

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Inhaltsübersicht .....	VII
Abkürzungen .....	XLVII

## Erster Teil Ratings als Marktinformationen

§ 1 Ratings als Untersuchungsgegenstand .....	2
I. Einleitung .....	2
II. Der Funktionswandel des Ratings: Von der privaten Marktinformation zum Bestandteil rechtlicher Regelungen .....	5
1. Die Marktinformationsfunktion des Ratings .....	5
2. Die Regulierungsfunktion des Ratings .....	6
III. Methode und Gang der Untersuchung .....	8
1. Rechtsvergleichung als Methode und Spektrum der untersuchten Rechtsordnungen .....	8
a) Deutschland .....	9
b) Schweiz .....	10
c) U.S.A. ....	11
d) Hongkong .....	11
2. Gang der Untersuchung .....	13
<i>Erster Abschnitt: Grundlagen</i> .....	14
§ 2 Ratings als Bonitätsbeurteilungen durch Dritte: Charakteristika und Abgrenzung .....	14
I. Das Rating als Bonitätsbeurteilung .....	15
1. Die Bonität als alleiniger Aussagegegenstand eines Ratings .....	15
a) Bonität, Kreditrisiko und Kreditwürdigkeit .....	15
b) Risiken jenseits des Aussagegehalts des Ratings .....	16
c) Das verbreitete Missverständnis des Ratings als „allgemeines Gütesiegel“ .....	16
d) Mangelnder Empfehlungscharakter von Ratings .....	17
2. Das Rating als subjektive Meinung der Rating-Agentur mit Prognosecharakter .....	19
3. Ratings als relative Einstufungen in Bonitätskategorien .....	21

II. Ratings als symbolhaft ausgedrückte Bonitätseinstufungen . . . . .	22
1. Das „Ratingkürzel“ . . . . .	23
a) Ratingskala für langfristige Verbindlichkeiten der Rating-Agentur Moody's . . . . .	23
b) Ratingskala für langfristige Verbindlichkeiten der Rating-Agenturen Standard & Poor's und Fitch . . . . .	24
c) Weitere Ratingskalen . . . . .	27
2. Die begleitenden Ratingberichte . . . . .	27
III. Ratinggegenstände . . . . .	27
1. Emittentenratings . . . . .	28
2. Emissionsratings . . . . .	28
a) Anleihen . . . . .	29
b) Strukturierte Finanzinstrumente (Verbriefungen) . . . . .	30
c) Vorzugsaktien (preferred stock) . . . . .	30
3. Sovereign Ratings . . . . .	31
IV. Das Rating als Aussage eines Dritten . . . . .	34
1. Rating-Agenturen und andere Anbieter von Ratings . . . . .	34
2. „Externe“ und „interne“ Ratings . . . . .	35
3. Stellung der Rating-Agentur zwischen Emittenten (Kapitalnachfragern) und Investoren (Kapitalanbietern) . . . . .	36
a) Geschäftsmodelle der Rating-Agenturen: „investor pays“ und „issuer pays“ . . . . .	36
b) „Beauftragte“ und „unbeauftragte“ Ratings . . . . .	38
aa) Beauftragte oder „solicited“ Ratings . . . . .	38
bb) Unbeauftragte, „unsolicited“ oder „investor related“ Ratings . . . . .	39
§ 3 Die historische Entwicklung des Ratings . . . . .	41
I. Die Kreditauskunfteien als Vorgänger der Rating-Agenturen . . . . .	41
II. Entstehung und Ausbau des Ratings durch Rating-Agenturen in den U.S.A. . . . .	43
1. Gründung und Wachstum der Rating-Agenturen . . . . .	43
2. Der Übergang vom „investor pays“- zum „issuer pays“- Geschäftsmodell in den 1970er Jahren . . . . .	44
III. Die Internationalisierung des Ratings . . . . .	45
1. Die zunehmende Verwendung von Ratings außerhalb der U.S.A. . . . .	46
2. „Ratingskandale“ als Kehrseite der gestiegenen Bedeutung der Rating-Agenturen . . . . .	47
3. Ratings und die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum (ab 2010) . . . . .	48
<i>Zweiter Abschnitt: Die Marktinformationsfunktion des Ratings</i> . . . . .	50
§ 4 Grundlagen der Marktinformationsfunktion des Ratings . . . . .	50
I. Ratings als private Marktinformationen . . . . .	50
1. Die Bedeutung von Bonitätsinformationen am Finanzmarkt . . . . .	50

2. Die Rating-Agenturen als Informationsintermediäre . . . . .	51
a) Bedeutung der Marktinformationsfunktion des Ratings für die Marktteilnehmer . . . . .	52
b) Bedeutung der Marktinformationsfunktion des Ratings für die Funktionsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte . . . . .	53
II. Ratings im Informationssystem des Finanzmarkts . . . . .	54
1. Private Marktinformationen und gesetzliche Pflichtpublizität . . . . .	54
2. Rating-Agenturen und andere Informationsintermediäre („gatekeeper“) . . . . .	56
§ 5 Der Informationswert von Ratings am Kapitalmarkt: Empirische Befunde und informationstheoretische Begründung . . . . .	58
I. Einleitung . . . . .	58
II. Ergebnisse der empirischen Kapitalmarktforschung . . . . .	59
1. Marktreaktionen auf Ratingveröffentlichungen als Beweis ihres Informationswertes . . . . .	60
a) Anleihenurse . . . . .	61
b) Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps) . . . . .	63
c) Aktienurse . . . . .	64
2. Auffälligkeiten in den Marktreaktionen und Rückschlüsse auf den Informationswert des Ratings . . . . .	66
a) Markt Anpassungen bereits vor Ratingänderungen – Irrelevanz für Informationswert und „through the business cycle“-Methode der Rating-Agenturen . . . . .	67
b) Stärkere Marktreaktionen bei Herabstufungen von Ratings als bei Heraufstufungen . . . . .	68
c) Besonders heftige Marktreaktionen bei Ratingänderungen an der „investment grade“-/„non-investment grade“-Schwelle . . . . .	70
d) Marktreaktionen auch auf die Veröffentlichung unbeauftragter Ratings . . . . .	71
III. Theoretische Begründung auf der Grundlage informations- ökonomischer Modellannahmen: . . . . .	71
1. Neoklassische Theorie: Hypothese des effizienten Kapitalmarktes und Rationalmodell . . . . .	72
a) Informationsökonomische Begründung der empirischen Marktreaktionen auf Ratings bei informationseffizientem Kapitalmarkt . . . . .	73
aa) Fehlender Informationswert von Ratings am informations- effizienten Kapitalmarkt? . . . . .	73
bb) „Regulatory license theory“ (Partnoy): Regulierungsfunktion des Ratings als alleiniger Grund für Marktreaktionen am informationseffizienten Kapitalmarkt . . . . .	74
cc) Kritik . . . . .	74

(1) Verarbeitung vertraulicher Emittenteninformationen im Rating als (teilweise) Erklärung des Informationswerts selbst an informationseffizienten Märkten . . . . .	75
(2) Fehlende Erklärbarkeit der Marktreaktionen allein durch die Regulierungsfunktion des Ratings . . . . .	77
b) Hypothese des effizienten Kapitalmarktes und Rationalmodell als Grundlagen geltender gesetzlicher Publizitätsregelungen . . . . .	79
aa) U.S.-amerikanisches Kapitalmarktrecht: Efficient Market Hypothese als anerkannte Grundlage des gesetzlichen Publizitätssystems . . . . .	80
bb) Deutsches, schweizerisches und Hongkonger Kapitalmarktrecht: Efficient Market Hypothese und Rationalmodell als Grundlage einzelner Publizitätspflichten . . . . .	81
2. Neoinstitutionalistische Theorie . . . . .	83
a) Informationswert von Ratings infolge von Informations- kostenvorteilen? . . . . .	84
b) Fehlende Erklärbarkeit der Marktreaktionen auf Ratingänderungen, die ausdrücklich keine Neubewertung der Bonität signalisieren . . . . .	84
aa) Marktreaktionen auf die technische Verfeinerung der Moody's-Ratingskala (1982) . . . . .	84
bb) Marktreaktionen auf die Herabstufung des ThyssenKrupp- Ratings infolge einer internen Ratingmethodeänderung (2003) . . . . .	85
IV. Eigener Erklärungsansatz: Die Codierung der Information als Grund des Informationswertes von Ratings . . . . .	87
1. Die Aufnehmbarkeit der in Ratingkürzeln codierten Informationen durch die Informationsadressaten . . . . .	88
a) Mangelnde Berücksichtigung der begrenzten Informations- aufnahmekapazität „realer“ Marktteilnehmer durch Rationalmodell und Verhaltensökonomik . . . . .	88
b) Die Codierung der Information als Grund für die effektive Aufnahme von Ratings durch „reale“ Marktteilnehmer . . . . .	89
2. Die einfache Verarbeitbarkeit der in Ratingkürzeln codierten Bonitätseinstufungen . . . . .	93
a) Informationsverarbeitung und Verhaltensökonomik . . . . .	93
b) Der standardisierte, global einheitliche Aussagegehalt von Ratings . . . . .	94
V. Zusammenfassung . . . . .	95

## Zweiter Teil

Regulierung durch Ratings: Die rechtliche Indienstnahme  
von Ratings im Rechtsvergleich

<i>Erster Abschnitt: Regulierung von Banken</i> . . . . .	100
§ 6 Ratings und Eigenmittelanforderungen an Banken („Basel II“ und „Basel III“) . . . . .	100
I. Einleitung . . . . .	100
II. Rechtslage vor „Basel II“ . . . . .	102
1. „Basel I“ . . . . .	102
a) Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht . . . . .	102
b) „Basel I“ und die begrenzte regulatorische Verwendung von Ratings . . . . .	103
aa) Ratingunabhängige Kreditrisikobewertung unter „Basel I“ . . . . .	103
bb) Revidierter Basel I-Akkord (1996): Ratings als Bewertung des Marktrisikos . . . . .	104
2. EG-Kapitaladäquanrichtlinie 93/6/EWG: Fakultative Bewertung des Marktrisikos durch Ratings . . . . .	106
3. Einzelne Rechtsordnungen . . . . .	107
a) Deutsches und europäisches Recht: Zögerliche Ratingverwendung für Zwecke der Marktrisikobewertung . . . . .	107
b) Schweizer Recht: Starkes Abstellen auf Ratings für Zwecke der Marktrisikobewertung . . . . .	108
c) U.S.-amerikanisches Recht: Bereits frühes Abstellen auf Ratings . . . . .	109
aa) Bedeutung von Ratings im Verfahren der aufsichts- behördlichen Bankenzulassung (ab 1930) . . . . .	110
(1) Rating von Anleihen im Bankenportfolio und Beurteilung der finanziellen Lage der Bank . . . . .	110
(2) Baldige Überlagerung durch ratingbasierte Anlagevorschriften . . . . .	111
bb) Ratings und Marktrisikobewertung nach „Basel I“ . . . . .	112
d) Hongkonger Recht: Abstellen auf „investment grade“-Rating für Zwecke der Marktrisikobewertung . . . . .	112
III. „Basel II“ . . . . .	113
1. Der Basel II-Akkord und seine regulatorische Verwendung von Ratings . . . . .	113
2. Die ratingbasierte Bewertung von Kreditrisiken unter „Basel II“ im Einzelnen . . . . .	114
a) Standardansatz: Die Maßgeblichkeit externer Ratings . . . . .	114
aa) Externe Ratings als Risikogewichtung der Bankaktiva . . . . .	114
bb) Kritik an der zentralen regulatorischen Bedeutung des Ratings . . . . .	115
b) IRB-Ansatz: Die Maßgeblichkeit „interner“ Ratings . . . . .	116
c) Eigenmittelunterlegung bei Verbriefungen: Die durchgehende Maßgeblichkeit externer Ratings . . . . .	119

3. Erfordernis der staatlichen Anerkennung von Rating-Agenturen als Voraussetzung für die regulatorische Ratingverwendung . . . . .	121
4. Begrenzte Änderungen durch „Basel III“ . . . . .	123
5. Umsetzung und praktische Relevanz der ratingspezifischen Regelungen des Basel II/III-Akkords in den einzelnen Rechtsordnungen . . . . .	124
a) Deutschland . . . . .	124
b) Schweiz . . . . .	126
c) U.S.A. . . . .	127
aa) Vor „Basel III“: Verwendung von Ratingbezugnahmen nur im IRB-Ansatz (Verbriefungen) . . . . .	127
bb) Seit „Basel III“: Vollständiger Verzicht auf Ratingbezugnahmen . . . . .	128
d) Hongkong . . . . .	129
IV. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	130
1. Rechtsvergleichender Befund . . . . .	130
2. Bewertung der Regulierungsfunktion des Ratings im Basler Akkord . . . . .	131
3. Zweckwidrige Lücke in den Ratinganforderungen des Eigenmittelrechts? Die ratingunabhängige Privilegierung von Staatsanleihen in Bankenportfolien . . . . .	133
§ 7 Die Bedeutung von Ratings im Rahmen sonstiger rechtlicher Vorgaben für Banken und andere Finanzinstitute . . . . .	137
I. Die Beschränkung zulässiger Bankeninvestitionen auf Finanzinstrumente mit einem bestimmten Mindestrating . . . . .	137
1. U.S.-amerikanisches Recht: Umfassendes Verbot von Bankeninvestitionen in Fremdkapitaltitel privater Emittenten unterhalb des „investment grade“ . . . . .	138
a) Der Glass–Steagall Act und seine Anlagevorschriften für Banken . . . . .	138
aa) Mindestbonitätsvorgaben für Bankeninvestitionen . . . . .	139
bb) Die Erfindung des ratingabhängigen „investment grade“ . . . . .	140
b) Übernahme der „investment grade“-Grenze durch andere Bankenaufsichtsbehörden . . . . .	142
c) Folgen der strikten Mindestratingvorgabe . . . . .	143
aa) Erhöhte Bedeutung des Ratings am Anleihenmarkt . . . . .	143
bb) Durchbruch für die Regulierungsfunktion des Ratings im U.S.-amerikanischen Recht . . . . .	144
d) Beseitigung der geschriebenen Mindestratingvorgabe infolge des Dodd–Frank Acts (2013) . . . . .	145
aa) Selbstbeurteilung der Bonität durch investierende Bank statt Drittbeurteilung der Bonität durch Rating-Agenturen . . . . .	146
bb) Gleichwohl fortdauernde Bedeutung des Ratings . . . . .	147
cc) Ergebnis: Primär formelle Umgestaltung der Regelung . . . . .	148
2. Deutsches Recht: Beschränkte ratingbasierte Vorgaben für Investitionen bestimmter Spezialbanken in Fremdkapitaltitel . . . . .	148
a) Investitionen von Bausparkassen in Schuldverschreibungen mit „investment grade“-Rating (§ 4 Abs. 3 Nr. 5 BausparkG) . . . . .	148

b) Deckungsstockfähigkeit ausländischer öffentlicher Schuldverschreibungen nach § 4 Abs. 1 PfandBG	149
II. Die Sicherung der Liquidität von Banken und anderen Finanzinstituten	150
1. Präventive Anforderungen an die Bankenliquidität	151
a) Hohe Ratingeinstufung als Indikator der kurzfristigen Liquidierbarkeit von Schuldverschreibungen	152
b) Bewertung	153
2. Präventive Anforderungen an die Liquidität anderer Finanzinstitute	154
a) Die U.S.-amerikanische „net capital rule“ für broker-dealer	154
aa) Die „net capital rule“ als ratingbasierte Liquiditätsregelung (bis 2014)	155
bb) Auswirkungen auf die Regulierungsfunktion des Ratings im Allgemeinen	157
(1) Schaffung der Kategorie der „Nationally Recognized Statistical Rating Organization“ (NRSRO)	157
(2) Übernahme des „NRSRO“-Begriffs auch in andere ratingbasierte Regelungen	159
cc) Streichung ausdrücklicher Ratingbezugnahmen aus der „net capital rule“ infolge des Dodd-Frank Acts (2014)	160
b) Liquiditätsanforderungen an Finanzintermediäre im Hongkonger Recht	162
3. Sicherung der Bankenliquidität durch Zentralbanken	163
a) Mindestrating als Voraussetzung für die Zentralbankfähigkeit von Sicherheiten	163
aa) Liquiditätszufuhr über geldpolitische Instrumente	163
bb) Anlassbezogene Liquiditätszufuhr (lender of last resort)	165
b) Zweck und Folgen der regulatorischen Ratingverwendung	166
III. Weitere ratingbasierte Vorgaben	168
1. Vorgaben zur Unternehmensverfassung von Banken	168
2. Bonitätsanforderungen an Sicherungsmechanismen für Banken und andere Finanzinstitute	169
IV. Zusammenfassende Würdigung	171
 <i>Zweiter Abschnitt: Regulierung von Markteintritt und -teilnahme an den Finanzmärkten</i>	
§ 8 Rating und Zugang zum Kapitalmarkt bei Anleihen	173
I. Ein allgemeines Ratingobligatorium?	173
1. Status quo: Kein Ratingobligatorium in den untersuchten Rechtsordnungen	175
2. Ratingobligatorien als Mittel der Marktregulierung	176
a) Verfolgte Regelungszwecke	177
b) Bewertung	177

II. Rating und die Zulassung von Anleihen zu organisierten Märkten . . . . .	178
1. „Investment grade“-Rating als Voraussetzung der Börsenzulassung in der Schweiz (1985–1990) . . . . .	179
a) Raterfordernis für Anleihen ausländischer Emittenten in den Richtlinien der Schweizerischen Zulassungsstelle . . . . .	179
b) Kritik und Abschaffung des Raterfordernisses . . . . .	181
2. „B“-Mindestrating als Voraussetzung für die Börsenzulassung am New York Stock Exchange . . . . .	182
3. Rating als Voraussetzung für die Zulassung zu „Mittelstandsegmenten“ deutscher Börsen (seit 2010) . . . . .	183
a) Ausgestaltung der Raterfordernisse . . . . .	183
b) Zweck der Raterfordernisse . . . . .	185
c) Bewertung: Missverständnisse hervorrufendes Raterfordernis auf einem Marktsegment für Privatanleger . . . . .	185
aa) Erfordernis lediglich eines Emittentenratings als Problem . . . . .	186
bb) Dominanz zwar behördlich, aber nicht am Markt anerkannter Rating-Agenturen als Problem . . . . .	187
4. „Investment grade“-Rating als Grund für verfahrensmäßige Privilegierung bei der Börsenzulassung in Hongkong . . . . .	188
5. „Investment grade“-Rating als Grund für steuerliche Privilegierung in Hongkong . . . . .	189
6. Tendenz: Markteintrittspublizität statt regulatorische Bonitätsanforderungen . . . . .	190
III. Faktischer Zwang zum Rating: Das Rating als Markteintrittsvoraussetzung bei „traditionellen“ Anleihen . . . . .	191
1. Rating als standardisierte und international verständliche Marktinformation . . . . .	192
2. Ratingbasierte Anlagebeschränkungen für institutionelle Investoren . . . . .	194
3. Rating als Voraussetzung für öffentliche wie private Anleiheplatzierungen . . . . .	195
IV. Zusammenfassung . . . . .	196
§ 9 Ratings und gesetzliche Markteintrittspublizität . . . . .	198
I. Einleitung . . . . .	198
II. Pflicht zur Angabe von Ratings in Wertpapierprospekten . . . . .	199
1. Deutsches und europäisches Prospektrecht . . . . .	199
a) Richtigkeit und Vollständigkeit des Wertpapierprospekts nach §§ 21 f. WpPG (§ 44 BörsG a.F.) . . . . .	199
aa) Die Entscheidung des Landgerichts Frankfurt a.M. zur Prospekthaftung bei der Bond-DM-Anleihe . . . . .	200
bb) Die herrschende Gegenansicht im Schrifttum . . . . .	201
cc) Stellungnahme . . . . .	201
(1) Ziel der Prospektpublizität als entscheidender Ansatzpunkt . . . . .	202

(2) Inhalt und Grenzen der ratingbezogenen Prospekt- publizität . . . . .	203
b) Ratingspezifische Anforderungen nach der EG-ProspektVO . . . . .	206
aa) Verhältnis von EG-ProspektVO und deutschem Prospekt- haftungsrecht (§§ 21 ff. WpPG) . . . . .	206
bb) Pflicht zur Angabe von Ratings in Prospekten nach der EG-ProspektVO . . . . .	207
c) Zwischenergebnis: Ratings und Prospektspflicht im unionsrechtlich harmonisierten deutschen Recht . . . . .	209
2. Schweizerisches Prospektrecht . . . . .	209
a) Pflicht zur Angabe von Ratings in Emissionsprospekten . . . . .	209
aa) Selbstregulierung durch die Schweizerische Bankier- vereinigung . . . . .	209
bb) Gesetzliche Prospektspflicht (Art. 1156 i.V.m. Art. 652a OR) . . . . .	212
b) Pflicht zur Angabe von Ratings in Kotierungsprospekten . . . . .	214
c) Zwischenergebnis: Ratings und Prospektspflicht in der Schweiz . . . . .	216
3. U.S.-amerikanisches Prospektrecht . . . . .	216
a) Keine Pflicht zur Angabe von Ratings in Prospekten . . . . .	217
aa) Freiwilligkeit von Ratingangaben im Prospekt . . . . .	217
bb) Historische Versuche der SEC zur Einführung einer Pflicht zur Angabe von Ratings in Prospekten . . . . .	218
b) Förderung der freiwilligen Ratingangabe durch regulatorische Privilegien . . . . .	220
aa) Rule 436(g) zum Securities Act of 1933 (1982–2010) . . . . .	222
(1) Die Entbehrlichkeit des Einverständnisses von NRSROs zur Ratingangabe im Prospekt . . . . .	222
(2) Die Freistellung der NRSRO von der Prospekthaftung als Ausgleich . . . . .	222
(3) Die Aufhebung der Rule 436(g) durch den Dodd–Frank Act (2010) . . . . .	224
bb) Ratings in „tombstone advertisements“ . . . . .	225
c) Empfehlungen zu Inhalt und Form von Ratingangaben . . . . .	227
4. Hongkonger Prospektrecht . . . . .	227
5. Zusammenfassung . . . . .	228
III. Reduktion gesetzlicher Publizitätsvorgaben bei Emissionen mit bestimmtem Mindestrating: Das Rating als Prospekt- substitut . . . . .	229
1. U.S.-amerikanisches Recht: Ausnahme kurzfristiger Schuld- verschreibungen mit hohem Rating von der Registrierungs- und Prospektspflicht (§ 3(a)(3) Securities Act of 1933) . . . . .	229
2. U.S.-amerikanisches Recht: Einschränkung der Registrierungs- und Prospektspflicht für Fremdkapitaltitel mit „investment grade“- Rating (bis 2011) . . . . .	232
a) Stark reduzierter Prospektinhalt bei Anleihen und preferred stock mit „investment grade“-Rating (Form S–3 zum Securities Act of 1933) (bis 2011) . . . . .	232

aa) Abgestufte gesetzliche Markteintrittspublizität unter Zugrundelegung der Efficient Market Hypothesis . . . . .	232
bb) Das „investment grade“-Rating als Beweis der effektiven Emittentenüberwachung durch die Rating-Agenturen sowie als Investoreninformation . . . . .	233
cc) Kritik an der Regulierungsfunktion des Ratings in Form S–3 . . . . .	235
dd) Aufhebung der Ratingbezugnahme in Form S–3 in Umsetzung des Dodd–Frank Acts (2011) . . . . .	236
b) „Shelf registration“ bei Anleihen und preferred stock mit „investment grade“-Rating (Rule 415 zum Securities Act of 1933) (bis 2011) . . . . .	237
3. Schweizer Prospektrecht: Emissionsrating als Substitut für Angaben zur Emittentenfinanzlage bei Anleihen deutscher Bundesländer . . . . .	238
IV. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	239
1. Rechtsvergleichender Befund . . . . .	239
a) Regelungsphilosophien der Prospektrechte . . . . .	239
b) Prospektpflichtigkeit von Ratings . . . . .	240
c) Rating als Prospektsubstitut . . . . .	241
2. Bewertung . . . . .	241
§ 10 Ratings am Markt für komplexe Finanzinstrumente . . . . .	244
I. Einleitung . . . . .	244
1. „Komplexe“ Finanzinstrumente als faktisches und rechtliches Phänomen . . . . .	244
a) Spielarten komplexer Finanzinstrumente . . . . .	245
b) Komplexe Finanzinstrumente als Schuldverschreibungen besonderer Art . . . . .	246
c) Dominanz institutioneller Investoren . . . . .	247
2. Ratingabhängigkeit des Marktes für komplexe Finanzinstrumente . . . . .	248
a) Bedeutung des Marktes aus Sicht der Rating-Agenturen . . . . .	249
b) Mangel an aufnehm- und verarbeitbaren Informationen über komplexe Finanzinstrumente als Grund der Ratingbedeutung aus Sicht der Investoren . . . . .	249
c) Bedeutung der Regulierungsfunktion des Ratings . . . . .	251
II. Ratings und Regulierung des Marktzugangs für komplexe Finanzinstrumente . . . . .	251
1. Rating als rechtliche Voraussetzung für die Zulassung komplexer Finanzinstrumente zu organisierten Märkten . . . . .	251
a) Hongkonger Recht: „A“-Rating als Voraussetzung für die Börsen- zulassung bestimmter strukturierter Finanzinstrumente . . . . .	251
b) Schweizer Recht: Rating als Voraussetzung für die Börsen- zulassung von Asset-Backed Securities . . . . .	252
2. U.S.-amerikanisches Recht: „Investment grade“-Rating als Substitut für aufsichtsrechtlichen Anlegerschutz bei strukturierten Finanz- instrumenten (Rule 3a–7 zum Investment Company Act of 1940) . . . . .	253

a)	Rule 3a-7 als ratingabhängige Freistellung von dem umfassenden Anlegerschutzregime des Investment Company Act of 1940 . . . . .	255
b)	Rating durch Rating-Agenturen als Ersatz für die aufsichtsbehördliche Überwachung der Corporate Governance des Emittenten . . . . .	255
aa)	Zweck des „investment grade“-Mindestratings . . . . .	256
bb)	Die Mindestratingvorgabe der Rule 3a-7 im Einzelnen . . . . .	258
(1)	„Investment grade“-Schwelle auch bei strukturierten Finanzprodukten . . . . .	258
(2)	Regulatorische Ermöglichung eines Ein-Rating-Standards am Markt für strukturierte Finanzprodukte . . . . .	259
(3)	Anerkennung und Unabhängigkeit der Rating-Agentur . . . . .	259
(4)	Fortlaufende Überwachung der Finanzproduktstrukturen als Aufgabe der Rating-Agenturen . . . . .	260
c)	Fortbestand der Ratingbezugnahmen in Rule 3a-7 trotz des Dodd-Frank Acts . . . . .	261
3.	Mindestrating als rechtliche Voraussetzung für den Erwerb komplexer Finanzinstrumente durch regulierte institutionelle Investoren . . . . .	261
a)	U.S.-amerikanisches Recht: Einheitliches Mindestrating für Investitionen in „mortgage related securities“ (Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984) . . . . .	262
aa)	Förderung privater Hypothekenkreditverbriefungen als Regelungsziel . . . . .	262
bb)	Einführung eines einheitlichen „AA“-Mindestratings für Investitionen durch institutionelle Investoren als Mittel . . . . .	263
cc)	Auswirkungen des einheitlichen Mindestratings und Kritik an der regulatorischen Ratingverwendung . . . . .	264
dd)	(Einstweilen schwebende) Beseitigung des Mindestratings infolge des Dodd-Frank Acts . . . . .	265
b)	Ratingabhängige Eigenmittelanforderungen beim Erwerb strukturierter Finanzinstrumente durch Banken („Basel II“) . . . . .	266
c)	U.S.-amerikanisches Recht: Ausnahmslose Ratingvorgabe für den Erwerb von Asset-Backed Securities durch Geldmarktfonds . . . . .	267
III.	Ratings und gesetzliche Markteintrittspublizität bei komplexen Finanzinstrumenten . . . . .	268
1.	Pflicht zur Angabe bestehender Ratings in Prospekten und funktionsäquivalenten Dokumenten . . . . .	268
a)	Selbstregulierung in der Schweiz: Pflicht zur Ratingangabe im vereinfachten Prospekt für strukturierte Produkte . . . . .	268
b)	U.S.-amerikanisches Recht: Pflicht zur Ratingangabe in Registrierungserklärungen für Asset-Backed Securities (Regulation AB) . . . . .	270
c)	Hongkonger Recht: Pflicht zur Ratingangabe in der „formellen Bekanntgabe“ der Börsenzulassung strukturierter Produkte . . . . .	272
d)	Deutsches und europäisches Recht: Keine ausnahmslose Pflicht zur Ratingangabe in Prospekten für komplexe Finanzinstrumente . . . . .	272

2. Reduktion gesetzlicher Publizitätsvorgaben bei komplexen Finanzinstrumenten mit „investment grade“-Rating: Das Rating als Prospektsubstitut	273
a) Anlegerschutz durch Markteintrittspublizität vs. flexible Emissionsdurchführung bei Asset-Backed Securities	274
b) Vorschläge zur ratingunabhängigen Neuregelung von „shelf registrations“ und Kritik	275
aa) Neugefasster Regelungsvorschlag der SEC (2011)	276
bb) Bewertung	276
3. Platzierung komplexer Finanzinstrumente jenseits der gesetzlichen Markteintrittspublizität	278
a) Ausnahmen von der gesetzlichen Markteintrittspublizität	278
b) Die Erstellung „privater“ Ratings als Folge	279
IV. Zusammenfassende Würdigung	280
1. Rechtsvergleichender Befund	281
a) Ratings als gesetzliche Marktzugangsvoraussetzung	281
b) Ratings und gesetzliche Markteintrittspublizität	282
c) Inhaltliche Besonderheiten der regulatorischen Ratingverwendung	282
2. Marktgetriebene Besonderheiten der „Gatekeeper“-Rolle der Rating-Agenturen	283
a) Das Rating als Beurteilung der Bonität komplexer Finanzinstrumente	283
aa) Modellbasierte Beurteilung	284
bb) Beurteilung nach Tranchen	286
cc) Keinerlei Aussagegehalt des Ratings zu sonstigen Risiken	286
b) Rating-Agenturen als „Berater“ bei der Emission komplexer Finanzinstrumente mit maßgeschneiderter Bonität	288
3. Erhöhte Wettbewerbsintensität unter den Rating-Agenturen und „rating shopping“	289
a) Modelldivergenzen als ratinganbietergetriebene Voraussetzung	290
b) „Ein-plus-Rating(s)“-Standard als weitere (ratingnachfragergetriebene) Voraussetzung	290
§ 11 Ratings und gesetzliche Marktteilnahmepublizität	292
I. Einleitung	292
II. Information des Marktes über Bonitätsurteile: Die Publizitätspflichtigkeit von Ratings und Ratingänderungen	293
1. Publizitätspflicht des Emittenten	294
a) Deutsches Recht: Ad hoc-Publizitätspflicht des Emittenten gemäß § 15 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 13 WpHG	294
aa) Ratings und der Begriff der „Insiderinformation“ i.S. des § 13 Abs. 1 WpHG	295
(1) Das Rating als nicht öffentlich bekannter Umstand	295
(2) Eignung der Information zur Kursbeeinflussung	297

bb) Ausschließlich aufgrund öffentlich bekannter Umstände erstellte Bewertungen (§ 13 Abs. 2 WpHG) – unsolicited ratings . . . . .	297
cc) Weitere Voraussetzungen einer Emittentenpflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen . . . . .	299
(1) Ratings als Insiderinformationen, die den Emittenten „unmittelbar“ betreffen, § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG? . . . . .	299
(2) Vertraulichkeitsausnahme, § 15 Abs. 3 WpHG . . . . .	302
b) Schweizerisches Recht: Ad hoc-Publizitätspflicht des Emittenten gemäß Art. 53 KR . . . . .	304
aa) Rating als kursrelevante Tatsache, Art. 53 Abs. 1 Satz 1, 2 KR . . . . .	304
bb) Irrelevanz eines öffentlichen Bekanntseins des Ratings? . . . . .	306
cc) Eintritt externer Ratings „im Tätigkeitsbereich“ des Emittenten, Art. 53 Abs. 1 Satz 1 KR? . . . . .	306
dd) Suspendierung der Ad hoc-Publizitätspflicht bei Vertraulichkeit, Art. 54 KR . . . . .	307
ee) Ergebnis . . . . .	308
c) Marktteilnahmepublizitätspflicht des Emittenten nach U.S.-amerikanischem Recht . . . . .	308
aa) Form 8-K . . . . .	308
bb) Rule 15c2-12: Continuing Disclosure Agreements bei öffentlichen Anleihen . . . . .	311
cc) Marktteilnahmepublizität aufgrund von Börsenrichtlinien . . . . .	313
d) Hongkonger Recht . . . . .	314
2. Eigene Ad hoc-Publizitätspflicht der Rating-Agentur . . . . .	315
a) Deutsches und europäisches Recht: Publizitätspflicht der Rating-Agentur . . . . .	315
b) Schweizer, U.S.-amerikanisches und Hongkonger Recht: Keine Ad hoc-Publizitätspflicht von Rating-Agenturen . . . . .	317
III. Rating-Agenturen als privilegierte Informationsempfänger: Ad hoc-Publizität und informationelle Gleichbehandlung . . . . .	317
1. Die informationelle Privilegierung der Rating-Agenturen im deutschen und europäischen Recht . . . . .	317
a) Die grundsätzliche Gleichbehandlung aller Informationsadressaten im Rahmen der Ad hoc-Publizität . . . . .	317
aa) Insiderrechtliches Weitergabeverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) . . . . .	318
bb) Ad hoc-Publizitätspflicht (§ 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG) . . . . .	319
b) Die begrenzte Privilegierung zur Vertraulichkeit verpflichteter Informationsadressaten durch § 15 Abs. 1 Satz 4 WpHG . . . . .	320
aa) Die (gestrichene) ratingspezifische Ausnahme von der Publizitätspflicht im Kommissionsvorschlag zur EG-Marktmissbrauchsrichtlinie . . . . .	321
bb) Die eingeschränkte Ad hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 Abs. 1 Satz 4 WpHG und die Emittentenkommunikation mit Rating-Agenturen . . . . .	322

2. Schweizerisches Recht: Strikte informationelle Gleichbehandlung ohne Privilegien zugunsten der Rating-Agenturen . . . . .	323
3. U.S.-amerikanisches Recht: Informationelle Privilegierung der Rating-Agenturen durch die Regulation FD . . . . .	323
a) Kommunikation mit Informationsintermediären als Regelungsgegenstand der Regulation FD . . . . .	324
b) Spezifische Nichtanwendbarkeit auf Rating-Agenturen (2000–2010) . . . . .	325
c) Streichung der spezifischen Privilegierung von Rating-Agenturen in Umsetzung des Dodd–Frank Acts (2010) . . . . .	326
d) Gleichwohl fortgeltende informationelle Privilegierung von Rating-Agenturen . . . . .	327
4. Hongkonger Recht: Strikte informationelle Gleichbehandlung ohne Privilegien zugunsten der Rating-Agenturen . . . . .	328
IV. Organisatorische Absicherung der informationellen Gleichbehandlung: Die Pflicht der Rating-Agenturen zur Führung von Insiderverzeichnissen . . . . .	329
1. Deutsches Recht: Pflicht der Rating-Agentur zur Führung eines Insiderverzeichnisses gemäß § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG . . . . .	329
2. Keine Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen in der Schweiz . . . . .	330
V. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	331
1. Publizitätspflicht des Emittenten bezüglich Ratingänderungen . . . . .	331
2. Publizitätsrechtliche Privilegierung der Rating-Agenturen als Informationsempfänger . . . . .	333
3. Publizitätsrechtliche Pflichten der Rating-Agenturen . . . . .	334
<i>Dritter Abschnitt: Regulierung von Marktteilnehmern</i> . . . . .	335
§ 12 Die ratingbasierte Regulierung institutioneller Investoren am Beispiel von Fonds . . . . .	335
I. Einleitung . . . . .	335
II. Gesetzliche Vorgaben für Investitionen durch Fonds . . . . .	336
1. Deutsches und Schweizer Recht: Keine allgemeinen Ratingvorgaben für Investitionen durch Fonds . . . . .	338
2. U.S.-amerikanisches und Hongkonger Recht: Strikte Mindestratings für Investitionen durch trust funds . . . . .	339
a) U.S.-amerikanisches Recht: „legal investment lists“ . . . . .	339
b) Hongkonger Recht: „A“-Mindestrating . . . . .	340
3. Indirekt wirkende Mindestratings für Investitionen durch Geldmarktfonds . . . . .	341
a) U.S.-amerikanisches Recht: Rule 2a–7 zum Investment Company Act . . . . .	341
aa) Rule 2a–7 zwischen ratingbasierter Bewertungsregelung und Marktzugangsstandard . . . . .	341

bb) Inhalt, Zweck und Wirkungen der Ratingvorgabe in Rule 2a–7 . . . . .	344
(1) Die Sicherung der Portfolioqualität durch Mindestrating- vorgabe . . . . .	344
(2) Ratingvorgabe als Begrenzung von Kredit- und allgemeinem Marktrisiko . . . . .	346
(3) Auswirkungen der Ratingvorgabe . . . . .	348
(a) Auswirkungen auf den Markt für Commercial Paper . . . . .	348
(b) Auswirkungen auf die Pflicht der Fondsleitung zur eigenständigen Bonitätsprüfung . . . . .	348
(c) (Bloße) Prüfungspflicht des Fonds bei Rating- herabstufungen . . . . .	349
cc) (Bislang) Fortbestand der Ratingbezugnahmen in Rule 2a–7 trotz des Dodd–Frank Acts . . . . .	350
b) Europäisches und deutsches Recht . . . . .	351
aa) OGAW-Richtlinie, CESR-Leitlinien und Fondskategorien- Richtlinie der BaFin . . . . .	351
bb) Künftige Beseitigung der regulatorischen Ratingverwendung durch EU-GeldmarktfondsVO? . . . . .	353
4. Mindestratings und Risikobegrenzung bei bestimmten Anlagetechniken . . . . .	355
a) EG-Recht (OGAW-Richtlinie): Ratings und Gegenparteirisiko bei Investitionen richtlinienkonformer Fonds in Geldmarkt- instrumente . . . . .	355
b) Ratings und ausreichende Sicherheiten bei Wertpapierleihen (Securities Lending) . . . . .	357
aa) Schweizer Recht: Effektenleihe durch Effektenfonds . . . . .	357
bb) Deutsches Recht: Wertpapier-Darlehen durch richtlinien- konforme Fonds (bis 2013) . . . . .	358
c) Ratings und Zulässigkeit von Pensionsgeschäften . . . . .	359
aa) Schweizer Recht: Ratings und zulässiger Gegenstand von Pensionsgeschäften . . . . .	360
(1) Mindestrating bei Reverse Repos . . . . .	360
(2) Ratingvorgabe zur Begrenzung von Kredit- oder Marktrisiko? . . . . .	360
bb) U.S.-amerikanisches Recht: Mindestratings bei Pensions- geschäften . . . . .	362
(1) Mindestratingvorgabe für den Gegenstand privilegierter Pensionsgeschäfte (Rule 5b–3) . . . . .	362
(2) Ratingvorgabe zur Begrenzung von Markt- und Liquiditätsrisiko . . . . .	364
(3) Keine Auswirkung des Dodd–Frank Acts auf Fortbestand der Ratingbezugnahme in Rule 5b–3 . . . . .	365
d) Schweizer Recht: Ratings und Gegenparteirisiko bei Derivatgeschäften . . . . .	366

III. Private Regelungszu Investitionen durch Fonds:	
Ratingbezugnahmen in internen Anlagerichtlinien . . . . .	367
1. Regulierungsfunktion des Ratings in internen Anlagerichtlinien . . . . .	367
2. Das „investment grade“ als einheitliches Mindestrating . . . . .	369
IV. Verbot eines übermäßigen Rückgriffs auf Ratings . . . . .	370
1. Europäisches und deutsches Fondsrecht: Verbot des übermäßigen Rückgriffs auf Ratings . . . . .	370
2. Zweck der Regelung und Bewertung . . . . .	371
V. Ratings als Konkretisierung allgemeiner Sorgfaltsmaßstäbe für Investitionen durch Fonds . . . . .	372
VI. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	374
1. Rechtsvergleichender Befund . . . . .	374
2. Bewertung . . . . .	375
§ 13 Ratings im Recht der Unternehmensfinanzierung . . . . .	377
I. Einleitung . . . . .	377
II. Rechtliche Bedeutung des Ratings für die Fremdfinanzierung von Unternehmen . . . . .	378
1. Fehlende rechtliche Determinierung der Finanzierungsstruktur von Unternehmen . . . . .	378
2. Rating-Agenturen als private Standardsetzer . . . . .	379
a) Ratinginduzierte Eigenkapitalquote als Grenze der Fremdfinanzierung . . . . .	380
b) „Hybride“ Formen der Unternehmensfinanzierung als ratinggetriebenes Phänomen . . . . .	381
3. Pflicht der Unternehmensleitung zur Beauftragung einer Rating-Agentur? . . . . .	382
III. Eigenkapitalfinanzierung: Ratings im Recht der Kapitalaufbringung und -erhaltung . . . . .	383
1. Deutsches Recht . . . . .	384
a) Die „Vollwertigkeit“ von Ansprüchen gegen den Gesellschafter als Kriterium des modernisierten Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsrechts . . . . .	385
b) Die Funktion des Ratings in der Vollwertigkeitsbeurteilung . . . . .	386
aa) Die Verwendung von Ratings als Vollwertigkeitsindikatoren in der wissenschaftlichen Diskussion . . . . .	388
(1) Die „außerhalb jedes vernünftigen Zweifels stehende“ Kreditwürdigkeit des Gesellschafters i.S. des „November-Urteils“ als „AAA“-Bonität? . . . . .	388
(2) Ratings und die „Vollwertigkeit“ von Ansprüchen gegen den Gesellschafter seit MoMiG und ARUG . . . . .	390
bb) Stellungnahme . . . . .	392
(1) Rechtssicherheit durch das Abstellen auf Bonitätsbeurteilungen durch einen unabhängigen Dritten . . . . .	392

(2) Die Ratingbeachtung als „safe harbour“?	395
c) Die Pflicht der Geschäftsleitung zur fortlaufenden Bonitätsüberwachung	396
aa) Informationspflichten: Nutzung von Ratings in ihrer Marktinformationsfunktion	396
bb) Reaktionspflichten: Vertragliche Verwendung von Ratings in ihrer Regulierungsfunktion	397
2. Schweizer Recht	398
§ 14 Ratings und die Pflicht zur guten Unternehmensführung (Corporate Governance)	400
I. Ratings als Informationsgrundlage für unternehmerische Entscheidungen	401
1. Unternehmerische Entscheidungen mit Bonitätsbezug: Fallgruppen	402
2. Pflicht der Geschäftsleiter zur Ratingbeachtung	403
a) „Business judgment rule“ und Anforderungen an die Informationsgrundlage unternehmerischer Entscheidungen	403
b) Recht der Geschäftsleiter zur Ratingbeachtung	405
aa) Untauglichkeit von Ratings als Informationsgrundlage infolge mangelnder Unabhängigkeit der Rating-Agenturen?	406
bb) Stellungnahme	406
c) Pflicht zur Ratingbeachtung	410
3. Ratingbeachtung durch Geschäftsleiter als „safe harbour“?	411
II. Zusammenarbeit mit Rating-Agenturen und unternehmensinterne Corporate Governance	413
1. Organzuständigkeit für die Zusammenarbeit mit Rating-Agenturen	413
2. Kommunikation mit Rating-Agenturen und Verschwiegenheitspflicht der Unternehmensleitung (§ 93 Abs. 1 Satz 3 AktG)	415
3. Organschaftliche Pflichten der Unternehmensleitung im Ratingkontext	416
a) Pflichten bei der Zusammenarbeit mit Rating-Agenturen	416
b) Pflicht zur Vermeidung existenzbedrohender „rating trigger“	417
III. Raterterhaltung als übergeordnetes Ziel unternehmerischen Handelns?	418
§ 15 Ratings in der Anlageberatung	422
I. Einleitung	422
II. Die rechtliche Ordnung der Anlageberatung in den untersuchten Rechten	423
1. Deutsches Recht	423
2. Schweizer Recht	425
3. U.S.-amerikanisches Recht	427
4. Hongkonger Recht	428

III. Die Rolle von Ratings im Rahmen der Anlageberatung . . . . .	430
1. Die Pflicht des Anlageberaters zum Hinweis auf bestehende Ratings . . . . .	430
a) Existenz, Voraussetzungen und Begründung der Pflicht . . . . .	431
aa) Voraussetzungen der Hinweispflicht . . . . .	431
bb) Begründung der Hinweispflicht . . . . .	433
b) Hinweispflicht nur bezüglich der Ratings bekannter Rating-Agenturen? . . . . .	435
c) Pflicht des Anlageberaters zur Erläuterung des Ratings . . . . .	437
d) Ratinghinweis als per se ausreichende Aufklärung über das Bonitätsrisiko („safe harbour“)? . . . . .	438
2. Pflicht des Anlageberaters zum Hinweis auf das Fehlen eines Ratings? . . . . .	441
3. Keine fortdauernde Hinweispflicht auf Ratingänderungen nach getätigter Anlage . . . . .	442
IV. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	443
<i>Vierter Abschnitt: Ratings in der privaten Regelung</i> . . . . .	445
§ 16 Die Regulierungsfunktion des Ratings aufgrund vertraglicher Inbezugnahmen („rating trigger“) . . . . .	445
I. Einleitung . . . . .	445
II. Ratingbasierte Zinsanpassung . . . . .	446
1. Der Einfluss des Ratings auf die Zinskonditionen bei Finanzierungsvereinbarungen . . . . .	446
2. Ratingbasierte Zinsklauseln („pricing grids“): Zweck und Gestaltungsformen . . . . .	447
3. Rechtliche Anforderungen an ratingbasierte Zinsklauseln . . . . .	448
a) Die Unabhängigkeit der Rating-Agentur als Grund für die Inhaltskontrollfreiheit von „rating triggern“ . . . . .	449
b) Die Unabhängigkeit der Rating-Agentur als Grund für die Vereinbarkeit von „rating triggern“ mit dem Transparenzgebot . . . . .	450
4. Folgen und Risiken . . . . .	452
III. Ratingbasierte Besicherungspflichten . . . . .	453
1. Ratingbasierte Besicherungsklauseln: Zweck und Gestaltungsformen . . . . .	454
2. Gefahr eines „Klippeneffekts“ . . . . .	455
IV. Ratingbasierte Vertragsbeendigung . . . . .	456
1. Ratingbasierte Kündigungsrechte: Zweck und Gestaltungsformen . . . . .	456
2. Gefahr eines „Klippeneffekts“ . . . . .	458
V. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	459

<i>Fünfter Abschnitt: Ergebnisse</i> .....	461
§ 17 Die Regulierungsfunktion des Ratings in der zusammenfassenden Analyse .....	461
I. Die Regulierungsfunktion des Ratings im rechtsvergleichenden Befund .....	461
1. Die Bedeutung der Regulierungsfunktion in den einzelnen Rechtsordnungen .....	461
2. Die Bedeutung der Regulierungsfunktion auf den unterschiedlichen Sachgebieten .....	463
3. Typologie der Ratingbezugnahmen in rechtlichen Regelungen .....	466
a) Ratings als Bestandteil materiellrechtlicher Vorgaben .....	466
aa) Ratings als Auslöser unmittelbar wirkender rechtlicher Gebote oder Verbote .....	466
bb) Ratings als Risikomaßstab in mittelbar verhaltenssteuernden rechtlichen Vorgaben .....	469
b) Die Rolle von Ratings im System der gesetzlich geregelten Publizität .....	471
aa) Ratings als Gegenstand gesetzlicher Publizitätspflichten .....	471
bb) Ratings als Ersatz gesetzlicher Publizitätspflichten .....	472
4. Neuere Tendenzen zur Zurückdrängung der Regulierungsfunktion des Ratings .....	473
a) Rechtsvergleichender Befund .....	474
b) U.S.-amerikanisches Recht: Vorgaben des Dodd-Frank Acts und deren Folgen .....	474
aa) Begrenzter Anwendungsbereich des Abschaffungspostulats .....	475
bb) Fortdauernde regulatorische Bedeutung von Ratings trotz Streichung expliziter Ratingbezugnahmen .....	476
c) Risiken der Zurückdrängung der Regulierungsfunktion des Ratings .....	478
II. Gründe für die Regulierung durch Ratings und Rückwirkungen auf die Marktinformationsfunktion des Ratings .....	480
1. Gründe für die Regulierung durch Ratings .....	481
2. Potentielle Rückwirkungen auf die Marktinformationsfunktion des Ratings .....	484
III. Missverständnisse bezüglich des Aussagegehalts von Ratings und daraus resultierende Gefahren .....	486
1. Missverständnisse unter Marktteilnehmern .....	486
2. Missverständnisse unter Regelsetzern .....	488
a) Beispiele .....	488
b) Kritik .....	490
IV. Der Synchronisierungseffekt des Rechts: Das ubiquitäre Abstellen auf „investment grade“ und „non-investment grade“ .....	491
1. Das Entstehen der Dichotomie von „investment grade“ und „non-investment grade“ .....	492

2. Die globale Übernahme der „investment grade“-Schwelle in ratingbasierte Rechtsregeln . . . . .	493
3. Der Synchronisierungseffekt des Rechts . . . . .	495
V. Fazit: Bedarf für eine Regulierung des Ratings . . . . .	496
<b>§ 18 Die adressatengerechte Ausgestaltung gesetzlicher Publizitäts- regelungen als Postulat . . . . .</b>	<b>498</b>
I. Publizität als zweckgerichtetes Regelungsinstrument . . . . .	498
1. Adressatenmodelle des geltenden Publizitätsrechts . . . . .	500
a) U.S.A. . . . .	500
b) Deutschland, Schweiz und Hongkong . . . . .	501
2. Mangelnde Berücksichtigung der begrenzten Informationsaufnahme- und -verarbeitungskapazität „realer“ Publizitätsadressaten . . . . .	502
3. Die Adressatengerechtheit als Leitgedanke eines Systems abgestufter Publizitätsregelungen . . . . .	505
II. Bedingungen der Adressatengerechtheit von Publizitätsregelungen . . . . .	506
1. Adressatengerechter Informationsumfang . . . . .	506
a) Reduktion der Informationsmenge . . . . .	506
b) Die Entkoppelung von Information und Haftung als Vorschlag . . . . .	508
2. Adressatengerechte Informationscodierung . . . . .	509
III. Funktionelle Grenzen des Publizitätsrechts . . . . .	510

### Dritter Teil

## Regulierung des Ratings: Die rechtliche Ordnung des internationalen Ratingwesens

<b>§ 19 Einleitung . . . . .</b>	<b>514</b>
I. Schutzbedürfnis und Schutzrichtungen . . . . .	514
1. Schutz vor unzutreffenden Bonitätsbeurteilungen . . . . .	514
2. Schutz vor systemischen Auswirkungen des Ratings . . . . .	515
3. Besonderer Schutz staatlicher Emittenten als Ziel der Ratingregulierung? . . . . .	515
a) Aufsichtsrechtliche Sonderregeln zu sovereign ratings im EU-Recht . . . . .	516
aa) Erwogenes Verbot unbeauftragter Ratings von EU-Staatsanleihen . . . . .	516
bb) Bestehende Sondervorschriften der EG-RatingVO . . . . .	517
b) Stellungnahme . . . . .	518
II. Gang der Darstellung . . . . .	520

<i>Erster Abschnitt: Grundfragen</i> . . . . .	522
§ 20 Markt und Wettbewerb der Rating-Agenturen . . . . .	522
I. Wettbewerb als marktendogener Kontrollmechanismus . . . . .	522
1. Die oligopolistische Struktur des Marktes der Rating-Agenturen . . . . .	522
2. Die Erhöhung des Wettbewerbs als Desiderat . . . . .	524
a) Die Gründung lokaler Rating-Agenturen als Lösung . . . . .	526
b) Die Gründung staatlicher Rating-Agenturen als Lösung . . . . .	528
c) Die staatliche Anerkennung weiterer Rating-Agenturen für regulatorische Zwecke als Lösung . . . . .	529
II. Der Markt der Rating-Agenturen als natürliches Oligopol . . . . .	531
1. Ausgangsbefund: Konstant geringe Anzahl an Rating-Agenturen trotz wechselnder Marktbedingungen . . . . .	532
2. Die Ursachen des natürlichen Oligopols . . . . .	533
a) Herrschender Erklärungsansatz: Anbieterbedingtes natürliches Oligopol . . . . .	534
aa) Der langjährige track record als Markteintrittshürde . . . . .	534
bb) Kritik . . . . .	535
b) Eigener Erklärungsansatz: Nachfragerbedingtes natürliches Oligopol . . . . .	536
aa) Komplexitätsreduzierende Wirkung eines Informations- anbieteroligopols . . . . .	537
bb) Belege . . . . .	538
(1) Die Tendenz zur Vereinheitlichung der Ratingskalen . . . . .	539
(2) Die „Zwei-plus-Ratings“-Usance . . . . .	540
(a) „Zwei-plus-Ratings“-Usance als oligopolperpetuierende Investorenpräferenz . . . . .	541
(b) Gegensatz: Keine Geltung der „Zwei-plus-Ratings“- Usance am Markt für komplexe Finanzinstrumente . . . . .	543
cc) Oligopolistische Marktstruktur bewirkt Informations- äquilibrium . . . . .	545
3. Folgen für Wettbewerbsmechanismus und staatliche Regulierung . . . . .	546
a) Beschränkter Wettbewerb am natürlich-oligopolistischen Ratingmarkt . . . . .	546
b) Vor- und Nachteile des beschränkten Wettbewerbs am Ratingmarkt . . . . .	547
III. Die rechtliche Ordnung des Wettbewerbs auf einem dauerhaft oligopolistischen Ratingmarkt . . . . .	548
1. Kartellverbot . . . . .	549
2. Veröffentlichung unbeauftragter Ratings als unlauterer Wettbewerb? . . . . .	550
IV. Fazit: Begrenzte wettbewerbsgetriebene Selbstregulierung des Marktes für Bonitätsinformationen und resultierender Regulierungsbedarf . . . . .	553
1. Lediglich eingeschränkter Anreiz zur Ruferhaltung am natürlich- oligopolistischen Ratingmarkt . . . . .	553

2. Bedarf für eine Ergänzung der Marktmechanismen durch eine rechtliche Regulierung des Ratingwesens	553
3. Materielle Regulierung internationaler Oligopolisten durch nationales Recht: „Race to the top“	554
<b>§ 21 Der Institutionsschutz der Rating-Agenturen</b>	<b>556</b>
I. Einleitung	556
II. Institutionsschutz der Rating-Agenturen im U.S.-amerikanischen Recht	557
1. Die Rating-Agenturen und das First Amendment	557
a) Der „Marktplatz der Ideen“ und die freie Information der Öffentlichkeit als Schutzziel	558
b) Die Marktinformationsfunktion der Rating-Agenturen als Grund ihres Institutionsschutzes durch das First Amendment	560
aa) Der Regelfall: Öffentlich verfügbare Ratings	561
(1) Bedeutung der unbeauftragten Raterstellung und -aktualisierung	561
(2) Ratings als nicht lediglich „commercial speech“	562
bb) Der Ausnahmefall: „Private“ Ratings	563
cc) Irrelevanz der zusätzlichen Regulierungsfunktion der Rating-Agenturen	564
c) Ergebnis: Öffentlich zugängliche Ratings als „the world’s shortest editorials“	565
2. Rechtsfolgen des Institutionsschutzes der Rating-Agenturen durch das First Amendment	565
a) Schutz vor staatlicher Regulierung	565
b) Schutz im Rahmen von pre-trial discoveries	567
aa) Institutionsschutz durch das First Amendment	568
bb) Einfachgesetzlicher Institutionsschutz durch journalistenschützende „shield laws“	568
c) Schutz vor Schadensersatzhaftung: Der „actual malice“-Standard	570
aa) Voraussetzung: Der Ratinggegenstand als „matter of public concern“	571
bb) Haftung der Rating-Agentur nur für nachweisbar falsche Äußerungen und die (irrelevante) Einordnung von Ratings als „Meinung“	574
cc) Haftung der Rating-Agentur nur bei nachweisbar größtem Verschulden: Der „actual malice“-Verschuldensmaßstab	576
dd) Beweisbelastung des Klägers	577
ee) Umfang des Institutionsschutzes	578
3. Ergebnis	579
III. Institutionsschutz der Rating-Agenturen im Recht der Europäischen Union	579
1. Die Rating-Agenturen und die Medien- und Meinungsäußerungsfreiheit des EU-Primärrechts	581

a) Schutz durch die Medienfreiheit (Art. 11 Abs. 2 GR-Charta) . . . . .	581
b) Schutz durch die Meinungsäußerungs- und Informationsfreiheit (Art. 11 Abs. 1 GR-Charta, Art. 10 Abs. 1 EMRK) . . . . .	581
2. Rechtsfolgen des Institutionsschutzes der Rating-Agenturen durch Medien- und Meinungsäußerungsfreiheit . . . . .	583
a) Schutz vor unionsrechtlicher Regulierung . . . . .	583
b) Schutz vor Schadensersatzhaftung . . . . .	584
IV. Institutionsschutz der Rating-Agenturen im deutschen Recht . . . . .	585
1. Die Rating-Agenturen und die Meinungs- und Pressefreiheit des Grundgesetzes . . . . .	585
a) Schutz durch die Meinungsfreiheit (Art. 5 Abs. 1 Satz 1 GG) . . . . .	585
b) Schutz durch die Pressefreiheit (Art. 5 Abs. 1 Satz 2 GG) . . . . .	586
2. Rechtsfolgen des Institutionsschutzes der Rating-Agenturen durch Meinungs- und Pressefreiheit . . . . .	590
a) Schutz vor staatlicher Regulierung . . . . .	590
b) Schutz vor Schadensersatzhaftung . . . . .	591
V. Institutionsschutz der Rating-Agenturen im Schweizer Recht . . . . .	592
1. Die Rating-Agenturen und die Medien- und Meinungsfreiheit der Bundesverfassung . . . . .	593
a) Schutz durch die Medienfreiheit (Art. 17 BV) . . . . .	593
b) Schutz durch die Meinungs- und Informationsfreiheit (Art. 16 BV) . . . . .	595
2. Rechtsfolgen des Institutionsschutzes der Rating-Agenturen durch Medien- und Meinungsfreiheit . . . . .	596
a) Schutz vor staatlicher Regulierung . . . . .	596
b) Schutz vor Schadensersatzhaftung . . . . .	597
VI. Institutionsschutz der Rating-Agenturen im Recht Hongkongs . . . . .	598
1. Der Schutz der Presse und der Meinungsäußerung im Hongkonger Verfassungsrecht . . . . .	598
2. Rechtsfolgen des Institutionsschutzes der Rating-Agenturen durch Presse- und Meinungsfreiheit . . . . .	600
a) Schutz vor staatlicher Regulierung . . . . .	600
b) Schutz vor Schadensersatzhaftung . . . . .	601
VII. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	603
<i>Zweiter Abschnitt: Präventive Kontrolle der Rating-Agenturen</i> . . . . .	604
§ 22 Staatliche Zulassungs- und Registrierungserfordernisse für Rating-Agenturen . . . . .	604
I. Einleitung . . . . .	604
1. Zulassung und Registrierung als präventive Kontrolle der Rating-Agenturen in ihrer Marktinformationsfunktion . . . . .	604
2. Begriffliches . . . . .	605

II. Die staatliche Zulassung von Rating-Agenturen . . . . .	606
1. Kein Zulassungserfordernis für Rating-Agenturen nach U.S.-amerikanischem Recht . . . . .	607
a) Entwurf eines Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2005 und Entwürfe zum Dodd-Frank Act (2010) . . . . .	607
b) Unvereinbarkeit von „prior restraint“ mit dem First Amendment . . . . .	609
2. Zulassungserfordernis für Rating-Agenturen nach Europäischem Unionsrecht (seit 2010) . . . . .	611
a) „Registrierung“ nach der EG-RatingVO: Zulassungserfordernis oder bloßes Anerkennungserfordernis für Zwecke der regulatorischen Bezugnahme? . . . . .	611
b) Institutionsschützende Grenzen . . . . .	614
aa) Art. 10 Abs. 1 Satz 3 EMRK als abschließende Sonderregelung? . . . . .	614
bb) Anforderungen des Art. 10 Abs. 2 EMRK an vorherige Publikationsbeschränkungen . . . . .	615
(1) Zweck und Klarheit des Zulassungserfordernisses nach der EG-RatingVO . . . . .	616
(2) Fehlende Verhältnismäßigkeit des Zulassungserfordernisses nach der EG-RatingVO . . . . .	616
c) Ergebnis: Unvereinbarkeit des Zulassungserfordernisses mit höherrangigem Unionsrecht . . . . .	619
3. Kein Zulassungserfordernis für Rating-Agenturen und Garantie der Zulassungsfreiheit der Presse nach deutschem Recht . . . . .	619
4. Kein Zulassungserfordernis für Rating-Agenturen nach Schweizer Recht . . . . .	621
5. Zulassungserfordernis für Rating-Agenturen nach Hongkonger Recht (seit 2011) . . . . .	622
a) Erbringung von Ratingdienstleistungen als regulierte Tätigkeit i.S.d. Securities and Futures Ordinance . . . . .	623
b) Institutionsschützende Grenzen . . . . .	624
III. Staatliche Registrierungserfordernisse für Rating-Agenturen . . . . .	626
1. Institutionsschützende, insb. verfassungsrechtliche Grenzen . . . . .	626
2. Begrenzter Nutzen einer Registrierungspflicht . . . . .	629
IV. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	630
§ 23 Die staatliche Anerkennung von Rating-Agenturen für Zwecke ihrer Regulierungsfunktion . . . . .	632
I. Einleitung . . . . .	632
1. Die Notwendigkeit der staatlichen Anerkennung einer Rating- Agentur als Voraussetzung ihrer Regulierungsfunktion . . . . .	632
2. Die Freiwilligkeit der Anerkennung als Charakteristikum . . . . .	634
II. Bestehende Regelungen zur staatlichen Anerkennung von Rating-Agenturen . . . . .	635
1. Die staatliche Anerkennung von Rating-Agenturen im EU-Recht . . . . .	635

a) Zulassung von Rating-Agenturen nach der EG-RatingVO und deren Anerkennungswirkung . . . . .	635
b) Anerkennung von Rating-Agenturen für Zwecke der „Basel II“/„Basel III“-Umsetzung . . . . .	636
aa) Vorgaben der EG-Bankenrichtlinie für die mitgliedstaatliche Anerkennung von Rating-Agenturen (bis 2013) . . . . .	636
bb) Pauschale Anerkennung nach der EG-RatingVO zugelassener Rating-Agenturen durch die EU-CRR (seit 2014) . . . . .	638
2. Die staatliche Anerkennung von Rating-Agenturen im deutschen Recht . . . . .	639
a) Anerkennung für Zwecke der Eigenmittelanforderungen an Banken (2007–2013) . . . . .	639
b) Blankettnormen zur Anerkennungsfrage . . . . .	640
3. Die staatliche Anerkennung von Rating-Agenturen im U.S.-amerikanischen Recht . . . . .	641
a) Anerkennung als Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO) . . . . .	642
aa) Bestätigung des Anerkanntseins der Rating-Agentur am nationalen Markt: Das „no-action letter“-Verfahren der SEC (bis 2007) . . . . .	642
bb) Formelle Anerkennung als NRSRO gemäß § 15E Securities Exchange Act of 1934 (seit 2007) . . . . .	644
(1) Charakteristika des reformierten Anerkennungsregimes (Credit Rating Agency Reform Act of 2006) . . . . .	645
(2) Bewertung: Das Verhältnis von staatlicher Anerkennung und Marktakzeptanz der Rating-Agenturen . . . . .	646
b) Anerkennung durch sonstige U.S.-amerikanische Regulierungs- behörden . . . . .	648
4. Die staatliche Anerkennung von Rating-Agenturen nach Schweizer Recht . . . . .	649
a) Die „pragmatische“ Anerkennung am Markt beachteter Rating- Agenturen . . . . .	650
b) Anerkennung seit „Basel II“ (Art. 6 ERV) . . . . .	650
5. Die staatliche Anerkennung von Rating-Agenturen in Hongkong . . . . .	652
a) Anerkennung als External Credit Assessment Institution (ECAI) durch die HKMA . . . . .	652
b) Anerkennung durch die HKMA für den Bereich der Pensions- geschäfte mit dem „Lender of Last Resort“ . . . . .	654
c) Gemischte Anerkennung für Zwecke der Gewinnbesteuerung . . . . .	654
d) Anerkennung durch die Securities and Futures Commission . . . . .	655
e) Anerkennung im Trust- und im Versicherungsrecht: Gleichwertig- keit mit den beiden großen Rating-Agenturen als Voraussetzung . . . . .	655
f) Anerkennung durch die Mandatory Provident Fund Scheme Authority . . . . .	655
g) Anerkennung durch die Hongkonger Börse für Zwecke der Börsenzulassungsvoraussetzungen . . . . .	656
h) Fazit zur Anerkennungsregelung in Hongkong . . . . .	656

III. Die Charakteristika der staatlichen Anerkennung von Rating-Agenturen im Rechtsvergleich . . . . .	657
1. Die Voraussetzungen für die staatliche Anerkennung . . . . .	657
a) Anforderungen an die Governance der Rating-Agentur als Anerkennungsvoraussetzung . . . . .	657
aa) Vorgabe allgemeiner Grundsätze für die Ratingmethode (Schweizer und Hongkonger Anerkennungsrecht) . . . . .	658
bb) Publizitätsvorgaben nebst einzelnen spezifischen Verbotstat- beständen (U.S.-amerikanische NRSRO-Anerkennung) . . . . .	660
cc) Detaillierte Organisations- und Verhaltensregeln (EG-RatingVO) . . . . .	661
b) Die Erstellung beauftragter oder unbeauftragter Ratings als Kriterium . . . . .	664
c) Die Marktakzeptanz der Rating-Agentur als Anerkennungs- voraussetzung . . . . .	665
2. Die Wirkungen einer staatlichen Anerkennung . . . . .	668
a) Rechtliche Relevanz der Anerkennung allein für Zwecke der Anlass gebenden regulatorischen Ratingverwendung . . . . .	668
b) Ausstrahlungswirkungen der Anerkennung . . . . .	669
3. Die Regulierung der Rating-Agenturen durch aufsichtsrechtliche Anerkennungsfolgepflichten und das Paradoxon zusätzlicher Transparenz . . . . .	671
a) Keine inhaltliche Regulierung und Überwachung der Ratingtätigkeit durch staatliche Stellen . . . . .	672
b) Die Ausweitung der „Transparenz“ als Kern der Ratingregulierung . . . . .	672
aa) Ermöglichung der Ratingkontrolle durch den Markt als Zweck der Transparenzpflichten . . . . .	673
bb) Die Marktkontrolle komplexitätsreduzierender Informationsintermediäre mittels komplexitätserhöhender Transparenzpflichten als Paradoxon . . . . .	675
4. Global tätige Rating-Agenturen als Adressaten nationaler und regionaler Anerkennungsregelungen . . . . .	677
a) Koordination durch anerkannte Rating-Agentur und „race to the top“ . . . . .	677
b) Äquivalenzlösung der EG-RatingVO . . . . .	678
<i>Dritter Abschnitt: Pflichten der Rating-Agenturen . . . . .</i>	681
§ 24 Begründung von Organisations- und Verhaltenspflichten für Rating-Agenturen . . . . .	681
I. Einleitung . . . . .	681
II. Anwendbarkeit gesetzlicher Organisations- und Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf Rating-Agenturen . . . . .	683

III. Anwendbarkeit gesetzlicher Organisations- und Verhaltenspflichten für Finanzanalysten auf Rating-Agenturen . . . . .	684
1. Deutsches und europäisches Recht: Umstrittene Nichtanwendbarkeit des § 34b WpHG und der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie auf Rating-Agenturen . . . . .	685
a) Ratings als „indirekte“ Empfehlungen? . . . . .	685
b) Widersprüchlichkeit der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben . . . . .	686
c) Ergebnis: Keine Anwendung von § 34b WpHG und EG-Marktmissbrauchsrichtlinie auf Rating-Agenturen . . . . .	688
2. U.S.-amerikanisches Recht: Anwendbarkeit der Regulierung für „Investment Adviser“ infolge freiwilliger Registrierung der Rating-Agenturen . . . . .	689
a) Die „freiwillige“ Registrierung nach dem Investment Advisers Act . . . . .	689
b) Die unklaren Rechtsfolgen der Registrierung . . . . .	691
3. Schweizer und Hongkonger Recht: Nicht bindende Verhaltensstandards für Finanzanalysten ohne Anwendbarkeit auf Rating-Agenturen . . . . .	692
IV. Selbstregulierung der Rating-Agenturen durch freiwillige Verhaltenskodizes . . . . .	694
1. Globale Vorbereitung und Koordination der Selbstregulierung durch die IOSCO . . . . .	695
a) Der IOSCO-Kodex als Muster für freiwillige Verhaltenskodizes der Rating-Agenturen . . . . .	695
b) Das Durchsetzungsproblem: Die Überwachung der freiwilligen Kodexkonformität durch die Kapitalmarktöffentlichkeit . . . . .	696
2. Regionale Regulierung der Selbstregulierung in der Europäischen Union . . . . .	698
3. Bewertung . . . . .	700
V. Ergebnis: Pluralität einschlägiger Rechtsquellen . . . . .	700
§ 25 Einzelne Organisations- und Verhaltenspflichten der Rating-Agenturen . . . . .	702
I. Pflicht der Rating-Agenturen zur Unabhängigkeit . . . . .	702
1. Die Unabhängigkeit der Rating-Agenturen als Grundvoraussetzung für die Erfüllung ihrer Marktinformations- und Regulierungsfunktion . . . . .	703
2. Gefährdung der Unabhängigkeit der Rating-Agenturen durch ihre Beauftragung und Bezahlung durch die Emittenten . . . . .	705
a) Interessenskonflikte aufgrund des „issuer pays“-Modells als Gefährdungsgrund . . . . .	705
b) Sicherung der Unabhängigkeit der Rating-Agenturen . . . . .	707
aa) Der Anreiz der Rating-Agenturen zur Ruferhaltung als ausreichende Sicherung? . . . . .	708
bb) Spektrum der Lösungsansätze . . . . .	710

(1) Gesetzliche Offenlegungspflichten der Rating-Agenturen als Lösung . . . . .	710
(2) Die Ersetzung des „issuer pays“-Modells durch ein alternatives Beauftragungs- oder Bezahlungsmodell als Lösung . . . . .	712
(a) Einführung einer Bezahlung durch die Investoren . . . . .	712
(α) Vorgeschlagene „investor pays“-Modelle . . . . .	712
(β) Kritik . . . . .	713
(b) Einführung einer Beauftragung durch staatliche Behörden oder private Plattform . . . . .	715
cc) Eigener Ansatz: Ausgleich spezifischer Fehlanreize durch spezifische gesetzliche Verbote . . . . .	717
(1) Die Bedeutung von Marktstruktur und -usancen für die Sicherung der Unabhängigkeit der Rating-Agenturen durch Marktmechanismen . . . . .	717
(a) Marktsegmente mit „Zwei-plus-Ratings“-Usance . . . . .	718
(b) Marktsegmente, auf denen ein Rating ausreicht . . . . .	719
(2) Verbot der Abhängigkeit der Ratingeinstufung von der Bezahlung . . . . .	720
(3) Verbot der lediglich nachträglichen Beauftragung und Bezahlung der Rating-Agentur nach Wahl des Emittenten (sog. Provisionsmodell) . . . . .	721
(a) Das „Provisionsmodell“ (commission model) . . . . .	721
(b) Fehlanreize und Unabhängigkeitsgefährdung . . . . .	722
(c) Regelungsbedarf und -ansätze . . . . .	724
(4) Umsatzbezogener Ausschlussgrund für Rating-Agenturen . . . . .	726
3. Gefährdung der Unabhängigkeit der Rating-Agenturen durch gesellschaftsrechtliche Verflechtung mit anderen Unternehmen . . . . .	728
4. Gefährdung der Unabhängigkeit der Rating-Agenturen durch ihre Konsultation bereits im Rahmen der Strukturierung später zu ratender Finanzinstrumente . . . . .	730
a) Kombination aus „Beratung“ und späterem Rating als Gefährdungsgrund . . . . .	731
b) Bewertung . . . . .	732
5. Zusammenfassung . . . . .	734
II. Pflicht der Rating-Agenturen zur Vorhaltung einer ausreichenden Kapitalausstattung . . . . .	735
1. Schweizer, U.S.-amerikanisches und Europäisches Recht: Unspezifische Vorgabe einer hinreichenden Kapitalisierung . . . . .	735
2. Hongkonger Recht: Spezifische Vorgaben zur Kapitalisierung . . . . .	736
III. Pflicht der Rating-Agenturen zur Transparenz . . . . .	737
1. Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit . . . . .	738
a) Transparenzgegenstände . . . . .	738
b) Spezifische Gefahren der Transparenz von Ratingmodellen und -methoden für strukturierte Finanzinstrumente . . . . .	740

2. Transparenz gegenüber staatlichen Aufsichtsbehörden . . . . .	741
3. Transparenz gegenüber konkurrierenden Rating-Agenturen . . . . .	742
<b>IV. Pflicht der Rating-Agenturen zur Geheimhaltung von Unternehmensdaten . . . . .</b>	<b>744</b>
<b>V. Sorgfaltpflichten der Rating-Agenturen bei der Raterstellung . . . . .</b>	<b>745</b>
1. Deutsches und Schweizer Recht: Übertragbarkeit prozedural-materieller Sorgfaltsstandards für Warentests auf die Raterstellung? . . . . .	746
a) Die „Stiftung Warentest“-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs und deren Rezeption im schweizerischen Schrifttum . . . . .	746
b) Übertragbarkeit der „Stiftung Warentest“-Formel auf Rating-Agenturen? . . . . .	748
c) Ergebnis . . . . .	750
2. Ratingspezifische Sorgfaltpflichten . . . . .	750
a) Sorgfalt bei der Erhebung der Tatsachengrundlage der Ratings . . . . .	751
aa) Grundsatz: Keine Rechtspflicht zur Datenüberprüfung . . . . .	751
bb) Aufsichtsrechtliche Organisationspflichten zur Sicherung der Datenqualität bei komplexen Finanzinstrumenten . . . . .	753
b) Sorgfalt bei der Vornahme der Bonitätsbeurteilung . . . . .	753
aa) Die „Objektivität“ der Ratingmethode . . . . .	754
bb) Pflichten bei der Vornahme der Bonitätsbeurteilung als einer subjektiven Meinung über ein künftiges Ereignis . . . . .	755
<b>VI. Mitwirkungs- und Widerspruchsrechte der Emittenten vor Veröffentlichung des Ratings . . . . .</b>	<b>757</b>
1. Stellungnahmerecht des Emittenten . . . . .	757
2. Widerspruchsrecht des Emittenten . . . . .	759
<b>VII. Pflichten der Rating-Agenturen bezüglich der Publikation des Ratings . . . . .</b>	<b>761</b>
1. Art und Weise der Ratingpublikation . . . . .	761
2. Besonderheiten bei unbeauftragten Ratings . . . . .	762
a) Pflicht zur Kennzeichnung unbeauftragter Ratings . . . . .	762
b) Zeitpunkt der Ratingpublikation . . . . .	764
3. Besonderheiten bei Ratings für komplexe Finanzinstrumente . . . . .	765
4. Besonderheiten bei Ratings von EU-Staatsanleihen . . . . .	766
a) Zeitpunkt der Ratingpublikation . . . . .	767
aa) Vorgaben der EG-RatingVO: Jahreszeitplan und Freitagsregel . . . . .	767
bb) Vereinbarkeit mit höherrangigem europäischem Recht . . . . .	768
b) Inhalt der Ratingpublikation . . . . .	770
aa) Verbot der pauschalen Ankündigung von Ratingüberprüfungen bezüglich einer Ländergruppe . . . . .	771
(1) Vorgaben der EG-RatingVO zum zulässigen Inhalt von Ratingüberprüfungsankündigungen . . . . .	771
(2) Unvereinbarkeit mit höherrangigem europäischen Recht . . . . .	771

bb) Verbot von Empfehlungen zur staatlichen Politik durch Rating-Agenturen . . . . .	773
(1) Vorgaben der EG-RatingVO zum zulässigen Inhalt von Ratingberichten und -ausblicken . . . . .	773
(2) Unvereinbarkeit mit höherrangigem europäischen Recht . . . . .	774
VIII. Ratingspezifische Folgepflichten . . . . .	775
<i>Vierter Abschnitt: Haftung der Rating-Agenturen</i> . . . . .	777
§ 26 Grundfragen der zivilrechtlichen Haftung im Ratingkontext . . . . .	777
I. Funktionen der zivilrechtlichen Haftung . . . . .	777
1. Haftung als individueller Ausgleichsmechanismus . . . . .	777
2. Haftung als präventiver Schutz- und Steuerungsmechanismus . . . . .	778
II. Haftungskonstellationen im Ratingkontext . . . . .	779
1. Haftung der Rating-Agenturen und Gang der Darstellung . . . . .	779
2. Weitere Haftungskonstellationen . . . . .	780
3. Haftung der Rating-Agenturen nach dem U.S.-amerikanischen FIRREA . . . . .	781
III. Die Haftung global agierender Informationsintermediäre nach nationalem Haftungsrecht und die Sonderrolle des U.S.-amerikanischen Rechts für die Ratinghaftung . . . . .	783
1. Kollisionsrechtliche Bestimmung des anwendbaren Haftungsrechts im Erkenntnisverfahren . . . . .	783
a) Der U.S.-Staat New York als Sitz und Ort der Hauptverwaltung der größten Rating-Agenturen . . . . .	783
b) Begrenzte kollisionsrechtliche Relevanz nicht-amerikanischer „Niederlassungen“ der größten Rating-Agenturen . . . . .	784
2. Der Institutionsschutzstandard des U.S.-amerikanischen Rechts als indirekter globaler Mindeststandard . . . . .	786
a) Das Recht des U.S.-Staates New York als regelmäßige lex fori executionis . . . . .	787
b) Der New Yorker Libel Terrorism Protection Act of 2008 und der SPEECH Act . . . . .	788
3. Ergebnis . . . . .	790
§ 27 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber dem Emittenten beim beauftragten Rating . . . . .	791
I. Haftung der Rating-Agentur wegen Verletzung einer Pflicht aus dem Ratingvertrag . . . . .	792
1. Der Ratingvertrag . . . . .	792
a) Vertragstypologische Einordnung . . . . .	792
b) Kollisionsrechtliche Behandlung . . . . .	793
2. Haftungsbegründende Pflichtverletzung der Rating-Agentur . . . . .	794
a) Die Veröffentlichung eines „falschen“ Ratings als Pflichtverletzung . . . . .	795

aa) Denkbare Ansatzpunkte für die Einordnung eines Ratings als „falsch“	795
bb) Die Unmöglichkeit der Ermittlung der „Richtigkeit“ eines Ratings	796
(1) Prognosecharakter des Ratings und für die Beurteilung der „Richtigkeit“ maßgeblicher Zeitpunkt	797
(2) Das Rating als relatives Wahrscheinlichkeitsurteil	798
(3) Das Rating als Meinung der Rating-Agentur	799
b) Pflichtverletzung der Rating-Agentur bei der Raterstellung	800
aa) Ausdrückliche vertragliche Sorgfalts- und Verfahrenspflichten	801
bb) Stillschweigend vertraglich vereinbarte Sorgfalts- und Verfahrenspflichten	801
(1) U.S.-amerikanisches Recht: Stillschweigende Sorgfalts- und Verfahrenspflichten als Umgehung des institutions-schützenden „actual malice“-Standards	802
(2) Deutsches und schweizerisches Recht: Ansätze für umfangreiches, stillschweigend vereinbartes Sorgfalts- und Verfahrenspflichtenprogramm	805
(a) Ableitung des Pflichtenprogramms aus dem Ratingvertrag selbst?	805
(b) Aufsichtsrechtliche Folgepflichten in ihrer Regulierungsfunktion anerkannter Rating-Agenturen als vertragliche Pflichten	806
(c) Pflichtenregelungen in freiwilligen Verhaltenskodizes der Rating-Agenturen als vertragliche Pflichten	808
cc) Kausalität der Verfahrenspflichtverletzung für das Rating-ergebnis	809
c) Beweislast für die Pflichtverletzung	810
d) Kenntnisnahme des Emittenten vom Erstrating vor dessen Veröffentlichung und Folgen für die Haftung (volenti non fit iniuria)	811
3. Verschulden der Rating-Agentur	812
a) Deutsches und Schweizer Recht: Vermutete Fahrlässigkeit	812
b) U.S.-amerikanisches Recht: „Actual malice“-Verschuldensmaßstab auch bei vertraglicher Haftung	813
4. Vertragliche Haftungsbeschränkungen zugunsten der Rating-Agentur	813
a) Deutsches Recht	813
b) Schweizerisches und Hongkonger Recht	814
c) U.S.-amerikanisches (New Yorker) Recht	815
5. Ergebnis	816
II. Haftung der Rating-Agentur wegen fraudulösen Verhaltens	817
III. Haftung der Rating-Agentur aufgrund fahrlässiger Ruf- oder Vermögensschädigung	818
1. Grundlagen einer deliktischen Haftung der Rating-Agentur aufgrund fahrlässiger Rufschädigung	819

a) U.S.-amerikanisches Recht: Haftung der Rating-Agentur nach dem law of defamation . . . . .	820
b) Deutsches und Schweizer Recht . . . . .	822
2. Grundlagen einer deliktischen Haftung der Rating-Agentur aufgrund fahrlässiger Vermögensschädigung . . . . .	823
a) U.S.-amerikanisches Deliktsrecht . . . . .	823
aa) Haftungsvoraussetzungen . . . . .	824
bb) Kein deliktischer Vermögensschutz bei bestehender Vertrags- beziehung: Die Economic Loss Rule . . . . .	825
b) Deutsches Recht: Keine deliktische Haftung für fahrlässige Vermögensschädigungen . . . . .	826
c) Schweizer Recht: Keine deliktische Haftung für fahrlässige Vermögensschädigungen mangels Schutzgesetz zugunsten des Emittentenvermögens . . . . .	826
3. Der „volenti non fit iniuria“-Einwand gegenüber dem beauftragenden Emittenten . . . . .	827
a) Bei Erstratings . . . . .	828
b) Bei Folgeratings . . . . .	829
IV. Haftung der Rating-Agentur wegen Verletzung aufsichtsrechtlicher Pflichten nach Art. 35a Abs. 1 Unterabs. 1, 3 EG-RatingVO . . . . .	830
1. Dogmatische Haftungskonzeption . . . . .	831
a) Art. 35a EG-RatingVO als hybride unionsrechtliche Haftungsgrundlage . . . . .	832
b) Kollisionsrechtliche Bestimmung des ergänzend anwendbaren nationalen Rechts . . . . .	833
aa) Keine Einschlägigkeit des internationalen Privatrechts für vertragliche Schuldverhältnisse . . . . .	834
bb) Einschlägigkeit des internationalen Privatrechts für deliktische Schuldverhältnisse (Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO)? . . . . .	834
cc) Anknüpfung gem. Art. 4 Abs. 3 Satz 1 Rom II-VO an den Sitz der zulassenden Aufsichtsbehörde? . . . . .	836
dd) Anknüpfung gem. Art. 4 Abs. 3 Satz 1 Rom II-VO an den Sitz der Rating-Agentur (Herkunftsmitgliedstaat) als vorzugswürdige Lösung . . . . .	837
2. Personeller Anwendungsbereich: Haftung nur europäischer Rating-Agenturen . . . . .	839
3. Haftungsbegründende Pflichtverletzung . . . . .	840
a) Verstoß der Rating-Agentur gegen Anhang III zur EG-RatingVO . . . . .	840
b) Kausale Auswirkung des Verstoßes auf ein Rating . . . . .	841
c) Verstöße gegen Anhang III und ihre potentielle Ratingergebnis- relevanz im Überblick . . . . .	842
aa) Verstöße gegen Informationspflichten gegenüber der ESMA oder gegen Publizitätspflichten . . . . .	842
bb) Verstöße gegen überwachungsbezogene Organisations- pflichten . . . . .	842
cc) Verstöße gegen raterstellungserferne allgemeine Organisationspflichten . . . . .	843

dd) Verstöße gegen rateringstellungsferne Verhaltenspflichten . . . .	843
ee) Verstöße gegen rateringstellungsbezogene Organisations- und Verhaltenspflichten . . . . .	844
4. Beweislast für die Pflichtverletzung . . . . .	845
5. Haftungsausschlüsse im Ratingvertrag und deren Wirksamkeit . . . . .	847
6. Verschuldensmaßstab: Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit der Rating-Agentur . . . . .	847
7. Ersatzfähiger Schaden des Emittenten . . . . .	849
8. Ergebnis . . . . .	849
V. Zusammenfassung . . . . .	850
 § 28 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber dem Emittenten für unbeauftragte ( <i>unsolicited</i> ) Ratings . . . . .	 852
I. Haftung der Rating-Agenturen für Ruf- und Vermögens- schädigung nach deutschem Recht . . . . .	853
1. Haftung für Kredit gefährdende Tatsachenäußerungen, § 824 BGB . . . .	853
2. Haftung für die Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts des Emittenten, § 823 Abs. 1 BGB . . . . .	857
a) Verletzung des Persönlichkeitsrechts durch ungefragte Ratingveröffentlichung („Heberger“-Rechtsprechung) . . . . .	857
b) Verletzung des Persönlichkeitsrechts durch ungerechtfertigt niedrige Ratingeinstufung . . . . .	860
3. Haftung für die Verletzung des Rechts am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb, § 823 Abs. 1 BGB . . . . .	860
a) Schutz vor bonitätsbezogenen Werturteilen . . . . .	861
b) Keine Anwendbarkeit der „Stiftung Warentest“-Rechtsprechung auf Rating-Agenturen . . . . .	862
4. Ergebnis . . . . .	863
II. Haftung der Rating-Agenturen für Rufschädigung nach schweizerischem Recht . . . . .	863
1. Haftung wegen Verletzung der Persönlichkeit des Emittenten, Art. 28 ZGB . . . . .	864
a) Der geschäftliche Ruf von Unternehmen als Schutzgegenstand . . . .	864
b) Drittwirkung der Pressefreiheit . . . . .	865
2. Haftung wegen wettbewerbswidrigen Verhaltens, Art. 3 UWG . . . . .	866
III. Haftung der Rating-Agenturen für Rufschädigung nach U.S.-amerikanischem Recht . . . . .	867
1. Verdrängung deliktischer Ansprüche nach Gliedstaatenrecht durch den Credit Rating Agency Reform Act of 2006? . . . . .	868
2. Hindernisse einer deliktischen Haftung für unbeauftragte Ratings . . . .	869
IV. Haftung der Rating-Agenturen für Rufschädigung nach dem Recht Hongkongs . . . . .	870

§ 29 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber abonnierenden Investoren . . . . .	873
I. Einleitung . . . . .	873
II. Haftung der Rating-Agenturen wegen Verletzung einer Pflicht aus dem Vertrag mit dem Abonnenten . . . . .	874
1. Abonnementvertrag als Grundlage vertraglicher Pflichten zu Ratinginhalt und -erstellung? . . . . .	875
a) U.S.-amerikanisches Recht . . . . .	875
b) Deutsches und Schweizer Recht . . . . .	876
aa) Keine Beratungs- oder Auskunftspflicht der Rating-Agenturen . . . . .	877
bb) Vertragliche Bestimmung des geschuldeten Publikationsinhalts . . . . .	878
2. Haftungsbeschränkungen zugunsten der Rating-Agentur . . . . .	881
a) Kollisionsrechtliche Bestimmung des auf den Abonnementvertrag anwendbaren Rechts . . . . .	881
b) Deutsches, schweizerisches, Hongkonger und französisches Recht: Vertragliche Haftungsausschlüsse und deren Wirksamkeit . . . . .	882
c) U.S.-amerikanisches Recht: Institutionsschützende Wirkungen der Pressefreiheit . . . . .	882
3. Ergebnis . . . . .	883
III. Haftung der Rating-Agenturen aufgrund sonstiger Grundlagen . . . . .	884
§ 30 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber der allgemeinen Investorenöffentlichkeit . . . . .	885
I. Einleitung . . . . .	885
II. Prospekthaftung der Rating-Agenturen . . . . .	886
1. Deutsches Recht: Keine Prospekthaftung von Rating-Agenturen nach §§ 21 ff. WpPG (§§ 44 ff. BörsG a.F.) . . . . .	886
2. Schweizer Recht: Prospekthaftung von Rating-Agenturen nach Artt. 752, 1156 Abs. 3 OR . . . . .	887
3. U.S.-amerikanisches Recht: Keine Prospekthaftung von Rating-Agenturen nach §§ 11 ff. Securities Act of 1933 . . . . .	890
4. Hongkonger Recht: Allenfalls theoretische Prospekthaftung von Rating-Agenturen nach §§ 38C, 40 Companies Ordinance . . . . .	892
III. Haftung der Rating-Agenturen wegen vorsätzlicher Schädigung der Investoren . . . . .	892
1. Mangelnde Beweisbarkeit vorsätzlichen Fehlverhaltens als rechtsordnungsübergreifendes Problem . . . . .	892
2. Insbesondere: Securities fraud und Institutionsschutz der Rating-Agenturen nach U.S.-amerikanischem Recht . . . . .	893
a) Darlegung von scienter ohne pre-trial discovery-Möglichkeit . . . . .	894

b) Reduzierter pleading standard bei Klagen gegen Rating-Agenturen (seit 2010) und Beweis von „actual malice“ nach dem First Amendment . . . . .	894
IV. Deliktische Haftung der Rating-Agenturen für fahrlässig verursachte Vermögensschäden . . . . .	896
1. Deutsches Recht: Keine deliktische Haftung für fahrlässige Vermögensschädigungen . . . . .	897
2. Schweizer Recht: Keine deliktische Haftung für fahrlässige Vermögensschädigungen wegen fehlender Rechtspflicht zum Schutz des Investorenvermögens . . . . .	899
3. U.S.-amerikanisches Recht . . . . .	900
a) Haftungsvoraussetzungen . . . . .	901
aa) § 552 Restatement (Second) of Torts . . . . .	901
bb) Negligent misrepresentation . . . . .	903
b) Haftungsmildernde Wirkung des institutionsschützenden „actual malice“-Standards . . . . .	906
4. Hongkonger Recht: Keine deliktische Haftung für fahrlässige Vermögensschädigungen mangels Sorgfaltspflicht gegenüber dritten Investoren . . . . .	907
V. Rechtsgeschäftsähnliche Informationsdritthaftung der Rating-Agenturen . . . . .	908
1. Deutsches Recht: Rechtsgeschäftsähnliche Expertenhaftung nach § 311 Abs. 3 BGB . . . . .	909
a) § 311 Abs. 3 BGB als Anker norm und Verhältnis zur vertraglichen Dritthaftung . . . . .	909
aa) § 311 Abs. 3 BGB als Anker norm . . . . .	909
bb) Keine Verdrängung, aber Zurückführung der Haftung aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter . . . . .	910
b) Die „Inanspruchnahme besonderen Vertrauens“ als Haftungs- voraussetzung und -beschränkung . . . . .	911
aa) Abstraktes Vertrauen der Investorenöffentlichkeit in Expertise der Rating-Agenturen nicht ausreichend . . . . .	912
bb) Beschränkung der Vertrauensinanspruchnahme durch notwendigen Bezug zu konkreter Vertragsanbahnung . . . . .	914
(1) Dogmatische Herleitung des Erfordernisses . . . . .	915
(a) Wortlaut des § 311 Abs. 3 Satz 2 BGB . . . . .	915
(b) Bisherige Rechtsprechung zur Sachwalter- und Gutachterhaftung . . . . .	916
(c) Mittelbare Drittwirkung der Pressefreiheit (Art. 5 Abs. 1 Satz 2 GG) . . . . .	918
(2) Anwendung auf die Informationserstellung und -veröffentlichung durch Rating-Agenturen . . . . .	918
cc) Beschränkung der Vertrauensinanspruchnahme durch Inhalt der Ratingveröffentlichung . . . . .	920
c) Ergebnis . . . . .	921
2. Schweizer Recht: Vertrauenshaftung der Rating-Agenturen? . . . . .	922

a) Die Grundsätze der Vertrauenshaftung . . . . .	922
b) Haftung der Rating-Agenturen aus enttäuschem „Ratingvertrauen“? . . . . .	923
c) Ergebnis . . . . .	925
VI. Haftung der Rating-Agenturen infolge einer Schutzwirkung des Ratingvertrages mit dem Emittenten zugunsten dritter Investoren . . . . .	926
1. Kollisionsrechtliche Bestimmung des anwendbaren Rechts . . . . .	926
2. Verletzung einer Pflicht aus dem Ratingvertrag als haftungsauslösender Umstand . . . . .	928
3. Voraussetzungen einer vertraglichen Haftung der Rating-Agenturen auch gegenüber dritten Investoren . . . . .	930
a) Nach deutschem Recht: Der Ratingvertrag als Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten dritter Investoren . . . . .	930
aa) Leistungsnähe der allgemeinen Investorenöffentlichkeit . . . . .	931
bb) Im Vertrag verankertes Gläubigerinteresse am Schutz dritter Investoren . . . . .	932
(1) Relevanz der gegenläufigen Interessen von Emittent und Investoren . . . . .	933
(2) Beschränkung des Kreises der in die Schutzwirkung einbezogenen Dritten . . . . .	937
(a) Kriterien der Rechtsprechung . . . . .	937
(b) Anwendung auf Ratingverträge . . . . .	938
cc) Erkennbarkeit von Leistungsnähe und Gläubigerinteresse . . . . .	939
dd) Keine Schutzbedürftigkeit dritter Investoren aufgrund bestehender Ansprüche gegen den Emittenten . . . . .	940
ee) Ergebnis . . . . .	941
b) Nach Schweizer Recht: Keine vertraglichen Schutzwirkungen zugunsten Dritter bei gegenläufigem Gläubigerinteresse . . . . .	942
c) Nach U.S.-amerikanischem Recht: Keine Einordnung dritter Investoren als „third-party beneficiaries“ . . . . .	943
d) Nach Hongkonger Recht: Kein vertraglicher Drittschutz . . . . .	945
4. Ergebnis . . . . .	945
VII. Haftung der Rating-Agentur wegen Verletzung aufsichtsrechtlicher Pflichten nach Art. 35a Abs. 1 Unterabs. 1, 2 EG-RatingVO . . . . .	946
1. Ergänzend anwendbares Haftungsstatut . . . . .	947
2. Haftungsbegründender Tatbestand . . . . .	948
a) Pflichtverletzung der Rating-Agentur und Beweislast . . . . .	948
b) Nachweis vertretbaren Anlegervertrauens auf das Rating . . . . .	949
3. Bewertung . . . . .	951
VIII. Zusammenfassende Würdigung . . . . .	952
1. Zusammenfassung der Ergebnisse . . . . .	952
2. Würdigung . . . . .	954

<i>Fünfter Abschnitt: Kontrolle der Regulierungsfunktion</i> . . . . .	956
§ 31 Systemische Risiken der Regulierungsfunktion des Ratings und ihre Vermeidung . . . . .	956
I. Problemstellung . . . . .	956
II. Ratingbezugnahmen in Regelungen staatlichen Ursprungs . . . . .	958
1. Abschaffung oder Reduktion staatlicher Ratingbezugnahmen . . . . .	958
a) Vollständige Abschaffung staatlicher Ratingbezugnahmen? . . . . .	958
aa) Ansatz in Rechtsetzung und Schrifttum . . . . .	958
bb) Das Problem der fehlenden regelungstechnischen Alternative . . . . .	959
(1) Credit Spreads . . . . .	960
(2) Risikobeurteilung durch staatliche Behörden . . . . .	961
(3) Risikobeurteilung durch andere unabhängige Dritte . . . . .	961
(4) Risikobeurteilung durch den Regulierten selbst . . . . .	963
cc) Ergebnis . . . . .	965
b) Beschränkung staatlicher Ratingbezugnahmen auf Fälle der Kreditrisikoregulierung . . . . .	966
2. Systemrisikoreduzierende Ausgestaltung staatlicher Rating- bezugnahmen . . . . .	966
a) Tatbestände staatlicher Ratingbezugnahmen . . . . .	967
b) Rechtsfolganordnungen staatlicher Ratingbezugnahmen . . . . .	967
c) Risiken . . . . .	969
3. (Ergänzende) Verpflichtung regulierter Marktteilnehmer zur Vornahme eigener Bonitätseinschätzungen . . . . .	969
a) Rechtsvergleichende Bestandsaufnahme . . . . .	970
b) Zweck der Regelungen . . . . .	970
c) Bewertung . . . . .	971
III. Ratingbezugnahmen in privaten Regelwerken („rating trigger“) . . . . .	972
1. Offenlegungspflichten für „rating trigger“ als Lösung? . . . . .	972
a) Rechtsvergleichender Befund zu gesetzlichen Offenlegungs- pflichten . . . . .	973
aa) Offenlegung von „rating triggern“ als Teil der Markteintritts- publizität . . . . .	973
bb) Offenlegung von „rating triggern“ als Teil der Marktteil- nahmepublikität . . . . .	975
(1) U.S.-amerikanisches Recht: Pflicht zur Offenlegung von Ratingklauseln mit „wesentlicher“ Bedeutung im Rahmen der Regelpublikität . . . . .	975
(2) Deutsches und europäisches Recht: Pflicht zur Offenlegung (auch ratingabhängiger) Change of Control-Klauseln im jährlichen Lagebericht . . . . .	976
(3) Offenlegung von „rating triggern“ als Teil der anlass- abhängigen Marktteilnahmepublikität . . . . .	978
b) Beschränkte Tauglichkeit der Risikoprävention durch Offenlegung . . . . .	979

2. Ausgleich systemischer Wirkungen von „rating triggern“ durch kompensierende aufsichtsrechtliche Regelungen . . . . .	980
3. Gesetzliche Verbote vertraglicher Ratingbezugnahmen und ihre Grenzen . . . . .	981
4. Adressatengerechte Publizität als Lösung: Die Offenlegung vertraglicher Ratingbezugnahmen gegenüber den Rating-Agenturen . . . . .	983
Schlussbetrachtung . . . . .	985
Literatur- und Quellenverzeichnis . . . . .	989
Verzeichnis der zitierten Entscheidungen . . . . .	1063
Sachverzeichnis . . . . .	1083