

Neue Ratingverordnung

## Verschärfte Haftung für Ratingagenturen

Der Druck auf Ratingagenturen wächst: Die 2009 eingeführte Ratingagenturenverordnung verschärfte die EU mit Wirkung zum 20. Juni 2013 noch einmal. Nach der Neuregelung haften Ratingagenturen gegenüber Anlegern und Emittenten, wenn sie beim Rating von Finanzprodukten gegen Vorschriften verstoßen haben. Ob beispielsweise institutionelle Anleger tatsächlich auf Schadensersatz für Fehlinvestments hoffen können, ist allerdings fraglich.

Spätestens seit den beiden letzten Finanzkrisen sehen sich Ratingagenturen zunehmender Kritik ausgesetzt. Den Ratingagenturen wird zum einen vorgeworfen, dass sie (insbesondere im Rahmen der Subprime-Krise) die Risiken bestimmter strukturierter Finanzprodukte deutlich unterschätzten. So erhielten Mortgage Backed Securities und Collateralized Debt Obligations, die hypotheckenbesicherte Kreditforderungen verbrieften, regelmäßig hervorragende Ratings. Diese Bewertungen führten zur weiten Verbreitung der entsprechenden Papiere, da die Investoren den Urteilen der Ratingagenturen vertrauten, bis sich die Papiere schließlich als toxisch erwiesen und zu hohen Wertverlusten bei den Anlegern führten. Für den EU-Binnenmarktkommissar Michel Barnier steht daher fest, dass die Ratingagenturen „stark zur Finanzkrise beigetragen haben“.

Zudem wird den Ratingagenturen (insbesondere in der Euro-Schuldenkrise) vorgeworfen, bestimmte europäische Staaten zu streng zu bewerten und hierbei beispielsweise die europäischen Rettungsmechanismen nicht in angemessenem Umfang zu berücksichtigen. Ein weiterer Kritikpunkt zielt auf den potentiellen Interessenkonflikt ab, der sich daraus ergibt, dass der Emittent beim sogenannten solicited Rating das Rating selbst in Auftrag gibt und er die Ratingagentur hierfür auch bezahlt.

## **EU reagiert auf Finanzkrise**

Als Reaktion auf die Subprime-Krise hatten das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union bereits im Jahr 2009 die Verordnung (EG) Nummer 1060/2009 vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (VO 1060/2009) erlassen („Rating-VO“). Im Rahmen der Euro-Schuldenkrise gelangte die Europäische Kommission jedoch zu der Überzeugung, dass der bestehende Regulierungsrahmen nicht ausreichte. Die Europäische Kommission legte daher im November 2011 den Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Rating-VO vor. Am 21. Mai 2013 erließen das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union die Verordnung (EU) Nummer 462/2013 zur Änderung der VO 1060/2009 über Ratingagenturen (VO 462/2013, „Änderungs-VO“). Die Änderungs-VO trat am 20. Juni 2013 in Kraft.

Durch die Änderung der Rating-VO entsteht erstmals ein zivilrechtliches Haftungsregime für Ratingagenturen auf europäischer Ebene. Gemäß dem neu eingefügten Artikel 35a Abs. 1 Rating-VO hat eine Ratingagentur einem Anleger oder Emittenten den Schaden zu ersetzen, der dadurch entsteht, dass die Ratingagentur vorsätzlich oder grob fahrlässig bestimmte Zuwiderhandlungen beging und sich diese auf das Rating auswirkten. Weitergehende Haftungsansprüche nach nationalem Recht schließt die Rating-VO nicht aus.

## **Neues europäisches Haftungsregime**

Der neu eingefügte Artikel 35a Rating-VO umfasst die Haftung von Ratingagenturen sowohl gegenüber dem Emittenten als auch gegenüber Anlegern. Insbesondere für letztere stellt dies einen deutlichen Unterschied zum bislang bestehenden deutschen Recht dar. Denn während zwischen Emittent und Ratingagentur (zumindest beim solicited Rating) ein Vertragsverhältnis besteht, gibt es zwischen Anleger und Ratingagentur in der Regel keine Vertragsbeziehung, so dass der Anleger vor Inkrafttreten der Änderungs-VO im Wesentlichen auf deliktische Ansprüche aus § 826 BGB mit den entsprechend hohen Hürden einer (vom Anleger zu beweisenden) vorsätzlichen und sittenwidrigen Schadenszufügung beschränkt war.

Für Schadenersatzansprüche von Emittenten bringen die Änderungen der Rating-VO hingegen weniger Neuerungen. In den Fällen des von Emittenten in Auftrag gegebenen (solicited) Ratings besteht zwischen dem Emittenten und der Ratingagentur ein Ratingvertrag, bei dessen schuldhafter Verletzung die Ratingagentur den sich hieraus ergebe-

nen Schaden zu ersetzen hat. Diese vertraglichen Schadenersatzansprüche bestehen auch nach Inkrafttreten der Neuregelung fort. Lediglich bei von dem Emittenten nicht in Auftrag gegebenen (unsolicited) Ratings erweitert die Rating-VO nunmehr die Rechte des Emittenten, die zuvor auf problematische deliktische Tatbestände beschränkt waren, in nennenswerter Weise.

### **Hürden für Haftung sind hoch**

Gegenüber den bisherigen Regelungen schafft Art. 35a Rating-VO eine neue Anspruchsgrundlage. Die Hürden für eine Haftung sind allerdings hoch. So haften Ratingagenturen sowohl gegenüber Anlegern als auch gegenüber Emittenten nach Art. 35a Rating-VO nur dann, wenn sie vorsätzlich oder grob fahrlässig bestimmte Zuwiderhandlungen begehen und diese sich auf das abgegebene Rating auswirken. Darüber hinaus muss das Rating (bei Haftungsansprüchen von Anlegern) für die Entscheidung des Anlegers ursächlich gewesen sein, das geratete Papier zu erwerben, zu halten oder zu veräußern.

Sowohl gegenüber Anlegern als auch gegenüber Emittenten haften Ratingagenturen nach Art. 35a nur, wenn sie bestimmte, in Anhang III der Rating-VO aufgeführte Zuwiderhandlungen begehen. Die Rating-VO sieht also keine Haftung allein aufgrund eines inhaltlich falschen Ratings vor. Die in Anhang III der Rating-VO aufgeführten Zuwiderhandlungen stellen vielmehr Verstöße gegen bestimmte Compliance-, Offenlegungs- sowie gegen bestimmte Vorschriften zur Beaufsichtigung der Ratingagenturen dar. Entsprechend ist der (durch die Änderungs-VO nochmals erweiterte) Katalog der haftungsbewehrten Verstöße unterteilt in die drei Abschnitte „Verstöße im Zusammenhang mit Interessenkonflikten, organisatorischen oder operationellen Anforderungen“ (Abschnitt I), „Verstöße im Zusammenhang mit Aufsichtstätigkeiten“ (Abschnitt II) und „Verstöße im Zusammenhang mit Vorschriften zur Offenlegung“ (Abschnitt III).

Abschnitt I des Anhangs III der Rating-VO enthält beispielsweise Verstöße, die die Ratingagenturen dadurch begehen, dass sie Interessenkonflikte nicht erkennen und beseitigen, dass sie über keine geeigneten Verfahren verfügen, um sicherzustellen, dass Ratings auf der Grundlage aller zur Verfügung stehenden relevanten Informationen erstellt werden, dass sie abgegebene Ratings nicht in bestimmten regelmäßigen Abständen überprüfen, und dass sie ihre Organe nicht oder mit nicht sachkundigen oder unzuverlässigen Personen besetzen. Gegen Abschnitt II des Anhangs III verstößt die Ratingagentur beispielsweise dadurch, dass sie der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority - ESMA) falsche oder irreführende

Informationen zur Verfügung stellt oder es unterlässt, die erforderlichen Unterlagen bereit zu stellen. Abschnitt III des Anhangs III umfasst schließlich Verstöße, die die Ratingagenturen dadurch begehen, dass sie bestimmte Informationen nicht veröffentlicht (beispielsweise die Namen bestimmter relevanter bewerteter Unternehmen, die Gründe für den Abbruch eines Ratings sowie die Grundsätze und Verfahren für unbeauftragte Ratings).

Eine Haftung der Ratingagentur nach Art. 35a Rating-VO setzt ferner Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit voraus. Einfache Fahrlässigkeit ist also für eine zivilrechtliche Haftung der Ratingagentur nach Art. 35a Rating-VO nicht ausreichend. Die Auslegung der Begriffe „Vorsatz“ und „grobe Fahrlässigkeit“ unterliegt gemäß Art. 35a Abs. 4 dem nach den Vorschriften des internationalen Privatrechts (IPR) anwendbaren nationalen Recht.

### **Beweis in der Praxis schwierig**

Ein Schadenersatzanspruch des Anlegers oder Emittenten gegen die Ratingagentur setzt des Weiteren nicht nur voraus, dass sich die Zuwiderhandlung gegen die Rating-VO auf das Rating ausgewirkt hat, sondern auch, dass die Zuwiderhandlung für den entstandenen Schaden ursächlich war. Emittenten und Anleger trifft die volle Beweislast.

Ein Emittent muss für den Schadenersatzanspruch nachweisen, dass sich das Rating auf ihn oder seine Finanzinstrumente bezieht und dass die Zuwiderhandlung nicht darauf zurückzuführen ist, dass der Emittent die Ratingagentur direkt oder aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen irreführend oder falsch informiert hat. Der Emittent muss damit einen negativen Beweis erbringen und ausschließen, dass das Rating auf den von ihm stammenden Informationen beruht. Dem Emittent obliegt damit der Nachweis, dass er die Ratingagentur richtig über alle für das Rating relevanten Informationen informiert hat bzw. dass alle vom Emittenten stammenden öffentlich zugänglichen Informationen richtig sind.

Ein Anleger muss beweisen, dass er sich bei seiner Entscheidung über das Finanzinstrument (Investition, Halten oder Veräußerung) in vertretbarer Weise oder mit sonstiger gebührender Sorgfalt auf das Rating verlassen hat. Wann das Verlassen auf das Rating für einen Anleger vertretbar war, beschreibt die Verordnung nur allgemein. Die Verordnung verweist insoweit auf die Regelungen für Kreditinstitute und andere gewerbliche Anleger gemäß Artikel 5a Absatz 1 Rating-VO. Danach darf sich ein Anleger nicht ausschließlich oder automatisch auf das Rating verlassen, sondern muss eigene Kreditrisi-

kobewertungen vornehmen. Ob diese Maßstäbe auch für private Anleger gelten, scheint zweifelhaft. „Verlassen in vertretbarer Weise“ und „gebührende Sorgfalt“ sind unbestimmte Rechtsbegriffe. Die genauen inhaltlichen Anforderungen bestimmen im Streitfall die angerufenen Gerichte jeweils nach dem anwendbaren nationalen Recht. Diese bestimmen auch darüber, ob das Rating für die Anlageentscheidung überhaupt kausal war. Bei Kapitalmarktinformationen verlangt der Bundesgerichtshof nach deutschem Recht vom Anleger den Nachweis der konkreten Kausalität der Kapitalmarktinformation für seinen Willensentschluss, das Finanzinstrument zu erwerben, zu halten oder zu veräußern, selbst wenn die Information extrem unseriös war. Auf diesen Kausalitätsnachweis dürfte die Rechtsprechung auch bei der Haftung für Ratings nicht verzichten.

## **Entwurf wurde entschärft**

Der Entwurf der Verordnung enthielt Beweiserleichterungen zugunsten der Anleger. Ein Anleger musste lediglich glaubhaft machen, dass eine Zuwiderhandlung der Ratingagentur vorlag. Die Ratingagentur musste sodann den Entlastungsbeweis dafür führen, dass sie entweder keine Zuwiderhandlung begangen hat oder dass die Zuwiderhandlung sich nicht auf das Rating auswirkte. Auf Druck der Ratingagenturen wurden diese Beweiserleichterungen gestrichen.

Sowohl Anleger als auch Emittenten trifft nach der Rating-VO die volle Beweislast für den geltend gemachten Schadenersatzanspruch. So müssen Anleger und Emittenten nach dem neuen Art. 35a Absatz 2 Rating-VO genaue und detaillierte Informationen vorlegen, aus denen sich ergibt, dass die Ratingagentur gegen die Verordnung verstoßen hat und dass sich der Verstoß auf das abgegebene Rating ausgewirkt hat. Die Bestimmung dessen, was „genaue und detaillierte Informationen“ sind, überlässt die Verordnung dem zuständigen Gericht. Das Gericht soll dabei zwar berücksichtigen, dass die Informationen allein in der Sphäre der Ratingagentur liegen. Angesichts der Formulierung „genau und detailliert“ ist die Glaubhaftmachung eines Verstoßes wohl nicht ausreichend. Ohne Einblick in die Unternehmensinterna dürfte der Nachweis eines Verstoßes gegen Compliance- und Offenlegungsbestimmungen schwierig sein.

## **Möglichkeit von Haftungsbeschränkungen**

Nach Art. 35a Absatz 3 Rating-VO können Ratingagenturen ihre zivilrechtliche Haftung für das abgegebene Rating im Voraus beschränken. Voraussetzung hierfür ist, dass die

Beschränkung angemessen, verhältnismäßig und nach dem anwendbaren nationalen Recht zulässig ist. Nach deutschem Recht hat die Vorschrift lediglich einen geringen Anwendungsbereich im Rahmen der groben Fahrlässigkeit. Die Haftung für Vorsatz kann im Voraus nicht beschränkt werden (§ 276 Absatz 3 BGB). Darüber hinaus dürfte alleine eine vertragliche Beschränkung der Haftung für grobe Fahrlässigkeit gegenüber dem Emittenten im Rahmen eines solicited Ratings in Betracht kommen. Ist die Haftungsbeschränkung in den allgemeinen Geschäftsbedingungen der Ratingagentur enthalten, ist sie unwirksam, soweit die Haftung für grobe Fahrlässigkeit pauschal auch für die Verletzung wesentlicher Vertragspflichten beschränkt werden soll. Im Fall der außervertraglichen Haftung für unsolicited Ratings oder gegenüber Anlegern dürfte eine Haftungsfreizeichnung nicht in Betracht kommen. Denn könnte die Ratingagentur die Haftung auch in diesem Fall im Voraus beschränken, bliebe für die Haftung nach Art 35a Rating-Verordnung kaum Raum.

#### **Weitere Haftungsansprüche nach nationalem Recht**

Art. 35a Rating-VO schließt weitergehende Haftungsansprüche nach dem anwendbaren nationalen Recht nicht aus. Im Falle des solicited Ratings können Ratingagenturen vertraglich gegenüber dem Emittenten auch für leichte Fahrlässigkeit haften, soweit die Haftung nicht beschränkt wurde. Darüber hinaus gewährt das deutsche Recht Anlegern und Emittenten bei unsolicited Ratings nur sehr begrenzt Schadenersatzansprüche. Nur im Einzelfall kann die Haftung nach deutschem Recht über Art. 35a Rating-VO hinausgehen.

Im Fall des unsolicited Ratings ist der Emittent in erster Linie auf Ansprüche wegen vorsätzlichen Handels der Ratingagentur beschränkt. Allerdings kommt im Einzelfall auch eine Haftung für einfache Fahrlässigkeit in Betracht. Enthält ein Rating nicht nur eine kreditgefährdende Meinungsäußerung, sondern eine nachweisbar unwahre Tatsache (z.B. die überprüfbare Aussage über finanzielle Schwierigkeiten eines Unternehmens bei einem Downgrading), haftet die Ratingagentur bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen des § 824 BGB für fahrlässige Kreditgefährdung. Eine Haftung aus § 824 BGB wird allerdings in der Regel daran scheitern, dass Ratings, bei denen die subjektive Einschätzung der Analysten einen wesentlichen Bestandteil darstellt, Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen sind. Eine Haftung aus § 823 Abs. 1 BGB i.V.m. dem Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb sowie mit dem Allgemeinen Persönlichkeitsrecht gestaltet sich deswegen als schwierig, da Ratingagenturen den

Schutz des Grundrechts auf freie Meinungsäußerung und -verbreitung genießen. Eine Haftung von Ratingagenturen gegenüber Emittenten kommt daher nur dann in Betracht, wenn das Rating auf nicht fundierten oder nicht objektivierbaren Grundlagen beruht, in seiner Darstellung tendenziös ist oder bewusst unwahre Tatsachen enthält.

Anlegern steht ebenfalls lediglich der Anspruch aus § 826 BGB zur Verfügung. Weitere nach deutschem Recht diskutierte Ansprüche aus der Einbeziehung des Anlegers in den Schutzbereich des Vertrages zwischen dem Emittenten und der Ratingagentur (Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte) sowie aus der besonderen Inanspruchnahme von Vertrauen gem. § 311 Abs. 3 S. 2 BGB erweisen sich aufgrund der potentiell unbegrenzten, für die Ratingagentur nicht vorhersehbaren Mehrung ihres Haftungsrisikos als schwierig, sowie deshalb, da die Ratingagenturen an der Anlageentscheidung der Anleger kein eigenes wirtschaftliches Interesse haben und darüber hinaus gerade betonen, dass ihre Bewertung keine Anlageempfehlung darstellen. Inwieweit diese Bedenken im Einzelfall greifen, ist noch fraglich. Zum einen ist das Haftungsrisiko überschaubar (Begrenzung auf den Emissionswert). Zum anderen wissen die Ratingagenturen, dass es gerade Sinn und Zweck des Ratings ist, eine Anlageentscheidung zu ermöglichen.

## **Internationale Zuständigkeit von Gerichten**

Jedes Gericht bestimmt über seine (internationale) Zuständigkeit für die Entscheidung über den Schadenersatzanspruch gegen die Ratingagentur selbst.

Bei solicited Ratings dürfte der Vertrag häufig einen bestimmten Gerichtsstand für die Geltendmachung von Ansprüchen durch den Emittenten vorsehen.

Für Schadenersatzansprüche nach Art. 35a Rating-VO von Emittenten und von Anlegern gegen Ratingagenturen mit Sitz oder Niederlassung in einem Mitgliedsstaat der EU richtet sich der Gerichtsstand nach Art. 5 Nr. 3 EuGVVO (Verordnung (EG) Nr. 44/2001 des Rates vom 22. Dezember 2000 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen). Ein Gerichtsstand besteht danach vor den Gerichten des Ortes, an dem das schädigende Ereignis eingetreten ist oder eintreten droht. Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs tritt das schädigende Ereignis sowohl am Handlungs- als auch am Erfolgsort ein. Der Handlungsort dürfte regelmäßig am Sitz bzw. an der Niederlassung der Ratingagentur liegen, die das angegriffene Rating abgegeben hat. Erfolgsort ist der Ort, an dem der

Schaden eintreten ist. Dieser liegt, da es sich um reine Vermögensschäden handeln dürfte, am Sitz des Emittenten bzw. des Anlegers.

Verfügt die Ratingagentur über keinen Sitz und keine Niederlassung in der EU oder im Inland, kann der Anleger oder Emittent die Ratingagentur nach § 23 ZPO in Deutschland vor dem Gericht des Bezirkes verklagen, an dem die Ratingagentur Vermögen in Deutschland hat (sei es ein Büro, Konto oder Ähnliches). An diesem Gerichtsstand kann, wie der Bundesgerichtshof Ende des Jahres 2012 klarstellte, jeder Anleger oder Emittent klagen, der seinen Wohnsitz oder Sitz in Deutschland hat.

## Fazit

Mit den Änderungen der Rating-VO schafft der europäische Gesetzgeber erstmals eine Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern und Emittenten ohne Vertragsbeziehung. Ratingagenturen sollen nach Bekunden der EU Verantwortung für die Folgen ihrer Ratings übernehmen. In der Praxis dürften Schadenersatzansprüche durch Anleger oder Emittenten jedoch nur schwer durchzusetzen sein.

Es ist der deutschen Rechtsprechung überlassen, ob sie den Schutz des Art. 35a Rating-Verordnung für ausreichend hält oder aber gegebenenfalls die Haftung nach deutschem Recht (Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter, Vertrauenshaftung) zum Schutz von Anlegern weiterentwickeln wird. Auch ist nicht auszuschließen, dass eine weitere Haftungsverschärfung auf europäischer Ebene erfolgt, wenn neue Fehlentwicklungen der Kapitalmärkte offenbar werden.

Dr. Anja Mayer  
Rechtsanwältin

Wilhelm Rechtsanwälte  
Partnerschaft von Rechtsanwälten  
Reichsstraße 43  
40217 Düsseldorf

Telefon: + 49 (0)211 687746 - 24  
Telefax: + 49 (0)211 687746 - 20

Dr. Friedrich Isenbart  
Rechtsanwalt

Wilhelm Rechtsanwälte  
Partnerschaft von Rechtsanwälten  
Reichsstraße 43  
40217 Düsseldorf

Telefon: + 49 (0)211 687746 - 21  
Telefax: + 49 (0)211 687746 - 20



# WILHELM

RECHTSANWÄLTE

- 9 -

[www.wilhelm-rae.de](http://www.wilhelm-rae.de)  
[anja.mayer@wilhelm-rae.de](mailto:anja.mayer@wilhelm-rae.de)

AG Essen PR 1597

[www.wilhelm-rae.de](http://www.wilhelm-rae.de)  
[friedrich.isenbart@wilhelm-rae.de](mailto:friedrich.isenbart@wilhelm-rae.de)

AG Essen PR 1597