

**Schriften zum Bürgerlichen Recht**

---

**Band 442**

**Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit  
von Ratingagenturen gegenüber  
Investoren**

**Von**

**Peter Schantz**



**Duncker & Humblot · Berlin**

PETER SCHANTZ

Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen  
gegenüber Investoren

Schriften zum Bürgerlichen Recht

Band 442

# Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen gegenüber Investoren

Von

Peter Schantz



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin  
hat diese Arbeit im Jahre 2013 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2015 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: L101 Mediengestaltung, Berlin  
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 0720-7387

ISBN 978-3-428-14151-7 (Print)

ISBN 978-3-428-54151-5 (E-Book)

ISBN 978-3-428-84151-6 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin im Wintersemester 2012/2013 als Dissertation angenommen. Vor Drucklegung konnten insbesondere die zweite Novelle der Verordnung über Ratingagenturen durch die Verordnung (EU) Nr. 462/2013 sowie aktuelle Literatur und Rechtsprechung bis Juni 2014 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Hans-Peter Schwintowski. Er hat nicht nur meine Arbeit beispielhaft betreut, sondern mir auch die Gelegenheit gegeben, an seinem Lehrstuhl in freundschaftlicher und familiärer Atmosphäre zu lehren und zu forschen.

Ebenfalls sehr herzlich danke ich Herrn Professor Dr. Dr. Stefan Grundmann, LL.M., für die schnelle Erstellung seines Zweitgutachtens und seine wertvollen weiterführenden Hinweise.

Herzlich danken möchte ich auch Patrick Arora, Dr. Fabian Scheffczyk und Dr. Christoph Jeremias; sie haben nicht nur die Arbeit gelesen, sondern auch durch ihre Ratschläge, Diskussionsbereitschaft und freundschaftliche Unterstützung zum Gelingen dieses Projekts beigetragen.

Der größte Dank gilt meiner Familie. Mein Sohn Richard hat unfassbar viel zusätzliches Glück und Freude in mein Leben gebracht. Ohne meine Frau Ilka aber hätte ich dieses Buch nicht fertigstellen können. Mit ihrer Liebe, Freundschaft und Geduld, ihrem Zuspruch und ihrem Rat hat sie mich während der Erstellung dieser Dissertation durch alle Höhen und Tiefen begleitet. Ihr widme ich diese Arbeit.

Berlin, im August 2014

*Peter Schantz*



## Inhaltsübersicht

§ 1	Einleitung .....	21
<i>Kapitel 1</i>		
<b>Grundlagen</b>		29
§ 2	Rechtliche Rahmenbedingungen .....	29
§ 3	Die Tätigkeit von Ratingagenturen .....	48
§ 4	Bedeutung und Funktion von Ratingagenturen .....	66
<i>Kapitel 2</i>		
<b>Die Regulierung von Ratingagenturen</b>		109
§ 5	Regelungsprobleme .....	109
§ 6	Regulierungsansätze .....	131
§ 7	Haftung als Regelungsinstrument .....	151
<i>Kapitel 3</i>		
<b>Die Haftung von Ratingagenturen nach deutschem Recht</b>		183
§ 8	Verfassungsrechtlicher Rahmen .....	184
§ 9	Ratingagenturen im System kapitalmarktrechtlicher Haftungstatbestände	200
§ 10	Zivilrechtliche Dritthaftung gegenüber Investoren .....	218
§ 11	Pflichtverletzung und Verschulden .....	281
§ 12	Modifikationen der Haftung .....	305
§ 13	Kausalität, Schaden, Mitverschulden .....	316
§ 14	Verhältnis der Ratingagenturen zu anderen Haftpflichtigen .....	341
§ 15	Anwendbares Recht .....	342



*Kapitel 4***Die Haftung von Ratingagenturen  
nach europäischem Recht**

353

§ 16 Grundfragen ..... 353

§ 17 Haftungsvoraussetzungen ..... 358

**Zusammenfassung der Ergebnisse** ..... 368**Literaturverzeichnis** ..... 375**Stichwortverzeichnis** ..... 408

## Inhaltsverzeichnis

§ 1	Einleitung	21
	I. Problemstellung	21
	II. Gegenstand der Untersuchung	23
	III. Vorgehensweise	26
<i>Kapitel 1</i>		
<b>Grundlagen</b>		
		29
§ 2	Rechtliche Rahmenbedingungen	29
	I. Versagen der Ratingagenturen	29
	1. Enron	29
	2. Finanzkrise	31
	a) Ursprung der Krise auf dem US-Hypothekenmarkt	31
	b) Rolle der Ratingagenturen	33
	c) Ursachen des Versagens der Ratingagenturen	34
	aa) Gewinnorientierung und Wettbewerbsdruck	34
	bb) Interessenkonflikte durch Beratungsleistungen	35
	cc) Fehler der Ratingmethodik	35
	dd) Ungenügende Ressourcen	37
	ee) Übermäßiges Vertrauen der Anleger in Ratings	37
	II. Entwicklung der Regulierung in den USA und der EU	38
	1. Vertrauen in die Selbstregulierung des Ratingmarktes	38
	2. Erste Regulierungsansätze	40
	a) Credit Rating Agency Reform Act (2006)	40
	b) Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen	41
	3. Strukturelle Eingriffe	42
	a) Dodd-Frank Act (2010)	42
	b) Zweite Novelle der RatingVO	46
§ 3	Die Tätigkeit von Ratingagenturen	48
	I. Begriffe und Abgrenzungen	48
	1. Credit Rating	48
	2. Abgrenzungen	49
	a) Produktrating	49
	b) Finanzanalysten	50
	c) Kreditauskunfteien	51

3. Inhaltliche Bedeutung des Ratings	51
4. Ratingskala	52
5. Fehlerhaftes Rating	54
II. Der Markt für Ratings	54
1. Geschäftsmodell der Ratingagenturen	54
a) Bonitätsbeurteilungen	54
b) Beratung (rating advisory)	57
2. Marktverhältnisse	57
3. Rating und Structured Finance	58
III. Formen des Ratings und ihre Erstellung	59
1. Auftragsrating	59
2. Auftragsloses Rating	61
3. Monitoring und Aktualisierung des Ratings	62
4. Bewertungsmethoden und -faktoren	64
a) Unternehmensrating	64
b) Unternehmensanleihen und Verbriefungstransaktionen	64
c) Staaten und öffentliche Körperschaften	66
§ 4 Bedeutung und Funktion von Ratingagenturen	66
I. Ökonomische Grundlagen des Ratings	66
1. Ratingagenturen als Informationsintermediäre	67
2. Informationsfunktion des Ratings	68
a) Informationseffizienz des Kapitalmarktes	68
b) Kritik an der Informationseffizienzhypothese	69
c) Neue Institutionenökonomik	71
d) Informationsasymmetrie	71
e) Signalling und Screening	72
f) Spezialisierung und Netzwerkeffekte	73
g) Verbesserung der Effizienz des Kapitalmarktes	74
3. Monitoringfunktion	75
4. Verifikationsfunktion: Ratingagenturen als Reputational Gatekeeper	76
a) Glaubwürdigkeit des Emittenten	76
b) Reputationsintermediäre/Gatekeeper	78
5. Verstärkende Rahmenbedingungen	80
a) Disintermediation und Securitization	80
b) Globalisierung und Internationalisierung der Kapitalmärkte	81
II. Regulatorische Inanspruchnahme der Ratingagenturen	82
1. Regulatorische Verwendung von Ratings in den USA	83
2. Regulierung durch Ratings in Deutschland und Europa	84
a) Eigenkapitalregeln für Kreditinstitute	84
b) Ausblick	85

3. Kritik der regulatorischen Inanspruchnahme von Ratings . . . . .	86
4. Regulatory License . . . . .	89
III. Faktische Autorität des Ratings . . . . .	91
1. Rating als Marktzutrittsschranke . . . . .	91
2. Verbreitung privatautonomer Anknüpfung an Ratings . . . . .	92
a) Rating-Trigger in Verträgen . . . . .	92
b) Verwendung in Anlagevorschriften . . . . .	93
3. Standardisierung durch Ratings . . . . .	94
4. Privilegierter Informationszugang im Rahmen des Insiderrechts . .	95
5. Ratingagenturen als Teil der externen Corporate Governance . . .	97
6. Rechtliche Relevanz des Ratings . . . . .	98
a) Anlageberatung . . . . .	99
b) Organhaftung . . . . .	101
aa) Rating als vertrauenswürdige Expertise . . . . .	102
bb) Rating als ausreichende Informationsgrundlage . . . . .	104
7. Bedeutung für die Investitionsentscheidung der einzelnen Kapital-	
marktteilnehmer . . . . .	106
a) Rezeption des Ratings durch das Anlegerpublikum . . . . .	106
b) Koordinationseffekt des Ratings . . . . .	107

*Kapitel 2*

**Die Regulierung von Ratingagenturen**

§ 5	Regelungsprobleme . . . . .	109
I.	Ziele einer Regulierung von Ratingagenturen . . . . .	110
1.	Kapitalmarkteffizienz und Anlegerschutz als allgemeine Ziele	
	des Kapitalmarktrechts . . . . .	110
2.	Vertrauen in die Qualität und Unabhängigkeit der Rating-	
	agenturen . . . . .	113
a)	Informationsasymmetrie und Prinzipal-Agent-Beziehung	
	zwischen Investor und Ratingagentur . . . . .	113
b)	Verstärkung der Unsicherheit durch Interessenkonflikte . . . . .	114
c)	Folgen der Unsicherheit der Anleger . . . . .	116
d)	Förderung des Vertrauens in Ratings . . . . .	116
3.	Systemische Risiken . . . . .	117
a)	Finanzmarktstabilität . . . . .	117
b)	Übertreibungen der Kapitalmärkte . . . . .	118
II.	Versagen von Reputation und Wettbewerb . . . . .	119
1.	Ursachen fehlenden Wettbewerbs . . . . .	120
a)	Reputation . . . . .	120
b)	Netzwerkeffekt . . . . .	122
c)	Regulatorische Verwendung des Ratings . . . . .	122

d)	Two-Rating-Norm . . . . .	123
e)	Schwierige Überprüfbarkeit der Qualität des Ratings . . . . .	124
2.	Folgen fehlenden Wettbewerbs . . . . .	125
3.	Regelungsprobleme des Wettbewerbs im Ratingmarkt . . . . .	126
a)	Competition of laxity . . . . .	126
b)	Rating Shopping . . . . .	128
c)	Keine Verbesserung des Reputationsmechanismus . . . . .	129
d)	Zunahme der Zahl der Ratingagenturen . . . . .	130
4.	Ergebnis . . . . .	131
§ 6	Regulierungsansätze . . . . .	131
I.	Bisherige Regulierung von Ratingagenturen . . . . .	132
1.	Interessenkonflikte . . . . .	132
a)	Trennung von Rating und Beratungsleistungen . . . . .	132
b)	Offenlegung von Interessenkonflikten . . . . .	133
c)	Governancemechanismen . . . . .	134
d)	Eigeninteressen der Mitarbeiter der Ratingagenturen . . . . .	134
2.	Qualität und Transparenz . . . . .	135
a)	Methodik und Ressourcen . . . . .	136
b)	Informationsgrundlage . . . . .	137
c)	Anpassung und Monitoring . . . . .	138
II.	Durchsetzungsmechanismen . . . . .	139
1.	Staatliche Aufsicht . . . . .	139
a)	Aufsichtsmaßnahmen . . . . .	139
b)	Bußgelder . . . . .	140
2.	Publizität . . . . .	141
III.	Strukturelle Reformen . . . . .	144
1.	Rotationspflicht . . . . .	144
2.	Reform des Vergütungsmodells . . . . .	145
a)	Rückkehr zum Investor-pays-Rating . . . . .	145
b)	Entkoppelung der Vergütung von der Auftragsvergabe . . . . .	147
c)	Verknüpfung von Vergütung und Qualität des Ratings . . . . .	148
d)	Zwischenergebnis . . . . .	149
3.	Staatliche Ratingagentur? . . . . .	149
IV.	Ergebnis . . . . .	151
§ 7	Haftung als Regelungsinstrument . . . . .	151
I.	Funktionaler Ansatz des Haftungsrechts . . . . .	152
II.	Wirkungen einer Dritthaftung von Ratingagenturen . . . . .	154
1.	Normativer Rahmen . . . . .	154
a)	Ökonomische Argumente in der rechtspolitischen und rechtsdogmatischen Diskussion . . . . .	154
b)	Ökonomische Analyse des Haftungsrechts . . . . .	156

2.	Abbau von Unsicherheit und Senkung der Transaktionskosten im Verhältnis zwischen Anleger und Ratingagentur .....	158
a)	Signalling durch Haftung .....	158
b)	Höhe des Haftungsrisikos .....	159
c)	Schadensprävention trotz Risikoweitergabe an Emittenten und Investoren? .....	160
3.	Haftung als Gatekeeper .....	163
III.	Rechtspolitische Bedenken .....	165
1.	Skepsis gegenüber der Kompensation reiner Vermögensschäden ..	165
a)	Unterschiedliche Wertigkeit der Rechtsgüter .....	167
b)	Dammbruch-Argument und Freiheitsschutz .....	167
c)	Vorrang privatautonomer Regelungen .....	170
d)	Vermögensschäden als bloße Umverteilungsschäden .....	171
2.	Gefahr einer übermäßigen Abschreckung der Ratingagenturen ...	173
a)	Besonderheiten der Haftung für Informationen .....	173
b)	Risikoadverses Verhalten der Ratingagentur .....	175
c)	Notwendigkeit einer Haftungsbegrenzung? .....	176
d)	Ausgestaltung einer Haftungsbegrenzung .....	177
3.	Bessere Schadensvorsorge durch die Anleger selbst? .....	179
IV.	Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung .....	180

*Kapitel 3*

**Die Haftung von Ratingagenturen  
nach deutschem Recht**

183

§ 8	Verfassungsrechtlicher Rahmen .....	184
I.	Der Erste Zusatzartikel der US-Verfassung als „Schutzschild“ der Ratingagenturen .....	186
1.	Umfang und Grenzen des Schutzes von Ratings .....	186
2.	Abgrenzung von Meinungen und Tatsachen .....	190
II.	Meinungsfreiheit .....	191
III.	Pressefreiheit .....	194
IV.	Rechtfertigung des Eingriffs .....	196
§ 9	Ratingagenturen im System kapitalmarktrechtlicher Haftungstatbestände	200
I.	Kapitalmarktrechtliche Anspruchsgrundlagen .....	201
1.	Wertpapierrechtliche Prospekthaftung .....	201
a)	Ratingagenturen als Adressaten der Prospekthaftung .....	201
b)	Ratingbericht als Prospekt i.S.d. § 21 WpPG .....	205
2.	Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung .....	205
3.	Gesamtanalogie der gesetzlichen Haftungstatbestände .....	208
II.	Verhältnis kapitalmarktrechtlicher Haftungstatbestände und allgemeiner zivilrechtlicher Anspruchsgrundlagen .....	210

III. Verantwortlichkeit anderer Kapitalmarktakteure für Ratings? . . . . .	211
1. Pflicht zur Aufnahme von Ratings in den Emissionsprospekt . . . . .	212
2. Rückwirkungen auf die Pflichten der Prospektverantwortlichen . . . . .	215
3. Haftung für Ratings als Teil des Prospekts? . . . . .	215
§ 10 Zivilrechtliche Dritthaftung gegenüber Investoren . . . . .	218
I. Dogmatische Verortung der Expertenhaftung . . . . .	218
1. Einführung . . . . .	218
2. Kritik deliktischer und privatautonomer Ansätze . . . . .	220
a) Privatautonome Ansätze . . . . .	220
aa) Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter . . . . .	220
(1) Konzept und Voraussetzungen . . . . .	221
(2) Kritik . . . . .	225
(a) Dogmatische Kritikpunkte . . . . .	225
(b) Ungleichbehandlung von Auftragsrating und auftragslosem Rating . . . . .	229
bb) Stillschweigender Auskunftsvertrag und einseitige Selbst- verpflichtungen . . . . .	230
cc) Weitere Ansätze . . . . .	233
b) Deliktische Ansätze . . . . .	234
aa) Schutzgesetz . . . . .	234
(1) RatingVO . . . . .	234
(2) § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG . . . . .	236
bb) Verkehrspflichten zum Schutze des Vermögens im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB . . . . .	238
cc) § 826 BGB . . . . .	239
(1) Extensive Auslegung des § 826 BGB durch die Recht- sprechung . . . . .	239
(2) Ratingagenturen im Lichte des § 826 BGB . . . . .	241
(3) Stellungnahme . . . . .	242
II. Vertrauenshaftung gemäß §§ 311 Abs. 3 S. 2, 241 Abs. 2 i. V. m. § 280 Abs. 1 S. 1 BGB . . . . .	243
1. Einführende Überlegungen . . . . .	243
a) § 311 Abs. 3 S. 2 BGB als Anspruchsgrundlage für Fälle der Expertenhaftung . . . . .	243
b) Struktur des § 311 Abs. 3 S. 2 BGB . . . . .	245
c) Vertrauenshaftung für Kapitalmarktinformationen . . . . .	246
2. Vertrauenswerbung: Inanspruchnahme von Vertrauen in besonderem Maße . . . . .	250
a) Schlüsselbegriff: Vertrauen in besonderem Maße . . . . .	250
aa) Grundsatz der informationellen Eigenverantwortung . . . . .	251
bb) Überlegungen zur Konkretisierung . . . . .	252
b) Besondere Vertrauensstellung der Ratingagenturen . . . . .	253

aa) Objektiver Zweck des Ratings: Information von Investoren .....	253
bb) Stellung als neutraler Informationsintermediär .....	255
(1) Spezialisierung .....	255
(2) Informationsvorsprung .....	256
(3) Neutralität und Unabhängigkeit .....	257
(4) Staatliche Anerkennung .....	258
cc) Faktische Autorität der Ratingagenturen .....	259
dd) Typisiertes Vertrauen in Ratings in Anlehnung an die Grundsätze der Prospekthaftung .....	259
ee) Vertrauen in auftragslose Ratings? .....	263
c) Zurechnungsgrund der Vertrauenswerbung .....	264
d) Verhinderung der Entstehung eines Vertrauensstatbestandes durch Vertrauensverwahrung .....	266
3. Adressaten der Vertrauenswerbung .....	267
a) Emissionsrating .....	267
b) Zweiterwerber .....	268
c) Emittentenrating .....	270
d) Erwerber von Derivaten und Kapitalmarktprodukten des Emittenten .....	272
aa) Vom bewerteten Unternehmen emittierte Derivate und Zertifikate .....	272
bb) Bewertetes Unternehmen als Basiswert von Derivaten und Zertifikaten .....	273
e) Verkäufer .....	273
f) Vertragspartner des Emittenten .....	274
4. Vertrauensgewähr durch Investoren .....	274
a) Erheblicher Einfluss auf Vertragsverhandlungen oder Vertragsschluss .....	274
b) Transaktionserfordernis als „ungeschriebene Grenze“ einer Haftung? .....	275
aa) Problemstellung .....	275
bb) Altanleger: Absehen von einem Verkauf .....	277
cc) Neue Investoren: Unterlassen einer Investition .....	278
5. Exkurs: Vertrauenswerbung durch die Muttergesellschaft .....	279
§ 11 Pflichtverletzung und Verschulden .....	281
I. Sorgfaltspflichten .....	282
1. Ausgangspunkt für die Entwicklung von Sorgfaltspflichten .....	283
2. Informationsgrundlage .....	285
a) Ausreichende Informationsgrundlage .....	285
b) Pflicht zur Überprüfung der Informationsgrundlage .....	286
aa) Vom Emittenten stammende Informationen .....	287



bb) Von neutralen Dritten geprüfte Informationen . . . . .	288
cc) Prüfungspflichten bei Asset-Backed-Securities . . . . .	289
3. Raterstellung . . . . .	290
a) Neutralität . . . . .	291
b) Objektivität . . . . .	291
c) Sachkunde . . . . .	293
d) Folgen der Verletzung von Organisations-, Offenlegungs- und anderen Compliance-Pflichten . . . . .	293
4. Anpassungs- und Berichtigungspflicht . . . . .	295
a) Berichtigungspflicht . . . . .	295
b) Aktualisierungspflicht . . . . .	296
II. Verschuldensmaßstab . . . . .	298
1. Verfassungsrechtliche Erwägungen . . . . .	299
2. Unentgeltlichkeit . . . . .	299
3. Grundsätze der Börsendienst-Entscheidung . . . . .	300
4. Haftungsrisiko . . . . .	300
5. Gesamtanalogie zur Kapitalmarktinformationshaftung . . . . .	301
III. Beweislastverteilung . . . . .	303
§ 12 Modifikationen der Haftung . . . . .	305
I. Beschränkungen des Vertrauenstatbestandes . . . . .	307
1. Terminologie . . . . .	307
2. Grenzen der Vertrauensverwahrung . . . . .	308
3. Begrenzung des Adressatenkreises . . . . .	311
II. Haftungsbeschränkungen . . . . .	312
1. Dogmatische Begründung . . . . .	312
2. Modifikation der Pflichten und des Verschuldensmaßstabs . . . . .	315
3. Haftungshöchstbetrag . . . . .	316
§ 13 Kausalität, Schaden, Mitverschulden . . . . .	316
I. Schaden . . . . .	318
1. Differenzschaden . . . . .	318
2. Naturalrestitution . . . . .	320
a) Kritik: Überwälzung des Marktrisikos . . . . .	321
b) Pflichtwidrigkeitszusammenhang . . . . .	322
c) Berücksichtigung des hypothetischen Kausalverlaufs . . . . .	324
d) Verbot des Haltens bewerteter Kapitalanlagen . . . . .	326
3. Entgangener Gewinn und Transaktionskosten . . . . .	326
II. Transaktionskausalität . . . . .	327
1. Überblick über die verschiedenen Ansätze zur Beweiserleichterung im Rahmen der Informationshaftung . . . . .	327
a) Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens . . . . .	327
b) Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung . . . . .	329

c) Anlagestimmung .....	329
d) Fraud-on-the-market-Doktrin .....	330
e) Dauerkausalität .....	332
2. Transaktionskausalität im Rahmen der Haftung von Rating-agenturen .....	333
3. Kenntnis des fehlerhaften Ratings .....	335
4. Differenzierung nach Pflichtverletzungen .....	338
III. Mitverschulden .....	339
§ 14 Verhältnis der Ratingagenturen zu anderen Haftpflichtigen .....	341
§ 15 Anwendbares Recht .....	342
I. Grundproblem des internationalen Kapitalmarktrechts .....	342
1. Globalisierung der Finanzmärkte und Informationsflüsse .....	342
2. Marktort als einziger voraussehbarer Berührungspunkt .....	344
II. Qualifikation kapitalmarktrechtlicher Haftung .....	346
1. Anwendungsbereich der Rom I- und Rom II-VO .....	346
2. Abgrenzung zwischen Vertrags- und Deliktsstatut .....	347
III. Anknüpfung .....	348
1. Vertragsakzessorische Anknüpfung (Art. 12 Abs. 1 Rom II-VO) ..	348
2. Erfolgsort (Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO) .....	350
3. Offensichtlich engere Verbindung zum Marktort .....	351
4. Erwerb außerhalb geregelter Märkte: Recht der Kapitalanlage ...	352

*Kapitel 4*

**Die Haftung von Ratingagenturen  
nach europäischem Recht**

353

§ 16 Grundfragen .....	353
I. Entstehungsgeschichte .....	353
II. Dogmatische Grundstruktur .....	354
III. Anwendungsbereich .....	355
IV. Verhältnis zum nationalen Recht .....	356
1. Anspruchsgrundlagenkonkurrenz zwischen Art. 35a RatingVO und nationalem Haftungsrecht .....	357
2. Lückenfüllende Funktion des nationalen Rechts .....	358
§ 17 Haftungsvoraussetzungen .....	358
I. Anspruchsberechtigte .....	358
II. Berechtigtes Vertrauen .....	359
III. Pflichtverletzung .....	361
1. Zuwiderhandlung nach Anhang III RatingVO .....	361
2. Beweislastverteilung .....	362
IV. Verschuldensmaßstab .....	363

V. Kausalität und Schaden . . . . .	365
1. Transaktionskausalität . . . . .	365
2. Haftungsausfüllende Kausalität und ersatzfähiger Schaden . . . . .	366
VI. Haftungsbegrenzung . . . . .	367
<b>Zusammenfassung der Ergebnisse . . . . .</b>	<b>368</b>
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>375</b>
<b>Stichwortverzeichnis . . . . .</b>	<b>408</b>

## Verzeichnis wichtiger Abkürzungen

ABS	Asset-Backed Securities
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
CDO	Collateralized Debt Obligation
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CESR	Committee of European Securities Regulators
C.F.R.	Code of Federal Regulations
CRA Reform Act	Credit Rating Agency Reform Act of 2006
ESMA	European Securities and Markets Authority
Fed. Reg.	Federal Register
IAA	Investment Adviser Act of 1940
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MBS	Mortgage-Backed Securities
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
Publ. L.	Public Laws
RatingVO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, zuletzt geändert durch die Verordnung (EU) Nr. 462/2013
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
S&P	Standard and Poor's
SA	Securities Act of 1933
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	Securities and Exchange Commission
Stat.	Statutes (Sammlung der Bundesgesetze)
Supp.	Supplement
U.S.C.	United States Code

Hinsichtlich der weiteren Abkürzungen wird auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 6. Aufl. (2008) und – für die US-amerikanische Literatur – auf das *Bluebook: A Uniform System of Citation* verwiesen.



# § 1 Einleitung

## I. Problemstellung

Ratingagenturen gehören zu den wichtigsten und einflussreichsten Akteuren auf dem Kapitalmarkt. Geht mit ihrem Einfluss aber auch eine entsprechende zivilrechtliche Verantwortlichkeit gegenüber den anderen Kapitalmarktteilnehmern einher? Ihre Tätigkeit besteht darin, die Bonität von Schuldnern und Emittenten zu bewerten. Ohne das Rating von mindestens zwei anerkannten Ratingagenturen ist es nur unter erheblichen Mehrkosten möglich, Fremdkapital durch die Emission einer Anleihe aufzunehmen oder eine Verbriefungstransaktion durchzuführen. Die Bonitätsbeurteilungen der großen Ratingagenturen – Standard & Poor's, Moody's und Fitch – entscheiden mit ihren in Buchstabenkombinationen (z. B. AAA oder BBB+) zusammengefassten Bewertungen über den Zugang zu diesen Segmenten des Kapitalmarktes. Ihre Ratings haben daher erhebliche Auswirkungen auf Unternehmen und Staaten. Spätestens durch die Staatsschuldenkrise in der Europäischen Währungsunion sind Ratingagenturen daher auch in den Blickpunkt der breiteren Öffentlichkeit gerückt. Vielfach entstand der Eindruck, Ratingagenturen könnten „durch das Senken ihres Daumens“ das Schicksal eines von der Zahlungsunfähigkeit bedrohten Mitgliedsstaates besiegeln oder politisch mühsam ausgehandelte Rettungsmaßnahmen zur Makulatur werden lassen. Um ihre faktische Autorität und Machtstellung auf dem Kapitalmarkt zu beschreiben, wurden schon früher gerne Superlative bemüht, welche die Ratingagenturen dadurch geradezu mystifiziert haben. So bezeichnete sie der ehemalige Präsident der BaFin, *Jochen Sanio*, als „größte unregelmäßige Machtstruktur im Weltfinanzsystem“<sup>1</sup> oder der Pulitzer-Preisträger *Thomas Friedman* – wenn auch zugespitzt – bereits im Jahr 1996 als einzige verbliebene Supermacht neben den Vereinigten Staaten von Amerika<sup>2</sup>.

Ratingagenturen sind privatwirtschaftliche und gewinnorientierte Unternehmen, deren Tätigkeit zwischen der Arbeit von Finanzanalysten und Wirt-

---

<sup>1</sup> Finanzausschuss des Deutschen Bundestages, 15. WP, Protokoll Nr. 20 (4. Juni 2003), 29.

<sup>2</sup> „There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful.“ (PBS, „NewsHour with Jim Lehrer“, 13. Februar 1996).

schaftsprüfern anzusiedeln ist.<sup>3</sup> Worauf aber gründen sich ihre Autorität und ihr Einfluss? Die Ratingagenturen, aber auch Vertreter aus der Wissenschaft würden antworten, ihr Erfolg basiere auf ihrer Reputation, ihrer Unabhängigkeit und dem Vertrauen des Kapitalmarktes in ihre Bewertungen. Dies ist jedoch nur die halbe Wahrheit. Ratings sind heute aus dem „Code“ des internationalen Finanzsystems nicht mehr wegzudenken. Sie sind mit seinen Strukturen fest verwoben und Teil der Investmentkultur. Ratingagenturen haben daher – wie bestimmte Finanzinstitute – systemische Bedeutung für das Finanzsystem.<sup>4</sup> Hieran hat auch die Finanzkrise seit 2007 im Kern nichts geändert. Staatliche Regulierungen nahmen (vor allem in den USA) und nehmen noch immer direkt auf Ratings staatlich anerkannter Agenturen Bezug; auf internationaler Ebene erlauben die Eigenkapitalregeln für Banken seit der Basel II-Übereinkunft die Risikobemessung nach den Bonitätsnoten anerkannter Ratingagenturen. Daran anschließend wird an Ratings auch in privatrechtlichen Verträgen oder den Anlagerichtlinien institutioneller Investoren angeknüpft. Aber eine Auf- oder Abwertung eines Unternehmens hat nicht nur Einfluss auf die Fremdfinanzierungskosten eines Unternehmens, sondern gilt auch als Indikator für die Qualität der Unternehmensleitung. Unternehmensleitungen streben daher ein „gutes Rating“ als Managementziel an. Schließlich haben sich informelle Regeln herausgebildet, dass eine Emission von mindestens zwei der großen Ratingagenturen bewertet sein muss. Schon im Vorfeld werden Transaktionen daher nach den Vorgaben der Agenturen oder in Absprache mit ihnen strukturiert.

Nicht zuletzt sind Ratings eine leicht verständliche und standardisierte Bonitätsbewertung und damit ein wichtiges Instrument, um auf dem globalisierten Finanzmarkt die Komplexität und Unsicherheiten einer Investitionsentscheidung zu verringern. Ratingagenturen erbringen als neutrale Experten für Bonitätsprognosen eine Dienstleistung, ähnlich einem Gutachter, der den Wert eines Kunstwerkes oder eines Hauses beurteilt. Sie verringern die Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Emittenten und leisten damit einen wichtigen Beitrag für das Funktionieren der Finanzmärkte. Der frühere Präsident der BaFin, *Jochen Sanio*, resümierte daher: „Wenn es sie nicht gäbe, müsste man sie erfinden.“<sup>5</sup>

Angesichts ihrer großen Bedeutung verwundert es, dass die Ratingagenturen noch bis vor wenigen Jahren keiner staatlichen Regulierung unterlagen. Dies änderte sich in den USA erst, nachdem die Ratingagenturen den

---

<sup>3</sup> Ebenso der US-amerikanische Gesetzgeber im Dodd-Frank Act, Sec. 931(2), H.R. 4173. Für wichtiger hält sie sogar *Großfeld*, ZVglRWiss 101 (2002) 387.

<sup>4</sup> *Deipenbrock*, RIW 2010, 612, 613.

<sup>5</sup> Zitiert nach *Handelsblatt*, Wie die EU die Rating-Riesen zähmen will, 11. November 2011.

Zusammenbruch der US-amerikanischen Unternehmen Enron und World-Com in den Jahren 2001 und 2002 nicht prognostiziert hatten, durch Erlass des Credit Rating Agency Reform Act im Jahr 2006. Die Europäische Union erließ erst als Reaktion auf die Subprime-Krise 2007/2008 im Jahr 2009 die RatingVO, die inzwischen innerhalb von vier Jahren zweimal novelliert worden ist.

## II. Gegenstand der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit behandelt die Frage, ob Ratingagenturen gegenüber Anlegern auch ohne einen Vertrag haften, wenn diese – als Adressaten des Ratings – im Vertrauen darauf eine Investitionsentscheidung treffen. Unstreitig haften Ratingagenturen nach § 826 BGB, wenn sie Investoren vorsätzlich sittenwidrig geschädigt haben.<sup>6</sup> Haben Investoren mit einer Ratingagentur einen Vertrag über den Bezug eines Ratings vereinbart, steht Ihnen bereits aufgrund dieser vertraglichen Vereinbarung ein Anspruch aus § 280 Abs. 1 S. 1 BGB zu, auch wenn umstritten ist, ob das zugrundeliegende Schuldverhältnis der Bezugsvertrag oder ein Beratungsvertrag ist.<sup>7</sup> Die folgende Untersuchung konzentriert sich auf die Fälle der fahrlässigen Dritthaftung von Ratingagenturen gegenüber Investoren, in denen es eine unmittelbare vertragliche Verbindung zwischen Ratingagentur und Investor gerade nicht gibt. Ob Ratingagenturen auch in dieser Konstellation haften, ist nach dem deutschen Recht bisher nicht abschließend beantwortet.<sup>8</sup> Urteile deutscher Gerichte liegen bis heute nicht vor, sondern nur zur Frage der internationalen Zuständigkeit für die Klage eines Anlegers gegen eine US-amerikanische Ratingagentur.<sup>9</sup>

In den Vereinigten Staaten wird eine Haftung von Ratingagenturen gegenüber Investoren – häufig mit Verweis auf die Meinungsfreiheit<sup>10</sup> – weitgehend abgelehnt.<sup>11</sup> Ausnahmen finden sich nur vereinzelt; in der Regel handel-

---

<sup>6</sup> Vgl. zur Auslegung von § 826 BGB im Rahmen der Kapitalmarktinformationshaftung BGHZ 160, 134, 147 f.

<sup>7</sup> Für einen Beratungsvertrag noch der BGH in seiner Börsendienst-Entscheidung (BGHZ 71, 358, 358 ff.; zustimmend *Ebenroth/Daum*, WM 1992, Beil. 5, 12; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1708); für eine kaufrechtliche Lösung auf der Grundlage des erweiterten Mangelbegriffs des § 434 BGB n.F. *Hennrichs*, in: FS Hadding (2004), 885; *Habersack*, ZHR 169 (2005) 185, 205 f.; Ansprüche gänzlich ablehnend *Wagner*, in: FS Blaurock (2013), 475 f.

<sup>8</sup> *Habersack*, ZHR 169 (2005) 185, 206.

<sup>9</sup> BGH NJW 2013, 386.

<sup>10</sup> Ausführlich S. 186 ff.

<sup>11</sup> Auswahl: *In re Enron Corp. Securites, Derivaties and „ERISA“ Litigation*, 511 F.Supp.2d 742 (S.D. Texas 2005); *County of Orange v. McGraw Hill Companies*,