

Die erste Seite • *Prof. Dr. Joachim Scherer*

- 657 Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern?  
*Dr. Gerhard Wildmoser, Dr. K. Jan Schiffer und Dr. Bernd Langoth*
- 669 Die internationale Zuständigkeit für Insolvenzanfechtungsklagen  
*Prof. Dr. Peter Mankowski und Dr. Charlotte Willemer*
- 679 Vollharmonisierung im europäischen Verbraucherrecht  
*Dr. Stefan Arnold*
- 685 Von der Verwechslungsgefahr zum Rufschutz im Markenrecht der Vereinigten Staaten • *Professor Dr. Olaf Sosnitza*
- 695 Die internationale Durchsetzung von Geldforderungen nach brasilianischem Recht  
*Dr. Beat W. Rechsteiner*
- 701 Haftungsrisiko für Exporteure: die französische „action directe en responsabilité“ als Fallbeispiel für ein kaufvertragliches Durchgriffsrecht • *Dr. Sebastian Jungemeyer*
- 706 Stellungnahme zum Entwurf der „Verwaltungsgrundsätze – Funktionsverlagerungen“ des BMF vom 17.7.2009  
*Prof. Dr. Bert Kaminski und Prof. Dr. Günther Strunk*
- 719 EuGH: Deliktsgerichtsstand nach Art. 5 Nr. 3 EuGVVO:  
„Ort, an dem das schädigende Ereignis eingetreten ist“
- 723 EuGH: Teilweiser Verstoß der Regelungen zur „Riester-Rente“  
gegen die Arbeitnehmerfreizügigkeit
- 733 BFH: Beschränkter Sonderausgabenabzug für Grenzgänger trotz vollständiger Besteuerung der Altersrente infolge DBA

Dr. Gerhard Wildmoser, Rechtsanwalt, Linz/Wien, Dr. K. Jan Schiffer, Rechtsanwalt, Bonn, und Dr. Bernd Langoth, LL.M., Rechtsanwaltsanwärter, Linz/Wien

## Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern?

Finanzdienstleister, Banken und Ratingagenturen stehen spätestens seit der „Lehman-Angelegenheit“ im Fokus zahlreicher Betrachtungen der Fach- und Anlegerwelt. Es werden neue Rechtsregeln und beispielsweise eine „Produkthaftung für Finanzprodukte“ gefordert (vgl. z.B. *Beaucamp*, ZRP 2009, 121). Die Autoren des folgenden Beitrages zeigen einen anderen Weg auf – einen Weg, wie geschädigte Anleger über bereits geltende Gesetze zu ihrem Recht und zu Schadensersatz kommen sollten.

### I. Fragestellung

Im Zuge der Ursachenforschung der US-Hypothekenkrise gelangen immer wieder internationale Ratingagenturen in den Mittelpunkt der Kritik. Ratingagenturen beurteilen die Kreditwürdigkeit von Unternehmen, Finanzprodukten und Staaten, indem sie Aussagen über die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen, Emittenten oder Staaten ihre Verbindlichkeiten nicht begleichen können, machen. Ihre Gutachten („Ratings“) spielen auf den Finanzmärkten eine große Rolle. Zum einen haben Bonitätseinschätzungen erhebliche Auswirkungen auf die Kreditkonditionen eines kreditsuchenden Unternehmens, da den Risikobewertungen der Banken üblicherweise externe Ratings zugrunde liegen. Zum anderen geben Ratings den Investoren über die Risikoträchtigkeit bzw. Sicherheit von Finanzprodukten Aufschluss und fließen daher maßgeblich in Investitionsentscheidungen ein. Den Ratingagenturen wird häufig vorgeworfen, durch zu gute Ratings von Emittenten oder Finanzprodukten bzw. durch zu späte Anpassungen an Verschlechterungen des Marktes wesentlich zur Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen zu haben.<sup>1</sup> Kern der Kritik ist die rechtlich problematische Stellung der Ratingagenturen als Vertragspartner der zu beurteilenden Emittenten einerseits und als Bonitätsprüfer der Emittenten sowie der von diesen emittierten Finanzprodukten andererseits.

Wie prominente Beispiele der Vergangenheit zeigen, wurde die Bonität von Finanzprodukten und Emittenten mehrmals zu positiv eingestuft, obwohl Umstände bekannt waren, die eine derartige Einschätzung nicht mehr vertretbar erscheinen ließen.<sup>2</sup> Da der Markt in der Regel den Ratings der internationalen Ratingagenturen folgt, investierten so manche Anleger im Vertrauen auf die vermeintlich gute Bonität in tatsächlich zweifelhaftes Papier und erlitten dadurch erheblichen Schaden. Vermittelnde Banken rechtfertigten sich zu meist damit, keine Beratungsfehler begangen zu haben, da

sie sich auf gute bzw. sichere Ratings der Ratingagenturen stützen konnten.<sup>3</sup> Liegt die Verantwortung daher bei den Ratingagenturen? Gegenstand des folgenden Beitrages ist es, potentielle Haftungsgrundlagen für geschädigte Investoren gegenüber Ratingagenturen aufzuzeigen.<sup>4</sup>

### II. Rolle der Ratingagenturen auf den Finanzmärkten

#### 1. Ratingagenturen als gewinnorientierte Unternehmen

Ratingagenturen sind private, gewinnorientierte Unternehmen, die ihren Ursprung im angloamerikanischen Raum haben. Obwohl weltweit mittlerweile zahlreiche Ratingagenturen existieren, teilen sich im Wesentlichen drei große Agenturen den gesamten internationalen Ratingmarkt auf. Es handelt sich dabei um die US-Ratingagenturen Standard & Poor's Corporation und Moody's Investors Service, beide mit Sitz in New York, sowie um Fitch Ratings mit Sitz in London.<sup>5</sup> Diese drei Ratingagenturen weisen zusammen einen Marktanteil von über 90% auf, sodass von einem oligopolistisch strukturierten Wettbewerb gesprochen werden kann.<sup>6</sup>

#### 2. Ratingagenturen als „gate keeper“ der Finanzmärkte

Ratingagenturen werden häufig als „gate keeper“ der Finanzmärkte bezeichnet. Dies resultiert aus dem Umstand,

1 So bspw. Pressemitteilung der EU-Kommission IP/09/629 vom 23. 4. 2009 sowie Pressemitteilung der EU-Kommission MEMO/08/691 vom 12. 11. 2008, beide abrufbar unter: [www.europa.eu](http://www.europa.eu); *Weber*, Eine Krise und viele Väter, in: *Die Presse* vom 13. 2. 2009, abrufbar unter: [www.diepresse.com](http://www.diepresse.com); *Hoffmann*, Kontrolle für die Türsteher, in: *Süddeutsche Zeitung* vom 18. 6. 2008, abrufbar unter: [www.sueddeutsche.de](http://www.sueddeutsche.de).

2 Zu den Beispielen siehe unten IV.

3 Eine Inanspruchnahme der vermittelnden Banken erscheint vor diesem Hintergrund daher mehr als fraglich. Vielmehr würde gerade die Nichtbeachtung eines Ratings im Zuge der Anlageberatung einen Beratungsfehler darstellen; siehe dazu das „Bond-Urteil“ des BGH, NJW 1993, 201.

4 Haftungsgrundlagen gegenüber dem Emittenten werden im vorliegenden Beitrag nicht behandelt; siehe dazu bspw. *Habersack*, Rechtsfragen des Emittenten-Ratings, ZHR 2005, 185, 202 ff. m. w. N.; *Öllinger*, Die Haftung für Ratings, 2005, S. 93 ff.

5 Standard & Poor's, Moody's und Fitch haben zudem auch in Deutschland Niederlassungen eingerichtet.

6 Zum Ratingmarkt im Detail siehe *Blaurock*, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht, ZGR 2007, 603, 605.

dass Emittenten nur dann effektiven Zugang mit ihren Finanzprodukten zu den weltweiten Finanzmärkten erhalten, wenn sie über ein oder mehrere Ratings internationaler Ratingagenturen verfügen. Dies deshalb, da Ratingagenturen Investoren bei der Vielzahl an Finanzprodukten durch ihr Rating, welches durch Ratingsymbole der jeweiligen Ratingagentur dargestellt wird, eine einheitliche Vergleichsbasis bieten. Die von den Ratingagenturen vergebenen Ratingsymbole reichen von „AAA“ (für höchste Bonität) bis „D“ (für Insolvenz), wobei die Ratingskalen der Ratingagenturen geringfügig differieren.<sup>7</sup> Investoren greifen bei Investitionsentscheidungen daher regelmäßig auf Ratings der internationalen Ratingagenturen zurück. Hinzu kommt, dass manche Investoren Veranlagungsbeschränkungen unterliegen und nur solche Finanzprodukte in ihr Portfolio aufnehmen dürfen, die ein entsprechendes Rating (zumeist im Bereich des „investment grade“) aufweisen.<sup>8</sup> Ohne eine gute Rating-Beurteilung ist es für Emittenten daher nahezu unmöglich, ihre Finanzprodukte erfolgreich am Kapitalmarkt zu platzieren. Hinzu kommt der Umstand, dass nicht geratete Unternehmen bei der Kapitalbeschaffung mit einem Risikoaufschlag verglichen mit Unternehmen, die ein Bonitätsrating aufweisen, rechnen müssen. Ratings spielen daher in der Finanzierung von Unternehmen sowohl im Wege des klassischen Bankkredites als auch im Wege der Kapitalbeschaffung auf den Kapitalmärkten eine erhebliche Rolle. In der Regel beauftragen daher Emittenten selbst Ratingagenturen mit der Durchführung einer Bonitätsprüfung („solicited rating“).<sup>9</sup>

### 3. Aufsichtsrechtliche Funktion

Ungeachtet des Umstandes, dass es sich bei Ratingagenturen um private, gewinnorientierte Unternehmen handelt, kommt zu ihrer faktischen Bedeutung am Kapitalmarkt auch eine zwingende, aufsichtsrechtliche Funktion hinzu. Die Basel II-Vorschriften, gemeinschaftsrechtlich verankert durch die Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, sehen für Kreditinstitute die Verwendung von externen Ratings für die Bemessung des Kreditrisikos ihrer Schuldner vor.<sup>10</sup> Zur Ermittlung der Eigenkapitalanforderungen von Kreditinstituten haben diese verpflichtend Ratings heranzuziehen, wobei neben externen Ratings auch interne Ratings verwendet werden können. Wollen Banken bei Ermittlung der Eigenmittelquote externe Ratings heranziehen, sind sie demnach verpflichtet, Ratings anerkannter Ratingagenturen zu verwenden. Ratingagenturen haben somit einen zwingenden rechtlichen Stellenwert und eine tatsächliche aufsichtsrechtliche Funktion bei der Ermittlung der Eigenmittelquote von Kreditinstituten.

## III. Rechtliche Rahmenbedingungen von Ratingagenturen

Bevor auf die Frage nach potentiellen Haftungsgrundlagen von Ratingagenturen eingegangen wird, ist zunächst zu erörtern, welche rechtlichen Rahmenbedingungen für Ratingagenturen bestehen. Ein kurzer Blick in die maßgeblichen Rechtsordnungen lässt schnell erkennen, dass sich Ratingagenturen größtenteils in einem – was die eigentliche Raterstellung angeht – unregulierten Bereich bewegen.

### 1. IOSCO Code of Conduct

Die internationale Vereinigung nationaler Börsenaufsichtsbehörden IOSCO (International Organization of Securities

Commissions) hat im Jahr 2004 freiwillige Verhaltensregeln für Ratingagenturen aufgestellt.<sup>11</sup> Dabei handelt es sich um den unverbindlichen „Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies“.<sup>12</sup> Dieser will Ratingagenturen zu einer Selbstregulierung verpflichten, die neben Neutralität und Objektivität auch neuralgische Themen wie die Sicherung der Qualität und Integrität der Ratingagenturen anspricht. Obwohl der „Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies“ freiwilliger Natur ist, haben, wie Untersuchungen des Committee of European Security Regulators (CESR) zeigen, die großen Ratingagenturen die Richtlinien des IOSCO Code of Conduct zum größten Teil in eigenen Codes of Conduct umgesetzt und sich selbst als Verpflichtungen auferlegt.<sup>13</sup> Macht sich eine Ratingagentur in dieser Weise derartige Ratinggrundsätze zu Eigen und nimmt sie diese in ihr Leistungsangebot auf, hat sie ihr Ratingverfahren auch danach auszurichten. Im Falle einer Verletzung der vertragsgemäß geschuldeten Ratingstandards würde das Rating folglich von seiner Sollbeschaffenheit abweichen und damit fehlerhaft sein.<sup>14</sup>

Inhaltliche Verpflichtungen, wie Ratings zu erstellen sind, enthält der Code of Conduct freilich nicht. Vielmehr stellt der IOSCO Code of Conduct gewisse, jedoch sehr allgemein gehaltene organisatorische Mindestanforderungen an die Qualität, die Überwachung und die Anpassung von Ratings auf. Ebenso werden Maßnahmen zur Gewährleistung von Unabhängigkeit, Transparenz und die Vermeidung von Interessenskonflikten statuiert. Zudem sind nach dem IOSCO Code of Conduct die angewendeten Ratingmethoden und Prozesse schriftlich niederzulegen. Eine Aufsicht über die (freiwillige) Einhaltung dieser Anforderungen des Code of Conduct besteht allerdings nicht. Neben der freiwilligen Selbstbindung der großen Ratingagenturen kommt dem IOSCO Code of Conduct insofern Bedeutung zu, als seine Regelungen inhaltlich zum größten Teil Eingang in die erst kürzlich vom Europäischen Parlament und Rat verabschiedete Ratingagentur-Verordnung gefunden haben.<sup>15</sup>

### 2. Rahmenbedingungen in den USA

Lange Zeit sahen die USA lediglich ein informelles Anerkennungsverfahren von Ratingagenturen vor. Ratingagenturen wurden auf informellem Wege von der US-SEC (Börsenaufsicht) als „Nationally recognized statistical rating or-

7 Zu den Ratingskalen der Ratingagenturen Standard & Poors, Moody's und Fitch Ratings im Detail siehe *Eisen*, Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen, 2007, S. 402.

8 Dies betrifft vor allem Versicherungen, Kapitalanlagefonds und Pensionsfonds, aber auch Banken.

9 Demgegenüber handelt es sich beim „unsolicited rating“ um ein eigeninitiativ erstelltes Rating der Ratingagentur; zum eigentlichen Rating-Prozess siehe *Ackermann/Jückle*, Ratingverfahren aus Emittentensicht, BB 2006, 878; *Vetter*, Rechtsprobleme des externen Ratings, WM 2004, 1701, 1702 ff.

10 Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. 6. 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, ABl. L 177, S. 1; Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. 6. 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, ABl. L 177, S. 201.

11 Siehe dazu im Detail *Habersack*, ZHR 2005, 185, 191 ff.

12 Mitglieder der IOSCO sind unter anderen die US-SEC und die BaFin; Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, abrufbar unter: [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

13 Siehe bspw. Rating Services Code of Conduct von Standard & Poor's unter: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com); siehe ebenso CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code, May 2008, abrufbar unter: [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu).

14 *Lemke*, Handbuch Rating, 2007, S. 616.

15 Siehe dazu unten III. 3.

ganization“ (NRSRO) eingestuft. Ratings von NRSROs wurden von den Behörden ohne Einwände akzeptiert. Obwohl die Anerkennung als NRSRO freiwilliger Natur war und grundsätzlich keine rechtliche Marktzugangsvoraussetzung bildete, stellte das Anerkennungsverfahren eine starke faktische Marktzugangsbarriere dar, da die Anerkennung die Akzeptanz der Ratingagentur am Markt voraussetzte, was selbstverständlich die Position der bereits am Markt etablierten drei großen Ratingagenturen stärkte.<sup>16</sup>

Durch den Credit Rating Agency Reform Act 2006 wurde sogar ein formelles Akkreditierungsverfahren eingeführt. Die verpflichtende Anerkennung wurde auf eine rechtliche Grundlage gestellt und verlangt nunmehr die Verpflichtung zu gewissen Grundsätzen, wie Offenlegung des Ablaufs des Ratingverfahrens bzw. der Ratingmethoden zur Geheimhaltung von sensiblen Unternehmensdaten sowie die Offenlegung von Interessenskonflikten.<sup>17</sup> Das eigentliche Ratingverfahren, dessen Methodik sowie die Haftung für fehlerhafte Ratings ist nach wie vor jedoch nicht geregelt. Die normierten Registrierungsbedingungen beinhalten zudem keine Überwachungskompetenz für die Richtigkeit von Ratings; ebenso wenig schreiben diese die Anwendung von bestimmten Ratingmethoden vor.

### 3. Rahmenbedingungen in der EU

#### a) Basel II-Vorschriften

Neben der bislang schon faktisch bestehenden Bedeutung von Ratingagenturen als Grundlage für Anlegerentscheidungen, gewannen Ratingagenturen zunehmend durch die Basel II-Vorschriften (RL 2006/48/EG und RL 2006/49/EG) an Bedeutung und wurden in Umsetzung dieser Richtlinien nun auch zwingend in die nationalen europäischen Rechtsordnungen implementiert. Banken können zur Ermittlung ihrer Eigenmittelquote auf internen Ratings basierende Ansätze (IRB-Ansatz) verwenden oder Ratings anerkannter externer Ratingagenturen heranziehen. Will ein Kreditinstitut ein externes Rating im Rahmen der Basel II-Vorschriften nutzen, muss die herangezogene Ratingagentur als solche offiziell von den Aufsichtsbehörden anerkannt sein und sich gewissen Kardinaltugenden wie notwendige Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, Neutralität und Objektivität unterwerfen.<sup>18</sup> Nach den Basel II-Vorschriften muss eine Ratingagentur, um als solche anerkannt zu werden, nachstehende Kriterien erfüllen:<sup>19</sup>

- Objektivität (nachvollziehbare Bewertung und laufende Überwachung),
- Unabhängigkeit,
- Transparenz (Bewertungsmethoden öffentlich zugänglich),
- Offenlegung (der Methoden, Definitionen, Bedeutung eines Ratings),
- Quellen (ausreichende Quellen zur Erstellung des Ratings),
- Glaubwürdigkeit (Nachweis durch Vertrauen der Investoren auf Ratings).

Die Umsetzung der Basel II-Vorschriften erfolgte in Deutschland durch die Solvabilitätsverordnung (SolvVO).<sup>20</sup> Die §§ 52 ff. SolvVO normieren die Voraussetzungen der Anerkennung als Ratingagentur im Sinne der Basel II Vorschriften in Deutschland. In Österreich wurden die Voraussetzungen der Anerkennung als Ratingagentur im Sinne der Basel II-Vorschriften in § 21b Bankwesengesetz (BWG) normiert. Die Anerkennung von externen Ratingagenturen

für Zwecke der Zuordnung von Forderungsbeträgen zu Bonitätsstufen im Kredit-Risikostandardsatz gemäß § 22a Abs. 4 BWG oder zur Bestimmung der Forderungsbeträge von Verbriefungen gemäß § 22c Abs. 1 BWG hat nach den in § 21b Abs. 1 BWG normierten Kriterien zu erfolgen. Ratingagenturen wurden in Österreich indirekt gemäß § 21b Abs. 4 BWG über die Anerkennung in einem anderen Mitgliedstaat als externe Ratingagentur auf der Grundlage der Art. 81 und Art. 97 der RL 2006/48/EG anerkannt. Die Anerkennung von externen Ratingagenturen erfolgt in Deutschland durch die BaFin, Zulassungsbehörde in Österreich ist die Finanzmarktaufsicht (FMA).

Im vorliegenden Zusammenhang sind aus den in § 53 Ziff. 1 bis 8 SolvVO normierten Anerkennungsbedingungen die Verpflichtung zur sorgfältigen, systematischen und stetigen Vergabe von Bonitätsbeurteilungen sowie zur laufenden Validierung gemäß § 53 Ziff. 1 SolvVO und die Verpflichtung zur laufenden Überprüfung der Bonitätsbeurteilungen sowie Anpassungen bei Veränderungen der finanziellen Situation des Beurteilten gemäß § 53 Ziff. 4 SolvVO hervorzuheben.<sup>21</sup> Zu den in Deutschland für Zwecke der Basel II-Risikogewichtung anerkannten Ratingagenturen zählen die bereits genannten drei größten Agenturen Standard & Poor's, Moody's Investors Service Ltd. und Fitch Ratings sowie Dominion Bond Ratings Services und Japan Credit Rating Agency Ltd.<sup>22</sup>

#### b) „Ratingagentur-Verordnung“ des Europäischen Parlamentes und des Rates

Bislang bestand überwiegend die Auffassung, dass der Markt den bestehenden Interessenskonflikt der Ratingagenturen als Bonitätsprüfer ihrer Auftraggeber vorbeugen würde, da Gefälligkeitsratings durch sinkende Glaubwürdigkeit am Markt sanktioniert werden würden.<sup>23</sup> Davon sind das Europäische Parlament und der Rat nunmehr abgegangen, indem sie Ratingagenturen aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen unterstellten. Ähnlich den US-Aufsichtsbestimmungen sieht die im April diesen Jahres verabschiedete „Ratingagentur-Verordnung“ des Europäischen Parlamentes und des Rates ein formelles Registrierungsverfahren in Europa vor.<sup>24</sup> Ratingagenturen, die sicherstellen möchten, dass ihre Ratings von Kreditinstituten, Wertpapierhäusern, Lebens- und Nichtlebensversicherern, Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und Einrichtungen

16 Demnach gab es in den USA nur fünf NRSROs, nämlich Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings, Dominion Bond Rating Service und A. M. Best.

17 Siehe dazu umfassend v. Schweinitz, Rating Agencies: Their Business, Regulation and Liability under U.S., U.K. and German Law, 2007, S. 68 ff.; ebenso Blaurock, ZGR 2007, 603, 615.

18 Art. 81 der RL 2006/48/EG.

19 Anhang VI Teil 2 der RL 2006/48/EG.

20 Solvabilitätsverordnung vom 14. 12. 2006, BGBl. I S. 2926.

21 Die Anerkennungsbedingungen entsprechen im Wesentlichen den Bestimmungen der von der CEBS (Komitee der europäischen Bankenaufsicht) 2006 herausgegebenen „Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions“; siehe CEBS, Report „Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions“ of 20 January 2006, abrufbar unter: <http://www.c-ebis.org/Publications/Standards-Guidelines.aspx>.

22 Die anerkannten Ratingagenturen sind von den Aufsichtsbehörden zu veröffentlichen; Liste abrufbar unter: [www.bafin.de](http://www.bafin.de).

23 Siehe Ackermann/Jäckle, BB 2006, 878, 883.

24 Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates hinsichtlich Ratingagenturen, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_de.htm); im Detail siehe Pressemitteilung der Kommission IP/09/629 vom 23. 4. 2009, abrufbar unter: [www.europa.eu](http://www.europa.eu).

der betrieblichen Altersversorgung in der Europäischen Union verwendet werden können, müssen sich registrieren lassen. Zwar werden auch weiterhin Ratings inhaltlich nicht überprüft und die Ratingmethoden keinen inhaltlichen Regelungen unterworfen, doch sieht die Verordnung organisatorische Maßnahmen der Agenturen sowie ein gemeinschaftsweites Aufsichtssystem vor. So sollen Interessenskonflikte der Agenturen beseitigt, eine ausreichende Qualität der Ratingmethoden gewährleistet und Ratingverfahren als solche transparent gestaltet werden.

Durch Implementierung der Basel II-Vorschriften einerseits und durch die Verabschiedung der „Ratingagentur-Verordnung“ andererseits wurden auch in Europa gemeinschaftsrechtlich determinierte Mindestanforderungen für Ratingagenturen verankert. Neben primär organisatorischen Mindestanforderungen sind insbesondere die Basel II-Verpflichtungen zur sorgfältigen, systematischen, stetigen Vergabe von Bonitätsbeurteilungen sowie die Verpflichtung zur laufenden Überprüfung und erforderlichen Anpassung der Bonitätsbeurteilungen, die auch der IOSCO Code of Conduct vorsieht, hervorzuheben.<sup>25</sup> Wie sich zeigen wird, kann ein Verstoß gegen gerade diese Verpflichtungen einen Ansatzpunkt für ein potentiell haftungsbegründendes Fehlverhalten von Ratingagenturen darstellen.

#### IV. Sorgfaltswidriges Fehlverhalten anhand des bestehenden Regelwerkes

##### 1. Geschäftsgeheimnis

Festzuhalten ist, dass die Ratingagenturen betreffenden Rechtsvorschriften keinerlei inhaltliche Anforderungen an die Erstellung von Ratings vorsehen, sondern lediglich Grundsätze für die angewendeten Ratingmethoden und für die Durchführung des Ratingverfahrens festlegen. Wie ein Rating tatsächlich zustande kommt, ist ein gut gehütetes Geschäftsgeheimnis der Ratingagenturen und daher von außen nur schwer nachvollziehbar. Einen Sorgfaltsverstoß nach inhaltlichen Gesichtspunkten auszumachen ist daher kaum denkbar, zumal Außenstehende tatsächlich keinerlei Einblick in das Zustandekommen von Ratings bzw. in Entscheidungsprozesse der Agenturen erhalten.<sup>26</sup>

##### 2. Sorgfaltswidriges Verhalten

Anknüpfungspunkt für sorgfaltswidriges Verhalten der Ratingagenturen können nur die für die Raterstellung normierten (meist verfahrensrechtlichen) Grundsätze sein. Anknüpfungspunkt kann z. B. die im IOSCO Code of Conduct (Punkt 1.9 und 1.10) sowie in den Anerkennungs Voraussetzungen als externe Ratingagentur gemäß Basel II (§ 53 Ziff. 4 SolvVO) normierte Verpflichtung einer laufenden Überwachung (Monitoring) sowie bei Veränderung einer notwendigen Anpassung (Updating) von Ratings sein.<sup>27</sup> Auch wenn die Basel II-Vorschriften und deren Anerkennungs Voraussetzungen sich nur auf die Ermittlung der Eigenmittelquote beziehen, ist dennoch anzunehmen, dass diese Verpflichtung auf das gesamte Ratinggeschäft ausstrahlt.<sup>28</sup> Zudem bekennen sich die großen Ratingagenturen weitgehend zur Einhaltung des IOSCO Code of Conduct, der eine derartige Überwachungs- und Anpassungsverpflichtung vorsieht.

Wie die Praxis zeigt, haben es Ratingagenturen in der Vergangenheit mehrmals versäumt, gerade diese Verpflichtungen einzuhalten. Insbesondere das Vorgehen der drei großen

Ratingagenturen im Zusammenhang mit der Insolvenz der Lehman Brothers Holding Inc. lässt erkennen, dass die erforderliche Überwachung und Anpassung erstellter Ratings nicht vorgenommen wurde. Die Bonität der Lehman Brothers Holding Inc. wies bis zum Tag der Anmeldung des Gläubigerschutzverfahrens (am 15. 9. 2008) hervorragende Ratings auf (Standard & Poor's: A, Moody's: A2, Fitch: A+).<sup>29</sup> Die Ratings wiesen somit allesamt auf eine gute Zahlungsfähigkeit im Bereich des *investment grade* hin. Erst am Tag der Insolvenzeröffnung (am 15. 9. 2008) haben die drei großen Ratingagenturen ihre Ratings entsprechend herabgestuft. Zwischen den bis zur Insolvenzeröffnung bestehenden Ratings, die eine hohe Zahlungsfähigkeit auswiesen, und der tatsächlichen Insolvenzeröffnung klafft eine derart große Lücke im Hinblick auf die tatsächliche Bonitätslage der Lehman Brothers Holding Inc., dass der Vorwurf des sorgfaltswidrigen Verstoßes gegen die Überwachungs- und Anpassungspflicht schon deshalb naheliegt.

Hinweise, dass es um die Bonität des Unternehmens nicht gut bestellt war, gab es schon lange vorher. So war schon Ende Mai 2008 bekannt, dass eine Rekordverschuldung des Unternehmens von rund 613 Mrd. Dollar bestand. Ebenso bekannt war, dass aufgrund der Finanzlage bis zur Insolvenzeröffnung (allerdings vergeblich) versucht wurde, einen Investor zu finden.<sup>30</sup>

Ratingagenturen müssen sich somit den Vorwurf gefallen lassen, viel zu spät reagiert zu haben. Gerade im Fall Lehman wird deutlich, dass keine sorgfältige laufende Überwachung und Anpassung der Ratings stattgefunden hat, da bis zur Insolvenzeröffnung die sehr guten Ratings nicht geändert wurden, sondern bis dahin über Monate unverändert blieben.

Auch im Zusammenhang mit der Enron-Insolvenz einige Jahre zuvor haben es Ratingagenturen versäumt, entsprechend auf die bevorstehende Insolvenz hinzuweisen. So wies Enron nur vier Tage vor der Insolvenz noch Ratings im Bereich *investment grade* auf, während der Kapitalmarkt Enron-Anleihen bereits als Junk-Bonds handelte.<sup>31</sup> Auch dort gab es zuvor deutliche Hinweise, die auf enorme Risiken schließen ließen.<sup>32</sup> Die Liste derartiger Beispiele ließe sich fortsetzen.<sup>33</sup>

25 § 53 Ziff. 1 und 4 SolvVO sowie das österreichische Pendant § 21 b Abs. 1 Ziff. 1 und 3 öBVG; siehe auch Punkt 1.9 und 1.10 IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.

26 Vetter, WM 2004, 1701, 1706.

27 So Krämer, in: de Gruyter, Internes und Externes Rating, 2005, S. 33 ff.

28 So auch Blaurock, ZGR 2007, 603, 622.

29 Siehe dazu Hierländer/Stern, Ratingagenturen: Die Allmächtigen, in: Die Presse vom 18. 4. 2009, abrufbar unter: www.diepresse.com; siehe auch bspw. Kundeninformation der Sparkasse Hannover zum Status Lehman Brothers vom 24. 9. 2008.

30 Presstext vom 15. 9. 2008, abrufbar unter: www.presstext.at.

31 Siehe Ackermann/Jäckle, BB 2006, 878, 883; Blaurock, ZGR 2007, 603, 612.

32 Siehe v. Schweinitz (Fn. 17), S. 67.

33 Bspw. Worldcom, Parmalat, IKB-Bank oder Bear Stearns. So hatte sich die IKB-Bank mit US-Immobilienkrediten verspekuliert. Im Zuge der US-Immobilienkrise wurden die Probleme dieser Investitionen deutlich. Im Sommer und gegen Ende 2007 waren bereits zwei Rettungspakete für die Bank geschnürt. Dennoch wurde die IKB-Bank über den Sommer 2007 mit Aa3 (somit starke Zahlungsfähigkeit) gerated. Erst am 4. 1. 2008 erfolgte eine Herabstufung auf Baa3 (mittlere Qualität, Grenze zu *speculative grade*); siehe dazu bspw. Wirtschaftsblatt vom 15. 2. 2008, abrufbar unter: www.wirtschaftsblatt.at. Ein anderer Fall betrifft die Investmentbank Bear Stearns. Im November 2007 senkte Standard & Poor's das Rating von Bear Stearns von A+ auf A. Dieses Rating, das sich immer noch im Bereich *investment grade* befand und somit eine gute Qualität als Schuldner bescheinigte, hatte bis kurz vor dem Beinahe-Zusammenbruch der Bank Bestand, obwohl sich auch diese Krise be-

### 3. Ratings ohne spezifische Erfahrung

Abgesehen davon ist festzuhalten, dass hervorragende Ratings auch an kompliziert strukturierte Finanzprodukte vergeben wurden, obwohl Ratingagenturen keine ausreichenden spezifischen Erfahrungen mit derartigen Produkten hatten. Erst kürzlich hat *Lutter* in einem Artikel zur Organhaftung im Zusammenhang mit der Bankenkrise anschaulich die Problematik der für die Finanzkrise mitverantwortlichen Investments in hypothekarbesicherte Wertpapiere (sog. „mortgage backed securities“) beschrieben.<sup>34</sup> Kredite amerikanischer Hauskäufer wurden in Zweckgesellschaften gebündelt. Diese gaben zur Finanzierung Wertpapiere an Investoren aus, die an den hypothekarisch gesicherten Kredit- und Zinsrückzahlungen mitpartizipieren sollten. Problematisch dabei war, dass keine Haftung der emittierenden Zweckgesellschaften bestand, sondern allein die Kreditschuldner für die Rückzahlung verantwortlich waren und die emittierenden Zweckgesellschaften zudem berechtigt waren, einzelne Kredite aus dem Bündel herauszunehmen und durch andere zu ersetzen (Stichwort „gute raus, schlechte rein“). Nach Ansicht *Lutters* hatten Ratingagenturen keinerlei Erfahrungen mit derartigen Finanzinstrumenten (Rating von Darlehen einzelner Hauskäufer/Verbraucher), was letztendlich zu katastrophalen Fehleinschätzungen der Agenturen führte, auf die sich weltweit Anleger verließen.<sup>35</sup>

Auch *Weber* hat jüngst überzeugend dargelegt, dass Ratingagenturen für die Immobilienkrise mitverantwortlich seien, da diese hypothekargesicherte Wertpapiere auf ein sehr gutes Bonitätsrisiko eingestuft hatten, diese Einstufungen allerdings völlig intransparent und nach außen nicht nachvollziehbar erfolgten.<sup>36</sup> Vor diesem Hintergrund ist ernsthaft fraglich, ob Ratingagenturen ein seriöses Rating über derart strukturierte Finanzprodukte überhaupt abgeben konnten. *Lutter* ist zuzustimmen, wenn er ausführt, dass ein AAA geratetes Wertpapier einer nicht haftenden Zweckgesellschaft über Forderungen gegenüber einer Vielzahl unbekannter Dritter einen anderen Wertgehalt haben muss als ein AAA Rating eines einzelnen gerateten und haftenden Unternehmens.<sup>37</sup> Eine Differenzierung der Ratings wäre daher nicht nur naheliegend, sondern erforderlich gewesen. So gelangte auch die Europäische Kommission zur Auffassung, dass Ratingagenturen nicht imstande waren, die in komplizierten Finanzinstrumenten enthaltenen Risiken richtig zu bewerten.<sup>38</sup> Die Kommission identifizierte den bestehenden Interessenskonflikt zwischen Gewinnstreben, unzulänglicher Transparenz sowie Mangel an Überwachung als Ursachen für die Fehleinschätzungen der Ratingagenturen.<sup>39</sup>

Obwohl es angesichts dieser Zusammenhänge angebracht wäre, besteht, wie ausgeführt, kein inhaltliches Regelwerk, wie Ratingagenturen ihre Ratings zu erstellen haben und welche Ratingmethoden anzuwenden sind, sodass ein diesbezüglicher Sorgfaltsverstoß nur schwer argumentierbar sein wird. Die Tatsache allein, dass sich eine Ratingprognose nicht bewahrheitet hat, reicht für die Begründung einer Haftung allerdings nicht aus.<sup>40</sup> Anhand des bestehenden organisatorischen Regelwerkes können die oben geschilderten Unterlassungen der gebotenen Aufsicht und Anpassung von Ratings aber als sorgfaltswidriges Fehlverhalten qualifiziert werden und, wenn die übrigen generellen Haftungsvoraussetzungen vorliegen, zu einer Haftung von Ratingagenturen führen.<sup>41</sup> Die Pflicht der Ratingagenturen beinhaltet somit

zwar nicht, dass sich ein Rating bewahrheitet, aber sehr wohl, dass ihre Ratings methodengerecht erstellt und angepasst werden.<sup>42</sup>

## V. Prozessuale Haftungsvoraussetzungen

Das Ratinggeschäft ist ein internationales Geschäft, bei dem die Akteure (Ratingagentur, Emittent und Anleger) in aller Regel in verschiedenen Staaten ansässig sind. Es ist daher zunächst zu klären, vor welchem Gericht Schadenersatzansprüche gegen Ratingagenturen geltend zu machen und nach welcher Rechtsordnung etwaige Haftungsansprüche zu beurteilen sind.

### 1. Gerichtsstand

#### a) Deutschland oder USA?

Bei der Beantwortung der Frage der internationalen und örtlichen Zuständigkeit der Gerichte für die Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen gegen Ratingagenturen ist zunächst zu unterscheiden, ob eine internationale Ratingagentur mit Sitz in den USA selbst oder eine ihrer weltweiten Niederlassungen gehandelt hat.<sup>43</sup>

Wie bereits angesprochen, haben die drei großen Ratingagenturen (Standard & Poor's, Moody's und Fitch) allesamt rechtlich selbstständige Niederlassungen in Deutschland.<sup>44</sup> Hat somit eine deutsche Tochtergesellschaft gehandelt, so kommt für Haftungsansprüche der allgemeine Gerichtsstand am Sitz des deutschen Tochterunternehmens in Betracht.<sup>45</sup> Hat hingegen eine US-Muttergesellschaft gehandelt, so kann diese jedenfalls an ihrem Sitz in den USA verklagt werden. Die Vergangenheit hat allerdings gezeigt, dass Klagen gegen Ratingagenturen in den USA bislang aus verschiedenen Gründen erfolglos blieben.<sup>46</sup> Folglich wird ein geschädigter Anleger in Deutschland eher davor zurückschrecken, Ansprüche in den USA geltend zu machen. Es stellt sich somit die Frage, ob auch ein deutscher Gerichtsstand für Haftungsansprüche gegen US-Ratingagenturen begründet werden kann.

reits im vierten Quartal 2007 abzeichnete. Erst nach durchgeführten Rettungsaktionen erfolgte eine Herabstufung; siehe dazu ausführlich Artikel in: *Finanzen.net* vom 11. 5. 2008, abrufbar unter: [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net).

34 *Lutter*, Bankenkrise und Organhaftung, ZIP 2009, 197.

35 *Lutter*, ZIP 2009, 197, 198.

36 *Weber*, Eine Krise und viele Väter, in: *Die Presse* vom 13. 3. 2009, abrufbar unter: [www.diepresse.com](http://www.diepresse.com); zum Rating von hypothekarbesicherten Wertpapieren (mortgage backed securities) siehe ausführlich *Lowenstein*, Triple-A Failure, in: *The New York Times* vom 27. 4. 2008, abrufbar unter: [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com).

37 Siehe *Lutter*, ZIP 2009, 197, 199.

38 Siehe Memo der Europäischen Kommission, IP/08/1684 vom 12. 11. 2008, abrufbar unter: [www.europa.eu](http://www.europa.eu).

39 Die Kommission spricht sogar von „schlechten Leistungen“ der Ratingagenturen; siehe dazu Memo der Europäischen Kommission, IP/08/1684 vom 12. 11. 2008, abrufbar unter: [www.europa.eu](http://www.europa.eu).

40 *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 627.

41 So auch bereits *Habersack*, ZHR 2005, 185, 199.

42 v. *Schweinitz*, WM 2008, 953, 957.

43 Da sich dieser Beitrag ausschließlich mit Haftungsansprüchen von Anlegern befasst und somit nur außervertragliche Schadenersatzansprüche erörtert, kommen Gerichtsstandsvereinbarungen nicht in Betracht.

44 Bei den deutschen Niederlassungen der drei großen Ratingagenturen handelt es sich um The McGraw-Hill Companies GmbH (Standard & Poor's), Moody's Deutschland GmbH sowie Fitch Deutschland GmbH, allesamt mit Sitz in Frankfurt.

45 Siehe *Zöller/Vollkommer*, ZPO, 26. Aufl. 2007, § 17 Rdnr. 1 ff.

46 Siehe v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 94 ff.; *ders.*, WM 2008, 953, 954.

## b) Besondere Gerichtsstände

Die ZPO sieht neben dem allgemeinen Gerichtsstand der juristischen Person am Sitz der juristischen Person gemäß § 17 ZPO auch mehrere besondere Gerichtsstände vor, zwischen denen der Kläger wählen kann. § 32 ZPO begründet für Klagen aus unerlaubten Handlungen die Zuständigkeit jenes Gerichts, in dessen Bezirk die Handlung begangen wurde. Nimmt man nun das oben angeführte Beispiel eines sorgfaltswidrigen Handelns, nämlich die nicht rechtzeitige Herabstufung eines Ratings als Ausgangspunkt, findet die Handlung – oder genauer gesagt, das sorgfaltswidrige Unterlassen der Herabstufung des Ratings – am Sitz der Ratingagentur statt. Sofern es sich um ein Rating einer US-Ratingagentur handelt, wird dies am Sitz der Agentur in den USA sein. § 32 ZPO kann demnach in aller Regel nicht zur Begründung eines Gerichtsstandes in Deutschland herangezogen werden.

§ 21 ZPO normiert den besonderen Gerichtsstand der Niederlassung. Als Niederlassungen der US-Ratingagenturen zählen auch deren deutsche Tochtergesellschaften.<sup>47</sup> Nach dem Wortlaut betrifft § 21 ZPO solche Ansprüche, die in einem Zusammenhang mit einer Niederlassung stehen. Die Klage muss sich somit direkt auf den Geschäftsbetrieb der Niederlassung beziehen.<sup>48</sup> Dies wird dann nicht der Fall sein, wenn es sich um das Rating einer US-Ratingagentur handelt. Jedenfalls solange die deutsche Niederlassung nicht die Verpflichtung zur laufenden Überwachung trifft, vermag auch § 21 ZPO einen deutschen Gerichtsstand grundsätzlich nicht zu begründen.<sup>49</sup>

Abhilfe könnte der Vermögensgerichtsstand (§ 23 ZPO) schaffen. Dieser sieht vor, dass bei Klagen wegen vermögensrechtlicher Ansprüche gegen eine Person, die im Inland keinen Wohnsitz hat, das Gericht zuständig ist, in dessen Sprengel sich Vermögen derselben befindet. Durch die Errichtung von Tochtergesellschaften in Deutschland verfügen alle drei großen Ratingagenturen über Vermögen in Deutschland, sodass die Voraussetzungen des Vermögensgerichtsstandes nach § 23 ZPO erfüllt sind.<sup>50</sup> Eine gerichtliche Geltendmachung von Haftungsansprüchen in Deutschland ist somit auch gegen Ratingagenturen mit Sitz in den USA möglich.<sup>51</sup>

Was ausländische europäische Ratingagenturen, wie z.B. die in London ansässige Ratingagentur Fitch betrifft, so sind zur Beurteilung des Gerichtsstandes ausschließlich die EuGVVO-Bestimmungen, und nicht nationales Prozessrecht, ausschlaggebend. Da die EuGVVO keinen Vermögensgerichtsstand kennt, kommt neben dem allgemeinen Gerichtsstand am Sitz der beklagten Gesellschaft vorliegend lediglich der Gerichtsstand des Schadensortes in Betracht.<sup>52</sup> Art. 5 Ziff. 3 EuGVVO sieht nämlich einen Wahlgerichtsstand bei Ansprüchen aus unerlaubten Handlungen am Ort des Schadenseintrittes vor. Ist der Schaden in Deutschland eingetreten, so ließe sich nach dieser EuGVVO-Bestimmung ein Gerichtsstand in Deutschland nur dann begründen, wenn es sich um keinen vertraglichen Anspruch handelt.

## 2. Anwendbares Recht

Neben der Frage des Gerichtsstandes ist die kollisionsrechtliche Frage zu beantworten, nach welchem Recht sich Schadenersatzansprüche richten. Ratingverträge zwischen US-Ratingagenturen und Emittenten sehen häufig eine Rechtswahl (zumeist US-Recht) mit großzügigen Haftungsausschlüssen vor. Allerdings ist eine zunehmende

Praxis zu verzeichnen, bei Verträgen mit deutschen Emittenten deutsches Recht zu vereinbaren.<sup>53</sup> Da es sich bei der Haftung der Ratingagenturen gegenüber Anlegern, wie nachfolgend noch näher dargelegt wird, nicht um einen vertraglichen Anspruch, sondern um einen Anspruch aus dem Rechtsinstitut des Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter und somit um einen im Zwischenbereich zwischen Vertrags- und Deliktshaftung liegenden Anspruch handelt, kommt eine vertragliche Rechtswahl zwischen Ratingagentur und Emittenten gegenüber dem geschädigten Dritten für das in diesem Verhältnis anwendbare Recht nicht zum Tragen.<sup>54</sup>

Wie *Koziol* zum österreichischen, aber auch zum deutschen Recht ausführt, kann eine den gesetzlichen Wertungen entsprechende Behandlung der in einer solchen Zwischenzone bestehenden verschiedenen Interessenslagen sachgerecht nur so erfolgen, dass in diesem Zwischenbereich je nach geforderter Interessenslage die Kollisionsregelungen des einen (Vertrag) oder des anderen Kernbereiches (Delikt) angewendet werden oder dass beide Regelungen kombiniert werden. Es würde nicht der Gesetzeswertung entsprechen, wenn hier ohne Rücksicht auf die bestehenden verschiedenen Interessenslagen mehr oder weniger willkürlich nur das für deliktische oder nur das für Vertragsverletzungen geltende Kollisionsrecht angewendet würde.<sup>55</sup>

In der österreichischen Literatur ist zum Kollisionsrecht des Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter ganz herrschende Auffassung, dass Ansprüche aus Verträgen mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter als außervertragliche, deliktische Ansprüche anzusehen sind.<sup>56</sup> Nicht anders ist die Sicht in der deutschen Fachliteratur. So führt z.B. *Kramer* aus, dass es sich um ein gesetzliches Schuldverhältnis, um eine dritte Spur zwischen Delikts- und Vertragshaftung

47 So bereits BGH, 20. 4. 1993, NJW 1993, 2683.

48 Siehe *Hartmann* (Fn. 46), § 21 Rdnr. 10.

49 A. A. offenbar *Eisen*, der einen Bezug zum Geschäftsbetrieb der Niederlassung grundsätzlich annimmt; siehe *Eisen* (Fn. 7), S. 214.

50 So auch *Eisen* (Fn. 7), S. 214; ein Vermögensgerichtsstand besteht jedoch nicht hinsichtlich der in London ansässigen Ratingagentur Fitch, da diesbezüglich die EuGVVO-Bestimmungen greifen, die einen Vermögensgerichtsstand nicht vorsehen.

51 Auch die österreichische Rechtsordnung kennt den Vermögensgerichtsstand (§ 99 JN). Ausgehend davon, dass die großen Ratingagenturen weder Tochtergesellschaften noch Niederlassungen haben, ließe sich ein Vermögensgerichtsstand in Österreich nur mit bestehenden Forderungen der Ratingagenturen gegenüber österreichischen Schuldnern (bspw. aus Ratingverträgen mit gerateten Emittenten wie Banken, Versicherungen börsennotierte Unternehmen etc.) begründen. Allerdings darf das Vermögen (die Forderung) nicht unverhältnismäßig geringer sein als der Wert des Streitgegenstandes; dazu ausführlich *Simotta*, in: *Fasching, Zivilprozessgesetz*, 2. Aufl. 2000, 1. Band, § 99 JN Rdnr. 50 ff.

52 Der Gerichtsstand der Zweigniederlassung gemäß Art. 5 Ziff. 5 EuGVVO setzt ähnlich der deutschen Bestimmung § 21 ZPO eine Streitigkeit aus dem Betrieb der Zweigniederlassung voraus, die im Fall des Handelns der ausländischen Muttergesellschaft nicht gegeben sein wird; zum Gerichtsstand der Zweigniederlassung gemäß Art. 5 Ziff. 5 EuGVVO siehe ausführlich *Simotta* (Fn. 51), 5. Band, 1. Teilband, Art. 5 EuGVVO Rdnr. 362 ff.

53 So v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 151 m. w. N.; ebenso *Eisen* (Fn. 7), S. 180.

54 So z.B. *Koziol*, Österreichisches Haftpflichtrecht I, 3. Aufl. 1997, Rdnr. 19/13 m. w. N. *ders.*, Delikt, Verletzung von Schuldverhältnissen und Zwischenbereich, *Juristische Blätter (JBl)* 1994, 209.

55 *Koziol* (Fn. 54), Rdnr. 4/44; *ders.*, *JBl* 1994, 209, 215.

56 *Koziol* (Fn. 54), Rdnr. 19/13; *ders.*, *JBl* 1994, 209. Vergleichbar hat *Schwimmann* zur Produkthaftung, als diese noch nicht gesetzlich geregelt war und nur auf das Institut des Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter gestützt werden konnte, ausgeführt, es sei international unbestritten, dass die Produkthaftung bei der Auslegung kollisionsrechtlicher Normen als außervertragliche Haftung zu qualifizieren sei. Siehe *Schwimmann*, Das Deliktsstatut des § 48 Abs. 1 IPR-Gesetz, Österreichische Juristenzeitung (ÖJZ) 1981, 478.

handle.<sup>57</sup> Ähnlich spricht *Jagmann* hier von aus fremden Verträgen abgespaltenen Forderungsrechten.<sup>58</sup> Ansprüche aus einem Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter sind mithin nicht als rein vertragliche Ansprüche zu qualifizieren. Dem entsprechend hat jüngst der österreichische OGH ausgeführt, dass Ansprüche aus Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter nicht als vertragliche Ansprüche im Sinne des Art. 5 EuGVVO zu werten sind.<sup>59</sup> Der hier angesprochene Zwischenbereich zwischen Vertrag und Delikt mit einem eigenen Schutzpflichtverhältnis zu Gunsten des Dritten gibt eine eigenständige Haftungsgrundlage<sup>60</sup>, woraus differenzierend eine fließende Anwendung von einerseits vertraglichen und andererseits deliktischen Regeln je nach der zugrunde liegenden Interessenlage abzuleiten ist.

Eine Anknüpfung an die im Ratingvertrag enthaltene Rechtswahl würde schließlich zu keinem sachgerechten Ergebnis führen, da der Anleger, anders als die Vertragsparteien, eben nicht auf die Vertragsgestaltung Einfluss nehmen kann und somit Emittent und Ratingagentur maßgeblich durch Rechtswahl die Rechtsstellung des Anlegers willkürlich beschneiden könnten. Dies gilt, obwohl das Rating hauptsächlich der Information des Anlegers dient und die Schutzpflichten aus dem Ratingvertrag gerade den Anleger schützen sollen. Eine von den Vertragsparteien willkürlich getroffene Rechtswahl könnte diesen Schutzzweck von vornherein unterwandern. Gerade dies würde Sinn und Zweck der Schutzpflichten vereiteln. Wegen der Schutzpflichten gegenüber Dritten kann die anwendbare Rechtsordnung für Ansprüche des Anlegers gegenüber Ratingagenturen somit nicht an das willkürliche Vertragsstatut des Ratingvertrages gebunden sein, sondern ist gesondert nach allgemein kollisionsrechtlichen Bestimmungen der außervertraglichen Haftung zu bestimmen.

Diesen Überlegungen entsprechend ist Art. 40 EGBGB zu verstehen, der sich auf den ersten Blick nur auf „unerlaubte Handlungen“ bezieht. Diese deutsche Kollisionsnorm verwendet den Begriff der „unerlaubten Handlung“ in einem umfassenderen Sinn, als das deutsche Recht ansonsten diesen Begriff materiellrechtlich versteht, d. h. er umfasst die gesamte außervertragliche Schadenshaftung, weshalb nach deutschem Kollisionsrecht solche außervertraglichen Ansprüche, wie sie hier in Frage stehen, unter Art. 40 EGBGB fallen. Sie unterliegen folglich dem Recht jenes Staates, in dem der Ersatzpflichtige gehandelt hat.<sup>61</sup> Der Geschädigte kann jedoch verlangen, dass anstelle dieses Rechtes, das Recht jenes Staates herangezogen wird, in dem der Erfolg eingetreten ist.<sup>62</sup>

Zieht man das obige Beispiel der sorgfaltswidrigen Unterlassung der notwendigen Überwachung bzw. Anpassung erstellter Ratings heran, so wird der Ort der schädigenden Handlung der Sitz der US-Ratingagentur, sofern nicht eine deutsche Niederlassung der Ratingagentur gehandelt hat, sein, was zur grundsätzlichen Anwendbarkeit US-Rechts führen würde. Da Art. 40 EGBGB dem Geschädigten jedoch ein Wahlrecht einräumt, das Recht jenes Staates zu wählen, in dem der Schaden eingetreten ist, kann somit auch deutsches Recht zur Anwendung gelangen, sofern der Schaden in Deutschland eingetreten ist.<sup>63</sup> Daraus folgt, dass Haftungsansprüche für Schäden, die in Deutschland eingetreten sind, bei entsprechender Wahl des Geschädigten nach deutschem Recht zu beurteilen sind. Diese Rechtslage gilt für alle Schadenersatzereignisse, soweit sie vor dem Inkrafttreten der Rom II-Verordnung (Rom II-VO) am 11. 1. 2009 eingetreten sind.<sup>64</sup>

Was alle nach dem 11. 1. 2009 eintretenden schadensbegründenden Ereignisse betrifft, ist darauf hinzuweisen, dass diese Sachverhalte unter den Anwendungsbereich der Rom II-VO fallen. Die Rom II-VO gilt nach ihrem Wortlaut (Art. 1 Abs. 1) für außervertragliche Schuldverhältnisse, die eine „Verbindung zum Recht verschiedener Staaten aufweisen“. Dass es sich dabei um einen EU-Mitgliedstaat handeln soll, ist hingegen nicht gefordert. Die Rom II-VO beschränkt sich somit nicht auf die Schaffung von Kollisionsnormen nur für binnenmarktbezogene Sachverhalte, sondern greift auch im Fall eines Auslandsbezugs mit Drittstaaten.<sup>65</sup> Der Begriff des außervertraglichen Schuldverhältnisses i. S. d. Rom II-VO ist autonom auszulegen. Wie oben ausgeführt, ist bei der Frage des anwendbaren Rechts der Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter als außervertraglicher Anspruch zu qualifizieren.<sup>66</sup> Anders als Art. 40 EGBGB räumt Art. 4 Rom II-VO bei Ansprüchen aus unerlaubten Handlungen dem Geschädigten kein Wahlrecht ein, sondern normiert, dass das Recht jenes Staates anwendbar ist, in dem der Schaden eingetreten ist. Daraus folgt, dass Schadenersatzansprüche auch nach der Neuregelung des Kollisionsrechts durch die Rom II-VO nach deutschem Recht zu beurteilen sind, wenn der Schaden in Deutschland eingetreten ist.

### 3. Verjährungsfrist

§ 195 BGB sieht eine allgemeine Verjährungsfrist von drei Jahren vor. Diese Dreijahresfrist gilt auch für die Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen.<sup>67</sup> Nach § 199 BGB beginnt die Frist mit Schluss des Jahres zu laufen, in dem der Anspruch entstanden ist und der Gläubiger die den Anspruch begründenden Umstände und die Person des Anspruchsgegners kannte oder grob fahrlässig nicht kannte.<sup>68</sup> Haben Anleger im Vertrauen auf ein gutes Rating in bestimmte Wertpapiere investiert, obwohl bei sorgfältiger Prü-

57 *Kramer*, in: Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 5. Aufl. 2007, Einl. § 241 BGB Rdnr. 81 a. E., 83.

58 *Jagmann*, in: Staudinger, BGB, Bearb. 2004, § 328 Rdnr. 85.

59 OGH vom 7. 8. 2008 – 6 Ob 133/08i; in diesem Verfahren ging es um die Auslegung des Begriffes vertraglicher Anspruch i. S. d. Art. 5 EuGVVO.

60 *Jagmann* (Fn. 58), § 328 Rdnr. 91 m. w. N.

61 Siehe *Junker*, in: Münchner Kommentar zum BGB, 4. Aufl. 2006, Art. 40 Rdnr. 9.

62 Siehe dazu ausführlich *Heldrich*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 68. Aufl. 2009, Art. 40 EGBGB Rdnr. 1 ff.

63 Demgegenüber normiert bspw. österreichisches Kollisionsrecht (§ 48 IPRG), dass außervertragliche Schadenersatzansprüche nach dem Recht des Staates zu beurteilen sind, in dem das den Schaden verursachende Verhalten gesetzt worden ist. Besteht jedoch für die Beteiligten eine stärkere Beziehung zum Recht ein und desselben anderen Staates, so ist dieses Recht maßgebend. Österreichisches Recht stellt daher primär auf das Recht der schädigenden Handlung ab. Dies wäre, wie bereits ausgeführt, das Recht am Sitz der Ratingagentur. Nach österreichischem Recht käme man somit zur Anwendung von US-Recht.

64 Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. 7. 2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht; dazu ausführlich *Leible/Lehmann*, Die neue EG-Verordnung über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht („Rom II“), RIW 2007, 721.

65 *Leible/Lehmann*, RIW 2007, 721, 724.

66 Siehe dazu, wie oben erwähnt, die vergleichbare Auslegung zum vertraglichen Anspruch nach Art. 5 EuGVVO bei OGH vom 7. 8. 2008 – 6 Ob 133/08i.

67 *Heinrichs*, in: Palandt (Fn. 62), § 195 Rdnr. 1 ff.

68 Für den Fall, dass keine Kenntnis oder fahrlässige Unkenntnis derartiger Umstände vorliegt, sieht § 199 Abs. 3 BGB unabhängig von der Kenntnis oder fahrlässigen Unkenntnis der Schadensumstände eine Maximalfrist von 10 Jahren ab Entstehung des Anspruches und von 30 Jahren ab dem schadensauslösendem Ereignis vor; siehe *Heinrichs* (Fn. 67), § 199 Rdnr. 1 ff.

fung die Ratingagentur ihr Rating zu diesem Zeitpunkt nach unten hätte berichtigen müssen, und ist ihnen hierdurch ein Schaden entstanden, so beginnt die dreijährige Verjährungsfrist mit Schluss des Jahres, in dem einzelne Anleger Kenntnis oder fahrlässige Unkenntnis der Schadensumstände erlangte. Dies wäre allenfalls im Zeitpunkt des Bekanntwerdens von Umständen, aufgrund derer die Ratingagentur im Zeitpunkt des Investments eben wegen dieser geänderten Verhältnisse eine Berichtigung ihres Ratings hätte vornehmen müssen. Wann das tatsächlich der Fall ist, kann nur anhand des Sachverhaltes im konkreten Einzelfall entschieden werden.

## VI. Haftungsgrundlagen

### 1. Allgemeines

Grundsätzlich fordert die allgemeine Verschuldenshaftung das Vorliegen eines ersatzfähigen Schadens, eines rechtswidrigen Fehlverhaltens des Schädigers, einer Kausalität zwischen Fehlverhalten und Schaden sowie eines Verschuldens des Schädigers. Das rechtswidrige Fehlverhalten könnte, wie ausgeführt, in der Verletzung der Überwachungs- und Anpassungspflicht liegen. Das Rating muss zudem kausal für die Vermögensdisposition des Anlegers, die letztendlich zum Vermögensschaden geführt hat, gewesen sein. Erfasst werden daher jedenfalls solche Anleger, die im Vertrauen auf ein Rating Vermögensdispositionen getätigt haben. Schließlich muss die Ratingagentur schuldhaft gehandelt haben.<sup>69</sup> Der Anleger hat seinen Schaden, den Sorgfaltsverstoß der Ratingagentur und die Kausalität zwischen Sorgfaltsverstoß und Schaden zu beweisen. Eine Inanspruchnahme aufgrund eines Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter vorausgesetzt gilt für die Ratingagentur bei der Frage nach dem Verschulden eine Beweislastumkehr, weil der Anleger in aller Regel keinen Einblick in die Organisationsstruktur der Ratingagentur und das Vorgehen der Agentur bei ihren Ratings hat.<sup>70</sup> Die Agentur muss darlegen und beweisen, dass sie kein Verschulden trifft. Der geschädigte Anleger hat nur einen Sorgfaltsverstoß substantiiert zu behaupten, was im Hinblick auf die vorstehenden Ausführungen in der Regel gelingen dürfte.

Bei der Frage nach der Haftungsgrundlage kommen vertragliche und deliktische Haftungsnormen in Betracht. Eine direkte vertragliche Inanspruchnahme der Ratingagentur durch Anleger scheitert grundsätzlich an der fehlenden Vertragsbeziehung zwischen Anleger und Ratingagentur.<sup>71</sup>

Eine deliktische Inanspruchnahme von Ratingagenturen nach deutschen Haftungsnormen ist zwar grundsätzlich denkbar, wird in der Praxis aber regelmäßig an dem Umstand scheitern, dass es an der vorsätzlichen Schädigung gemäß § 826 BGB oder am strafrechtlich relevanten Fehlverhalten der Ratingagenturen gemäß § 823 Abs. 2 BGB mangelt.<sup>72</sup> Folglich lässt sich eine klassische vertragliche oder deliktische Haftung nach herkömmlichen deutschen Haftungsnormen in der Praxis kaum begründen. In den bislang gegen Ratingagenturen angestregten Prozessen in den USA griffen US-Gerichte auf ähnliche rein deliktische Haftungsnormen zurück, gelangten allerdings, soweit ersichtlich, noch nie zu einer Haftung der Ratingagenturen. Zum einen scheiterten die Kläger am fehlenden Nachweis der arglistigen bzw. betrügerischen Schädigung. Andere Entscheidungen wiesen auf den Schutz der Ratingagenturen nach dem „First Amendment“ hin, welches die Meinungs-

und Pressefreiheit der Ratingagenturen, ähnlich wie bei Journalisten, schützt.<sup>73</sup> In einer weiteren Entscheidung führte ein US-Gericht aus, dass der im Rating ausgeführte Disclaimer, wonach es sich beim Rating um keine Empfehlung zum Kauf handle, eine Verantwortlichkeit der Ratingagentur ausschließe.<sup>74</sup> US-Gerichte sind daher geneigt, keine Haftung von Ratingagenturen zu attestieren.

Da eine klassische vertragliche ebenso wie eine deliktische Haftungsgrundlage in aller Regel nicht in Betracht kommt, wird – wie bereits angedeutet – eine Inanspruchnahme von Ratingagenturen aufgrund eines Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter diskutiert.<sup>75</sup>

### 2. Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter

Haftungsgrundlage könnte das von der deutschen Rechtsprechung entwickelte Institut des Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter darstellen.<sup>76</sup> Der Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter gibt eine besondere Haftungsgrundlage im Zwischenbereich zwischen vertraglicher und deliktischer Haftung. Zur dogmatischen Herkunft des Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter wird vertreten, dass dieser aus § 328 Abs. 1 i.V.m. § 311 Abs. 3 BGB, § 241 Abs. 2 BGB stammt.<sup>77</sup> Es handelt sich um eine von der Rechtsprechung vornehmlich aus Treu und Glauben (§ 242 BGB) entwickelte Haftungsgrundlage,<sup>78</sup> die seit 2002 in § 311 BGB ausdrücklich kodifiziert ist.<sup>79</sup> Grundlage ist in dem hier zu betrachtenden Zusammenhang

69 Ratingagenturen weisen in Disclaimern in aller Regel darauf hin, keine Anlageempfehlung abzugeben und bezwecken damit, jegliche Kausalität zu Anlageschäden zu vermeiden; de facto haben Ratings allerdings Empfehlungscharakter; siehe dazu unten VI. 3.

70 Gemäß § 282 BGB gilt analog die Beweislastumkehr auch beim Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter; *Öllinger* (Fn. 4), S. 222 m. w. N.

71 Anleger, die einen Abonnementvertrag mit der Ratingagentur geschlossen haben, wie bspw. Banken, können hingegen eine vertragliche Haftung aus dem Abonnementvertrag geltend machen; siehe auch *Öllinger* (Fn. 4), S. 155 ff. und 191.

72 Siehe *Öllinger* (Fn. 4), S. 185; ähnlich die Rechtslage in Österreich, da § 1295 Abs. 2 ABGB eine vorsätzlich sittenwidrige Schädigung Dritter verlangt bzw. gemäß § 1311 Satz 2 2. Fall ABGB die Verwirklichung eines strafrechtlich relevanten Betrugstatbestandes für die deliktische Haftungs begründung verlangt wird.

73 Kritisch hierzu *Grais/Katsiris*, Why the First Amendment does not shield the Rating Agencies from Liability for Over-Ratings CDOs, Artikel in: Bloomberg Law Reports, November 2007.

74 *Sack/Juris*, Rating Agencies: Civil Liability Past and Future, New York Law Journal 2007, Volume 238–No. 88; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1711; *Schaffer*, Ratingagenturen: Haftung ausgeschlossen, in: Wirtschaftsblatt vom 25. 3. 2009, abrufbar unter: www.wirtschaftsblatt.at.

75 In der Literatur umstritten; dafür bspw. v. *Schweinitz*, WM 2008, 953, 956 ff.; *ders.* (Fn. 17), S. 189; *Witte/Hrubesch*, Rechtsschutzmöglichkeiten beim Unternehmens-Rating, ZIP 2004, 1346, 1351; *Öllinger* (Fn. 4), S. 205; *Grimm*, Die Haftung der Rating Agenturen, in: Die Presse vom 10. 9. 2007, abrufbar unter: www.diepresse.com; *Wildmoser*, Ratingagenturen haften für ihre Ratings, in: Wirtschaftsblatt vom 3. 5. 2009, abrufbar unter: www.wirtschaftsblatt.at; grundsätzlich befürwortend auch *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 632; *Eisen* (Fn. 7), S. 347; dagegen bspw. *Habersack*, ZHR 2005, 185, 205 m. w. N.; *Vetter*, WM 2004, 1701, 1711; *Schaffer*, Ratingagenturen: Haftung ausgeschlossen, in: Wirtschaftsblatt vom 25. 3. 2009, abrufbar unter: www.wirtschaftsblatt.at.

76 Aktuell und grundlegend zum Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter *Zenner*, NJW 2009, 1030.

77 Siehe dazu v. *Schweinitz*, WM 2008, 953, 956; seit 1. 1. 2002 ist in Deutschland über § 311 Abs. 3 und § 241 Abs. 2 BGB gesetzlich geregelt, dass Rücksichtspflichten auch gegenüber Personen bestehen können, die nicht Vertragsparteien werden. Für die Dritthaftung fordert die deutsche Rechtsprechung, dass der Dritte bestimmungsgemäß mit der Hauptleistung in Berührung kommt, der Kreis der Geschützten dem Schuldner subjektiv erkennbar und objektiv abgrenzbar ist und ein Schutzbedürfnis des Dritten besteht.

78 *Zenner*, NJW 2009, 1030 m. w. N. (institutionelles Konzept).

79 Gemäß § 311 Abs. 3 BGB ist gesetzlich geregelt, dass Rücksichtspflichten i. S. d. § 241 Abs. 2 BGB auch gegenüber Personen bestehen können, die nicht Vertragsparteien sind. Andere vertreten weiterhin die Auffassung, dass der Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter seine

der Vertrag der Ratingagentur mit dem beurteilten Emittenten.<sup>80</sup> Der Rechtsschutz aus einem Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter erstreckt sich nach der Rechtsprechung auch auf reine Vermögensschäden.<sup>81</sup> Die Haftung nach dem Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter gilt beispielsweise auch für Wertentscheidungen von Gutachtern.<sup>82</sup>

In dieselbe Richtung geht die Rechtsprechung des BGH zur Haftung des Wirtschaftsprüfers gegenüber Dritten. Nach dieser Rechtsprechung können Personen, die über eine besondere, vom Staat anerkannte Sachkenntnis verfügen und in dieser Eigenschaft ein Gutachten, wie etwa Wirtschaftsprüfer, abgeben, Dritten gegenüber haften.<sup>83</sup> Auch der österreichische OGH judiziert in ständiger Rechtsprechung, dass, obwohl der Wirtschaftsprüfer nur zur geprüften Gesellschaft in einem Vertragsverhältnis steht, ihn auch Schutz- und Sorgfaltspflichten gegenüber (potentiellen) Gläubigern der Gesellschaft treffen. Vernachlässigt der Wirtschaftsprüfer diese Sorgfalt und stellt er deshalb schuldhaft einen unrichtigen Bestätigungsvermerk aus, wird er einem Dritten, der im Vertrauen auf die Verlässlichkeit dieses Bestätigungsvermerks disponiert und dadurch einen Schaden erleidet, ersatzpflichtig.<sup>84</sup>

Die Verantwortung der Ratingagenturen ist u. E. gleich gelagert. Sowohl Wirtschaftsprüfer als auch Ratingagenturen haben ihr Produkt (Gutachten) lege artis zu erstellen, da sie sich am Markt als Experten mit besonderer Fachkunde gerieren. Sogar noch deutlicher als Wirtschaftsprüfer und deren Prüfberichte haben Ratingagenturen eine von allen Vertragsparteien beabsichtigte Drittwirkung durch ihre Ratings, denn diese schaffen nach deren ausdrücklichen Sinn und Zweck eine Vertrauensbasis für Anleger und eine Entscheidungsgrundlage für deren Anlageentscheidungen.<sup>85</sup> Was für Wirtschaftsprüfer gilt, muss erst recht für Ratingagenturen gelten, da sich Ratingagenturen bewusst sind, dass das von ihnen erstellte Rating gegenüber Dritten (insbesondere zu Emissionszwecken am Markt) offengelegt wird und Anleger aufgrund der dadurch geschaffenen Vertrauenslage Vermögensdispositionen tätigen.<sup>86</sup> Es ist schließlich gerade der Zweck eines Ratings, am Markt gegenüber Anlegern veröffentlicht zu werden und diesen eine Entscheidungsgrundlage für wesentliche Vermögensdispositionen zu bieten.<sup>87</sup> Die zur Haftung für erstellte Gutachten gegenüber Dritten ergangene Rechtsprechung muss somit auch bei Ratingagenturen greifen, vorausgesetzt, dass das schuldhaftes Fehlverhalten der Ratingagentur (z. B. ein unberichtigtes Rating) auch tatsächlich kausal für die Vermögensdisposition des Dritten war.<sup>88</sup>

Der BGH hat folgende Elemente als wesentliche Voraussetzungen des Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter festgehalten<sup>89</sup>:

- Der Dritte muss bestimmungsgemäß mit der Hauptleistung in Berührung kommen (Leistungsnahe).
- Der Vertragspartner muss an der ordnungsgemäßen Leistung nicht nur ein eigenes, sondern auch ein berechtigtes Interesse zu Gunsten des Dritten haben (Gläubignähe).
- Es muss ein Schutzbedürfnis des Dritten bestehen, und es sollte ein Einbeziehungsinteresse des Vertragspartners vorhanden sein (Schutzbedürfnis).
- Der Kreis der geschützten dritten Personen muss dem Schuldner subjektiv erkennbar sein und der Personenkreis muss objektiv abgrenzbar sein (Personenkreis).

Da es gerade dem Zweck des Ratings entspricht, am Markt veröffentlicht zu werden und Dritten als wesentliche Ent-

scheidungsgrundlage zu dienen, ist sowohl Leistungs- als auch Gläubignähe des Dritten zu dem aus dem Ratingvertrag erstellten Rating (solicited rating) zweifelsfrei gegeben. Die Schutzbedürftigkeit der Anleger ergibt sich aus dem Umstand, dass gerade diese – viel mehr als der Emittent selbst – dem Risiko eines fehlerhaften Ratings ausgesetzt sind. Es ist daher davon auszugehen, dass der Emittent seine Anleger vom Schutzbereich mitumfasst wissen will. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass eine klassische vertragliche Haftung sowie eine deliktische Haftung nicht in Betracht kommen. Dieser Umstände sind sich Ratingagenturen auch bewusst.

Umstritten ist allerdings die Frage, wie der geschützte Personenkreis bei Ratingverträgen zu fassen ist. Der geschützte Personenkreis ist grundsätzlich aufgrund objektiver Auslegung des Vertrages zu bestimmen.<sup>90</sup> Der BGH führt in seiner Rechtsprechung zur Haftung des Wirtschaftsprüfers zurückhaltend aus, dass die Einbeziehung einer unbekanntem Vielzahl von Gläubigern, Gesellschaftern oder Anteilserwerbern in den Schutzbereich des Prüfungsauftrages regelmäßig nicht der Absicht des Wirtschaftsprüfers entspricht.<sup>91</sup> Der Prüfbericht des Wirtschaftsprüfers wird in der Tat beispielsweise grundsätzlich nicht in der Presse veröffentlicht und für Werbeaussagen genutzt. Das ist bei einem Rating jedoch gerade anders.

Der Personenkreis muss nach der BGH-Rechtsprechung zu den Wirtschaftsprüfern indessen nicht namentlich bekannt sein, es reicht vielmehr aus, wenn der Dritte zum Kreis derjenigen zählt, die typischerweise auf Bestätigungsvermerke von Wirtschaftsprüfern vertraut und sie zur Grundlage ver-

Grundlage in der ergänzenden Vertragsauslegung hat. Siehe dazu *Löwisch*, in: Staudinger, BGB, Bearb. 2005, § 311 Rdnr. 161 m. w. N.

80 Es ist davon auszugehen, dass sowohl der Vertragspartner (emittierende Gesellschaft), als auch der Dritte (Anleger) ein gleiches Interesse, nämlich die Erstellung eines ordnungsgemäßen, richtigen und guten Ratings zur Risikoeinschätzung haben. Eine Problematik gegenläufiger Interessen scheint sich konkret nicht zu stellen, wenn es Zweck des Gutachtens ist, dem Dritten gegenüber eine gewisse Vertrauenslage zu schaffen. Im Übrigen führte der BGH aus, dass die Gegenläufigkeit der Interessen von Vertragspartner und Dritten eine Schutzwirkung zu Gunsten des Dritten nicht ausschließt; siehe dazu BGH, NJW 2002, 1197; *Gottwald*, in: MünchKommBZ zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 5. Aufl. 2007, § 328 Rdnr. 114; so auch v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 178.

81 *Grüneberg*, in: Palandt (Fn. 62), § 328 Rdnr. 15; siehe auch v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 170; auch der österreichische OGH führt aus, dass bei Pflichtverletzungen, die nur vermögensmäßige Auswirkungen haben können, auch das Vermögen des Dritten in den Schutz einbezogen ist; siehe dazu *Harrer*, in: Schwimann, ABGB, 3. Aufl. 2006, § 1295 Rdnr. 121 m. w. N.; *Öllinger* (Fn. 4), S. 206 m. w. N.

82 BGH, WM 2004, 1869.

83 Rechtsprechung zur Haftung des Abschlussprüfers: BGH, NJW 2004, 3420; BGH, WM 1986, 711; BGH, JZ 1998, 1013; siehe auch v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 175 m. w. N.; *Grüneberg*, in: Palandt (Fn. 62), § 328 Rn. 34 ff.; *Öllinger* (Fn. 4), S. 213.

84 Österreichischer OGH in ständiger Rspr.: 5 Ob 262/01t; 4 Ob 236/02p; 6 Ob 39/06p; 5 Ob 123/06h; 7 Ob 269/07w.

85 A. A. offenbar *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 632; der von *Blaurock* ausgemachte Unterschied, wonach Ratingagenturen nicht in gleichem Ausmaß Akteneinsicht erhalten wie Wirtschaftsprüfer, besteht u. E. nicht, da Ratingagenturen bei solicited ratings vom Emittenten die erforderlichen Unterlagen und Informationen in ausreichendem Maß erhalten.

86 *Öllinger* (Fn. 4), S. 194.

87 Siehe dazu die eingangs dargestellte Funktion der Ratings am Kapitalmarkt (oben II.); zu dem von Ratingagenturen nach außen kommunizierten, aber nicht der Praxis entsprechenden Selbstverständnis als reine Meinungsäußerung, die Anleger ihrer Anlageentscheidung nicht zugrunde zu legen haben, siehe unten VI. 3.

88 *Öllinger* (Fn. 4), S. 205 m. w. N. sowie v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 176 m. w. N.

89 Dazu ausführlich *Jagmann* (Fn. 58) § 328 Rdnr. 96 ff.; siehe auch v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 174; *ders.*, WM 2008, 953, 956 m. w. N.

90 Siehe *Harrer* (Fn. 81), § 1295 Rdnr. 108.

91 BGH, JZ 1998, 1013.

mögenswirksamer Entscheidungen macht.<sup>92</sup> Für die Einbeziehung von Anlegern in den Schutzbereich des Ratingvertrages spricht hier, dass es gerade Sinn und Zweck des Ratings ist, dieses Dritten zugänglich zu machen, sodass Dritte diese Information bei ihrer Vermögensdisposition mitberücksichtigen können. Konsequenterweise müssen daher nach Sinn und Zweck des Ratings auch potentielle Investoren zum geschützten Personenkreis zählen.<sup>93</sup> Entsprechend diesen Überlegungen hat der österreichische OGH in einer Grundsatzentscheidung zur Haftung des Abschlussprüfers gegenüber Dritten zum geschützten Personenkreis jeden potentiellen Kapitalgeber gezählt, für den der Bestätigungsvermerk erkennbar eine Entscheidungsgrundlage darstellen kann.<sup>94</sup> Für Ratings und Anlegerentscheidungen gilt nichts anderes. Konkrete Gerichtsurteile dazu liegen allerdings bisher noch nicht vor.

Wesentlicher Hintergrund für eine etwaige Zurückhaltung bei der Fassung des geschützten Personenkreises ist die Kalkulierbarkeit des Haftungsrisikos für den Schuldner, hier die Ratingagenturen. Wie aber bereits *Eisen* zutreffend ausgeführt hat, sind Bedenken im Hinblick auf eine ausufernde Haftung der Ratingagenturen jedenfalls bei dem typischen Fall eines Emissionsratings ausgeräumt, da Emissionsratings die Fähigkeit des Schuldners wiedergeben, Zins und Tilgung einer auch nur der Höhe nach bestimmten Schuldverschreibung zu bedienen. Durch den Nominalbetrag der mit einem Rating versehenen Schuldverschreibung ist die Haftung der Ratingagentur begrenzt, sodass in diesem Fall eine Kalkulierbarkeit des Haftungsrisikos sehr wohl gegeben ist. Daraus folgt, dass aber zumindest beim Emissionsrating aufgrund der Kalkulierbarkeit des Risikos von einer Einbeziehung der Anleger in den Schutzbereich des Ratingvertrages sehr wohl auszugehen ist.<sup>95</sup>

Selbst wenn man eine zurückhaltende Position hinsichtlich des geschützten Personenkreises einnimmt, stellt der Ratingvertrag aufgrund der Erfüllung der von der Rechtsprechung geforderten Voraussetzungen den klassischen Fall eines Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter dar, sodass basierend auf dieser Haftungsgrundlage Schadenersatzansprüche gegenüber Ratingagenturen wirksam durchgesetzt werden können.

### 3. Wirksamkeit von Haftungsfreizeichnungen

Ratingagenturen weisen in der Regel in Ratingverträgen und Ratings darauf hin, dass sie ihre Ratings als reine Meinung verstanden wissen wollen und keine Garantie für die Richtigkeit ihrer Beurteilungen abgeben.<sup>96</sup> Zudem wird stets darauf hingewiesen, dass ihre Beurteilungen keine Empfehlung an Anleger zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren darstellt und sie daher für Schäden der Anleger aus Vermögensdispositionen nicht zu hafte hätten.<sup>97</sup> Demnach sollen Anleger eigenverantwortlich Finanzprodukte prüfen und ihre Vermögensdispositionen aufgrund eigener Prüfung tätigen. Welche Rolle spielen solche allumfassende Haftungsfreizeichnungen (Disclaimer) der Ratingagenturen?

Gleichgültig, wie Ratingagenturen Zweck und Funktion ihrer Ratings verstanden wissen wollen, kann die besagte Einschränkung nur insofern wirken, als diese auch der tatsächlichen Praxis entspricht.<sup>98</sup> Maßgeblich ist immer der nach außen tretende Vertrauensstatbestand. Dazu ist erneut hervorzuheben, dass Ratingagenturen aufgrund ihrer quasi aufsichtsrechtlichen Stellung (als anerkannte Ratingagenturen

nach den Basel II-Vorschriften) ein erhöhtes Vertrauen am Markt genießen. Anleger treffen ihre Investitionsentscheidungen daher in einem wesentlichen Ausmaß aufgrund veröffentlichter Ratings der großen Ratingagenturen. Die (Schutz-)Behauptung, Anleger würden aufgrund eigener Prüfungen ihre Anlageentscheidungen treffen, geht an der Wirklichkeit vorbei. Es wäre zudem sinnwidrig, wenn Banken aufgrund der Basel II-Bestimmungen Ratings anerkannter Ratingagenturen verwenden müssen, der einzelne Anleger aber bei Investitionen nicht auf Ratings der anerkannten Ratingagenturen vertrauen darf, sondern ausschließlich selbst eine Risikobeurteilung auf Basis eines Bruchteiles an Informationen vorzunehmen hat. Ihm fehlt in aller Regel schon jene Dichte an Informationen, die für eine umfassende Bonitätsanalyse erforderlich wäre, sodass eine solche Prüfung durch den einzelnen Investor faktisch gar nicht möglich ist.<sup>99</sup> Im Übrigen hat der BGH bereits im Jahr 1993 zum Thema Anlageberatung ausgeführt, dass die schuldhaftige Nichtbeachtung einer Ratingherabstufung ein Beratungsverschulden des Anlageberaters darstellen kann.<sup>100</sup> Dem Rating kommt daher nach Ansicht des BGH sehr wohl eine (zumindest mittelbar) entscheidungsrelevante und vertrauensbildende „beratende Funktion“ zu.

Dass Ratings in der Praxis maßgebliche Entscheidungsgrundlage von Investitionsentscheidungen sind, zeigt sich auch daran, dass sie häufig von gerateten Emittenten zu Werbezwecken verwendet werden, um aufgrund eines positiven Ratings einer anerkannten Ratingagentur einen Werbeeffect am Markt zu erzielen und somit einen Anreiz für eine Investitionsentscheidung zu geben. So wird regelmäßig in Produktflyern von Wertpapieren mit Ratings der Agenturen geworben.<sup>101</sup> Obwohl Ratingagenturen in Disclaimern Gegenteiliges andeuten, stellen Ratings Entscheidungsgrundla-

92 *Öllinger* (Fn. 4), S. 213 m. w. N.

93 Kritisch hierzu bspw. *Rohe*, in: Achleitner/Everling, Rechtsfragen im Rating, 2005, S. 143 ff., der eine Haftung nur gegenüber einem erkennbaren und überschaubaren Personenkreis als durchsetzbar erachtet.

94 Siehe das „Rieger Bank“-Urteil des österreichischen OGH, 5 Ob 262/01t; auch v. *Schweinitz* sieht bei Ratingverträgen eine ausreichende Bestimmbarkeit des geschützten Personenkreises im Falle von Anlegern als gegeben an; dazu v. *Schweinitz*, WM 2008, 953, 957.

95 Siehe *Eisen* (Fn. 7), S. 353.

96 Bspw. enthalten Moody's-Ratings folgenden Disclaimer: „Under no circumstances shall Moody's have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstances or contingency within or outside the control of Moody's or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if Moody's is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or the inability to use, any such information.“

97 Weiterhin enthalten Moody's-Ratings folgenden Disclaimer: „Credit Ratings do not constitute investment or financial advice, and credit ratings are no recommendations to purchase, sell or hold particular securities.“

98 So auch *Öllinger* (Fn. 4), S. 215.

99 Ferner ist darauf hinzuweisen, dass strukturierte Finanzprodukte, wie bspw. asset backed securities, auch nach den Vorgaben der Ratingagenturen strukturiert werden, um ein bestimmtes Rating zu erhalten. Der Insider Vorteil der Ratingagenturen wird Anlegern in Form des Ratings weitergegeben; siehe dazu *Eisen* (Fn. 7), S. 66.

100 „Bond-Urteil“ des BGH, NJW 1993, 201.

101 Anschauliches Beispiel sind die von der Citibank vertriebenen Lehman-Zertifikate. Diese wiesen in Produktflyern und Verkaufsprospekten deutlich auf die durchwegs guten (zumeist A1/A+/AA und somit allesamt investment grade) Ratings der Ratingagenturen (S&P, Moody's und Fitch) hin, um somit Investoren zu signalisieren, dass es sich dabei um sichere Veranlagungen handelte; siehe Beschreibung der Zertifikate auf der Website der Citibank, abrufbar unter: [www.citibank.de](http://www.citibank.de).

gen für Investoren und de facto eine Empfehlung für Investitionsentscheidungen dar.<sup>102</sup> Die bloß formale Schutzbehauptung der Ratingagenturen, keine Kaufempfehlung oder Empfehlung für eine Investitionsentscheidung abzugeben, kann keine wirksame Haftungsfreizeichnung begründen, wenn der Emittent mit Wissen der Ratingagentur mit Ratings gegenüber Anlegern wirbt und diese in der Folge auf die Ratingbeurteilung vertrauen. Die Schutzbehauptung widerspricht auch dem tatsächlichen besseren Wissen der Ratingagenturen, die natürlich ihr Geschäft sehr wohl sehr gut kennen. Die Aussage der Agenturen, Ratings seien mangels Empfehlungscharakter für Vermögensdispositionen nicht kausal, entspricht somit weder Sinn und Zweck des Ratings, noch der gehandhabten Praxis am Markt. Die Schutzwirkung für Dritte aus dem Ratingvertrag ergibt sich letztlich aus Treu und Glauben.<sup>103</sup> Es wäre widersinnig, wenn dieser Treu und Glauben-Schutz durch eine treuwidrige Schutzbehauptung aufgehoben werden könnte; schon deshalb ist der Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter nicht disponibel.<sup>104</sup>

Vorsorglich ist in diesem Zusammenhang noch auf die Grenzen einer etwaigen Haftungsfreizeichnung hinzuweisen. Sie liegen in Deutschland da, wo es um eine grob fahrlässige und vorsätzliche Pflichtverletzung geht. Ein Haftungsausschluss für grobe Fahrlässigkeit ist aufgrund des Vertragszweckes unzulässig, da Sinn und Zweck des Ratings gerade darin besteht, sich auf die besondere Sachkunde der Ratingagentur zu stützen. Auch die Branchenüblichkeit der anders lautenden formalen Haftungsausschlusserklärungen ändert nichts an deren rechtlicher Beurteilung.<sup>105</sup> Unter Umständen kann sogar bereits eine Haftungsfreizeichnung für leichte Fahrlässigkeit den Vertragszweck gefährden.<sup>106</sup>

Ein Haftungsausschluss für leichte Fahrlässigkeit ist jedenfalls im Hinblick auf wesentliche Vertragspflichten („Kardinalpflichten“) unwirksam; die sorgfältige Raterstellung ist aufgrund der oben dargelegten besonderen Vertrauensstellung der Ratingagentur eine solche wesentliche Vertragspflicht.<sup>107</sup> Es wäre widersprüchlich, die Haftung für zurechenbares Fehlverhalten ausgerechnet bei denjenigen Aufgaben und Pflichten einschränken zu können, deren sorgfältige Erfüllung gerade Inhalt des Ratingvertrages ist.<sup>108</sup>

Zusammengefasst gilt, dass eine umfassende Haftungsfreizeichnung der Ratingagenturen unwirksam ist. Die Grenze der Zulässigkeit besteht grundsätzlich in der Einschränkung der Haftung bei leichter Fahrlässigkeit, doch kann bei Verletzung von Kardinalpflichten auch ein Haftungsausschluss für leichte Fahrlässigkeit unwirksam sein.<sup>109</sup> Gegebenenfalls haften Ratingagenturen daher bereits für leichte Fahrlässigkeit.

## VII. Zusammenfassung der Ergebnisse

1. Die im Zuge der US-Hypothekenkrise und deren Nachwirkungen an Ratingagenturen häufig geübte Kritik, Risiken nicht ausreichend erkannt und viel zu spät reagiert zu haben, wirft zunehmend die Frage auf, ob Ratingagenturen für eine ordnungsgemäße Raterstellung einzustehen und bei vorwerfbaren Verstößen zu haften haben. Eine Haftung für sorgfaltswidriges Verhalten erscheint hier auch rechtspolitisch legitim. Ratingagenturen haben mit ihren Ratings eine besondere faktische Bedeutung am Kapitalmarkt. Sie sind formell durch die europäischen Aufsichtsbehörden anerkannt, und es besteht durch Basel II die Verpflichtung, Ra-

tings der anerkannten Ratingagenturen zu verwenden. Die Ratingagenturen haben sich zu „gate keeper“ der Kapitalmärkte entwickelt, die ein erhöhtes Vertrauen am Markt genießen. Aus diesem besonderen Vertrauen schlagen Ratingagenturen insofern Profit, als Emittenten zum Zwecke der Absatzförderung ihrer Finanzprodukte diese mit besonderem Vertrauen ausgestatteten anerkannten Ratingagenturen mit der Erstellung von Ratings beauftragen, um bei Investoren eine Vertrauensbasis und einen Investitionsanreiz zu schaffen, da ansonsten ein erfolgreicher Zugang zum Kapitalmarkt nur schwer möglich ist.

2. Ungeachtet ihrer bedeutenden Stellung für Investoren und Emittenten sucht man allerdings vergebens nach rechtlichen Vorgaben, wie Ratings tatsächlich zu erstellen sind. Dies ist und bleibt ein gut gehütetes Geschäftsgeheimnis der Ratingagenturen, sodass auch eine von außen nachvollziehbare Überprüfung der Ratingergebnisse mangels Transparenz scheitert. In den USA und in Europa wurden lediglich organisatorische Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit einem verpflichtenden Anerkennungsverfahren für Ratingagenturen geschaffen. Zudem normieren weder der freiwillige Verhaltenskodex des IOSCO noch die erst kürzlich verabschiedete europäische „Ratingagentur-Verordnung“ inhaltliche Anforderungen an die eigentliche Raterstellung, da sich auch diese auf organisatorische Maßnahmen beschränken. Für ein haftungsbegründendes Fehlverhalten ist bei einem Verstoß gegen eine dieser organisatorischen Vorgaben oder Verfahrensgrundsätze anzusetzen. Wie oben dargelegt, ist die im IOSCO Code of Conduct sowie in den Basel II-Vorschriften normierte Verpflichtung hervorzuheben, Ratings jedenfalls laufend zu überwachen und gegebenenfalls bei Veränderung anzupassen. Ein Verstoß gegen gerade diese Verpflichtungen lässt sich, wie die in diesem Beitrag geschilderten Beispiele der Vergangenheit, allen voran die Lehman Insolvenz, zeigen, in der Praxis nachvollziehbar und anschaulich darlegen. Als haftungsbegründender Sorgfaltsverstoß ist somit die fehlende oder verspätete Anpassung von Ratings heranzuziehen, wenn Anleger ihrer Investitionsentscheidung ein positives Rating zugrunde gelegt haben, obwohl im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung eine Anpassung (Herabstufung) des Ratings erforderlich gewesen wäre und dies zu einem Schaden des Anlegers geführt hat.

3. Die in den USA gegen Ratingagenturen angestrebten Haftungsprozesse blieben für die Kläger allerdings bislang erfolglos. In den USA wird anders als in Österreich und Deutschland nach den bisherigen Entscheidungen ein vorsätzlich schädigendes oder ein betrügerisches Verhalten verlangt, sodass amerikanische Gerichte geneigt sind, keine Haftung von Ratingagenturen zu sehen. Auf den ersten Blick lassen diese Umstände eine wirksame Haf-

102 So bspw. auch *Vetter*, WM 2004, 1701, 1702; a. A. *Habersack*, ZHR 2005, 185, 199 und 205, der Ratings keinen Empfehlungscharakter zusprechen will, darin allerdings kein Haftungshindernis sieht.

103 Siehe oben VI. 2.

104 So generell auch *Zenner*, NJW 2009, 1030, 1033.

105 So *Rohe* (Fn. 93), S. 140.

106 *Öllinger* (Fn. 4), S. 224.

107 *Vetter*, WM 2004, 1701, 1707; *Blaurock*, ZGR 2007, 603, 629 m. w. N.

108 Im Ergebnis ähnlich v. *Schweinitz*, der eine Haftungsfreizeichnung zwischen Ratingagentur und Emittent im Hinblick auf die Drittverwendungsabsicht des Ratings als unangemessen und somit sittenwidrig einstuft, da der einzige Geschädigte der fehlerhaften Bewertung der Anleger ist; siehe dazu v. *Schweinitz*, WM 2008, 953, 957; *ders.* (Fn. 17), S. 168 unter Hinweis auf BGH, NJW 2004, 3034.

109 So *Rohe* (Fn. 93), S. 141 m. w. N.; ebenso v. *Schweinitz* (Fn. 17), S. 167 ff.

tung von Ratingagenturen auch in Deutschland als zweifelhaft erscheinen. Obwohl in Deutschland Rechtsprechung zur Haftung von Ratingagenturen bislang nicht vorliegt, bestehen allerdings, wie aufgezeigt, grundsätzlich gute Gründe zur Annahme, dass deutsche Gerichte basierend auf der Rechtsprechung des BGH zur Haftung der Wirtschaftsprüfer durch Heranziehung des Rechtsinstitutes des Vertrages mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter zu einer Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern kommen würden.<sup>110</sup> Die Stellung der Ratingagenturen als Experten ist jener der Wirtschaftsprüfer durchaus vergleichbar, sodass bei Erfüllung der erörterten Voraussetzungen haftungsbegründende Schutzpflichten gegenüber Anlegern bestehen. Zudem ist die beabsichtigte Drittwirkung von Ratings viel stärker ausgeprägt als bei Wirtschaftsprüfern, was umso mehr für eine Haftung der Ratingagenturen spricht. Auch für die Einbeziehung sämtlicher potentieller Anleger in den Schutzbereich des Ratingvertrages bestehen gute Gründe, insbesondere, da es gerade Sinn und Zweck des Ratings entspricht, Ratings gegenüber potentiellen Anlegern zu veröffentlichen, sodass davon auszugehen ist, dass Emittenten ihre Anleger in den Schutzbereich des Ratingvertrages einbeziehen wollen. Die allumfassenden Haftungsfreizeichnungen der Ratingagenturen sind unwirksam, sodass bei Verletzung von Kardinalpflichten bereits leichte Fahrlässigkeit zur Haftung der Ratingagentur führen kann. In der Praxis könnte der Kausalitätsbeweis zwischen Rating und Investitionsentscheidung, der dem Kläger obliegt, Probleme bereiten. Anleger haben schließlich nachzuweisen, dass das Rating für das Investment entscheidend war, doch kann sich auch aus den Umständen eine Kausalitätsvermutung ergeben.<sup>111</sup> Eine entsprechend nachvollziehbare Dokumentation empfiehlt sich daher, doch spricht schon die bestehende faktische Bedeutung von Ratings bei Investitionsentscheidungen dafür, dass auch vor Gericht der Kausalitätsbeweis gelingen kann.

4. Da es sich beim Vertrag mit Schutzwirkung zu Gunsten Dritter um einen Anspruch zwischen vertraglicher und deliktischer Haftung handelt und dieser demnach differenziert zu beurteilen ist sowie Sinn und Zweck der Schutzpflichten des Ratingvertrages im Hinblick auf die kollisionsrechtliche Behandlung des Anspruches für eine Qualifizierung als außervertraglicher Anspruch spricht, lässt sich die Anwendbarkeit deutschen Rechts über Art. 40 EGBGB und auch nach Inkrafttreten der Rom II-VO gemäß Art. 4 Rom II-VO selbst dann begründen, wenn nicht eine deutsche Niederlassung einer ausländischen Ratingagentur, sondern eine Ratingagentur mit Sitz in den USA gehandelt hat.

5. Obwohl sich ein Gerichtsstand für Schadenersatzansprüche gegen Ratingagenturen gemäß § 23 ZPO in Deutschland begründen ließe, ist fraglich, inwieweit Ratingagenturen in Deutschland über ausreichendes Vermögen verfügen, um im Falle der Erwirkung eines Schadenersatztitels auch hohe Schadensbeträge, die am Kapitalmarkt rasch entstehen können, abdecken zu können. Dies ist allerdings mehr eine praktische Frage der Vollstreckung als eine rechtliche Frage. Die grundsätzliche Begründung eines Haftungstatbestandes für sorgfaltswidriges Handeln würde allerdings eine starke Lenkfunktion für Ratingagenturen darstellen, sich gemäß den selbst auferlegten Codes of Conduct zu verhalten und umgehend auf Veränderungen am Markt zu reagieren und Ratings ent-

sprechend zeitnah anzupassen/herabzustufen. In einer Gesamtbetrachtung erscheint daher die Lenkfunktion einer potentiellen zivilrechtlichen Haftung wichtiger als die tatsächliche Abdeckung von Schäden einzelner geschädigter Investoren.<sup>112</sup> Dies insbesondere deshalb, da das höchste Gut von Ratingagenturen ihr Ruf am Markt ist, welcher durch eine gerichtliche Verurteilung zur Zahlung von Schadenersatzansprüchen an einzelne Geschädigte, in welcher Höhe auch immer, erheblich beeinträchtigt wäre. Sobald sich Ratingagenturen nicht mehr in Sicherheit vor derartigen Schadenersatzansprüchen wiegen können, werden sie stark daran interessiert sein, ihre eigenen, sich selbst freiwillig auferlegten Codes of Conduct streng einzuhalten und ihre Objektivität und Unabhängigkeit zu stärken. Die zivilrechtliche Haftung ist daher ein maßgeblicher Motor zur Einhaltung der organisatorischen und aufsichtsrechtlichen Grundsätze. Nur so scheint es möglich, die problematische Doppelstellung der Ratingagenturen als Bonitätsprüfer und Auftragnehmer von Emittenten in einem Einklang zu bringen.



#### Dr. Gerhard Wildmoser

Jahrgang 1946. Rechtsanwalt in der Rechtsanwaltskanzlei Wildmoser/Koch & Partner Rechtsanwälte GmbH, Linz/Wien ([www.wildmoser-koch.com](http://www.wildmoser-koch.com)), ist seit Jahrzehnten in wirtschaftsrechtlichen Bereichen tätig und übt eine Reihe von Funktionen in der Industrie, im Bank- und Versicherungswesen in der Republik Österreich aus. Darüber hinaus ist er in verschiedenen Funktionen im Forschungsbereich tätig. Er ist Träger hoher, auch wissenschaftlicher Auszeichnungen. Kontakt: [g.wildmoser@wildmoser-koch.com](mailto:g.wildmoser@wildmoser-koch.com).



#### Dr. K. Jan Schiffer

Jahrgang 1958. Wirtschaftsanwalt seit 1987, Partner der Rechtsanwaltskanzlei SPSP – Schiffer & Partner, Bonn ([www.schiffer.de](http://www.schiffer.de)) und seit 2005 Ständiger Mitarbeiter des BB. Er berät Unternehmen, Unternehmerfamilien, vermögende Privatpersonen, Banken und Institutionen in wirtschaftsrechtlichen Fragen. Beirats- und Stiftungsratsmitgliedschaften, Leiter des Praxisinstituts für Haftungs- und Risikofragen in Unternehmen, Bonn, Wien, Zürich, München ([www.haftung-und-risiko.de](http://www.haftung-und-risiko.de)); Fachdozent und Verfasser zahlreicher Fachbücher und -schriften. Kontakt: [schiffer@schiffer.de](mailto:schiffer@schiffer.de).



#### Dr. Bernd Langoth, LL.M.

Jahrgang 1979. Rechtsanwaltsanwärter der Rechtsanwaltskanzlei Wildmoser/Koch & Partner Rechtsanwälte GmbH, Linz/Wien ([www.wildmoser-koch.com](http://www.wildmoser-koch.com)) seit März 2009, davor seit 2005 Rechtsanwaltsanwärter in renommierten Wirtschaftsrechtskanzleien in Wien und Linz. Er ist seit mehreren Jahren in der kapitalmarktrechtlichen, gesellschaftsrechtlichen und zivilrechtlichen Beratung tätig. Kontakt: [b.langoth@wildmoser-koch.com](mailto:b.langoth@wildmoser-koch.com).

110 Siehe auch v. Schweinitz (Fn. 17), S. 182.

111 Siehe v. Schweinitz, WM 2008, 953, 959.

112 In diese Richtung auch Blaurock, ZGR 2007, 603, 641.