

Haftung für Ratings:

Ein stumpfes Schwert?

von Dr. Friedrich Isenbart

Nach den jüngsten Finanz- und Euro-Krisen hinterfragten Öffentlichkeit und Politik die Rolle von Ratingagenturen zunehmend kritisch. Nicht zuletzt waren es Ratingagenturen, die mit hervorragenden Ratings für bestimmte strukturierte Finanzprodukte (insbesondere Mortgage Backed Securities und Collateralized Debt Obligations) zur weiten Verbreitung dieser vielfach toxischen Papiere beigetragen hatten.

Darüber hinaus traf Ratingagenturen zuletzt die Kritik, einige europäische Staaten in der Euro-Schuldenkrise zu streng zu bewerten. Die europäischen Rettungsmechanismen würden dabei nicht in angemessenem Umfang berücksichtigt. Im Rahmen der Diskussion geriet zudem ein Kern des Geschäftsmodells der Ratingagenturen in den Fokus der Kritik: die sog. solicited Ratings, die der Emittent selbst in Auftrag gibt. Da der Emittent für das solicited Rating zahle, seien die Unabhängigkeit der Ratingagentur und die Neutralität des Ratings grundsätzlich infrage zu stellen, so die Kritiker.

EU schafft Haftungsregime

Eine Verschärfung des regulatorischen Rahmens war die Folge dieser Kritik: Bereits 2009 erließen das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union die Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen (VO 1060/2009, Rating-VO). Infolge der Euro-Schuldenkrise verschärfte die EU mit der Verordnung (EU) Nr. 462/2013 zur Änderung der VO 1060/2009 über Ratingagenturen (VO 462/2013, „Änderungs-VO“) die Rahmenbedingungen für Ratings noch einmal. Die Änderungs-VO trat am 20. Juni 2013 in Kraft.

Mit der Änderungs-VO wurde erstmalig auf europäischer Ebene eine Haftung von Ratingagenturen gesetzlich geregelt. Nach Art. 35a Abs. 1 Rating-VO sind Ratingagenturen Anlegern oder Emittenten gegenüber ersatzpflichtig für Schäden, denen bestimmte vorsätzliche oder grob fahrlässige Zuwiderhandlungen der Ratingagenturen mit Auswirkungen auf das Rating zugrunde liegen.

Insbesondere für Anleger stellte dies einen deutlichen Unterschied zum bis dahin bestehenden deutschen Recht dar. Denn während zumindest beim solicited Rating zwischen Emittent und Ratingagentur ein Vertragsverhältnis besteht, auf deren Grundlage sich vertragliche Schadensersatzansprüche geltend machen lassen, fehlt in der Regel eine solche Vertragsbeziehung zwischen Anleger und Ratingagentur. Vor Inkrafttreten der Änderungs-VO waren Anleger (sowie Emittenten, die das Rating nicht beauftragt hatten) deshalb auf deliktische Ansprüche aus § 826 BGB angewiesen – mit den entsprechend hohen Hürden einer (vom Anleger zu beweisenden) vorsätzlichen und sittenwidrigen Schadenszufügung.

Der neue Art. 35a Rating-VO schaffte somit eine neue Anspruchsgrundlage. Zugleich setzte er aber auch hohe Hürden für eine tatsächliche Haftung. Denn Ratingagenturen haften nach Art. 35a nur, wenn sie bestimmte, in Anhang III der Rating-VO aufgeführte Zuwiderhandlungen vorsätzlich oder grob fahrlässig begehen. Eine Haftung kann sich also nicht allein aus einem inhaltlich falschen Rating ergeben. Außerdem muss das von der Zuwiderhandlung betroffene Rating (bei Ansprüchen von Anlegern) für die Entscheidung des Anlegers ursächlich gewesen sein, das geratete Papier zu erwerben, zu halten oder zu veräußern.

Umfangreiche Beweislast für Geschädigte

Ein geschädigter Anleger muss zunächst nachweisen, dass er sich bei einer Entscheidung über Investition, Halten oder Veräußerung auf das Rating in vertretbarer Weise oder mit sonstiger gebührender Sorgfalt verlassen hat. Die Verordnung beschreibt nur allgemein, wann das Verlassen auf das Rating für einen Anleger vertretbar war. Der Anleger muss in jedem Fall auch eigene Kreditrisikobewertungen vornehmen und darf sich nicht ausschließlich oder automatisch auf das Rating verlassen. Im Streitfall werden Gerichte bestimmen, wie „Verlassen in vertretbarer Weise“ und „gebührende Sorgfalt“ nach dem jeweils anwendbaren nationalen Recht auszulegen sind. Auch werden sie darüber zu entscheiden haben, ob das Rating für die Anlageentscheidung tatsächlich ursächlich war. Der Bundesgerichtshof verlangt bei Kapitalmarktinformationen nach deutschem Recht vom Anleger den Nachweis einer konkreten Kausalität der Information für seinen Willensentschluss, das Finanzinstrument zu erwerben, zu halten oder zu veräußern. Bei der Haftung für Ratings werden die deutschen Gerichte wohl ebenfalls einen entsprechenden Kausalitätsnachweis verlangen.

Geschädigte Emittenten müssen für den Schadensersatzanspruch im ersten Schritt nachweisen, dass die Zuwiderhandlung der Ratingagentur nicht auf eigenen irreführenden oder falschen Informationen basiert, sie also der Ratingagentur alle relevanten und korrekten Informationen zur Verfügung gestellt haben und alle von den Emittenten stammenden, öffentlich zugänglichen Informationen richtig sind.

Insbesondere für Versicherungsunternehmen als Anleger oder Emittenten sollte eine solche Sorgfalt bei der Nutzung oder Beauftragung eines Ratings selbstverständlich sein. Seit 2014 sind Versicherungsunternehmen nach § 145 VAG gesetzlich dazu verpflichtet, eigene Risikobewertungen bei Anlageentscheidungen vorzunehmen, beim solicited Rating Aufträge korrekt zu erteilen und stets mindestens zwei Ratings von voneinander unabhängigen Ratingagenturen einzuholen. Damit soll möglichen Schäden durch Fehlinvestments bereits auf Anleger- bzw. Emittentenseite vorgebeugt werden. Der Gesetzgeber legt Versicherungsunternehmen somit eine Mitwirkungspflicht im Rahmen der Verwendung von Ratings auf.

Schwieriger Nachweis der Zuwiderhandlung

Schwieriger als der Nachweis der Erfüllung aller Anforderungen bei der Nutzung des Ratings wird für den geschädigten Anleger bzw. Emittenten der Beweis, dass die Ratingagentur eine bestimmte Zuwiderhandlung begangen hat. Die in diesem Zusammenhang relevanten Zuwiderhandlungen beziehen sich in erster Linie auf Verstöße gegen bestimmte Compliance-, Offenlegungs- sowie Aufsichtsvorschriften. Ratingagenturen müssen so beispielsweise Interessenkonflikte erkennen und beseitigen. Sie müssen sicherstellen, dass sie Ratings stets auf Basis aller zur Verfügung stehenden relevanten Informationen erstellen und in regelmäßigen Abständen überprüfen. Und sie müssen ihre Organe mit sachkundigen und zuverlässigen Personen besetzen.

Darüber hinaus müssen Ratingagenturen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Markets Authority* – ESMA) vollständig und wahrheitsgemäß Auskunft über ihre Ratingmethoden erteilen. Entdeckt die Agentur Fehler in ihren Ratingmethoden, so muss sie diese veröffentlichen und ggf. betroffene bewertete Unternehmen darüber informieren.

Der Nachweis einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Zuwiderhandlung der Ratingagentur gegen eine dieser Pflichten dürfte sich für den Geschädigten in der Praxis als schwierig erweisen – zumal ihn die volle Beweislast trifft. Er muss hierfür genau und detailliert darlegen, dass die Ratingagentur gegen die Verordnung verstoßen hat und sich der Verstoß auf das abgegebene Rating auswirkte. Die Frage, was „genaue und detaillierte Informationen“ sind, überlässt die Verordnung auch in diesem Fall den im Streitfall zuständigen Gerichten. Die Glaubhaftmachung eines Verstoßes dürfte wohl nicht ausreichend sein. In der Regel liegen die relevanten Informationen allein bei der Ratingagentur und sind ohne Einblick in deren interne Dokumentation für Außenstehende kaum zu erlangen. So werden Kläger den Nachweis eines Verstoßes der Ratingagentur gegen Compliance- und Offenlegungsbestimmungen in den wenigsten Fällen erbringen können.

Aufgrund der strengeren europäischen Beweislastregelung dürften auch die jüngsten juristischen Erfolge, die Investoren gegen die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) in den USA

(Vergleiche über unter anderem ca. USD 1,4 Mrd.) und Australien (Verurteilung zu Schadensersatz über ca. AUD 30 Mio.) erzielen konnten, nur wenig über die Erfolgsaussichten ähnlicher Klagen in Europa aussagen. In einem der verglichenen Verfahren in New York über die Folgen von Subprime-Ratings hatten Investoren beispielsweise Zugriff auf S&P-interne E-Mails erhalten, die die Beweisführung der Kläger deutlich erleichterten.

Haftungsbeschränkung möglich

Zu den genannten Hürden für eine tatsächliche Haftung kommt hinzu, dass Ratingagenturen ihre zivilrechtliche Haftung für das abgegebene Rating im Voraus beschränken können. Die Beschränkung muss angemessen, verhältnismäßig und nach dem anwendbaren nationalen Recht zulässig sein. Im deutschen Recht dürfte alleine eine vertragliche Beschränkung der Haftung für grobe Fahrlässigkeit gegenüber dem Emittenten im Rahmen eines solicited Ratings in Betracht kommen. Eine Haftungsbeschränkung für unsolicited Ratings oder gegenüber Anlegern über die allgemeinen Geschäftsbedingungen ist unwirksam, wenn die Haftung für grobe Fahrlässigkeit pauschal auch für die Verletzung wesentlicher Vertragspflichten beschränkt werden soll.

Weitergehende Haftungsansprüche nach dem anwendbaren nationalen Recht schließt Art. 35a Rating-VO nicht aus. Das betrifft vor allem die erwähnten vertraglichen Schadensersatzansprüche im Falle des solicited Ratings. Daneben kämen Ansprüche wegen

vorsätzlichen Handelns der Ratingagentur in Betracht. Im Einzelfall jedoch könnte auch bei einfacher Fahrlässigkeit eine Schadensersatzpflicht bestehen, nämlich wenn das Rating nicht nur eine kreditgefährdende Meinungsäußerung enthält, sondern eine nachweisbar unwahre Tatsachenbehauptung (z. B. die überprüfbare Aussage über Liquiditätsprobleme eines Unternehmens). Liegen in diesem Fall die weiteren Voraussetzungen des § 824 BGB vor, haftet die Ratingagentur für fahrlässige Kreditgefährdung. Allerdings stellen Ratings Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen dar, da die subjektive Bewertung der Analysten ein wesentliches Merkmal des Ratings ist.

Da Ratingagenturen den Schutz des Grundrechts auf freie Meinungsäußerung und -verbreitung genießen, wird sich auch eine Haftung aus § 823 Abs. 1 BGB i. V. mit dem Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb sowie mit dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht als schwierig gestalten. So kommt eine Schadensersatzpflicht von Ratingagenturen gegenüber Emittenten für unsolicited Ratings nur dann infrage, wenn das Rating auf nicht fundierten oder nicht objektivierbaren Grundlagen beruht, in seiner Darstellung tendenziös ist oder bewusst unwahre Tatsachen enthält.

Da die Ratingagenturen an der Anlageentscheidung der Anleger kein ei-

genes wirtschaftliches Interesse haben und darüber hinaus gerade betonen, dass ihre Bewertungen keine Anlageempfehlung darstellen, könnten sich Ansprüche auf anderen gesetzlichen Grundlagen (z. B. aus der besonderen Inanspruchnahme von Vertrauen gem. § 311 Abs. 3 Satz 2 BGB) nur schwer begründen und durchsetzen lassen – wenngleich Ratingagenturen natürlich wissen, dass ihre Ratings in erster Linie der Anlageentscheidung dienen.

Erfolgsaussichten für Geschädigte unklar

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass das gegenwärtige Haftungsregime vor allem politische und symbolische Bedeutung hat: Ratingagenturen sollen sich ihrer Verantwortung für die Folgen ihrer Aussagen bewusst sein. Ob ein Anleger oder Emittent in der EU tatsächlich Schadensersatzansprüche gegen eine Ratingagentur durchsetzen kann, erscheint fraglich, wenngleich entsprechende Klagen derzeit anhängig sind und die künftige Rechtsprechung hier Klarheit schaffen könnte.

Organe geschädigter institutioneller Investoren wie Versicherungsgesellschaften sollten in jedem Fall die Erfolgsaussichten etwaiger Haftungsansprüche gegen Ratingagenturen prüfen lassen, um dem Risiko einer persönlichen Haftung für unterlassene Schadensersatzforderungen entgegenzuwirken.

Autor

Dr. Friedrich Isenbart
ist Rechtsanwalt in
der Kanzlei Wilhelm
Partnerschaft von
Rechtsanwälten mbB.
friedrich.isenbart
@wilhelm-rae.de

