

# Inhaltsverzeichnis

<b>Literaturverzeichnis</b> .....	xvii
<b>Vorwort</b> .....	xxxix
<b>A. Einleitung</b> .....	1
<b>B. Gang der Arbeit</b> .....	3
<b>C. Ratings, Ratingagenturen und Ratingverfahren</b> .....	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

<b>E. Private Enforcement von Ratingagenturen durch</b>	
<b>Art. 35a Rating-Verordnung</b> .....	99
<b>I. Anspruchsinhalt und -voraussetzungen des</b>	
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 Beklagtenstandortes .....	186
bb) Vorrangige Gerichtsstandsvereinbarung .....	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
<b>F. Private Enforcement in der Ratingregulierung nach deutschem Zivilrecht .....</b>	<b>249</b>
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
<b>H. Schlussbetrachtung .....</b>	<b>433</b>