

ULRICH G. SCHROETER

Ratings –
Bonitätsbeurteilungen durch
Dritte im System des
Finanzmarkt-, Gesellschafts-
und Vertragsrechts

Jus Privatum

180

Mohr Siebeck

JUS PRIVATUM

Beiträge zum Privatrecht

Band 180



Ulrich G. Schroeter

Ratings –
Bonitätsbeurteilungen
durch Dritte im System des
Finanzmarkt-, Gesellschafts-
und Vertragsrechts

Eine rechtsvergleichende Untersuchung

Mohr Siebeck

Ulrich G. Schroeter, geboren 1971; Studium der Rechtswissenschaft in Freiburg i.Br. und Lausanne; 2005 Promotion; 2011 Habilitation; seit 2012 Professor an der Universität Mannheim und Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Internationales Unternehmens- und Finanzmarktrecht, Europäisches Wirtschaftsrecht; Direktor des Instituts für Unternehmensrecht an der Universität Mannheim (IURUM).

Gedruckt mit Unterstützung des Förderungs- und Beihilfefonds Wissenschaft der VG WORT.

e-ISBN PDF 978-3-16-153283-2

ISBN 978-3-16-152043-3

ISSN 0940-9610 (Jus Privatum)

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechts ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Textservice Zink in Schwarzach aus der Stempel Garamond gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Die vorliegende Untersuchung wurde von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau im Wintersemester 2010/11 als Habilitationsschrift angenommen. Mein herzlicher Dank gilt meinem akademischen Lehrer Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M. für die Betreuung der Arbeit und die Erstbegutachtung sowie Professor Dr. Uwe Blaurock für die Zweitbegutachtung, die er ungeachtet seiner zwischenzeitlichen Emeritierung übernahm.

Die Arbeit entstand während meiner Zeit als wissenschaftlicher Assistent am Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Abt. II in Freiburg, an die ich gern zurückdenke. Recherchen zum schweizerischen Recht fanden vor allem bei Besuchen an der Universität Basel statt, diejenigen zum Hongkonger und zum U.S.-amerikanischen Recht während mehrmonatiger Forschungsaufenthalte an der University of Hong Kong und der New York University School of Law. Die an der Bonham Road und am Washington Square verbrachten Monate sind mir in vielerlei Hinsicht in besonders positiver Erinnerung geblieben. Ein persönlicher Dank gilt Andreas Maywald für seine stete Gastfreundschaft in der Duane Street.

Rechtsvergleichende Untersuchungen bergen stets in gleichsam potenziertem Maße die Gefahr, in ihren Detaildarstellungen zum geltenden Rechtszustand durch Reformen überholt zu werden. Dies gilt umso mehr auf dem Gebiet des Finanzmarktrechts, sofern dort – wie im Nachgang zur globalen Finanzkrise der Jahre 2007–09 – nahezu zeitgleich rechtsordnungsübergreifend Neuregelungen vorgenommen werden. Ich habe mich daher nach Abschluss des Habilitationsverfahrens dazu entschlossen, vor Publikation der Arbeit die wichtigsten angekündigten Rechtsreformen auf gesetzlicher und untergesetzlicher Ebene (namentlich in den U.S.A. durch den Dodd–Frank Act, aber auch im EU-Recht und in Hongkong) abzuwarten und diese noch in den Text einzuarbeiten. Dies hat die Veröffentlichung notwendigerweise verzögert, bringt die Untersuchung aber auf den aktuellen Stand der Finanzmarktgesetzgebung, ohne dass letztlich grundlegende inhaltliche Neuausrichtungen des Textes erforderlich wurden. In der vorliegenden Fassung befindet er sich auf dem Stand Januar 2014.

Die Arbeit wurde mit dem Hochschulpreis 2011 des Deutschen Aktieninstituts (1. Preis in der Kategorie Dissertationen und Habilitationen), dem Stiftungsförderpreis 2012 der Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland sowie dem Förderpreis 2013 der Esche Schumann Commichau Stiftung Hamburg ausgezeichnet. Den Vorständen und wissenschaftlichen Beiräten der Institutionen gilt mein Dank für die wissenschaftliche Anerkennung.

Bei der für die Drucklegung erforderlichen Aktualisierung des Fußnotenapparates, der Erstellung des druckreifen Manuskripts und der Anfertigung der Verzeichnisse haben meine Sekretärin Jutta Metz, meine Assistenten Maria Krämer, Jonas von Göler und Heinrich Nemeček, meine wissenschaftliche Mitarbeiterin Rabea Döllinger und meine studentischen Mitarbeiter Jana Beringer, Jule Schneckener, Julia Franziska Stein, Matthias Hausdorf, Martin Stache und Johannes Wicke an der Universität Mannheim wertvolle Hilfe geleistet. Ihnen gebührt mein aufrichtiger Dank.

Dank gilt schließlich Herrn Dr. Franz-Peter Gillig und Frau Ilse König im Verlag Mohr Siebeck, die sich deutlich über das übliche Maß hinaus um die Drucklegung verdient gemacht haben. Dem Förderungs- und Beihilfefonds Wissenschaft der VG WORT danke ich für den gewährten Druckkostenzuschuss.

Mannheim, im Mai 2014

Ulrich Schroeter

Inhaltsübersicht

Erster Teil: Ratings als Marktinformationen

§ 1	Ratings als Untersuchungsgegenstand	2
	<i>Erster Abschnitt: Grundlagen</i>	14
§ 2	Ratings als Bonitätsbeurteilungen durch Dritte: Charakteristika und Abgrenzung	14
§ 3	Die historische Entwicklung des Ratings	41
	<i>Zweiter Abschnitt: Die Marktinformationsfunktion des Ratings</i>	50
§ 4	Grundlagen der Marktinformationsfunktion des Ratings	50
§ 5	Der Informationswert von Ratings am Kapitalmarkt: Empirische Befunde und informationstheoretische Begründung . . .	58

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
§ 7	Die Bedeutung von Ratings im Rahmen sonstiger rechtlicher Vorgaben für Banken und andere Finanzinstitute	137
	<i>Zweiter Abschnitt: Regulierung von Markteintritt und -teilnahme an den Finanzmärkten</i>	173
§ 8	Rating und Zugang zum Kapitalmarkt bei Anleihen	173
§ 9	Ratings und gesetzliche Markteintrittspublizität	198
§ 10	Ratings am Markt für komplexe Finanzinstrumente	244
§ 11	Ratings und gesetzliche Marktteilnahmepublizität	292
	<i>Dritter Abschnitt: Regulierung von Marktteilnehmern</i>	335
§ 12	Die ratingbasierte Regulierung institutioneller Investoren am Beispiel von Fonds	335
§ 13	Ratings im Recht der Unternehmensfinanzierung	377
§ 14	Ratings und die Pflicht zur guten Unternehmensführung (Corporate Governance)	400
§ 15	Ratings in der Anlageberatung	422

<i>Vierter Abschnitt: Ratings in der privaten Regelung</i>	445
§ 16 Die Regulierungsfunktion des Ratings aufgrund vertraglicher Inbezugnahmen („rating trigger“)	445
<i>Fünfter Abschnitt: Ergebnisse</i>	461
§ 17 Die Regulierungsfunktion des Ratings in der zusammenfassenden Analyse	461
§ 18 Die adressatengerechte Ausgestaltung gesetzlicher Publizitätsregelungen als Postulat	498
Dritter Teil: Regulierung des Ratings: Die rechtliche Ordnung des internationalen Ratingwesens	
§ 19 Einleitung	514
<i>Erster Abschnitt: Grundfragen</i>	522
§ 20 Markt und Wettbewerb der Rating-Agenturen	522
§ 21 Der Institutionsschutz der Rating-Agenturen	556
<i>Zweiter Abschnitt: Präventive Kontrolle der Rating-Agenturen</i>	604
§ 22 Staatliche Zulassungs- und Registrierungserfordernisse für Rating-Agenturen	604
§ 23 Die staatliche Anerkennung von Rating-Agenturen für Zwecke ihrer Regulierungsfunktion	632
<i>Dritter Abschnitt: Pflichten der Rating-Agenturen</i>	681
§ 24 Begründung von Organisations- und Verhaltenspflichten für Rating-Agenturen	681
§ 25 Einzelne Organisations- und Verhaltenspflichten der Rating-Agenturen	702
<i>Vierter Abschnitt: Haftung der Rating-Agenturen</i>	777
§ 26 Grundfragen der zivilrechtlichen Haftung im Ratingkontext	777
§ 27 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber dem Emittenten beim beauftragten Rating	791
§ 28 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber dem Emittenten für unbeauftragte (<i>unsolicited</i>) Ratings	852
§ 29 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber abonnierenden Investoren	873
§ 30 Haftung der Rating-Agenturen gegenüber der allgemeinen Investorenöffentlichkeit	885
<i>Fünfter Abschnitt: Kontrolle der Regulierungsfunktion</i>	956
§ 31 Systemische Risiken der Regulierungsfunktion des Ratings und ihre Vermeidung	956
Schlussbetrachtung	985

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

Erster Abschnitt: Grundlagen

§ 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) Marktanpassungen 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 Rating- bezugnahmen	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 „Mittelstands- segmenten“ deutscher Börsen (seit 2010)	183
a) Ausgestaltung der Raterfordernisse	183
b) Zweck der Raterfordernisse	185
c) Bewertung: Missverständnisse hervorruft 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 Markteintritts- voraussetzung 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 Anleihe- platzierungen	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 Prospektpflicht 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 Prospektpflicht (Art. 1156 i.V.m. Art. 652a OR)	212
b) Pflicht zur Angabe von Ratings in Kotierungsprospekten	214
c) Zwischenergebnis: Ratings und Prospektpflicht 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 Prospektpflicht (§ 3(a)(3) Securities Act of 1933)	229
2. U.S.-amerikanisches Recht: Einschränkung der Registrierungs- und Prospektpflicht 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 Marktzugangstandard	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 Regelungsetzung zu 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 Bonitäts- überwachung	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 Informations- grundlage 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
§ 18 Die adressatengerechte Ausgestaltung gesetzlicher Publizitäts- regelungen als Postulat	498
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

§ 19 Einleitung	514
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