 1095/2010*⁴⁷⁸ sog. *ESMA-VO* - ESMA (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde - Nachfolgebehörde des Ausschusses der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden - CESR) zählt samt den zwei anderen ESAs (Europäische Aufsichtsbehörden) zum ESFS (Europäisches System der Finanzaufsicht), **3.** die *Verordnung zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen Nr. 513/2011*⁴⁷⁹ (*erste Änderungs-VO*) und nun **4.** die am 20.6.2013 in Kraft getretene *zweite Änderungs-VO Nr. 462/2013* der *Rating-VO Nr. 1060/2009*.⁴⁸⁰

II. Neue Entwicklungen im Ratingwesen durch die jüngste Verordnung

Über die Einführung eines Haftungstatbestands im Art. 35a hinaus, der im Mittelpunkt dieser Studie steht, hat der Ordnungsgeber durch diesen neuen Rechtsakt den schon angesprochenen Problemen im Ratinggeschäft⁴⁸¹ entgegenzutreten versucht. Zuallererst wird angestrebt, dass der übermäßige Rückgriff auf externe Ratings verringert wird: Nach Art. 5a *Rating-VO n.F.* müssen

⁴⁷⁶ Was einen Paradigmenwechsel in der gemeinschaftsweiten Regulierung von Ratingagenturen markiert; das bisher favorisierte Selbstregulierungsregime für den Ratingmarkt wurde aufgegeben, *Deipenbrock*, WM 25/2009, S. 1173-4; *ders.*, WM 39/2011 S. 1829, RIW 1-2/2010.

⁴⁷⁷ ABI. EU L 302/1 v. 17.11.2009.

⁴⁷⁸ ABI. EU L 331/84 v. 15.12.2010.

⁴⁷⁹ ABI. EU L 145/30 v. 31.5.2011.

⁴⁸⁰ ABI. EU L 146/1 v. 21.5.2013; für eine umfassende Darstellung der Änderungen am europäischen Ratingmarkt siehe *Deipenbrock*, WM 39/2011, S. 1829 ff.; *Bauer*, BB 7/2013, S. 363 ff.

⁴⁸¹ Hierzu siehe Kap.2 C.

bestimmte Finanzinstitute eigene Kreditrisikobewertungen vornehmen und dürfen sich bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens bzw. Finanzinstruments nicht **automatisch** auf Ratings stützen.⁴⁸² Behandelt werden auch die **Ratingausblicke** (outlooks), für die nunmehr spezifische Bestimmungen gelten.⁴⁸³ Eingang in die neue Verordnung fanden ebenfalls Vorschriften hinsichtlich der Anzahl und des Zeitpunktes der Veröffentlichung von **Länderratings**, hinsichtlich der Ankündigung einer Überprüfung von Ländergruppen sowie bezüglich öffentlicher Mitteilungen über mögliche Änderungen von Länderratings (Art. 8a n.F.).⁴⁸⁴ Zur Verbesserung der Ratingqualität im Bereich der **strukturierten Finanzprodukte** begründet Art. 8b I n.F. eine umfassende Informationspflicht von Emittenten, Originatoren und Sponsoren sowie ein gem. Art. 6b I n.F. **Rotationsprinzip**, das die Verkürzung der Vertragsdauer vorsieht und somit auf die Verminderung der Gefälligkeitsratings abzielt.⁴⁸⁵ Um potenziellen **Interessenkonflikten** effektiv entgegenzuwirken, dehnt die zweite Änderungs-VO die schon bestehenden Regeln sowohl auf Anteilseigner oder Mitglieder, die innerhalb der Agentur eine bedeutende Stellung innehaben, als auch auf die Beziehungen zwischen den Agenturen und deren Anteilseignern aus (Art. 6a n.F.).⁴⁸⁶ Zudem sind die Agenturen bei Änderung bzw. Modernisierung der bestehenden **Ratingmethoden** bzw. Modelle verpflichtet die geplanten Änderungen mit einer ausführlichen Erläuterung der Gründe auf ihrer Webseite anzukündigen (Art. 8Va n.F.).⁴⁸⁷ Schließlich entsteht durch die neue Verordnung eine **Europäische Ratingplattform**, welche es Emittenten, Anlegern und interessierten Kreisen ermöglicht, alle für ein bestimmtes bewertetes Unternehmen vorhandenen Ratings mühelos zu vergleichen.⁴⁸⁸

III. Einführung eines europäischen zivilrechtlichen Haftungstatbestands (der Artikel 35a)

Bisher war die Frage, ob die Ratingagenturen für Schäden aus fehlerhaften Ratings den Anlegern und Emittenten gegenüber haften, allein eine Angelegenheit der nationalen Rechtsordnungen, insbesondere des vertraglichen, quasivertraglichen und deliktischen Haftungsrechts.⁴⁸⁹ Diese

⁴⁸² Zum neuen Regulierungsrahmen für Ratingagenturen siehe *Blaurock*, EuZW 16/2013, S. 608-610.

⁴⁸³ Vgl. Erwägungsgrund Nr. 7 der zweiten Änderungs-VO sowie die in Art. 3 lit.w n Rating-VO n.F. enthaltene Legaldefinition.

⁴⁸⁴ *Blaurock*, EuZW 16/2013, S. 609; *Bauer*, BB 7/2013, S. 363.

⁴⁸⁵ Die beauftragte Agentur darf nicht länger als vier Jahre Ratings für neue Wiederverbriefungen für denselben Emittenten abgeben, *Bauer*, BB 7/2013, S. 364; *Blaurock* in a.a.O.

⁴⁸⁶ Hinsichtlich der Separierung von Ratingverfahren und Consultingdiensten trifft die Änderungs-VO keine besondere Regelung; genauso wenig wird das Thema des Issuer- paid- Modells behandelt, *Bauer*, BB 7/2013, S. 364; *Blaurock*, EuZW 16/2013, S. 610.

⁴⁸⁷ Die Regelungen sollen sicherstellen, dass die Ratingmethoden durch Änderungen nicht an Strenge verlieren; ferner sollen durch die vorgesehene Konsultation Vorkommnisse wie bei der ThyssenKrupp AG vermieden werden, *Blaurock* in a.a.O.; hierzu siehe auch Kap.2 B I 2.

⁴⁸⁸ *Blaurock* in a.a.O.

⁴⁸⁹ *Dutta*, WM 37/2013, S. 1729; zur zivilrechtlichen Haftung nach deutschem Recht siehe oben Kap.3 D. und E.

Ausgangslage hat sich nunmehr geändert: Der Gesetzgeber der EU hat in die jüngste Ratingänderungs-VO einen eigenständigen Haftungstatbestand eingeführt.⁴⁹⁰

Bei der Ausgestaltung der neuen Haftungsregeln beschreitet die Verordnung einen ungewöhnlichen Weg: Zwar wurde das Grundgerüst des Haftungstatbestands des Art. 35a unionsrechtlich geregelt und damit sachrechtlich vereinheitlicht, mit unmittelbarer Wirkung für die mitgliedstaatlichen Gerichte, die Auslegung der in Bezug genommenen haftungsrechtlichen Begriffe (wie auch Regelungslücken) soll aber einem *subsidiären nationalen Haftungsstatut* unterliegen, ein Statut, das sich ebenfalls nach Unionsrecht bestimmt, nämlich nach den europäischen Kollisionsnormen für die Schuldverhältnisse.⁴⁹¹

Maßgeblich für die Bestimmung des subsidiären Haftungsstatuts ist die Qualifikation der Haftung nach Art. 35a der Verordnung, die bei genauerem Hinsehen als deliktisch qualifiziert werden muss und mithin das subsidiäre Haftungsstatut nach der Rom II-VO zu ermitteln ist.⁴⁹² Dafür spricht die für Verträge untypische Beschränkung der Haftung nach Art. 35a auf eine vorsätzliche oder grob fahrlässige Zuwiderhandlung der Agentur gegen ihre gesetzlichen Verhaltenspflichten.⁴⁹³

Die internationale Zuständigkeit für eine Haftungsklage gegen die Ratingagentur wird sich regelmäßig nach der Brüssel I-VO richten: Zu klagen ist dann nach Art. 2 Abs. 1 der Brüssel I-VO am allgemeinen Gerichtsstand, sprich am Sitz der Agentur, der für die nach Art. 14 Abs. 1 der Ratingverordnung registrierungspflichtigen Ratingagenturen in der Union ist.⁴⁹⁴

1. Persönlicher Anwendungsbereich - Haftungsvoraussetzungen

Der Gesetzestext geht weiter als der Kommissionsvorschlag, nach dem nur Anleger anspruchsberechtigt waren: Anspruchsteller der neuen europäischen Schadensersatzhaftung für fehlerhafte Ratings können sowohl Anleger als auch Emittenten sein.⁴⁹⁵

Anspruchsgegner der Haftung nach Art. 35a können nur Ratingagenturen sein und zwar nur diejenigen, die sich nach Art. 2 Abs. 1 der Verordnung in der EU bei der zuständigen ESMA registriert haben - taugliche Anspruchsgegner sind damit insbesondere nicht ohne Weiteres die

⁴⁹⁰ Art. 1 Nr. 22 der Verordnung (EU) Nr. 462/2013.

⁴⁹¹ Art. 35a Abs. 4 n.F.; *Dutta*, WM 37/2013, S. 1729; *Wojcik*, NJW 33/2013, S. 2389.

⁴⁹² Hierzu *Wagner* in FS Blaurock, S. 487; *Dutta*, WM 37/2013, S. 1731.

⁴⁹³ *Wagner* in a.a.O.; nach Art. 4 Rom II-VO ist an das Recht des Schadenseintrittsortes und hier der Voraussehbarkeit halber an den Sitz des bewerteten Unternehmens bzw. Staates anzuknüpfen, *Dutta* in a.a.O.

⁴⁹⁴ *Dutta*, WM 37/2013, S. 1736.

⁴⁹⁵ Der Art. 3 Abs. 2 lit. s verweist auf die gesetzliche Definition des Emittenten in Art. 2 Abs. 1 lit. h der europäischen Prospekttrichtlinie; der Begriff des Anlegers ist nach dem subsidiären Haftungsstatut auszulegen, *Dutta* in a.a.O.; *Wojcik*, NJW 33/2013, S. 2387.

drei großen amerikanischen Ratingagenturen.⁴⁹⁶ Somit erfasst der Haftungstatbestand in Art. 35a nicht jedes in der Union aufsichtsrechtlich verwendbare Rating.⁴⁹⁷

Die Beschränkung der Haftung auf europäische Ratingagenturen unterstreicht die Funktion des neuen unionsrechtlichen Haftungstatbestands: Es geht dem Unionsgesetzgeber offenbar weniger um die Kompensation von Schäden, die bei Emittenten oder Anlegern durch fehlerhafte Ratings verursacht werden, vielmehr steht im Vordergrund die Verhaltenssteuerung durch Haftung.⁴⁹⁸

Objektiv setzt Art. 35a eine der in *Anhang III* der Verordnung aufgeführten Zuwiderhandlungen voraus.⁴⁹⁹ In diesem Anhang benennt und konkretisiert der Gesetzgeber enumerativ Verstöße gegen die Verhaltenspflichten der Verordnung, was mithin der verhaltenssteuernde Impetus des Haftungstatbestands zeigt.⁵⁰⁰ Die Haftung soll folglich als Form eines *private enforcement* die Agenturen dazu anhalten, ihren Verhaltenspflichten nach der Ratingverordnung nachzukommen.⁵⁰¹

Die Haftung nach Art. 35a ist eine *Verschuldenshaftung*: Die Ratingagenturen haften jedoch lediglich für vorsätzliche oder grob fahrlässige Zuwiderhandlungen, was den Willen der Kommission zum Ausdruck bringt, keine allgemeine Fahrlässigkeitshaftung in unbeschränkter Höhe einzuführen.⁵⁰² Eine auch der Höhe nach unbeschränkte Fahrlässigkeitshaftung der Ratingagenturen würde aufgrund der Tiefe der Finanzmärkte zu weit führen, denn ein solches Haftungsregime würde übermäßige Sorgfaltsanreize für die Agenturen generieren, die angesichts des potenziell exorbitanten Schadensumfangs so konservativ wie irgend möglich bewerten würden, um ihre Exposition gegenüber Schadensersatzansprüchen zu verringern.⁵⁰³

2. Kausalität der Zuwiderhandlung - Substantiierungserleichterungen

Allerdings ist die bloße Verhaltenspflichtverletzung für eine Haftung nach Art. 35a Abs. 1 nicht ausreichend. Vielmehr muss sich die Zuwiderhandlung *auf das Rating ausgewirkt* haben: Das Rating hätte nämlich anders ausfallen müssen, wenn die Agentur die Zuwiderhandlung nicht begangen hätte.⁵⁰⁴ Nach dem Wortlaut des Art. 35a ist nur der *auf Grund der Zuwiderhandlung entstandene Schaden ersatzfähig*, mithin hat der Anleger noch den Kausalzusammenhang zwischen der Zuwiderhandlung und dem entstandenen Schaden nachzuweisen.⁵⁰⁵ Zudem muss der Anleger nachweisen, dass er sich bei seiner Investitionsentscheidung, auf die das Rating sich

⁴⁹⁶ Moody's und S&P haben lediglich ihre europäischen Tochtergesellschaften registriert (gemäß Art. 14 Abs. 1 der Verordnung), Dutta, WM 37/2013, S. 1732.

⁴⁹⁷ Dutta in a.a.O.

⁴⁹⁸ Dutta in a.a.O.

⁴⁹⁹ Wojcik, NJW 33/2013, S. 2387; Blaurock, EuZW 16/2013, S. 611.

⁵⁰⁰ Dutta, WM 37/2013, S. 1733.

⁵⁰¹ Blaurock, EuZW 16/2013, S. 611; Wagner in FS Blaurock, S. 467; Dutta in a.a.O.

⁵⁰² Dutta WM 37/2013 S. 1734; Wagner in FS Blaurock, S. 488.

⁵⁰³ Wagner in FS Blaurock, S. 488: Die gegenwärtig bestehende Tendenz zu einem übertrieben emittentenfreundlichen Rating würde in ein *defensive Rating* umschlagen.

⁵⁰⁴ Dutta Fn. 482; Wojcik, NJW 33/2013 S. 2387.

⁵⁰⁵ Wojcik in a.a.O.

bezieht, in vertretbarer Weise im Einklang mit Art. 5a Abs. 1 der Verordnung oder in sonstiger Weise mit gebührender Sorgfalt auf dieses Rating verlassen hat. Diese Einschränkung hat ihren Grund in dem Regelungsziel, das wie schon erwähnt mit der VO 462/2013 insgesamt und mit Art. 5a im Besonderen verfolgt wird, nämlich die Verringerung des übermäßigen Rückgriffs auf Ratings.⁵⁰⁶

Eine bemerkenswerte Regelung enthält Art. 35a Abs. 2 der Ratingverordnung zur *Darlegungs- und Beweislast* im Hinblick auf die Zuwiderhandlung und deren Auswirkung auf das Rating: Ohne eine Beweislastumkehr bzw. -erleichterung darzustellen, versucht sie trotzdem dem die Beweislast tragenden Anleger zu verhelfen, indem sie die zuständigen nationalen Gerichte auf den möglicherweise fehlenden Zugang der Anleger zu Informationen, die sich allein in der Sphäre der Agenturen befinden, hinweist.⁵⁰⁷ Dieses Informationsdefizit des Anspruchstellers löst die Verordnung durch eine Absenkung des Maßstabs an die Substantiierung des Vortrags seitens des Klägers.⁵⁰⁸ Dies hat umgekehrt zur Folge, dass entsprechend höhere Substantiierungsanforderungen an das Bestreiten des Vortrags des Klägers durch die Agentur als Beklagten zu stellen sind: Ausnahmsweise trifft die nicht beweisbelastete Partei eine stärkere Substantiierungslast, wenn die darlegungspflichtige Partei außerhalb des darzulegenden Geschehensablaufs steht und die Tatsachen nicht näher kennt.⁵⁰⁹

3. Konkurrenz zu Ansprüchen des nationalen Rechts

Nach Art. 35a Abs. 5 der Ratingverordnung ist eine weitergehende Haftung der Ratingagenturen nach nationalem Recht nicht auszuschließen.⁵¹⁰ Insoweit ist die Anspruchsgrundlage des Art. 35a so zu begreifen, dass sie in Anspruchskonkurrenz zu eventuell bestehenden vertraglichen oder deliktischen Ansprüchen tritt.⁵¹¹

Demnach können Anleger Ansprüche sowohl vertraglicher als auch deliktischer Natur geltend machen, wobei erstere nach deutschem Recht einfache Fahrlässigkeit als Verschuldensmaßstab ausreichen lassen.⁵¹² Darüber hinaus könnten einzelne in der Verordnung vorgesehene Verhaltensgebote etwa nach deutschem Recht als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB anzusehen sein;⁵¹³ für einen individualschützenden Charakter spricht bereits die Existenz des Art. 35a der Verordnung, sodass schon fahrlässige Verstöße gegen die europäischen Verhaltensstandards eine Haftung nach nationalem Recht auslösen können.⁵¹⁴

⁵⁰⁶ Siehe Erwägungsgrund Nr. 9 der VO 462/2013.

⁵⁰⁷ *Wojcik*, NJW 33/2013, S. 2388.

⁵⁰⁸ *Wojcik* in a.a.O.

⁵⁰⁹ *Rosenberg/Schwab/Gottwald*, § 109 Rn. 7; BGH, NJW 1999, S. 1406.

⁵¹⁰ Hierzu *Dutta*, WM 37/2013, S. 1735.

⁵¹¹ Siehe Erwägungsgrund Nr. 35 der VO 462/2013; *Wojcik*, NJW 33/2013, S. 2389.

⁵¹² *Wojcik* in a.a.O.

⁵¹³ Siehe oben Kap. 3 E. IV.

⁵¹⁴ *Dutta*, WM 37/2013, S. 1735.

IV. Geldbußen nach Art. 36a - Vergleich mit den kapitalmarktrechtlichen Geldbußen nach § 39 Abs. 1 Nr. 5-6 WpHG (Finanzanalysen)

Parallel zu der zivilrechtlichen Haftungsregel des Art. 35a kann die ESMA bei Feststellung eines *vorsätzlich* oder *fahrlässig* begangenen, im Anhang III vorgesehenen Verstoßes eine Geldbuße verhängen (Art. 36a der Ratingverordnung).⁵¹⁵

Nach Art. 36a Abs. 2 lit. a liegen die Ober- und Untergrenzen für Verstöße im Zusammenhang mit Interessenkonflikten, organisatorischen und operationellen Anforderungen zwischen 500.000 und 750.000 Euro, z.B. wenn sie nicht gewährleistet, dass ihre *Geschäftsinteressen die Unabhängigkeit und Korrektheit der Ratingtätigkeiten nicht gefährden* (Anhang III Abs. I Nr. 4), oder wenn sie *bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte, die die Analysen und Urteile ihrer Ratinganalysten, Mitarbeiter oder anderer natürlicher Personen, die direkt an Ratingtätigkeiten beteiligt sind und die Ratings beeinflussen können, nicht erkennt und nicht klar und deutlich offenlegt* (Nr. 19).⁵¹⁶

Nach Art. 36a Abs. 2 lit. b betragen die Geldbußen mindestens 300.000 Euro und nicht mehr als 450.000 Euro und sie beziehen v.a. Verstöße gegen Vorschriften der Rating-VO ein, die eine *ordnungsgemäße gründliche* Ratinganalyse sicherstellen oder die Überwachung der erteilten Ratings betreffen (Anhang III Abs. 1 Nr. 42 ff., Nr. 46 ff.).⁵¹⁷

Bußgeldbewehrt ist ebenfalls die kapitalmarktrechtliche Vorschrift des § 34b WpHG, die hohe Anforderungen an Personen aufstellt, die im Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Finanzanalyse erstellen: Das Gesetz verlangt in § 34b S. 1 WpHG wie der Unionsgesetzgeber in der Rating-VO für die Ratinganalysen die erforderliche Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit.⁵¹⁸ Zudem schreibt es u.a. in Satz 2 vor, dass möglicherweise bestehende Interessenkonflikte offen gelegt werden.⁵¹⁹

Eine *vorsätzliche* Missachtung der oben beschriebenen Erfordernisse wird gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 5 WpHG mit einer Geldbuße bis zu 200.000 Euro geahndet.⁵²⁰

Somit hat der europäische Gesetzgeber, indem er deutlich höhere Geldbeträge bei potenziellen Verstößen gegen die Rating-VO erlassen hat, die Ratingagenturen einem offensichtlich strengeren Regelungsregime unterzogen; dies wird auch dadurch erkennbar, dass der Art. 36a im Gegensatz zu § 39 Abs. 1 WpHG noch fahrlässiges Verhalten sanktioniert.⁵²¹

⁵¹⁵ Art. 36a wurde durch die erste Änderungs-VO Nr. 513/2011 eingefügt.

⁵¹⁶ Siehe Anhang III der Rating-VO 1060/2009.

⁵¹⁷ Siehe Anhang III der Rating-VO 1060/2009.

⁵¹⁸ *Becker* in Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Hdb. der Kapitalmarktinf., §26 Rn. 70.

⁵¹⁹ *Becker* in a.a.O.

⁵²⁰ *Vogel* in Assmann/Schneider, WpHG, § 39 Rn. 9.

⁵²¹ *Becker* in Habersack/Mülberr/Schlitt (Hrsg.), Hdb. der Kapitalmarktinf., §26 Rn. 25, 67.

Erwähnenswert ist in diesem Kontext der Hinweis im Art. 36a Abs. 2, der bei der Feststellung der Ober- oder Untergrenzen für den Grundbetrag durch die ESMA auf den Umsatz der betreffenden Agentur im vorangegangenen Rechtsjahr verweist. Somit knüpft er grundsätzlich an objektiven Kriterien an, die leichter feststellbar sind und mithin die Auferlegung der Geldbuße erleichtern.⁵²²

Ferner schließt das Bestehen von Schadensersatzansprüchen nicht die Möglichkeit der ESMA aus, eine Geldbuße nach Art. 36a zu verhängen (Art. 35a Abs. 6).⁵²³

C. I. Kritische Würdigung der neuen Regelung (Art. 35a)

Die Einführung einer sondergesetzlichen Haftungsregel auf europäischer Ebene, die zum einen auf die Sachrechtsvereinheitlichung im Bereich des Schadensersatzrechts abzielt und zum anderen nicht auf ein vertragliches oder quasivertragliches Band zwischen den Ratingagenturen und den Anlegern abstellt, ist noch ein Schritt in die richtige Richtung.⁵²⁴

Aus der näheren Betrachtung der konkreten Ausgestaltung des Art. 35a ergeben sich trotzdem Bedenken hinsichtlich seiner Funktionalität.

Erstens werden angesichts der weitgehenden Verweisung auf das jeweils anwendbare nationale Recht zur Bestimmung zentraler Tatbestandsmerkmale z.B. *Schaden*, *Vorsatz*, *grobe Fahrlässigkeit* (Art. 35a Abs. 4), stets komplexe Fragen des internationalen Verfahrens- und Privatrechts zu klären sein.⁵²⁵

Zweitens bestehen beim Beweis der haftungsbegründenden Kausalität für den Anspruchsteller erhebliche Schwierigkeiten: Liest man sich den Katalog der potenziell haftungsauslösenden Zuwiderhandlungen in Anhang III zur Verordnung durch, so benötigt man freilich bei einigen der genannten Pflichtverletzungen viel Phantasie, um sich bereits abstrakt eine solche Kausalität vorstellen zu können, wie paradigmatisch ein Verstoß einer Agentur gegen die Besetzungsregeln der Verwaltungs- und Aufsichtsorgane und dessen Auswirkung auf das Ratingergebnis.⁵²⁶ Wie dieses Beispiel zeigt, ist der in Anhang III enthaltene Katalog viel zu unspezifisch.⁵²⁷

Zudem hat die Kommission die Durchsetzungsfrage nicht insgesamt mit in den Blick genommen, indem sie das grundlegende Problem des fehlenden Zugangs zu den Interna des

⁵²² Siehe Erwägungsgrund Nr. 18 in Änderungs-VO Nr. 513/2011: Zur Berechnung der Geldbußen sollte die ESMA ein zweistufiges Verfahren anwenden, das aus der Festlegung des Grundbetrags nach dem Umsatz und gegebenenfalls der Anpassung des Grundbetrags durch bestimmte Anpassungskoeffizienten besteht.

⁵²³ Dutta, WM 37/2013, S. 1736.

⁵²⁴ Ähnlich Blaurock, EuZW 16/2013, S. 611; Wagner in FS Blaurock, S. 487.

⁵²⁵ Wojcik, NJW 33/2013, S. 2389; ähnlich im Ergebnis Dutta, WM 37/2013, S. 1736: Der neue Haftungstatbestand glänzt nicht gerade durch Klarheit.

⁵²⁶ Dutta, WM 37/2013, S. 1733.

⁵²⁷ Ähnlich bereits zum Kommissionsvorschlag Wagner in FS Blaurock, S. 490.

Ratingverfahrens beim Kausalitätsbeweis lediglich durch eine Substantiierungserleichterung behandelt hat; soll die Haftungsregel effektiv sein, müsste der Zugang zu Informationen mitgeregelt werden.⁵²⁸

Hinzu kommt, dass die Verordnung den ebenso schwer zu führenden Beweis der haftungsausfüllenden Kausalität zwischen der Zuwiderhandlung gegen die Rating-VO und dem Schaden nicht regelt.⁵²⁹ Ähnliches gilt beim Nachweis des Vorsatzes und der groben Fahrlässigkeit.⁵³⁰

C. II. Alternativvorschlag: Weiter Haftungstatbestand - Beschränkung der Haftungshöhe

Allerdings besteht der zentrale Schwachpunkt der Regelung darin, dass sie den Gerichten eine *Alles-oder-Nichts*-Entscheidung über die Haftung aufzwingt.⁵³¹

Hierbei ist zu unterscheiden zwischen *Umverteilungsschäden* und *Ressourcenschäden* oder *volkswirtschaftlichen Nettoschäden*.⁵³²

Bei einem reinen Umverteilungsschaden führt der Schaden für eine Person zu einem entsprechenden Gewinn bei einer anderen Person; die gesamtgesellschaftlichen Schäden als Saldo aller Vermögensänderungen sind folglich gleich null.⁵³³ Führt beispielsweise ein übertrieben optimistisches Rating dazu, dass Anleger A das von ihm gehaltene Finanzinstrument an Anleger N zum Preis von 100 verkaufen kann, und fällt der Kurs nach Bekanntwerden der tatsächlichen Bonitätslage auf 50, so hat Anleger N einen Schaden von 50 und Anleger A einen Gewinn von 50 verbucht und der Nettoschaden für die Volkswirtschaft beträgt null und demnach ist keine Entschädigung verdient.⁵³⁴

Bei einem Ressourcenschaden wird hingegen eine wertvolle ökonomische Ressource, ein Konsum- oder Investitionsgut, entweder zerstört oder seine physische Produktivität gemindert: Das Interesse des Geschädigten am Schadensersatz und das Interesse der Gesellschaft an der Vermeidung von Schäden stimmen harmonisch überein.⁵³⁵

Bei Schäden, die wie auch vorliegend durch fehlerhafte Experteninformationen bei Wertpapiermärkten entstehen, setzt sich i.d.R. der Gesamtschaden aus zwei Teilbeträgen zusammen, einer reinen Umverteilungsschadenskomponente, die sich als der vom Anleger

⁵²⁸ Wagner in FS Blaurock, S. 491.

⁵²⁹ Wojcik, NJW 33/2013, S. 2388.

⁵³⁰ Wojcik in a.a.O.

⁵³¹ So Wagner in FS Blaurock, S. 491.

⁵³² Zur ökonomischen Analyse der Haftung siehe Kötz/Schäfer, *Judex oeconomicus*, (2003) S. 106 ff.

⁵³³ Kötz/Schäfer in *Judex oeconomicus*, S. 108.

⁵³⁴ Wagner in FS Blaurock, S. 488.

⁵³⁵ Kötz/Schäfer in *Judex oeconomicus*, S. 107-108.

erlittene Individualschaden darstellt, und zusätzlich einer Ressourcenschadenskomponente, wenn in der Zwischenzeit Kapital in das überbewertete Unternehmen geflossen ist, das anderswo einen höheren Ertrag erwirtschaftet hätte (Fehlallokation).⁵³⁶

Nach der von dem Unionsgesetzgeber getroffenen Regelung haftet die Ratingagentur beim Beweis des Vorsatzes oder der groben Fahrlässigkeit auch dann sämtlichen Anlegern für die von ihnen erlittenen Verluste, obwohl es sich bei diesen zu einem erheblichen Teil um Umverteilungsschäden handelt, die keinen volkswirtschaftlichen Nettoschaden verursachen.⁵³⁷

Bei bloß leichter Fahrlässigkeit hingegen bleibt die Ratingagentur im Falle von Ressourcenschäden verschont; somit lässt die Beschränkung der Haftung auf die Verschuldung jeden Bezug zu dem eigentlichen Problem der Umverteilungsschäden vermissen.⁵³⁸

Aus diesem Grunde wäre es vorzugswürdig, an ein fehlerhaftes Rating anzuknüpfen, also leichte Fahrlässigkeit ausreichen zu lassen, im Gegenzug aber den Umfang der Haftung zu begrenzen.⁵³⁹ Dementsprechend wäre es naheliegend, die Haftung der Agenturen summenmäßig zu begrenzen und die für ein Finanzprodukt zur Verfügung stehende Haftungssumme anteilmäßig auf die geschädigten Anleger zu verteilen.⁵⁴⁰

Das Regelungsmodell der durch Haftungshöchstgrenzen beschränkten Haftung packt das Problem an der Wurzel und verhindert zuverlässig eine Übermaßhaftung, die, wie schon angemerkt, exzessive Sorgfaltsanreize zur Folge hätte.⁵⁴¹ Denkbar wäre auch, auf die Stipulation absoluter Beträge zu verzichten und stattdessen die Haftung der Agenturen anhand der von ihnen vereinnahmten Honorare zu begrenzen.⁵⁴²

⁵³⁶ Ähnlich *Wagner* in FS *Blaurock*, S. 484; *Kötz/Schäfer* S. 108-109.

⁵³⁷ *Wagner*, S. 491.

⁵³⁸ *Wagner* in a.a.O.

⁵³⁹ *Wagner* in a.a.O.; für eine solche Lösung auch *Blaurock*, *EuZW* 16/2013, S. 611; die in der Literatur vorgeschlagene Lösung, die Schadensersatzpflicht der Agenturen auf Nachteile zu begrenzen, die Anleger auf dem Primärmarkt erleiden, hat den Nachteil, dass ähnlich wie bei den Kartelldelikten die Ersterwerber häufig keinen Schaden erleiden, und so bleibt der Großteil von Schäden völlig ausgeklammert. Für eine solche Lösung siehe *Haar*, *NZG* 2010, S. 1284.

⁵⁴⁰ Die Detailfragen der Schadensregulierung in Fällen, in denen der durch die jeweils einschlägige Haftungshöchstsumme definierte Haftungsfonds nicht ausreicht, um sämtliche berechtigten Ersatzansprüche zu befriedigen, sind zwar kompliziert, aber beherrschbar und in der Praxis durchaus erprobt, z.B. § 10 *ProdHaftG*, *Wagner* in FS *Blaurock*, S. 492.

⁵⁴¹ *Wagner*, S. 493; siehe oben Fn. 486.

⁵⁴² *Wagner* in a.a.O.

5. Zusammensetzung in Thesenform

1 a. Als externes Emittenten- bzw. Emissionsrating ist die standardisierte Bewertung durch die Ratingagenturen (privatrechtlich organisierte Unternehmen) hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit versprechensgemäßer Erfüllung von Zins- und Tilgungsverpflichtungen aus handelbaren Schuldverschreibungen, beispielsweise Anleihen, zu verstehen. Die Raterstellung kann entweder von dem zu bewertenden Unternehmen initiiert werden (*beauftragtes* Rating) oder sie kann ohne die Mitwirkung des Emittenten stattfinden (*unbeauftragtes* Rating).

b. Das Ratingurteil vermittelt eine Aussage lediglich hinsichtlich des *relativen* Bonitätsrisikos durch die Einstufung der Ratingobjekte in verschiedene Risikoklassen der Ratingskala anhand der durch die Agentur verliehenen Ratingnote (AAA bis C). Auch wenn das Rating als eine indirekte Anlageempfehlung und somit als Finanzanalyse angesehen werden könnte, sind jedoch die Ratinganalysen *de lege lata* (RL 2003/125/EG) nicht den kapitalmarktrechtlichen Vorschriften für die Finanzanalysen zu unterziehen (§ 34b und § 39 Abs. 1 Nr. 5-6 WpHG). Folglich ist es als Meinungsäußerung zu qualifizieren.

2. Die Ratinganalyse für Unternehmen stützt sich auf die Heranziehung quantitativer und qualitativer Faktoren, die das Finanz- und Geschäftsrisiko des Unternehmens determinieren und die vorwiegend aufgrund ihrer zukunftsbezogenen Sichtweise und ihres standardisierten Verfahrens von den anderen Formen der Unternehmensbewertung (Bilanzanalyse, Due Diligence, Rechnungslegung) zu unterscheiden ist.

3. a. Aufgrund systemischer Neuentwicklungen (Globalisierung der Finanzmärkte – Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen, Disintermediation, Verbriefung von Forderungen), die v.a. die Steigerung des Bedarfs an Informationen im Rahmen des Kapitalmarkts zur Folge hatten, wurden die Ratingagenturen zu einem der wichtigsten Akteure - sie gewährleisten den Funktionenschutz am Kapitalmarkt (*Finanzintermediäre*), v.a. durch die ratingakzessorische Kapitalmarktregulierung.

b. Deren zentrale Aufgabe bezieht sich auf den Abbau der am Kapitalmarkt inhärenten Informationsasymmetrien zwischen Kapitalnehmern- und -gebern, sowohl vor als auch nach dem Zustandekommen der Finanzierungsbeziehung (*Zertifizierungs-* und *Überwachungsfunktion* des Ratings), welches eine signifikante Transaktions- und Agency-Kostensenkung für die Kapitalmarktakteure zur Folge hat.

4. Die strukturellen bzw. marktbedingten und betrieblichen Defizite im Ratinggeschäft auf internationaler Ebene (*solide oligopolistische Marktstruktur* mit den drei großen Anbietern – Moody's, S&P und Fitch, *Markteintrittsschranken* und *mangelnder Wettbewerb*, das herrschende „*Issuer-paid-Modell*“, die als *Betriebsgeheimnis* angesehene Ratingmethode), sowie die daraus abgeleiteten *Interessenkonflikte* vermögen die Ratingqualität zu verschlechtern, welches

Vermögensschaden für die Privaten sowie u.U. einen Ressourcenschaden für die Volkswirtschaft nach sich zieht (durch Fehlallokation am Kapitalmarkt).

5. Bei der Rechtsbeziehung zwischen Agentur und Anleger, auf Grundlage eines Abonnementvertrags gelangt man über Art. 3 Abs. 1 S. 2 oder mangels Rechtswahl über Art. 4 Abs. 1 lit. a-h und Art. 19 Abs. 2 der *Rom I-VO* für die vertraglichen Schuldverhältnisse zur Anwendbarkeit deutschen Rechts. Zu demselben Ergebnis gelangt man auch über Art. 4 Abs. 2 und Art. 23 Abs. 1 S. 2 *Rom II-VO* für die außervertraglichen Schuldverhältnisse bei rein deliktischen oder quasivertraglichen Ansprüchen des Anlegers.

6. a. Der Abonnementvertrag zwischen Agenturen und Anlegern ist als Geschäftsbesorgungsvertrag i. S. d. § 675 Abs. 1 BGB zu qualifizieren, wobei die Reichweite des Weisungsrechts des Anlegers (§ 665 BGB) vorliegend aufgrund der gebotenen Neutralität und Sachkunde bei der Raterstellung stark abgeschwächt ist.

b. Die Abonnenten stehen bei Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen nach § 280 Abs. 1 i. V. m. § 662, § 611 BGB erheblichen Schwierigkeiten gegenüber, einerseits die Schlechterfüllung bei der Raterstellung, andererseits die maßgebliche Transaktionskausalität nachzuweisen.

7. Aufgrund des mangelnden Willens sowohl aufseiten der Ratingagenturen als auch aufseiten der Emittenten, das allgemeine Anlegerpublikum als Dritte in den Schutzbereich des Ratingvertrags mit einzubeziehen, kommen den Anlegern Ansprüche aus dem Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter nicht zugute.

8. Ebenfalls scheiden Ansprüche aus c.i.c. gem. § 311 Abs. 3 BGB (Expertenhaftung) aus, da eine die Neutralität der Expertise gefährdende, aufgrund des Ratingvertrags asymmetrische Pflichtenstruktur, vorliegend durch das strengere Pflichtenprogramm des Abonnementvertrags (Geschäftsbesorgungsvertrag § 675 Abs. 1 BGB), ausbalanciert wird.

9. Den Anlegern kommen deliktsrechtliche Ansprüche aus § 826 BGB zu. Jedenfalls stellt hier zuallererst der Beweis der groben Fahrlässigkeit bei der Beschaffung und Verarbeitung der dem Rating zugrunde gelegten Daten für die Anleger eine wichtige Hürde dar.

10. Die durch die jüngste Änderungs-VO Nr. 462/2013 eingeführte zivilrechtliche Haftungsregelung (Art. 35a) weist zwar in die richtige Richtung (als private enforcement die Agenturen dazu anzuhalten, ihren Verhaltenspflichten nach der Rating-VO nachzukommen), lässt sie jedoch Lücken bezüglich der effektiven Durchsetzung von deliktischen Ansprüchen durch die Anleger, indem sie zum einen die potenziellen haftungsbegründenden Verstöße im Anhang III nicht konkretisiert und zum anderen das grundlegende Problem des fehlenden Zugangs zum Ratingverfahren, also zum wichtigen Beweismaterial ungeregelt lässt.

11. Passender wäre es, eine nicht an die Verschuldung der Agentur anknüpfende, sondern eine allgemeine Fahrlässigkeitshaftung einzuführen und diese durch Haftungshöchstgrenzen anhand der von den Agenturen vereinnahmten Honorare zu begrenzen.

Literatur – und Quellenverzeichnis

- Ackermann, Ulrich / Jäckle, Joachim*, Ratingverfahren aus Emittentensicht, in: BB 2006, 878 ff.
- Bachmann, Gregor*, Anmerkung zum BGH, Urteil v. 13.12.2011 – XI ZR 51 (IKB-Urteil), in: JZ 2012, 578 ff.
- Ballerstedt, Kurt*, Zur Haftung für culpa in contrahendo bei Geschäftsabschluß durch Stellvertreter, in: AcP 151 (1950/1951), 501 ff.
- Bauer, Denise A.*, Ein Organisationsmodell zur Regulierung der Rating – Agenturen, 1. Auflage, 2009.
- Bauer, Denise A.*, Strengere Anforderungen für Ratingagenturen nach der neuen ÄnderungsVO, in: BB 2013, 363 ff.
- Baumbach, Adolf / Lauterbach, Wolfgang / Albers, Jan / Hartmann, Peter*, Zivilprozessordnung, Kommentar, Band 1. 72. Auflage, München 2014, (zitiert: B/L/A/Hartmann, ZPO).
- Berger, Klaus Peter / Stemper, Marthe-Marie*, Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern, in: WM 2010, 2289 ff.
- Blanchard, Olivier / Johnson, David R.*, Macroeconomics, 6th Edition, 2013.
- Blaurock, Uwe*, Neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen, in EuZW 2013, 608 ff.
- Blaurock, Uwe*, Regelbildung und Grenzen des Rechts – Das Beispiel der Finanzkrise, in: JZ 2012, 226 ff.
- Blaurock, Uwe*, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat – oder Aufsichtsrecht?, in: ZGR 2007, 603 ff.
- Breuer, Rolf-E.*, Zur Idee eines europäischen Rating, in: WM 1991, 1109.
- Canaris, Claus-Wilhelm*, Die Vertrauenshaftung im deutschen Privatrecht, München 1971.
- Canaris, Claus-Wilhelm*, Die Vermutung „aufklärungsrichtigen Verhaltens“ und ihre Grundlagen, in: FS für Walter Hadding, 2004, 3 ff.
- Canaris, Claus-Wilhelm*, Die Reform des Rechts der Leistungsstörungen, in: JZ 2001, 499 ff.

- Canaris, Claus-Wilhelm*, Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten, in: ZHR 1999, 206 ff.
- Canaris, Claus-Wilhelm*, Schutzwirkungen zugunsten Dritter bei „Gegenläufigkeit“ der Interessen, in: JZ 1995, 441 ff.
- Canaris, Claus-Wilhelm*, Schutzgesetze – Verkehrspflichten – Schutzpflichten, in: FS für Karl Larenz, 27 ff., München 1983.
- Dahm, Henning*, Vorvertraglicher Drittschutz, in: JZ 1992, 1167 ff.
- Damrau, Jan*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, Juristische Reihe TENEA, Bd. 26, 2003.
- Decker, Leo*, Aufklärungspflichten über Innenprovisionen, Kick – backs und Retrozessionen bei der Kapitalanlage, Tübingen 2010.
- Deipenbrock, Gudula*, Die notwendige Schärfung des Profils – das reformierte europäische Regulierungs- und Aufsichtsregime für Ratingagenturen, in: WM 2011, 1829 ff.
- Deipenbrock, Gudula*, Die neue EU-Verordnung über Ratingagenturen – „Denn das Prinzip als Anfang dürfte mehr als die Hälfte des Ganzen sein...“ (Aristoteles), in: RIW 2010, Editorial.
- Deipenbrock, Gudula*, „Mehr Licht“? – Der Vorschlag einer europäischen Verordnung über Ratingagenturen, in: WM 2009, 1165 ff.
- Deipenbrock, Gudula*, Der US – amerikanische Rechtsrahmen für das Ratingwesen – ein Modell für die europäische Regulierungsdebatte?, in: WM 2007, 2217 ff.
- Deipenbrock, Gudula*, Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens, in: WM 2005, 261 ff.
- Deipenbrock, Gudula*, Was ihr wollt oder der Widerspenstigen Zähmung? – Aktuelle Entwicklungen der Regulierung von Ratingagenturen im Wertpapierbereich, in: BB 2005, 2085 ff.
- Deipenbrock, Gudula*, Externes Rating – „Heilversprechen für internationale Finanzmärkte“?, in: BB 2003, 1849 ff.
- Deubler, Wolfgang*, Wer kontrolliert die Ratingagenturen?, in: NJW 2003, 1096 ff.
- Drygala, Tim*, Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes auch auf Gesellschaftsverträge?, in: ZIP 1997, 968 ff.

Dutta, Anatol, Die neuen Haftungsregeln für Ratingagenturen in der Europäischen Union: Zwischen Sachverhaltsvereinheitlichung und europäischem Entscheidungseinklang, in: WM 2013, 1729 ff.

Dutta, Anatol, Das Statut der Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte, in: IPRax 2009, 293 ff.

Ebenroth, Carsten Thomas / Daum Thomas, Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen, in: WM 1992, Sonderbeilage Nr. 5, 1 ff.

Eisen, Mathias, Die Haftung und Regulierung internationaler Rating - Agenturen, 1.Auflage, 2007.

Erman, Walter (Begr.), Kommentar zum BGB, 12. Auflage, 2008, (zitiert: Erman/Bearbeiter, BGB).

Everling, Oliver / Trieu, MyLinh, in Handbuch Rating, 2te aktualisierte und erweiterte Auflage, 2007.

Fabozzi, Frank J., Fixed Income Mathematics, Analytical & Statistical Techniques, 4th Edition, 2006.

Fischer, Sandra, Haftungsfragen des Ratings, 1. Auflage, 2007.

Gierke, Otto v., Die soziale Aufgabe des Privatrechts, Berlin 1889 (unveränderter Neudruck, Frankfurt a.M. 1943).

Grunewald, Barbara, Die Haftung des Experten für seine Expertise gegenüber Dritten, in: AcP 187 (1987), 285 ff.

Haar, Brigitte, Haftung für fehlerhafte Ratings von Lehman Zertifikaten – Ein neuer Baustein für ein verbessertes Regulierungsdesign im Ratingsektor?, in: NZG 2010, 1281 ff.

Haar, Brigitte, Nachhaltige Ratingqualität durch Gewinnabschöpfung? – Zur Regulierung und ihrer Implementierung im Ratingsektor, in: ZBB 2009, 177 ff.

Habersack, Mathias / Mülbert, Peter O. / Schlitt, Michael, (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Auflage 2013, (zitiert: Bearbeiter, in Habersack/Mülbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt).

Habersack, Mathias / Mayer, Christian, in: Karl Riesenhuber: Europäische Methodenlehre, 2006.

Habersack, Mathias, Rechtsfragen des Emittenten – Ratings, in ZHR 2005, 185 ff.

Habersack, Mathias / Mayer, Christian, Die überschießende Umsetzung von Richtlinien, in: JZ 1999, 913 ff.

Handbuch der Kapitalmarktinformation, Herausgegeben von *Habersack, Mathias / Mülbert, Peter O. / Schlitt, Michael*, München, 2. Auflage, 2013, (zitiert: Bearbeiter, in Habersack/Mülbert/Schlitt Hdb. Kapitalmarktinf.).

Handkommentar zum Handelsgesetzbuch, Herausgegeben von *Thomas Heidel, Alexander Schall* 1. Auflage, 2011, (zitiert: Bearbeiter, in Heidel/Schall, HGB).

Hennrichs, Joachim, Haftungsrechtliche Aspekte des Ratings, in: FS für Walter Hadding, 2004, 875 ff.

Holzborn, Timo / Israel, Alexander, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis, in: WM 2004, 1948 ff.

Hopt, Klaus, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken: gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverfahren der Kreditinstitute, München 1975.

Hopt, Klaus, Nichtvertragliche Haftung außerhalb von Schadens- und Bereicherungsausgleich – Zur Theorie und Dogmatik des Berufsrechts und der Berufshaftung, in: AcP 183 (1983), 608 ff.

Jauernig, Othmar, Bürgerliches Gesetzbuch, 15. Auflage, München 2014, (zitiert: Jauernig/Bearbeiter, BGB).

Klöhn, Lars, Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH, in: AG 2012, 345 ff.

Kölner Kommentar zum WpHG, Herausgegeben von *Heribert Hirte* und *Thomas M. J. Möllers*, 1. Auflage 2008.

Kommentar zum WpHG, Herausgegeben von *Heinz – Dieter Assmann* und *Uwe Schneider*, 6. Auflage, Köln 2012, (zitiert: Bearbeiter, in Assmann/Schneider, WpHG).

Kommentar zum WpHG, Herausgegeben von *Andreas Fuchs*, 1. Auflage, München 2009, (zitiert: Bearbeiter, in Fuchs, WpHG).

Köndgen, Johannes, Die Einbeziehung Dritter in den Vertrag, in: Karlsruher Forum, 1998, Egon Lorenz (Hrsg.), Karlsruhe 1999, 3 ff.

Korth, Peter, Die Dritthaftung der Ratingagenturen, 1. Auflage, 2010.

Kötz, Hein / Schäfer, Hans – Bernd, *Judex oeconomicus*, 2003.

Kübler, Friedrich, Rechtsfragen des Ratings, in: Vorzeitige Beendigung von Finanzierungen, Rating von Unternehmen, Bankrechtstag, 1996, Band 8, 115 ff.

Kübler, Friedrich, Transparenz am Kapitalmarkt, in: AG 1977, 85 ff.

Leipziger Kommentar zum Strafgesetzbuch, Herausgegeben von *Heinrich Wilhelm Laufhütte, Ruth Rissing – van Saan* und *Klaus Tiedemann*, 9ter Band, 1. Teilband, 12. Auflage, 2012, (zitiert: LeipzigerKo/Bearbeiter, StGB).

Masuch, Andreas, Anleihebedingungen und AGB – Gesetz Die Bedeutung des AGB – Gesetzes für Emissionsbedingungen von Anleihen, Band 88, 2001.

Medicus, Dieter, Anmerkung zum BGH, Urteil v. 10.11.1994 – III ZR 50/94, in: JZ 1995, 308 ff.

Meixner, Stefan, Wirtschaftspolitische Stabilisierung der Aktienmärkte und die Rolle der Ratingagenturen, Berlin 2009.

Mertens, Hans-Joachim, Deliktsrecht und Sonderprivatrecht – Zur Rechtsfortbildung des deliktischen Schutzes von Vermögensinteressen, in: AcP 178 (1978), 227 ff.

Möllers, Thomas M. J. / Wecker, Christine, Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union, in: ZRP 2012, 106 ff.

Mülbert, Peter O., Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen, in: ZHR 2013, 161 ff.

Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Herausgegeben von *Franz Jürgen Sacker* und *Roland Rixecker*, Mehrere Bände, 2. Auflage, München 1986, 4. Auflage, München 2003, 5. Auflage, München 2009, 5. Auflage, München 2010, (zitiert: MüKo/Bearbeiter).

Niedostadek, André, „Rating“ Eine Einführung für Rechtsanwälte, Bank- und Unternehmensjuristen, Berlin 2006.

Palandt, Otto (Begr.), Bürgerliches Gesetzbuch, 72. Auflage, München 2013, (zitiert: Bearbeiter, in Palandt, BGB).

Päßler, Nadja M., Interessenkonflikte in der Informationsintermediation: eine ökonomische Analyse, 2007.

Prager, Christoph, Ratingagenturen: Funktionsweisen eines neuen politischen Herrschaftsinstruments, 2012.

Radow, Philipp v., Rating und Regulierung, in: ZBB 1995, 140 ff.

Reich, Hans W., Bedeutung und Chancen des Ratings für den Mittelstand, in: Handbuch Rating, *Büschgen, Hans E. und Everling, Oliver (Hrsg.)*, 2te aktualisierte und erweiterte Auflage, 2007, 3 ff.

Reithmann, Christoph / Martiny, Dieter, (Hrsg.) Internationales Vertragsrecht, 7. Auflage, 2010.

Richter, Malte, Ratings oder Credit Spreads – mögliche Anknüpfungspunkte für eine Kapitalmarktregulierung, in: WM 2008, 960 ff.

Rosenbaum, Jens, Der politische Einfluss von Rating – Agenturen, 2009.

Rosenberg, Leo / Schwab, Karl Heinz / Gottwald, Peter, Zivilprozessrecht, 17. Auflage, München 2010, (zitiert: Rosenberg / Schwab / Gottwald, Zivilprozessrecht.

Savigny, Friedrich Carl v., Das Obligationenrecht als Theil des heutigen römischen Rechts, 2 Bände, Berlin 1851 – 1853.

Schilder, Jörg, Die Verhaltenspflichten von Finanzanalysten nach dem WpHG, 2005.

Schuler, Moritz, Die Regulierung und zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Rating – Agenturen, 2012.

Schwab, Martin, Grundfälle zu culpa in contrahendo, Sachwalterhaftung und Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte nach neuem Schuldrecht, in: JuS 2002, 872 ff.

Spindler, Gerald, Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, in: NJW 2004, 3449 ff.

Staudinger, Julius v. (Begr.), Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetzen und Nebengesetzen, Einleitung zum IPR, Art.3 – 6 EGBGB, Neubearbeitung 2003; Einleitung zur Rom I-VO (Art. 1 – 10), Neubearbeitung 2011; Buch 2, Neubearbeitung 2005; Buch 2, Neubearbeitung 2006, (zitiert: Staudinger/Bearbeiter).

Teubner, Gunther, Expertise als soziale Institution: Die Internalisierung Dritter in den Vertrag, in: Liber Amicorum Eike Schmidt, 2005, 303 ff.

Vasella, David, Die Haftung von Ratingagenturen: ein Beitrag zur Expertenhaftung, Zürich 2011.

Vetter, Eberhard, Rechtsprobleme des externen Ratings, in: WM 2004, 1701 ff.

Wagner, Gerhard, Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber dem Anlegerpublikum, in: Einheit und Vielheit im Unternehmensrecht, FS für Uwe Blaurock, 2013, 467 ff.

Wagner, Gerhard, Schadensberechnung im Kapitalmarktrecht, in: ZGR 2008, 495 ff.

Wagner, Gerhard, Prävention und Verhaltenssteuerung durch Privatrecht – Anmaßung oder legitime Aufgabe?, in: AcP 206 (2006), 352 ff.

Weller, Marc-Philippe, Fehlerhafte Kapitalmarktinformation zwischen Freiheit und Haftung, in: FS für Michael Hoffmann-Becking, 2013, 1341 ff.

Weller, Marc-Philippe, Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags – Legitimation der strengen Rechtsprechungslinie von Bond bis Ille./ Deutsche Bank, in: ZBB 2011, 191 ff.

Weller, Marc-Philippe, Die Vertragstreue, 2009.

Wojcik, Karl-Philipp, Zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach europäischem Recht, in: NJW 2013, 2385 ff.