

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	xvii
Vorwort	xxxix
A. Einleitung	1
B. Gang der Arbeit	3
C. Ratings, Ratingagenturen und Ratingverfahren	5
I. „Rating“ – Begriff und Bedeutung	5
II. Geschäftsmodell und Arbeitsweise	6
1. Ratingobjekte und Ratingarten	9
2. Ratinginhalt	12
a) Benotung	12
b) Bewertungsinhalt	14
3. Das Ratingverfahren	15
III. Funktionen und Bedeutung von Ratings	19
1. Perspektive der Investoren	19
2. Bedeutung für die Kapitalmärkte	23
3. Perspektive der Emittenten	24
4. Regulatorische Verwendung von Ratings	28
IV. Konflikte in der Ratingbranche	31
1. Das Oligopol auf dem Ratingmarkt	32
a) Marktstruktur	32
b) Risiken der oligopolistischen Marktstruktur	36
2. Finanzierungsstruktur	38
a) Einnahmequellen und Finanzierungsrealität	38
b) Kritik an der Finanzierungsrealität	41
aa) Vorteile des <i>issuer pays</i> -Modells	41
bb) Konfliktpotenziale	42
(1) Qualitätsbedenken	42
(2) Interessenkonflikte	43
(3) Gegenargumente	45

c) Ergebnis	47
3. Lock-in-Effekte	47
V. Zusammenfassung	49

D. Hoheitliches Regulierungsbedürfnis des Ratingwesens 51

I. Nicht-hoheitliche Regulierung der Ratingbranche durch den Reputationsmechanismus	52
1. Wirkungsweise des Reputationsmechanismus	54
2. Schwächen des Reputationsmechanismus	56
II. Scheitern nicht-hoheitlicher Regulierungsmechanismen	59
1. Sichtbarwerdung des Scheiterns	60
2. Unverändertes Oligopol	66
3. Ergebnis: Ungeeignetheit nicht-hoheitlicher Regulierungsmechanismen	67
III. Hoheitliche Regulierung des Ratingwesens auf europäischer Ebene	67
1. Die Regulierung von Ratingagenturen durch die Rating-Verordnung	68
a) Wesentliche Regelungsinhalte der Rating-Verordnung	70
aa) Verhaltens- und Organisationspflichten für Ratingagenturen	71
bb) Aufsichtsbezogene Vorschriften	76
(1) Registrierung	76
(2) Aufsicht	77
b) Wesentliche Neuerungen durch die zweite Reform-Verordnung	78
2. Zusammenfassung	82
IV. Hoheitliche Regulierung des Ratingwesens durch <i>private enforcement</i>	83
1. <i>Private enforcement</i> in der Ratingregulierung	85
2. Haftungsrelevante Vorfragen	87
a) Ratings als Meinungsäußerungen	87
b) Fehlerhaftigkeit eines Ratings	91
c) Mögliche Schadenskonstellationen	93
d) Sonderfall: Umverteilungsschäden	95
V. Zusammenfassung	97

E. Private Enforcement von Ratingagenturen durch	
Art. 35a Rating-Verordnung	99
I. Anspruchsinhalt und -voraussetzungen des	
Art. 35a Rating-Verordnung	100
1. Parteien des Haftungsanspruchs	100
a) Anspruchsteller	100
b) Anspruchsgegner	101
aa) In der Europäischen Union registrierte Agenturen	102
bb) Die US-amerikanischen „ <i>Big Three</i> “	103
2. Haftungsbegründender Tatbestand	104
a) Zuwiderhandlung nach Anhang III der Rating-Verordnung	105
aa) Der Katalog aus Anhang III der Rating-Verordnung	105
bb) Relevanz der einzelnen Verhaltenspflichten	106
b) Auswirkung auf das Rating	109
aa) Kausalität zwischen Zuwiderhandlung und	
Ratingergebnis	109
bb) Kausalität der Zuwiderhandlung für die Ratingabgabe	109
c) Verschulden der Ratingagentur	114
d) Vorliegen eines Vermögensschadens	115
e) Kausale Herbeiführung des Vermögensschadens	115
f) Resümee	117
3. Haftungsausschluss: „Qualifiziertes Mitverschulden“	117
a) Konzeptionelle Bedenken gegen die Ausschlussstatbestände	118
b) Haftungsausschluss zulasten der Anleger	119
aa) Regelungsinhalt	119
bb) Konsequenzen	122
c) Haftungsausschluss zulasten der Emittenten	124
d) Ergebnis	126
4. Beschränkung der Haftung im Voraus	126
5. Interne und externe Normlücken	128
a) Interne Lücken	129
b) Externe Lücken	130
c) Konsequenzen für die Auslegung und	
Auslegungszuständigkeit	132
aa) Auslegung des Sekundärrechts	133
bb) Auslegung und Auslegungszuständigkeit	
hinsichtlich der internen und externen Lücken	135
(1) Externe Lücken der Norm	135
(2) Interne Lücken der Norm	137

cc)	Beschränkte Anwendung des Prinzips der unionsrechtskonformen Auslegung	139
dd)	Ergebnis	143
d)	Abkehr vom Prinzip autonomer Auslegung	143
e)	Zweifel an der Gesetzgebungskompetenz des EU-Gesetzgebers	145
aa)	Zuständigkeit der Europäischen Union gemäß Art. 288 Abs. 1, 114 AEUV	145
(1)	Betroffenheit des Binnenmarkts im Sinne von Art. 26 AEUV	146
(2)	Vorliegen einer Harmonisierungsmaßnahme	147
(3)	Alternative Kompetenznorm des Art. 352 AEUV	151
(4)	Ergebnis	153
bb)	Verletzung des Verhältnismäßigkeitsprinzips	153
cc)	Ergebnis	155
6.	Zusammenfassung	156
II.	Subsidiär anwendbares Recht und Gerichtsstand für den Anspruch aus Art. 35a Rating-Verordnung	156
1.	Ermittlung des subsidiär anzuwendenden nationalen Rechts	157
a)	Vertragliches oder außervertragliches Schuldverhältnis	157
b)	Anzuwendendes Recht bei außervertraglichen Schuldverhältnissen	159
aa)	Freie Rechtswahl der Parteien nach Art. 14 Rom-II-Verordnung	159
bb)	Kollisionsrechtliche Bestimmung des anzuwendenden Rechts nach Art. 4 Abs. 1 Rom-II-Verordnung	161
(1)	Anknüpfung an den Schadensort	161
(a)	Schadensort bei reinen Vermögensschäden	162
(b)	Schadensort bei geschädigten Emittenten	164
(c)	Schadensort bei geschädigten Anlegern	164
(d)	Zwischenergebnis	167
(2)	Einheitliche Anknüpfung an den Sitz der Ratingagentur?	167
(3)	Ergebnis	171
cc)	Engere Verbindung zu einem anderen Staat: Art. 4 Abs. 3 Rom-II-Verordnung	171
(1)	Freie Rechtswahl gemäß Art. 3 Rom-I-Verordnung	173

(2) Kollisionsrechtliche Bestimmung nach	
Art. 4 ff. Rom-I-Verordnung	174
(a) Ratingverträge mit Emittenten	174
(b) Abonnementsverträge mit Investoren	176
(aa) Unternehmerische Investoren	176
(bb) Abonnementsverträge als	
Verbraucherverträge	176
(c) Zusammenfassung	178
(3) Unterschiedliche Behandlung der	
Haftungskonstellationen aufgrund des	
Art. 4 Abs. 3 Rom-II-Verordnung	179
(a) Bedenken gegen die unterschiedliche	
Behandlung der Haftungsfälle	179
(b) Einheitliche Handhabung der Haftungsfälle	
über Art. 4 Abs. 3 S. 1 Rom-II-Verordnung?	180
(c) Differenzierte Behandlung der Haftungsfälle ...	183
c) Ergebnis	184
2. Ermittlung des Gerichtsstands für Klagen aus	
Art. 35a Rating-Verordnung	185
a) Unionsrechtliche Zuständigkeitsbestimmung nach der	
Brüssel-Ia-Verordnung	185
aa) Grundsatz: Maßgeblichkeit des Beklagtensitzes	186
bb) Vorrangige Gerichtsstandvereinbarung	187
cc) Maßgeblichkeit des Schadensorts gemäß	
Art. 7 Nr. 2 Brüssel-Ia-Verordnung	188
dd) Kein Akzessorietätszwang vertraglicher und	
nicht-vertraglicher Anspruchsdurchsetzung	189
b) Ergebnis	190
III. Beweislastverteilung und Beweiserleichterungen bei der	
Haftung aus Art. 35a Rating-Verordnung	191
1. Die Beweislastverteilung bei Art. 35a Rating-Verordnung	192
2. Mögliche Formen der Beweis- und Darlegungserleichterungen ...	195
a) Nachweis von Tatsachen aus der Sphäre	
der Ratingagentur	196
aa) Grundsätze des Anscheinsbeweises	196
bb) Freie Beweiswürdigung gemäß § 286 ZPO	198
cc) Sekundäre Behauptungs- und Beweislast des	
Anspruchsggners	200

(1) Anwendung der Grundsätze auf die Haftung nach Art. 35a Rating-Verordnung	202
(2) Einschränkungen der Anwendung	202
(3) Folge der Anwendung der Grundsätze	205
dd) Auskunftsanspruch aus § 242 ZPO	206
(1) Voraussetzungen eines Auskunftsanspruchs gemäß § 242 BGB	207
(2) Anwendung auf die Haftung aus Art. 35a Rating-Verordnung	209
(a) Vorliegen einer rechtlichen Sonderverbindung	209
(b) Entschuldbare Unkenntnis der Anspruchsteller von betroffenen Umständen ...	210
(c) Unschwer mögliche Auskunftserteilung seitens der Ratingagentur	212
(aa) Einwand des Schutzes von Geschäftsgeheimnissen	212
(bb) Einwand der Selbstbezeichnung	213
(d) Ergebnis	214
(3) Praxistauglichkeit der Geltendmachung des Auskunftsanspruchs	214
ee) Zusammenfassung	215
b) Nachweis von Tatsachen aus der Sphäre der Anspruchsteller	216
aa) Anscheinsbeweis wegen genereller Anlagestimmung ...	217
bb) Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens	222
cc) Freie Überzeugung gemäß § 287 ZPO	225
dd) Entgangener Gewinn gemäß § 252 BGB	229
ee) Zusammenfassung	231
3. Zusammenfassende Würdigung der Beweissituation von Klägern im Rahmen des Anspruchs aus Art. 35a Rating-Verordnung	232
IV. Eignung des Art. 35a Rating-Verordnung zum <i>private enforcement</i>	232
1. Anhaltspunkte für eine funktionierende Verhaltenssteuerung der Ratingagenturen durch Art. 35a Rating-Verordnung	233
2. Zweifel an der Eignung des Haftungstatbestands zur Verhaltenssteuerung	234
3. Zusammenfassung	238

V. Reformüberlegungen zu Art. 35a Rating-Verordnung	238
1. In der Literatur diskutierte Reformierungsansätze	238
a) Einführung einer Haftungshöchstgrenze	239
b) Beweislastumkehrung zugunsten der Geschädigten	240
2. Weitere Reformüberlegungen	243
3. Fazit und Ausblick	246

F. Private Enforcement in der Ratingregulierung nach deutschem Zivilrecht 249

I. Haftung gegenüber Emittenten	250
1. Haftung gegenüber Emittenten bei <i>solicited ratings</i>	250
a) Ansprüche aus der Verletzung des Ratingvertrags	250
aa) Rechtliche Qualifizierung des Ratingvertrags	250
(1) Der Ratingvertrag als Werkvertrag	251
(2) Der Ratingvertrag als typengemischter Vertrag	253
(3) Keine Übereinstimmung mit anderen Vertragstypen des BGB	254
bb) Mangelhaftigkeit des Ratings: Pflichtverletzung	255
cc) Vertretenmüssen der Ratingagentur	260
dd) Sonstige Anspruchsvoraussetzungen und -grenzen	260
(1) Gesetzliche und vertragliche Haftungsausschlüsse	260
(2) Weitere Gewährleistungsvoraussetzungen	263
ee) Zwischenergebnis	263
b) Deliktische Haftung beim <i>solicited rating</i>	264
c) Zusammenfassung	264
2. Haftung gegenüber Emittenten bei <i>unsolicited ratings</i>	264
a) Deliktische Haftung	265
aa) Haftung gemäß § 823 Abs. 1 BGB	265
(1) Verletzung des Rechts am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb	266
(2) Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts	272
(3) Fazit	273
bb) Haftung gemäß § 824 BGB	274
cc) Haftung gemäß § 826 BGB	277
dd) Haftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB	278
b) Zusammenfassung	279
3. Ergebnis	280

II. Haftung gegenüber Anlegern	280
1. Haftung gegenüber Anlegern bei Bestehen eines Abonnementsvertrags	281
a) Ansprüche aus der Verletzung des Abonnementsvertrags	281
aa) Rechtsnatur des Bezugs- und Abonnementsvertrags	281
(1) Kaufvertragliche Qualifizierung	282
(2) Keine anderweitige Typenmischung	283
bb) Gewährleistungsrechtliche Haftung	284
cc) Verletzung von Nebenpflichten gemäß § 241 Abs. 2 BGB	288
dd) Weitere Anspruchsvoraussetzungen	288
b) Ergebnis	289
2. Haftung gegenüber dem allgemeinen Anlegerpublikum	289
a) Dritthaftung aus konkludentem Auskunftsvertrag	290
b) Dritthaftung aus <i>culpa in contrahendo</i> gemäß § 311 Abs. 3 BGB	293
aa) Regelungsinhalt der schuldrechtlichen Dritthaftung aus § 311 Abs. 3 BGB	294
bb) Anwendung auf Ratingagenturen	296
(1) Inanspruchnahme eines besonderen Maßes an Vertrauen	296
(2) Unmittelbares wirtschaftliches Eigeninteresse	301
(3) Auskunftshaftung des Experten	302
cc) Zwischenergebnis	303
c) Dritthaftung aus den Grundsätzen des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	303
aa) Voraussetzungen der Rechtsfigur	305
bb) Anwendung der Grundsätze auf den Ratingvertrag	306
(1) Typische Leistungsnähe der Investoren	307
(2) Einbeziehungsinteresse der Emittenten	308
(3) Erkennbarkeit für die Ratingagentur	310
(4) Schutzwürdigkeit der Anleger	311
(5) Bestimmbarkeit der einzubeziehenden Dritten: Keine uferlose Haftung	312
(6) Widerspruch zu evidentem Parteiwillen	316
cc) Ergebnis	318
d) Dritthaftung aus Geschäftsführung ohne Auftrag	318
e) Deliktische Ansprüche	319
aa) Dritthaftung gemäß § 826 BGB	320
bb) Dritthaftung gemäß § 823 Abs. 2 BGB	321

f) Zusammenfassung	324
3. Ergebnis	324
III. Die Haftung von Ratingagenturen gemäß § 823 Abs. 2 BGB	
i.V.m. Anhang III der Rating-Verordnung	324
1. Schutzgesetzqualität der Rating-Verordnung	325
a) Schutzgesetzdogmatik im Kapitalmarktrecht	326
b) Ausgewählte kapitalmarktrechtliche Bestimmungen	329
aa) §§ 31 ff. WpHG	330
bb) § 32 KWG	334
cc) Zusammenfassende Wertung	337
c) Subsumtion der Rating-Verordnung unter den Schutzgesetzbegriff	338
aa) Ausschluss der Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB durch Art. 35a Abs. 5 Rating-Verordnung?	338
bb) Qualifizierung des Anhang III der Rating-Verordnung als Schutzgesetz	341
(1) Individualschützender Charakter	341
(a) Gewichtung der Regulierungsziele	341
(b) Etwaige Entbehrlichkeit des individualschützenden Charakters	344
(2) Einfügung in das haftpflichtrechtliche Gesamtsystem	346
(a) Identifizierung des Verschuldensmaßstabs	346
(b) Fahrlässigkeitshaftung für reine Vermögensschäden	348
(c) Eigenhaftung von Vertretern	351
(d) Subsidiarität der Schutzgesetzhaftung	352
d) Zwischenergebnis	353
2. Weitere Anspruchsvoraussetzungen	353
3. Beweislast	354
4. Zusammenfassung	357
IV. Ergebnis für das <i>private enforcement</i> nach deutschem Zivilrecht	357

G. Die Zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern nach US-amerikanischem Recht ... 361

I. Die Rechtslage im US-amerikanischem Recht	361
1. <i>Securities fraud</i> : Section 10(b) SE Act i.V.m. Rule 10b-5	364
a) <i>Untrue statement of a material fact</i>	365

b) <i>Scienter</i>	368
aa) Verschuldensmaßstab	368
bb) Beweislast und Substantiierung	370
c) <i>Reliance</i> und kausaler Schaden	373
d) Zusammenfassung	377
2. Weitere kapitalmarktrechtliche Haftung	377
a) Haftung aus sec. 11 Securities Act	378
aa) Ratingagenturen als Experten im Sinne von sec. 11(a)(4) Securities Act	378
bb) Ratingagenturen als <i>underwriter</i> im Sinne von sec. 11(a)(5) Securities Act	380
cc) Zwischenergebnis	381
b) Haftung aus sec. 18(a) SE Act	381
c) Ergebnis	383
3. <i>Third-party beneficiary theory</i>	383
4. <i>Tort Law</i>	385
a) Sec. 552 Restatement (Second) of Torts	385
b) <i>Negligent misrepresentation</i> nach <i>Common Law</i>	389
c) Zusammenfassung	393
5. Class Actions	393
6. Fazit für die Haftungsrechtslage	397
II. Der besondere Schutz der Meinungsäußerungs- und Pressefreiheit durch das <i>First Amendment</i>	398
1. Inhalt und sachlicher Schutzbereich des <i>First Amendment</i>	399
2. Einbeziehung von Ratingagenturen und Ratings in den Schutzbereich des <i>First Amendment</i>	401
3. Auswirkungen auf die privatrechtliche Haftung von Ratingagenturen	404
a) Der Schutz reiner Meinungsäußerungen	405
b) Anwendung eines erhöhten Verschuldensmaßstabs: „ <i>actual malice</i> “	408
aa) Der <i>actual malice</i> -Standard	408
bb) <i>Matters of public interest and concern</i>	410
cc) Ratings als <i>Commercial speech</i>	411
dd) Folgen für die Haftung von Ratingagenturen	415
c) Auswirkungen auf das <i>pretrial discovery</i> -Verfahren	416
aa) Wesen der <i>pretrial discovery</i>	417
bb) Relevanz für die vorliegende Betrachtung	420
cc) <i>First Amendment</i> -Schutz der Ratingagenturen	421
4. Zusammenfassende Bewertung	422

III. Vergleich der zivilrechtlichen Verantwortlichkeit von Ratingagenturen gegenüber Anlegern nach europäischem und US-amerikanischem Recht	425
1. Der Stellenwert der Meinungsäußerungs- und Pressefreiheit	425
2. Materiell-rechtlicher Haftungsrahmen	427
3. Der Umgang mit der Beweislast und Beweisschwierigkeiten	428
4. Realisierungswahrscheinlichkeit der Haftung	430
5. Fazit	431
H. Schlussbetrachtung	433