



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Die zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach
Art. 35a Rating –VO (EU) Nr. 462/2013“**

Dissertation vorgelegt von Michael Heuser

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. Thomas Pfeiffer

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Die zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach Art. 35a Rating-VO (EU) Nr. 462/2013. Zur Auslegung der europäischen Haftungsvorschrift für Ratingagenturen“

Dissertation vorgelegt von Michael Heuser

Erstgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. Thomas Pfeiffer

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christoph A. Kern, LL.M (Harvard)

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

Die zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach Art. 35a Rating-VO (EU) Nr. 462/2013

Zur Auslegung der europäischen Haftungsvorschrift für Ratingagenturen

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

A. Problemaufriss und Untersuchungsgegenstand

Vor nicht allzu langer Zeit waren Ratingagenturen und ihre Rolle in der amerikanischen Subprime-Krise, der daraus resultierenden Finanz- und letztlich globalen Wirtschaftskrise im Fokus aller öffentlichen Aufmerksamkeit.¹ Der gesellschaftliche und politische Aufschrei nach Regulierung dieser Supermächte war so laut, dass er bis nach Brüssel vordringen konnte. Für Ratingagenturen wurden erstmalig verbindliche Regelungen in Gestalt einer europäischen Verordnung ins Leben gerufen, welche im Jahr 2013 um eine zivilrechtliche Haftungsvorschrift zugunsten von Anlegern und Emittenten ergänzt wurde.²

Diese europäische Haftungsvorschrift ist Gegenstand der Arbeit. Sie wird mit der Intention untersucht, Anwendern ihre Regelungen zugänglicher zu machen und Vorschläge für zukünftige Verbesserungen aufzuzeigen.

Die Arbeit gliedert sich in vier Hauptteile. Der erste Teil bildet eine rechtstatsächliche und wirtschaftliche Bestandsaufnahme. Der zweite Teil bildet den Kern der Arbeit. Er enthält die Erwägungen zu den haftungsrechtlichen Fragen der europäischen Vorschrift. Der dritte Teil greift aufgeworfene kollisions- und zuständigkeitsrechtliche Fragestellungen auf. Der vierte Teil fasst alle bis hierhin gefundenen Ergebnisse zusammen. Schließlich enthält der fünfte Teil eine Bewertung und Fortentwicklungsvorschläge.

Nachfolgend werden die Ergebnisse der einzelnen Teile zusammengefasst.

¹ Vgl. Fight, *The Ratings Game*, S. 1 ff.; Hiß/Nagel, *Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung*, S. 43.

² Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.09.2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 302/1 vom 17.11.2009, geändert v.a. durch Verordnung (EU) Nr. 513/2011 vom 11.05.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 145/30 vom 31.05.2011, sowie Verordnung (EU) Nr. 462/2013 vom 21.05.2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 146/1 vom 31.05.2013. Nachfolgend: *Rating-VO*

B. Wesentliche Ergebnisse

I. Wesentliche Ergebnisse zu Teil 1 („Grundlagen“)

Ein Rating im Sinne der Rating-VO ist „ein Bonitätsurteil in Bezug auf ein Unternehmen, einen Schuldtitel oder eine finanzielle Verbindlichkeit, eine Schuldverschreibung, eine Vorzugsaktie oder ein anderes Finanzinstrument oder den Emittenten derartiger Schuldtitel, finanzieller Verbindlichkeiten, Schuldverschreibungen, Vorzugsaktien oder anderer Finanzinstrumente, das anhand eines festgelegten und definierten Einstufungsverfahrens für Ratingkategorien abgegeben wird“.³

Nach herrschender Auffassung sind Ratings als Meinungsäußerung zu qualifizieren. Für das Ratingverfahren ist zwischen einem beauftragten und nicht beauftragten Rating zu unterscheiden, da für ersteres regelmäßig umfangreichere Informationen zur Verfügung stehen.

In ihrer Rolle als Informationsintermediär können Ratingagenturen Transaktionskosten senken sowie Kapitalsuchende und Kapitalanbietende zusammenbringen. Ratings kommt darüber hinaus eine Zertifizierungsfunktion zu.⁴

II. Wesentliche Ergebnisse zu Teil 2 („Zivilrechtliche Haftung von Ratingagenturen nach Art. 35a Rating-VO“)

1. Grundlagen

Art. 35a ist als deliktsrechtlicher Schadensersatzanspruch ausgestaltet. Anleger und Emittenten sollen vor fehlerhaften Ratings auch dann geschützt werden, wenn keine Vertragsbeziehung besteht.

Äußerlich untergliedert sich die Norm in sechs Absätze. Absatz 1 beinhaltet die Tatbestandsvoraussetzungen der Haftung von Ratingagenturen sowohl gegenüber Anlegern, als auch gegenüber Emittenten. Absatz 2 hat Darlegungs- und Beweisregeln zum Gegenstand. Absatz 3 thematisiert die Zulässigkeit von Haftungsbeschränkungen. Absatz 4 trifft Regelungen zur Auslegung einzelner unbestimmter Rechtsbegriffe und Schließung von Regelungslücken der Vorschrift sowie der Ermittlung des zuständigen Gerichts. Absatz 5 behandelt das Verhältnis der europäischen Haftungsvorschrift zu nationalen Haftungsvorschriften. Abschließend stellt Absatz 6 klar, dass die Befugnisse der ESMA durch die Geltendmachung des europäischen Schadensersatzanspruchs nicht berührt werden.

³ Art. 3 Abs. 1 lit. a) Rating-VO.

⁴ Hiß/Nagel, Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung, S. 67; Brieger, Ratingagenturen in der Krise, S. 23; Gietzelt/Ungerer, GPR 2013, 333, 334; Chiwitt, Corporate Finance 2014, 392, 396.

Eines der beiden wesentlichen Ziele der Haftungsvorschrift ist es, Vermögensschäden von Anlegern und Emittenten in Folge fehlerhafter Ratings auszugleichen. Zudem sollen Anleger vor Beeinträchtigungen ihrer Willensentscheidungsfreiheit, Emittenten vor Beeinträchtigungen ihres Ansehens geschützt werden.

Zweitens will die Haftungsvorschrift zum reibungslosen Funktionieren des europäischen Binnenmarkts beitragen, indem sie Anreize zur Vermeidung fehlerhafter Ratings setzt. Die Einhaltung öffentlich-rechtlicher Verhaltenspflichten soll gefördert werden. Man kann insofern von einer privatrechtlichen Durchsetzungsfunktion sprechen.⁵

Als europäisches Sekundärrecht ist die europäische Haftungsvorschrift grundsätzlich unionsrechtlich autonom auszulegen. Dieser Grundsatz erfährt eine Ausnahme durch Art. 35a Abs. 4 Satz 1 und Satz 2 Rating-VO. Danach sind die dort nicht abschließend aufgezählten Begriffe nach nationalem Sachrecht auszulegen und anzuwenden. Fragen der zivilrechtlichen Haftung einer Ratingagentur, die nicht von der Verordnung geregelt werden, unterfallen ebenfalls dem durch das Internationale Privatrecht berufenen nationalen Sachrecht.

2. Einzelne Tatbestandsmerkmale des Art. 35a Rating-VO

Schwerpunkt der Arbeit ist die Untersuchung der einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen der europäischen Haftungsvorschrift.

a. Anspruchsverpflichteter - Ratingagenturen

Nach Art. 35a haften ausschließlich europäische Ratingagenturen. Gemeint sind damit solche Ratingagenturen, die ihren satzungsmäßigen Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union haben.

Ratingagenturen können grundsätzlich für selbst erstellte und übernommene Ratings haften. Dabei kann Gegenstand des Ratings ein einzelnes Finanzinstrument, ein Unternehmen oder ein Staat sein.

b. Anspruchsberechtigte – Anleger und Emittenten

Anspruchsberechtigt sind nach Art. 35a Absatz 1 Rating-VO sowohl Anleger als auch Emittenten. Eine ausdrückliche Definition für Anleger findet sich in der Rating-VO nicht,

⁵ Dutta, WM 2013, 1729, 1733; derselbe, IPRax 2014, 33, 35; Blaurock, EuZW 2013, 608, 611; Berger/Ryborz, WM 2014, 2241, 2246; Haar, NZG 2010, 1281, 1281.

obgleich der Begriff an verschiedenen Stellen genannt wird. Dies ist im Vergleich zu anderen europäischen Rechtsakten, welche ebenfalls den Begriff Anleger verwenden, aber nicht definieren, nichts Ungewöhnliches. Auf nationales Sachrecht muss dennoch nicht zurückgegriffen werden, da sich der Anlegerbegriff durch die Rating-VO selbst definieren lässt. Anleger i.S.d. Rating-VO sind natürliche oder juristische Personen des öffentlichen Rechts oder Privatrechts, die in eines der in Art. 3 Abs. 1 lit. a Rating-VO genannten Finanzinstrumente investieren, eines dieser Instrumente verkaufen oder weiterhalten.

Für Anleger bereitet Abs. 1 Unterabs. 2 erhebliche Anwendungsschwierigkeiten. Danach müssen sie sich einerseits auf das fehlerhafte Rating verlassen, dürfen dies andererseits aber nur in gebührender Sorgfalt tun. Dabei treffen institutionelle Anleger im Vergleich zu sonstigen Anlegern höhere Sorgfaltsanforderungen. Diese haben eine eigene Kreditrisikobewertung gem. Art. 5a Rating-VO vorzunehmen, welche sich regelmäßig auf eine Plausibilitätskontrolle beschränken kann. Sonstigen Anlegern darf sich die Fehlerhaftigkeit eines Ratings nicht geradezu aufdrängen.

Für das Vorliegen eines pflichtgemäßen Vertrauens trifft Anleger die Darlegungs- und Beweislast. Der Anscheinsbeweis der Anlagestimmung darf nicht berücksichtigt werden, da dies die Einzelfallbetrachtung des Art. 35a Abs. 2 Rating-VO unterlaufen würde.

Neben Anlegern sind Emittenten anspruchsberechtigt. Unter Emittent versteht man eine „Rechtspersönlichkeit, die Wertpapiere begibt und zu begeben beabsichtigt.“⁶

Nach der Definition der Ratingverordnung ist damit ein bewertetes Unternehmen kein Emittent, wenn es weder Wertpapiere begibt noch dies beabsichtigt zu tun. Doch gerade diese Unternehmen bedürfen eines besonderen Schutzes vor unbeauftragten Ratings, sodass die Haftungsvorschrift analog anzuwenden ist.

Art. 35a Abs. 1 Unterabs. 3 Rating-VO sieht einen Haftungsausschluss vor, wenn die Zuwiderhandlung einer Ratingagentur darauf zurückzuführen ist, dass der Emittent die Ratingagentur irreführend oder falsch informiert hat. Diese Regelung läuft von vornherein ins Leere. Entscheidend ist nämlich, dass der Haftungsausschluss an die Verletzung der in

⁶ Art. 3 Abs. 1 lit. s) Rating-VO i.V.m. Art. 2 Abs. 1 lit. h) der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU Nr. L 345/64 vom 31.12.2003.

Anhang III der Rating-VO statuierten Organisations- und Verhaltenspflichten knüpft und nicht an die Fehlerhaftigkeit des Ratingergebnisses selbst. Eine Verletzung dieser Verhaltenspflichten tritt aber ganz unabhängig von der Informationspolitik eines Emittenten ein.

c. Pflichtverletzung – Zuwiderhandlung gegen Anhang III der Rating-VO

Dreh- und Angelpunkt der Haftung ist eine Zuwiderhandlung gegen bestimmte, in Anhang III der Ratingverordnung abschließend aufgeführte Verhaltensweisen.

Dabei kann nicht jede der in Anhang III genannten Zuwiderhandlungen eine Haftung begründen. So haben beispielsweise Verstöße gegen Dokumentationspflichten per se keine Auswirkung auf das Ratingergebnis. Auswirkungen auf das Rating sind hingegen sehr wohl bei Pflichtverletzungen im Rahmen angewandter Ratingmethoden und Modellen zu erwarten.

Für das Vorliegen einer Pflichtverletzung und ihre Auswirkung auf das Rating sind Anleger und Emittenten darlegungs- und beweisbelastet. Indes sind mitgliedstaatliche Gerichte nach Art. 35a Abs. 2 Rating-VO daran gehalten, die grundsätzlichen Anforderungen an einen Klägervortrag abzusenken, wenn Anleger und Emittenten keinen Zugang zu den maßgeblichen Informationen haben. Vor deutschen Gerichten sind Ratingagenturen daher zum substantiierten Bestreiten verpflichtet, wenn der Kläger eine Pflichtverletzung behauptet.

d. Verschulden

Eine Haftung kommt zudem nur dann in Betracht, wenn die Ratingagentur vorsätzlich oder grob fahrlässig gegen ihre Verhaltenspflichten verstößt. Die inhaltliche Bedeutung von „grob fahrlässig“ und „vorsätzlich“ richtet sich nach nationalem Sachrecht. Einfache Fahrlässigkeit reicht hier anders als bei der Bußgeldvorschrift des Art. 36a Rating-VO nicht aus.

Die Darlegungs- und Beweislast dafür obliegt erneut Anlegern und Emittenten. Allerdings können hier Beweiserleichterungen herangezogen werden, wie sie in der deutschen Rechtsprechung zu Schutzgesetzverletzungen anerkannt sind.

e. Schaden

Emittenten können in erster Linie erhöhte Finanzierungskosten ersetzt verlangen. Für Anleger sind sowohl Transaktionsschäden, als auch Kursdifferenzschäden alternativ ersatzfähig.

III. Wesentliche Ergebnisse zu Teil 3 („Kollisions- und zuständigkeitsrechtliche Bezüge der europäischen Haftungsvorschrift“)

Als europäisches Sekundärrecht ist die Haftungsvorschrift gemäß Art. 288 AEUV in allen Europäischen Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbar.

Gegenüber den Kollisionsnormen der Rom II-VO ist die Ratingverordnung vorrangig anzuwenden. Zur Bestimmung des subsidiär anwendbaren nationalen Sachrechts nach Art. 35a Abs. 4 Rom II-VO ist eine kollisionsrechtliche Prüfung dennoch unerlässlich. Das anzuwendende nationale Sachrecht bemisst sich grundsätzlich nach Art. 4 Rom II-VO. Lässt man den gemeinsamen gewöhnlichen Aufenthalt außer Acht, ist nach Art. 4 Abs. 1 Rom II-VO das Recht an dem Ort maßgeblich, wo der Vermögensschaden eintritt. Dies ist bei Anlegern der Ort der Vermögensverfügung. Bei Emittenten tritt der Schaden am Ort der Vermögenszentrale ein. Mit Blick auf Art. 23 Abs. 1 Rom II-VO ist hier auf den Ort der Hauptverwaltung abzustellen.

Die internationale Gerichtszuständigkeit bestimmt sich für die von Art. 35a Rating-VO geregelten Fälle nach der Brüssel Ia-VO. Nach Art. 4 Abs. 1 Brüssel Ia-VO können Anleger und Emittenten Klage am Ort des Sitzungssitzes der Ratingagentur erheben. Ein weiterer Gerichtsstand ergibt sich aus Art. 7 Nr. 2 Brüssel Ia-VO, wonach sowohl am Handlungs- als auch am Erfolgsort geklagt werden kann. Dabei ist der Handlungsort am Ort des Sitzungssitzes der Ratingagentur zu verorten, da die Ratingagentur hier gegen ihre Pflichten aus der Rating-VO verstößt. Während der Erfolgsort bei Anlegern dort liegt, wo sie die vermögensschädigende Verfügung vorgenommen haben, ist er bei einem Emittenten an seinem Wohnsitz zu verorten.

IV. Wesentliche Ergebnisse zu Teil 5 („Bewertung und Entwicklungsvorschläge“)

Der fünfte Teil fragt nach der Funktionstauglichkeit der zivilrechtlichen Haftungsvorschrift und zeigt einzelne Verbesserungsvorschläge auf.

So sollte *de lege ferenda* die Rating-VO unbestimmte Rechtsbegriffe der Haftungsvorschrift selbst definieren, da dies zu mehr Rechtssicherheit einerseits und Gleichbehandlung von Anlegern und Emittenten andererseits führen würde.

Es wird die Aufnahme von Mindestkapitalregelungen in die Rating-VO vorschlagen, um etwaig klagende Anleger und Emittenten abzusichern.

Die Haftungsvorschrift sollte auch für Ratingausblicke zukünftig Anwendung finden, weil diese ebenfalls für Anleger sowie Emittenten bedeutsam sind und Auswirkungen auf die Märkte haben.

Zugunsten von Anlegern sollte Art. 35a Abs. 1 Unterabs. 2 Rating-VO derart abgeändert werden, dass eine Haftung bei allzu großem Vertrauen nicht gänzlich ausscheidet, sondern der Schadensersatzanspruch auf Rechtsfolgenseite gekürzt wird.

Darüber hinaus wäre die Einführung einer Beweiserleichterung für die Auswirkung einer Pflichtverletzung auf das Ratingergebnis sinnvoll. Danach sollte eine Beeinflussung vermutet werden, wenn eine Pflichtverletzung feststeht und diese abstrakt dazu geeignet ist, die Ratinghöhe zu beeinflussen.

Schließlich hätte und sollte der europäische Gesetzgeber einfache Fahrlässigkeit für die europäische Haftung ausreichen lassen, da die Pflichten der Ratingagenturen erkennbar in Anhang III festgehalten und damit für diese vermeidbar sind.

Eine Vielzahl der durch die Arbeit aufgeworfenen Fragen zur zivilrechtlichen Haftung von Ratingagenturen nach Art. 35a Rating-VO werden abschließend nur vom EuGH beantwortet werden können. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob und in welcher Häufigkeit Anleger oder Emittenten Schadensersatzansprüche gegen Ratingagenturen auf der Grundlage des Art. 35a Rating-VO geltend machen werden. In seiner aktuellen Fassung wird sich Art. 35a Rating-VO in den weit überwiegenden Fällen als zahnloser Tiger erweisen.