

Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union¹

Prof. Dr. Horst Hammen

1. Einleitung

Die Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise in Europa und in den USA ist von vielen verschiedenen Marktakteuren, auch von den Staaten selbst verursacht worden. Als mitursächlich für die Krise gelten Fehlbewertungen von Bankanleihen durch die großen, international tätigen Ratingagenturen.² Den Agenturen wird zudem angelastet, die Krise dadurch verschärft zu haben, dass sie die Kreditwürdigkeit europäischer Staaten immer mehr herabgestuft und dadurch deren Refinanzierungsmöglichkeiten weiter eingeschränkt haben.³ Diese Erscheinungen haben nicht nur die Gerichte, sondern auch den europäischen Gesetzgeber auf den Plan gerufen. Jüngstens hat der deutsche Bundesgerichtshof Schadensersatzklagen von Anlegern, die mit Zertifikaten der dann insolvent gewordenen amerikanischen Bank Lehmann Brothers Verluste erlitten hatten, gegen die Ratingagentur Standard & Poor's zugelassen, obgleich die Agentur ihren Firmensitz in New York hat.⁴ Im Februar 2013 hat das US-amerikanische Justizministerium in einer zivilrechtlichen Klage Standard & Poor's Betrug, nämlich eine wissentlich überhöhte Bewertung von Subprime-Hypothekenanleihen vorgeworfen und die möglichen Schadensersatzforderungen der Regierung auf 5 Milliarden Dollar beziffert.⁵ Bereits im November 2012 hat ein Bundesgericht in Australien Standard & Poor's wegen zu guter Bewertung von Hypothekenanleihen zur Zahlung von Schadensersatz in Höhe von umgerechnet rund 25 Millionen Euro verurteilt.⁶ Zudem hat die Europäische Union (EU) bereits Ende 2009 auf die Vorkommnisse um die Ratingagenturen mit einer speziell auf diese Agenturen zugeschnittenen Verordnung reagiert.⁷ Im Mai 2013 ist eine Überarbeitung dieser Verordnung in Kraft getreten.⁸ Um diese europarechtliche Regulierung der Ratingagenturen soll es im Folgenden gehen.

¹ Überarbeitete Fassung eines Vortrags, den der Verf. am 24.9.2013 am Zentrum für deutsches Recht der Rechtshochschule Hanoi, Vietnam, gehalten hat.

² Haar NZG 2010, 1281.

³ Arntz BKR 2012, 89.

⁴ BGH NJW 2013, 386, 387; OLG Frankfurt WM 2011, 2360.

⁵ Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 6.2.2013, S. 17.

⁶ Kuls, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung v. 14.2.2013, S. 30.

⁷ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 vom 16.9.2009 über Ratingagenturen.

⁸ Verordnung (EU) Nr. 462/2013 vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen.

2. Was ist Rating?

Unter *Rating* versteht man im bank- oder kapitalmarktrechtlichen Zusammenhang die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit vertragsgemäßer Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen aus Staatsanleihen, Bankanleihen und Industriefinanzen sowie aus Darlehen. Verkürzt formuliert geht es mithin um die Bonität des Emittenten bzw. des Schuldners.⁹ Ratings erfolgen auf der Grundlage quantitativer und qualitativer Faktoren. Der quantitative Ansatz führt zu einer Einschätzung der wirtschaftlichen Verhältnisse des Emittenten, also etwa seiner Liquiditäts- und Ertragslage und seiner Kapitalstruktur anhand von Bilanz-Kennziffern wie Gewinn und Eigenkapitalquote. Zu den qualitativen Faktoren zählen Merkmale wie die Qualität des Managements, die Unternehmensstrategie, das Mitarbeiterpotential und das Risikomanagement.¹⁰

Die Ratingagenturen stellen das Ausfallrisiko eines Schuldners mittels eines Ratingcodes dar. Bei Standard & Poor's verläuft dieser Code bei Long Term Ratings von AAA (sehr sicher) bis D (in default). Ratings von AAA bis BBB- gelten als Investment Grade, Ratings von BB+ bis D als Sub-Investment Grade. Das Credit rating von Standard & Poor's für Vietnam steht bei BB-.

3. Wozu braucht man Ratings?

Zwar gibt es im europäischen Recht keine *Rechtspflicht* von Emittenten, vor der Zulassung zum Handel an einer Börse ein Rating für die betreffenden Wertpapiere einzuholen. Und es gibt auch keine allgemeine aufsichtsrechtliche Verpflichtung für Finanzinstitute oder Anleger, ausschließlich in Wertpapieren zu investieren, die einem Rating unterzogen worden sind.¹¹ Aber der Emittent hat ein Eigeninteresse an einem Rating, weil er häufig nur dann eine Chance besitzt, seine Anleihe am Kapitalmarkt zu platzieren, wenn hierfür ein Rating existiert. Auf der Seite der Investoren besteht ein Interesse an Ratings, weil die Leitungsorgane des Investors, die in Anleihen investieren, gehalten sind, die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten abzuschätzen.

⁹ Hennrichs, in: Festschrift für W. Hadding, 2004, S. 875 mit Fn. 1.

¹⁰ <http://de.wikipedia.org/wiki/Rating> (26.08.2013).

¹¹ Erwägungsgründe 3 und 4 der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen.

Eine Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit durch eigene Researchabteilungen der Investoren ist in der Regel übermäßig teuer. Deshalb treten am Markt spezialisierte Unternehmen – die Ratingagenturen – auf, die als Informationsintermediäre durch Veröffentlichung von Ratings zur Verringerung von Informationsasymmetrien beitragen, indem sie institutionellen Investoren und Privatanlegern eine Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Emittenten liefern und damit die Transaktionskosten bei den Investoren senken.¹² Bei der Verbreitung von Ratings insbesondere an Privatanleger spielen Banken eine wichtige Rolle. Die Geschäftsbeziehung zu ihren Kunden verpflichtet die Bank beispielsweise, beim Erwerb einer hochspekulativen Auslandsanleihe auf möglicherweise vorhandene Ratingeinstufungen hinzuweisen.¹³

4. Wer macht Rating?

„Die Verhältnisse in der Ratingbranche“ – so sagt es eine ihrer besten Kennerinnen – „lassen sich ... am treffendsten als Oligopol kennzeichnen“.¹⁴ Rund 80 % der Marktanteile weltweit entfallen auf Standard & Poor's und auf Moody's, weitere 15 % auf Fitch. Einem Aufbrechen dieses Oligopols durch einen erfolgreichen Markteintritt neuer Wettbewerber stehen Netzwerkeffekte, Lock-in-Effekte und geringe Möglichkeiten zu einer Produktdifferenzierung entgegen.¹⁵ Investoren bevorzugen bei ihrer Nachfrage nach Ratings große Anbieter, weil sich der Wert eines Ratings auch aus dem Zusammenhang mit anderen Ratings speist, die auf denselben Bewertungsmethoden beruhen. Deswegen werden Emittenten Ratings für ihre Wertpapiere bei Ratingagenturen einholen, bei denen die angeführte Vergleichbarkeit auf breiter Basis besteht. Das nennt man Netzwerkeffekt. Zudem besteht ein Lock-in-Effekt, weil Emittenten wenig geneigt sind, von einer renommierten Ratingagentur weg zu wechseln. Der Grund für die fehlende Wechselbereitschaft ist die Befürchtung der Emittenten, sich dem Vorwurf auszusetzen, einen Wechsel vorzunehmen, um einem schlechten Rating durch die bisher beauftragte Ratingagentur auszuweichen.¹⁶ Schließlich sind die Möglichkeiten potentieller Wettbewerber begrenzt, auf dem Markt für Ratings nennenswerte Marktanteile zu erringen. Neue Wettbewerber haben nämlich keine Chancen, durch Einrichtung von niedrigeren Qualitäts- und damit Niedrigpreissegmenten Wettbewerb zu treiben, weil die

¹² Burghof/Schneider/Wengner ZBB 2013, 171, dort auch zur Marktreaktion bei Ratingänderungen vgl. Burghof/Schneider/Wengner ZBB 2013, 171 ff.

¹³ OLG Nürnberg ZIP 2002, 611, 613; vgl. ferner BGHZ 123, 126, 131.

¹⁴ Haar ZBB 2009, 177, 179.

¹⁵ Hierzu und zum Folgenden Haar ZBB 2009, 177, 179.

¹⁶ Erwägungsgrund 12 der VO (EU) Nr. 462/2013.

Emittenten ein Interesse an qualitativ hochwertigem Rating mit hohem Informationswert haben. In Deutschland ist kürzlich ein Versuch gescheitert, eine europaweit tätige Ratingagentur zu gründen, die den amerikanischen Ratingagenturen hätte Konkurrenz machen können.¹⁷ Abzuwarten bleibt, ob es der wachsenden Marktmacht Ostasiens gelingt, das Oligopol von Standard & Poor's, Moody's und Fitch aufzubrechen. Jedenfalls bemüht sich seit neuestem ein Tochterunternehmen der chinesischen Ratingagentur Dagong Global,¹⁸ auf dem europäischen Markt Marktanteile zu gewinnen.¹⁹

5. Welche Rechtsprobleme treten im Ratinggeschäft auf?

Ratingagenturen sind gewinnorientierte Wirtschaftsunternehmen. Sie verdienen ihr Geld mit Emittenten, die sie mit der Erstellung von Ratings beauftragen und die sie hierfür bezahlen (Issuer-Pays-Modell). Nun hat der Emittent selbstredend ein gesteigertes Interesse, ein möglichst gutes Rating zu erhalten, um seine Wertpapiere an einem möglichst breiten Markt unterbringen zu können. Das sei an einem Beispiel erläutert. Die European Central Bank (ECB) akzeptiert Anleihen als Sicherheiten für das Refinanzierungsgeschäft der Banken grundsätzlich nur dann, wenn die betreffenden Anleihen ein Rating als Investment Grade haben.²⁰ Als kürzlich Zypern kurzlaufende Staatsanleihen in längerlaufende Anleihen umtauschte, weshalb nun Gläubiger länger auf die Rückzahlung warten müssen, werteten die Ratingagenturen dies als teilweisen Zahlungsausfall und stuften die betreffenden Papiere auf „D“ herab.²¹ Daraufhin gab die ECB bekannt, zypriotische Staatsanleihen vorübergehend nicht mehr als Sicherheiten anzunehmen.²² Dieses Beispiel zeigt, dass ein Emittent nach Wegen suchen wird, ein möglichst günstiges Rating zu erhalten. Beispielsweise könnte er versuchen, bei mehreren Ratingagenturen Vorabbewertungen zu beantragen, um festzustellen, welche Agentur das beste Rating bietet. Man spricht dann von forum shopping. Zudem schafft das Issuer-Pays-Modell für die Ratingagenturen einen Anreiz, einen Emittenten mit Gefälligkeitsratings zu bewerten, um eine langfristige Geschäftsbeziehung zu sichern oder um für zusätzliche Aufträge zu sorgen.²³ Aus den hieraus resultierenden Interessenkonflikten können sich Ratingagenturen gelegentlich auch deshalb nicht befreien, weil sie mit den

¹⁷ Schulte, Börsen-Zeitung v. 30.4.2013, S. 1.

¹⁸ An dem auch ein Finanzinvestor, die italienische Private-Equity-Gesellschaft Mandarin Capital Partners, beteiligt ist.

¹⁹ Börsen-Zeitung v. 3.7.2013, S. 13.

²⁰ Zur Besicherungspraxis der ECB vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 22.7.2013, S. 19.

²¹ Mittlerweile ist das Rating wieder angehoben worden (Börsen-Zeitung v. 4.7.2013, S. 7).

²² Handelsblatt Online v. 29.6.2013, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/staatsanleihen-ratingagenturen-werten-zyperns-bonitaet-ab/8424260.html> (22.08.2013).

²³ Erwägungsgrund 10 der VO (EU) Nr. 462/2013.

Emittenten der Wertpapiere, für die sie Ratings erstellen, in vielfältiger Weise verflochten sind. So hält einer der weltgrößten Investmentfonds, Capital Group, nicht nur 13 % der Anteile an Standard & Poor's und 16 % der Anteile an Moody's, die zugleich die Finanzprodukte dieses Fonds bewerten, sondern auch Anteile an hunderten Banken – unter anderem auch an der Deutschen Bank –, deren Anleihen ebenfalls von den drei großen Ratingagenturen Bewertungen erhalten.²⁴

6. Regulierung von Ratingagenturen durch die Europäische Union

a. Registrierung von Ratingagenturen

Auf die vorstehend skizzierten Probleme hat die EU erstmals im Jahre 2009 mit der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 reagiert, die im Jahre 2013 durch die Verordnung (EU) Nr. 462/2013 in wesentlichen Fragen ergänzt worden ist. Ziel dieser Verordnung ist es, sicherzustellen, dass Ratingaktivitäten im Einklang mit den Grundsätzen der Integrität, Transparenz, Rechenschaftspflicht und der guten Unternehmensführung durchgeführt werden, damit die in Europa verwendeten Ratings unabhängig, objektiv und von angemessener Qualität sind.²⁵ Diese Verordnung hat die Rating-Agenturen aus einem unregulierten Raum herausgeführt, indem sie die in der Europäischen Union ansässigen Agenturen einer Registrierungspflicht unterworfen hat (Art. 14 Abs. 1 Rating-VO). Diese Registrierung ist vor allem für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen bedeutsam. Denn diese Finanzmarktakteure dürfen für aufsichtsrechtliche Zwecke, z.B. zur Risikogewichtung von Aktiva,²⁶ nur Ratings von Ratingagenturen verwenden, die ihren Sitz in der Union haben und registriert sind (Art. 4 Abs. 1 Rating-VO).²⁷ Andere Investoren sind von diesen Beschränkungen nicht betroffen.²⁸ Die EU empfiehlt aber allen Nutzern von Ratings, diesen Bewertungen nicht blind zu vertrauen, sondern auf jeden Fall eigene Analysen vorzunehmen.²⁹ Zudem fordert sie Kreditinstitute auf, darauf hinzuwirken, dass Anleger eine sorgfältige Prüfung von Ratings vornehmen.³⁰ Die Anweisungen des europäischen Aufsichtsrechts werden durch gesellschaftsrechtliche Anforderungen des deutschen Rechts ergänzt. Der Vorstand einer Aktiengesellschaft darf sich nämlich bei einer Investitionsentscheidung, will er nicht der Aktiengesellschaft gegenüber schadensersatzpflichtig werden, keineswegs alleine auf externe

²⁴ Vgl. Rügemer, Rating-Agenturen, 2012, S. 61 ff.

²⁵ Erwägungsgrund 1 der VO (EG) Nr. 1060/2009.

²⁶ Vgl. § 41 der deutschen Solvabilitätsverordnung.

²⁷ Vgl. Erwägungsgrund 55 der VO (EG) Nr. 1060/2009 und Art. 5 Rating-VO.

²⁸ Erwägungsgrund 12 der VO (EG) Nr. 1060/2009.

²⁹ Erwägungsgrund 10 der VO (EG) Nr. 1060/2009.

³⁰ Erwägungsgrund 9 der VO (EU) Nr. 462/2013.

Ratings verlassen, sondern muss diesbezüglich eine Plausibilitätskontrolle vornehmen und zudem alle anderen verfügbaren Informationsquellen ausschöpfen.³¹

Für das Registrierungsverfahren sind nicht die Behörden der Mitgliedstaaten der EU, sondern ist die European Securities and Markets Authority (ESMA) zuständig. Der Registrierungsantrag muss ordnungsgemäße Angaben z.B. über die Eigentümer- und Organisationsstruktur der Ratingagentur, über ihre finanziellen Ressourcen für die Durchführung von Ratingtätigkeiten, ferner über Strategien zur Handhabung von Interessenkonflikten sowie über die Fachkenntnisse des Personals enthalten (Art. 15 Abs. 1 Rating-VO mit Anlage II). Die durch die Registrierung ausgelöste Aufsicht über die betreffende Ratingagentur durch ESMA gibt allerdings weder der Aufsichtsbehörde noch den Mitgliedstaaten der EU das Recht, auf den Inhalt der Ratings oder auf die Methoden ihrer Ermittlung Einfluss zu nehmen (Art. 23 Rating-VO).

Die Registrierung der Ratingagentur kann widerrufen werden, wenn die Agentur gegen gewisse Verhaltensanforderungen (z.B. Vermeidung von Interessenkonflikten) verstößt, wie sie in Anlage III der Rating-Verordnung aufgelistet sind. In solchen Fällen kann die Aufsichtsbehörde ferner die Verwendung von Ratings dieser Ratingagentur für aufsichtsrechtliche Zwecke aussetzen (Art. 24 Abs. 1 Rating-VO).

b. Anforderungen an den Geschäftsbetrieb von Ratingagenturen

Nach der europäischen Ratingverordnung treffen die Ratingagenturen organisatorische Anforderungen an ihren Geschäftsbetrieb und operationelle Anforderungen an die Erstellung der Ratings. Eine der wesentlichsten organisatorischen Pflichten der Ratingagenturen ist es, sicherzustellen, dass die Abgabe eines Ratings nicht von Interessenkonflikten oder Geschäftsbeziehungen der Agentur selbst, ihrer Geschäftsleitung und ihrer Ratinganalysten beeinflusst wird (Art. 6 Abs. 1 Rating-VO). Deshalb müssen sowohl die Mitglieder der Geschäftsleitung als auch die Mitglieder des Aufsichtsorgans gut beleumdet und qualifiziert sein. Mindestens 2/3 der Mitglieder des Aufsichtsrats müssen unabhängige Mitglieder sein, die nicht in die Ratingtätigkeit eingebunden sind. Die Vergütung dieser unabhängigen Mitglieder darf nicht vom wirtschaftlichen Erfolg der Ratingagentur abhängen. Zudem muss jede Ratingagentur eine Compliance-Funktion unterhalten, zu deren wichtigsten Aufgaben es

³¹ OLG Düsseldorf ZIP 2010, 28, 32; Jobst/Kapoor WM 2013, 680, 681 f.

unter anderem gehört, die Verfahren der Ratingagentur zur Vermeidung von Interessenkonflikten zu überwachen.

Neben solche organisatorische Anforderungen an den Geschäftsbetrieb der Ratingagenturen hat der europäische Gesetzgeber operationelle Anforderungen gestellt. Zur Bewältigung von Interessenkonflikten durch Herstellung von Transparenz gehört die Bestimmung, dass die Agenturen die Namen der bewerteten Unternehmen veröffentlichen müssen, von denen sie mehr als 5 % ihrer Jahreseinnahmen erhalten.³² Zudem müssen Ratings, die nicht im Auftrag von Emittenten erstellt werden, besonders gekennzeichnet werden.³³ Der Vermeidung von Interessenkonflikten dienen die Vorschriften, dass die Ratingagenturen kein Rating abgeben dürfen, wenn sie oder einer ihrer Ratinganalysten Finanzinstrumente des bewerteten Unternehmens oder Anteile an ihm besitzt. Das gleiche gilt, wenn eine Person, die bei der Agentur mit der Erstellung von Ratings betraut ist, Mitglied des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des bewerteten Unternehmens ist.³⁴ Außerdem darf eine Ratingagentur das bewertete Unternehmen nicht über seine Unternehmensstruktur, seine Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten beraten.³⁵ Im Mai 2013 hat der europäische Gesetzgeber zudem auf neuere Entwicklungen reagiert, die zu konglomeratartigen Strukturen im Ratingsektor geführt haben. Erinnerung sei an die hohen Anteile von Capital Group an Standard & Poor's und Moody's. Der Gesetzgeber fürchtet, dass solche Mehrfachbeteiligungen die Unabhängigkeit der Ratingagenturen gefährden könnten.³⁶ Deshalb hat er es Anteilseignern, die Anteile von mindestens 5 % oder mehr an einer Ratingagentur halten, verboten, mit 5 % oder mehr am Kapital einer anderen Ratingagentur beteiligt zu sein und Mitglied des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans einer solchen anderen Ratingagentur zu sein (Art. 6 a Rating-VO).

Bei langandauernden Beziehungen zu bewerteten Unternehmen gewährleistet die Rating-Verordnung die Unabhängigkeit der Ratinganalysten durch die Bestimmung, dass die Analysten einem internen Rotationssystem unterworfen werden, das einen gestaffelten Wechsel in den Analyseteams sicherstellt.³⁷ Im Mai 2013 hat der europäische Gesetzgeber die Anforderungen an eine Rotation noch einmal verschärft, indem er bei bestimmten Finanzinstrumenten eine Höchstlaufzeit vertraglicher Beziehungen zu einer Ratingagentur

³² Rating-VO Anhang I Abschnitt B Nr. 2.

³³ Erwägungsgrund 21 der VO (EG) 1060/2009.

³⁴ Rating-VO Anhang I Abschnitt B Nr. 3 lit. a) und c).

³⁵ Rating-VO Anhang I Abschnitt B Nr. 4; Erwägungsgrund 22 der VO (EG) 1060/2009.

³⁶ Erwägungsgrund 23 der VO (EU) Nr. 462/2013.

³⁷ Erwägungsgrund 33 der VO (EG) 1060/2009.

festgelegt hat. Er hat nämlich eine regelmäßige Rotation für registrierte Ratingagenturen vorgeschrieben, welche nach dem Issuer-Pays-Modell Ratings erstellen, die zu Aufsichtszwecken herangezogen werden können.³⁸ Schließt dabei eine Ratingagentur einen Vertrag über die Abgabe von Ratings über Wiederverbriefungen (re-securitisations),³⁹ darf sie nicht länger als vier Jahre Ratings für neue Wiederverbriefungen desselben Originators abgeben. Zudem darf die Agentur nach Ablauf eines solchen Vertrags während eines Zeitraums, der der Laufzeit dieses Vertrags entspricht, kein neues Vertragsverhältnis über die Bewertung von Wiederverbriefungen dieses Originators eingehen (Art. 6 b Abs. 1 und Abs. 3 Rating-VO). Von dieser Rotation verspricht sich der europäische Gesetzgeber eine größere Vielfalt von Meinungen und Methoden bei der Bewertung von Bonität und damit eine Verbesserung der Ratings. Zudem soll die Rotation den Markteintritt neuer Ratingagenturen fördern und damit den Wettbewerb auf dem Ratingmarkt stärken.⁴⁰ Schließlich hofft der Gesetzgeber mit der Anordnung eines regelmäßigen Wechsels der Ratingagentur das geschilderte Problem des Lock-in-Effekts zu entschärfen.

Einer angemessenen Transparenz dient es, dass Ratingagenturen die Methoden und Modelle veröffentlichen müssen, die sie bei ihrer Ratingtätigkeit verwenden (Art. 8 Abs. 1 Rating-VO).

An der Schnittstelle zwischen Ratingagenturen und Emittenten ist das an die Agenturen gerichtete Gebot angesiedelt, es zu verhindern, dass die Emittenten bei der Einholung von Ratings für eine besondere Klasse von Finanzinstrumenten, nämlich für strukturierte Finanzprodukte (structured finance instruments)⁴¹ forum shopping betreiben. Auch die Emittenten sollen derartige Praktiken vermeiden.⁴² Auch die Regulierung von Ratings für strukturierte Produkte hat der europäische Gesetzgeber im Mai 2013 noch einmal verschärft. Beabsichtigt nämlich ein Emittent, ein Rating für ein solches Produkt in Auftrag zu geben, darf er keineswegs lediglich eine einzige Ratingagentur beauftragen. Vielmehr muss er mindestens zwei Ratingagenturen den Auftrag erteilen, unabhängig voneinander ein entsprechendes Rating abzugeben (Art. 8 c Abs. 1 Rating-VO). Der Gesetzgeber möchte

³⁸ Erwägungsgrund 19 der VO (EU) Nr. 462/2013.

³⁹ Unter Wiederverbriefung versteht das europäische Recht eine Verbriefung, bei der das mit einem zugrunde liegenden Pool von Forderungen verbundene Risiko in Tranchen (Art. 4 Nr. 39 der Richtlinie 2006/48/EG) unterteilt ist (Art. 3 Abs. 1 lit. aa) Rating-VO i.V.m. Art. 4 Nr. 40 a. der Richtlinie 2006/48/EG).

⁴⁰ Erwägungsgründe 11, 15, 17 der VO (EU) Nr. 462/2013.

⁴¹ Art. 4 Nr. 36 RL 2006/48.

⁴² Erwägungsgrund 41 der VO (EG) Nr. 1060/2009.

hiermit erreichen, dass Ratings im Wettbewerb und damit von höherer Qualität abgegeben werden.⁴³

Schließlich versucht der Gesetzgeber, die Abhängigkeit der Finanzmärkte von Ratings zu verringern. Erstens verfolgt die EU mittelfristig das Ziel, alle Vorschriften im europäischen Recht zu streichen, die die Nutzung von Ratings zu aufsichtsrechtlichen Zwecken, etwa zur Risikogewichtung von Aktiva von Kreditinstituten, erfordern (Art. 5 c Rating-VO).⁴⁴ Und es wird zweitens Kreditinstituten und Wertpapierfirmen vorgeschrieben, sich bei der Bewertung der Bonität eines Unternehmens nicht ausschließlich auf Ratings zu stützen (Art. 5 a Abs. 1 Rating-VO). Vielmehr sollen sie angehalten werden, interne Verfahren einzurichten, die es ihnen ermöglichen, Kreditrisiken selbst zu bewerten.⁴⁵

c. Länderratings (Sovereign ratings)

Bei der Regulierung der Ratingagenturen hat der europäische Gesetzgeber als Leitlinie nicht nur bloß die Stabilität der Finanzmärkte und den Anlegerschutz⁴⁶ im Blick gehabt. Vielmehr haben die EU und ihre Mitgliedstaaten auch ein Eigeninteresse daran, den Einfluss der Ratingagenturen auf die Finanzmärkte zu begrenzen. Die Ratingagenturen erstellen nämlich auch Länderratings, also Ratings für Schuldtitel staatlicher Emittenten. Negative Länderratings begrenzen nun aber die Spielräume der Staaten, sich an den Kapitalmärkten zinsgünstig zu refinanzieren. In der europäischen Finanzmarktkrise konnte man öfter beobachten, dass Staaten die Ratingagenturen kritisiert haben, wenn ihr Rating herabgesetzt worden ist. Um die Abhängigkeit von den großen Ratingagenturen zu verringern, ist die EU-Kommission beauftragt worden, die Frage zu prüfen, ob es sinnvoll ist, eine *öffentliche* europäische Ratingagentur einzurichten, die für die Bewertung der Bonität der Staatsschulden der EU-Mitgliedstaaten zuständig sein soll (Art. 39 Abs. 2 Rating-VO).⁴⁷ Man darf skeptisch sein, ob es der EU gelingt, eine solche öffentliche Ratingagentur von politischer Einflussnahme freizuhalten. Im Übrigen dürfen die Ratingagenturen jährlich nur drei nicht angeforderte Länderratings für einen Emittenten abgeben. Die Veröffentlichungszeitpunkte müssen jeweils im Dezember des Vorjahres festgelegt werden (Art. 8 a Abs. 3 Rating-VO).

⁴³ Erwägungsgrund 28 der VO (EU) Nr. 462/2013.

⁴⁴ Erwägungsgrund 8 der VO (EU) Nr. 462/2013.

⁴⁵ Erwägungsgrund 9 der VO (EU) Nr. 462/2013.

⁴⁶ Erwägungsgrund 7 der VO (EG) Nr. 1060/2009.

⁴⁷ Erwägungsgrund 43 der VO (EU) 426/2013.

Hierdurch soll das Volatilitätsrisiko verringert werden.⁴⁸ Schließlich versucht die EU, politische Einflussnahme der Ratingagenturen auf die Mitgliedstaaten auszuschließen. Die Ratingagenturen dürfen zwar die Politik der betreffenden Staaten bei der Bewertung der Bonität dieser Staaten berücksichtigen und zur Erläuterung eines Länderratings verwenden. Sie sollen aber keine Empfehlungen z.B. zu einer bestimmten nationalen Wirtschafts- oder Beschäftigungspolitik abgeben.⁴⁹

d. Haftung der Ratingagenturen

Ursprünglich enthielt die Rating-Verordnung keine Regelungen über eine Haftung der Ratingagenturen gegenüber den Emittenten⁵⁰ und den Anlegern wegen fehlerhafter Ratings. Maßgeblich für diese Haftung war deshalb das nationale Recht der EU-Mitgliedstaaten.⁵¹ Im deutschen Recht ist bei fehlerhaften Ratings eine Schadensersatzhaftung der Ratingagenturen aus unerlaubter Handlung oder aus der Verletzung vertraglicher oder vorvertraglicher Pflichten der Agenturen in Betracht zu ziehen. Dabei scheidet eine Haftung der Agentur gegenüber dem Emittenten wegen Verbreitung von Tatsachen der Wahrheit zuwider (§ 824 des deutschen Bürgerlichen Gesetzbuchs [BGB]) von vorneherein aus. Denn die Bewertung der Ratingagentur beruht zwar auf Tatsachen, ist aber als Werturteil nicht selbst eine Tatsachenbehauptung. Das Recht der freien Meinungsäußerung (Art. 5 Abs. 1 des deutschen Grundgesetzes [GG]) verbietet es, die enge Verknüpfung einer Mitteilung von Tatsachen und ihrer Bewertung dadurch aufzulösen, dass das tatsächliche Element aus dem Zusammenhang gerissen und isoliert betrachtet wird.⁵² Werden zugleich mit der Bewertung die ihr zugrunde liegenden Tatsachen öffentlich gemacht, entfällt auch eine deliktische Haftung gemäß § 823 Abs. 1 BGB wegen eines Eingriffs in das Recht am eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb. Zwar genießt das bewertete Unternehmen das Grundrecht der Berufsfreiheit (Art. 12 GG). Dieses Recht schützt aber nicht vor der Verbreitung zutreffender Informationen am Markt, selbst wenn sich der Inhalt der Information auf die Wettbewerbsposition des bewerteten Unternehmens nachteilig auswirkt. Die Rechtsprechung räumt der Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs auf der Grundlage eines möglichst hohen Maßes an Informationen über marktrelevante Faktoren einen höheren Rang ein.⁵³ Einen deliktischen

⁴⁸ Erwägungsgrund 42 der VO (EU) 426/2013.

⁴⁹ Erwägungsgrund 45 der VO (EU) 426/2013.

⁵⁰ Zu denen auch Staaten gehören, die Anleihen begeben (Arntz BKR 2012, 89 ff.).

⁵¹ Erwägungsgrund 69 der VO (EG) Nr. 1060/2009.

⁵² BGH DB 2011, 873, 874.

⁵³ BGH DB 2011, 873, 874.

Schutz der *Anleger* gibt es im deutschen Recht nicht einmal dann, wenn Ratings fehlerhaft sind. Denn das deutsche Recht verlangt für eine deliktische Haftung den Eingriff in das Eigentum oder in ein ähnlich strukturiertes Recht. Ein reiner Schaden am Vermögen reicht nicht aus.⁵⁴

Natürlich kennt das deutsche Recht eine Haftung wegen der Verletzung vertraglicher Pflichten. Deshalb kann der Emittent, der die Ratingagentur mit der Erstellung eines Ratings beauftragt hat, gegebenenfalls Schadensersatz verlangen, wenn die Ratingagentur das betreffende Wertpapier zu schlecht bewertet und ihm deshalb höhere Finanzierungskosten entstehen.⁵⁵ Schadensersatzansprüche wegen Vertragsverletzung erwirbt auch ein Anleger, der aufgrund eines Abonnementsvertrags mit der Ratingagentur von dieser laufend mit Ratings beliefert wird, wenn er aufgrund eines mangelhaften Ratings eine verlustbringende Investitionsentscheidung trifft.

Komplizierter ist die Rechtslage, wenn zwischen der Ratingagentur und einem Anleger keinerlei vertragliche Beziehungen bestehen. Das deutsche Recht kennt zwei Rechtsinstitute, die dem außerdeltischen Schutz von Personen dienen, die nicht an einem Vertrag beteiligt sind, nämlich den Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter und das vorvertragliche Schuldverhältnis gemäß § 311 Abs. 2, 3 BGB. Bei einem Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter kann auch ein an dem Vertrag nicht Beteiligter Schadensersatzansprüche wegen Verletzung einer Pflicht auf Rücksichtnahme erwerben, wenn er bestimmungsgemäß mit der vertraglichen Hauptleistung in Berührung kommt. Das vorvertragliche Schuldverhältnis aus geschäftlichen Kontakten lässt auch Dritte, die mit dem Geschädigten nicht in vertraglicher Beziehung stehen, haftbar werden, wenn sie in besonderem Maße Vertrauen für sich in Anspruch nehmen und dadurch den Vertragsschluss erheblich beeinflussen. Ob eine dieser beiden Varianten bei fehlerhaften Ratings einschlägig ist, ist im deutschen rechtswissenschaftlichen Schrifttum umstritten.⁵⁶ Eine klärende höchstrichterliche Rechtsprechung zu dieser Rechtsfrage gibt es noch nicht.

⁵⁴ Haar NZG 2010, 1281, 1285; Wojcik NJW 2013, 2385, 2386.

⁵⁵ Forschner, Jura Studium & Examen 2012, S. 5, 15.

⁵⁶ Für eine Anwendung des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter z.B. Haar NZG 2010, 1281, 1284, dagegen Forschner, Jura Studium & Examen 2012, S. 5, 18. Für eine Haftung aus vorvertraglichem Schuldverhältnis wohl Wojcik NJW 2013, 2385, 2386 f.; dagegen Forschner, Jura Studium & Examen 2012, S. 5, 17 f.

Die Schwierigkeiten,⁵⁷ in den Gesetzen der Mitgliedstaaten der EU eine geeignete Grundlage für eine Haftung gegenüber den Anlegern und gegenüber einem ohne Auftrag bewerteten Emittenten zu finden, haben den europäischen Gesetzgeber im Mai 2013 veranlasst, europaweit eine Haftung der Ratingagenturen für mangelhafte Ratings gegenüber Anlegern und Emittenten anzuordnen.⁵⁸ Dabei bestand nun aber für den Gesetzgeber ein Problem. Nicht jede Bewertung der Bonität eines Schuldners, die sich im Nachhinein als zu optimistisch oder zu pessimistisch erweist, ist fehlerhaft. Deshalb musste der europäische Gesetzgeber festlegen, welches Fehlverhalten von Ratingagenturen zu einer Haftung führt. Hierfür verweist der Tatbestand in Art. 35 a der Ratingverordnung, der die Haftung der Ratingagenturen begründet, auf ein umfangreiches Verzeichnis (Anhang III), in dem im einzelnen aufgelistet ist, wann ein Fehlverhalten anzunehmen ist. Hierzu zählt es beispielsweise, wenn es die Ratingagentur unterlässt, Interessenkonflikte zu beseitigen, oder wenn sie nicht sicherstellt, dass die von ihr abgegebenen Ratings auf einer gründlichen Analyse aller ihr zur Verfügung stehenden Informationen beruhen. Allerdings führt ein solcher Verstoß nur dann zu einer Haftung, wenn die Ratingagentur vorsätzlich oder grob fahrlässig gehandelt hat. Dieser Verschuldensmaßstab erschien dem Gesetzgeber angemessen, weil ein Rating die Bewertung komplexer wirtschaftlicher Faktoren zum Inhalt hat und weil die Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden zu unterschiedlichen Ratings führen mag, von denen keines als falsch angesehen werden kann.⁵⁹ Ferner haftet die Ratingagentur nur dann, wenn sich das Fehlverhalten auch auf das Rating ausgewirkt hat.⁶⁰ Zudem muss ein Anleger nachweisen, dass er sich bei seiner Investitionsentscheidung mit gebührender Sorgfalt auf dieses Rating verlassen hat (Art. 35 a Abs. 1 Rating-VO). Dabei ist zu berücksichtigen, dass insbesondere kleinere Anleger häufig nicht in der Lage sind, die von einer Ratingagentur abgegebenen Ratings kritisch zu überprüfen.⁶¹ Außerdem muss der Investor genaue und detaillierte Informationen über das Fehlverhalten der Ratingagentur vorlegen (Art. 35 a Abs. 2 Rating-VO). Freilich muss das Gericht gewichten, dass der Anleger möglicherweise keinen Zugang zu Informationen hat, die ausschließlich in der Sphäre der Ratingagentur liegen.⁶² Durch alle diese Einschränkungen wird die europarechtliche Haftung der Ratingagenturen nicht unerheblich eingegrenzt.⁶³ Das führt indes keineswegs zu einer Verschlechterung der Rechtsstellung der Anleger. Denn die Rating-

⁵⁷ So auch Haar ZBB 2009, 177, 184 zum deutschen Recht.

⁵⁸ Wojcik NJW 2013, 2385, 2388; Dutta WM 2013, 1729.

⁵⁹ Erwägungsgrund 33 der VO (EU) 426/2013

⁶⁰ Das Fehlverhalten muss also das Ergebnis des Ratings verändert haben (Wojcik NJW 2013, 2385, 2387).

⁶¹ Erwägungsgrund 36 der VO (EU) 426/2013.

⁶² Erwägungsgrund 34 der VO (EU) 426/2013.

⁶³ Vgl. Wojcik NJW 2013, 2385, 2388.

Verordnung erlaubt den Mitgliedstaaten der EU, nationale Regelungen über die zivilrechtliche Haftung beizubehalten, die günstiger für die Anleger sind (Art. 35 a Abs. 5 Rating-VO).⁶⁴

7. Ausblick

Die im Mai 2013 überarbeitete Ratingverordnung lässt das Bestreben des europäischen Gesetzgebers erkennen, den Einfluss der Ratingagenturen als Informationsintermediäre auf die Finanzmärkte zurückzudrängen. Ob die Vorteile, die sich hieraus für die Finanzmärkte ergeben sollen, die Kosten aufwiegen können, die der Finanzindustrie und den Investoren dadurch entstehen, dass sie auf eigene Risikobewertungen verwiesen werden, bleibt abzuwarten.

⁶⁴ Erwägungsgrund 35 der VO (EU) 426/2013.