



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Grenzüberschreitende Prospekthaftung und Internationales Privatrecht“

Dissertation vorgelegt von Philip Denninger

Erstgutachter: Prof. Dr. Burkard Hess

Zweitgutachter: Prof. Dr. Thomas Pfeiffer

Juristische Fakultät

Grenzüberschreitende Prospekthaftung und Internationales Privatrecht¹

Philip Denninger, LL.M. (Cantab.)

- Zusammenfassung der Arbeit und ihrer wesentlichen Ergebnisse -

Das Zusammenwachsen der Kapitalmärkte und die zunehmende Bedeutung eines grenzüberschreitenden Anlageverkehrs haben in den letzten Jahren immer mehr die Frage in den Mittelpunkt gerückt, wie auch auf internationaler Ebene ein sachgerechter Anlegerschutz gewährleistet werden kann, ohne gleichzeitig den Kapitalverkehr unangemessen zu beschränken.

Ein zentrales Mittel zur Beseitigung von Informationsasymmetrien mitsamt ihrer negativen ökonomischen Wirkungen stellen insofern die Publizitätspflichten dar, wie sie speziell bei der Ausgabe neuer Finanzprodukte in Form einer Pflicht zur Erstellung von Anlageprospekten bestehen. Die europäische Prospekttrichtlinie und die Prospektverordnung haben im Binnenmarkt für Prospektpflichten einheitliche Mindeststandards und eine Prospektfreizügigkeit in Gestalt des Europäischen Passes geschaffen. Dagegen ist die korrespondierende Frage nach der haftungsrechtlichen Durchsetzung dieser Pflichten mittels Ersatzansprüchen geschädigter Anleger bislang keiner weitergehenden Harmonisierung unterworfen worden.

Als umso entscheidender für das Funktionieren eines Europäischen Kapitalmarkts präsentiert sich insofern die kollisionsrechtliche Frage nach dem anwendbaren Haftungsrecht. Dem Internationalen Privatrecht kommt letztlich die Schlüsselrolle zu, in den Bahnen des noch recht jungen Europäischen Kollisionsrechts eine sachgerechte Lösung für grenzüberschreitende Prospekthaftungsfälle zu finden, die Anbieter- und Anlegerinteressen gleichermaßen Rechnung trägt. Dieser Aufgabe hat sich die hier in Bezug genommene Arbeit verschrieben. Die Erkenntnisse der Untersuchung und ihre wesentlichen Ergebnisse sollen nachfolgend in einigen Hauptpunkten zusammengefasst werden:

1. Ein Blick zurück auf die historische Entwicklung der Prospekthaftungstatbestände im deutschen Sachrecht zeigt zunächst, dass die heutige Ausgestaltung des Instituts auf das fortgesetzte Bemühen zurückgeht, den Anlegerschutz dynamischen Wandlungen des Kapitalmarkts anzupassen und immer neu auftretende Regelungslücken zu schließen.

2. Diese Aufgabe haben Börsenpraxis, Gesetzgebung und Rechtsprechung im Wechselspiel vorgenommen. Angefangen mit der Umsetzung der sog. Prospekttheorie durch verschiedene Börsenordnungen und der darauf aufbauenden Schaffung des Börsengesetzes zum Ende des 19. Jahrhunderts, waren ab Mitte des 20. Jahrhunderts die Kapitalanlagegesellschaften Impulsgeber eines zweiten gesetzgeberischen Regelungsschubes. Als nachfolgend eine Verlagerung der Anlagemodelle auf den sog. grauen Kapitalmarkt erhebliche Schutzlücken der rechtsformgebundenen Prospekthaftungsvorschriften offenbarte, sprang die Rechtsprechung mit der Schaffung einer Haftung für „typisiertes Vertrauen“ in die Bresche und weitete diese sukzessive aus. Diese Judikatur wurde vom Gesetzgeber wiederum aufgegriffen und in ein System spezialgesetzlicher Haftungstatbestände überführt, dessen

¹ Die Arbeit ist maßgeblich am Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht der Universität Heidelberg entstanden und wurde im Juni 2013 offiziell beim Dekanat der juristischen Fakultät als Dissertation eingereicht. Die Disputation fand am 8. Dezember 2014 statt. Zur Verlagsveröffentlichung wurde die Arbeit Anfang Januar 2015 überarbeitet und auf einen aktuellen Stand gebracht.

Entwicklung bis heute fort dauert. Historisch stellen sich die verschiedenen sachrechtlichen Tatbestände deshalb insgesamt als ein gewachsener Komplex und als Ausdruck uniformer Regelungsziele dar, der kollisionsrechtlich nicht auseinander gerissen werden sollte.

3. Die Bemühungen von Gesetzgebung und Rechtsprechung, einen effektiven Anlegerschutz im Zusammenhang mit der Herausgabe von Prospekten zu gewährleisten, haben im heutigen deutschen Sachrecht ein flächendeckendes System der Prospekthaftung etabliert, das sich (je nach Anlageart) weitgehend im Viereck zwischen der Haftung nach dem WpPG, dem VermAnlG und dem KAGB sowie nach der allgemein-zivilrechtlichen Prospekthaftung bewegt. Die größte Bedeutung kommt dabei mittlerweile den spezialgesetzlichen Tatbeständen zu.

4. Unterschiede zwischen den verschiedenen deutschen Tatbeständen betreffen vor allem den Kreis der Haftungsadressaten, welcher etwa bei der allgemein zivilrechtlichen Prospekthaftung auch berufliche Sachkenner umfasst. Darüber hinaus besteht für das richterrechtliche Institut auch ein strengerer Verschuldensmaßstab. Lenkt man den Blick hingegen auf die Gemeinsamkeiten, treten weitreichende Parallelen hervor. Insbesondere liegt ein typisches Kennzeichen aller Tatbestände darin, dass keinerlei persönlicher Kontakt zwischen Anleger und Haftungsadressat erforderlich ist. Während dies für die spezialgesetzlichen Tatbestände unproblematischer ist, musste die Rechtsprechung zur Begründung hierfür auf die Neuschöpfung des sog. „typisierten Vertrauens“ zurückgreifen. Übereinstimmend ist jedenfalls das klare Anliegen erkennbar, Investoren effektiv vor fehlerhaften Prospektangaben zu schützen und die Verantwortlichen gerade unabhängig von ihrer organisationsrechtlichen Stellung haftbar zu machen. Weitere Gemeinsamkeiten, insbesondere verschiedene Kausalitätserleichterungen, stützen diesen Zweck.

5. Die materiell-rechtliche Zersplitterung der Anspruchsgrundlagen kann nicht darüber hinweg täuschen, dass den verschiedenen deutschen Prospekthaftungstatbeständen dasselbe Problemfeld sowie einheitliche Regelungsziele zugrunde liegen. Trotz verbleibender Unterschiede handelt es sich um ein eng aufeinander abgestimmtes Haftungssystem, dessen einzelne Facetten jeweils bestimmte Teilbereiche aus der Summe möglicher Kapitalanlageprospekte erfassen sollen. Vom Standpunkt des deutschen Sachrechts aus betrachtet legt diese enge Zusammengehörigkeit es nahe, die verschiedenen Tatbestände auch auf kollisionsrechtlicher Ebene nicht auseinander zu reißen.

6. Die Prospekthaftung in England als Mutterrechtsordnung des Common Law Rechtskreises ist heute stark durch die spezialgesetzliche Haftung nach FSMA 2000, s. 85(4), 90(4) und 90(1), (11) geprägt. Hierbei handelt es sich um eine Fortentwicklung der common law torts des „deceit“ und der „negligent misrepresentation“ und somit letztlich um eine Haftung für unerlaubte Handlungen. Ansprüche aus dem Misrepresentation Act oder der sog. rescission spielen dagegen für die Prospekthaftung keine herausgehobene Rolle. Unterschiede zum deutschen Recht bestehen vor allem beim Kreis der Haftungsadressaten, welcher auch Experten bzw. berufliche Sachkenner umfasst. Abseits dessen ergeben sich weite Parallelen. Der Kausalitätsnachweis etwa wird insofern erleichtert, als ein Anspruchsteller nicht konkret auf den Prospekt vertraut oder gelesen haben muss, was in der Sache der deutschen Figur der sog. „Anlagestimmung“ entspricht.

7. In Frankreich als Mutterrechtsordnung des romanischen Rechtskreises sind die Prospektpflichten im Code monétaire et financier geregelt und finden ihre nähere Ausgestaltung durch ein Regelwerk der Autorité des marchés financiers (AMF). Jenseits dieser Primärebene der Publizitätspflichten hingegen findet sich keine spezialgesetzliche Regelung der Haftung. Sie ist vielmehr der deliktsrechtlichen Generalklausel in Art. 1382 f.

Code Civil überlassen. Eine hohe Bedeutung für die Geltendmachung von Prospekthaftungsansprüchen über Art. 1382 f. Code Civil kommt dabei dem Adhäsionsverfahren in Verbindung mit dem „délit de fausse information“ nach Art. L 465-2 Code monétaire et financier zu. Daneben sind auch selbständige deliktische Schadensersatzklagen möglich, wobei die im Rahmen der Generalklausel nachzuweisende „faute“ in einer Verletzung der Prospektpflichten liegt.

8. Aus rechtsvergleichender Sicht fällt mit Blick auf das System der Anspruchsgrundlagen in den untersuchten Mitgliedstaaten zunächst auf, dass die starke Zersplitterung der Prospekthaftung in Deutschland einen (primär historisch bedingten) Sonderfall darstellt. Weiter konnte beobachtet werden, dass die einzelnen Haftungsvoraussetzungen in den Vergleichsrechtsordnungen zwar noch keinen vollkommen einheitlichen Standard haben, die Grundausrichtung des Instituts „Prospekthaftung“ aber sehr wohl weitreichende Parallelen aufweist. Dies spricht dafür, auf Ebene des Kollisionsrechts eine einheitliche Qualifikation anzustreben.

9. Die stark deliktsrechtliche Prägung der Prospekthaftung in England und Frankreich legt aus dem Blickwinkel der Rechtsvergleichung gerade auch für die Qualifikation im Regelungsgefüge des Europäischen Kollisionsrechts eine Einordnung des Instituts unter den Begriff der unerlaubten Handlung nahe.

10. Eine kollisionsrechtliche Betrachtung der Prospekthaftung darf nicht die wirtschaftlichen Parameter und Zielbestimmungen außer Acht lassen, welche dem Institut zugrunde liegen. Dabei stehen vor allem der Individualschutz der Anleger und der Funktionenschutz des Marktes im Mittelpunkt. Die Integration dieser beiden Dimensionen ist letztlich eine Optimierungsaufgabe.

11. Auf individualschützender Seite betreffen kapitalmarktrechtliche Publizitätsvorschriften vor allem die Senkung von Informationsrisiken, dabei mittelbar aber auch die Milderung von Substanzrisiken (Kapitalverluste) und Konditionenrisiken (Steigerung des Wettbewerbs durch mehr Transparenz). Der Funktionenschutz des Marktes auf der anderen Seite wird ökonomisch klassischerweise über die institutionelle, operationale und allokativen Effizienz definiert. Informationspflichten, wie sie im Rahmen der Prospektpublizität vorgesehen sind, spielen dabei in allen drei Ausprägungen eine wichtige Rolle, weil sie das Marktgefüge institutionell sichern, die Transaktionskosten für die Informationsbeschaffung senken und Anlagegelder dorthin fließen lassen, wo sie am dringendsten gebraucht bzw. am besten genutzt werden.

12. Für das Kollisionsrecht bedeuten diese wirtschaftlichen Parameter, dass unter dem Aspekt eines effektiven Anlegerschutzes vor allem Statutenmängel vermieden werden müssen. Gleichermäßen gilt es aus Sicht der Anbieterseite, unüberschaubare Haftungsrisiken, etwa aufgrund nicht vorhersehbarer Statutenhäufungen, zu unterbinden. Andernfalls droht auf Anleger- wie auch auf Anbieterseite ein defensives, ökonomisch ineffizientes Verhalten, welches die Steuerungsleistung des Marktes beeinträchtigen und damit den grenzüberschreitenden Kapitalanlageverkehr hemmen kann. Für beide Seiten ist letztlich vor allem die hohe Vorhersehbarkeit des anwendbaren Haftungsrechts von ausschlaggebender Bedeutung.

13. Auch das System des Europäischen Passes, der mit der europäischen Prospekttrichtlinie eingeführt wurde und im Bereich des Binnenmarkts eine grenzüberschreitende Prospektfreizügigkeit etabliert hat, bringt Anforderungen an eine kollisionsrechtliche Lösung der Prospekthaftung mit sich. Namentlich besteht die Gefahr, dass übersteigerte

Haftungsrisiken und eine fehlende Rechtssicherheit im Hinblick auf das anwendbare Recht die Ziele des Europäischen Passes unterminieren können. Das zugrunde liegende Leitbild eines integrierten Finanzmarktes gebietet es deshalb, die kollisionsrechtliche Lösung zu diesem System kompatibel zu halten.

14. Auf Basis der historischen, sachrechtlichen und rechtsvergleichenden Betrachtung ist sodann die Einordnung der verschiedenen Prospekthaftungstatbestände in das Kollisionsrecht unternommen worden. Dabei wurde zunächst der Anwendungsbereich des europäischen IPR in Form der Rom-Verordnungen geklärt. Aus der Systematik der Rechtsakte, ihrem jeweiligen Zweck sowie den Beratungen des EU-Gesetzgebers ergibt sich, dass innerhalb der Rom-Verordnungen weder die Bereichsausnahmen für wertpapierrechtliche Fragen noch diejenigen für Fragen des Gesellschaftsrechts einschlägig sind. Grenzüberschreitende Prospekthaftungssachverhalte fallen somit in den Anwendungsbereich der Rom-Verordnungen.

15. Der Vertragsbegriff im europäischen Kollisionsrecht lässt sich anhand verordnungsinterner Hinweise sowie vorsichtiger Parallelen zum Europäischen Zivilprozessrecht dahingehend konkretisieren, dass es grundsätzlich auch im Rahmen der Rom I-Verordnung einer privatautonomen, rechtsgeschäftlichen Selbstbindung bedarf, welche von den einzelnen nationalen Voraussetzungen des Zustandekommens und der Wirksamkeit losgelöst ist.

16. Der verordnungsautonome Begriff des Verschuldens bei Vertragsverhandlungen (Art. 1 Abs. 2 lit. i Rom I, Art. 12 Rom II) bedarf gerade im Hinblick auf die nationalen Ausgestaltungen der c.i.c. einer differenzierenden Betrachtung. Letztlich werden nur solche Schuldverhältnisse umfasst, die zeitlich vor dem Vertragsschluss liegen und ihren Entstehungsgrund unmittelbar im Inhalt bzw. der Durchführung der Parteiverhandlungen haben, mit anderen Worten also gerade durch ihre direkte Verhandlungs- und Rechtsgeschäftsnähe geprägt sind. Vorvertragliche Informationspflichten bilden hierfür ein von der Rom II-Verordnung in Erwägungsgrund (30) selbst angeführtes Beispiel.

17. Entgegen vereinzelter Versuche, die Prospekthaftungstatbestände als vertragliche Haftung zu charakterisieren, scheidet eine entsprechende Qualifikation im europäischen Kollisionsrecht aus. Vielmehr unterfallen sowohl die allgemein zivilrechtliche Prospekthaftung als auch die spezialgesetzlichen Tatbestände nach dem WpPG, dem VermAnlG und dem KAGB dem außervertraglichen Bereich. Damit befinden sie sich im Grenzbereich zwischen vorvertraglicher (Art. 12 ff. Rom II) und deliktischer (Art. 4 ff. Rom II) Haftung.

18. Der im nationalen Recht verbreiteten dogmatischen Verankerung der Prospekthaftung als vorvertragliche Vertrauenshaftung kann auf Ebene des Internationalen Privatrechts der Rom II-Verordnung nicht gefolgt werden, weil es bei einem nur „typisierten“ Vertrauen an der notwendigen Rechtsgeschäftsnähe fehlt. Die Prospekthaftungstatbestände sind deshalb richtigerweise einheitlich als unerlaubte Handlungen zu qualifizieren, was in Übereinstimmung mit den Ergebnissen der vorherigen Untersuchungsschritte zur Anwendung der Art. 4 ff. Rom II führt.

19. Verbleibenden nationalen Regelungen wie den §§ 21 Abs. 3, 24 Abs. 3 WpPG oder den §§ 20 Abs. 3, 21 Abs. 3 VermAnlG, bei denen es sich richtigerweise um einseitige, negative Kollisionsnormen handelt, kommt im Anwendungsbereich des europäischen Kollisionsrechts kein Geltungsbereich mehr zu.

20. Der Schadenseintrittsort, auf den die Grundanknüpfung des Art. 4 Rom II letztlich verweist, entspricht dem „Erfolgort“ nach der bisherigen Terminologie. Er führt bei der Prospekthaftung zu gravierenden Problemen, weil diese auf den ersten Blick rein finanzielle Einbußen nach sich zieht und demgemäß das konkret geschädigte Rechtsgut fraglich erscheint. Ein Blick auf die bisherige Entwicklung des europäischen Zivilprozessrechts zu dieser Frage und eine strikte Beachtung der verordnungsautonomen Begrifflichkeiten zeigen letztlich, dass das kollisionsrechtlich relevante Individualinteresse in der Dispositionsfreiheit des geschädigten Anlegers besteht. Der Lageort einzelner konkret geschädigter Vermögensbestandteile bleibt demgegenüber grundsätzlich außer Betracht. Artikel 2 Abs. 1 Rom II definiert als Schaden sämtliche Folgen einer unerlaubten Handlung, was durch Art. 4 Rom II weiter auf unmittelbare Folgen verengt wird. Die unmittelbare Folge der fehlerhaften bzw. unterbliebenen Prospektinformation ist ein selbstschädigendes Verhalten des Anlegers, das sich im Kauf der Kapitalanlage manifestiert. Damit ist der Schadenseintrittsort an demjenigen Ort zu lokalisieren, an dem der Anleger die willensbeeinträchtigte Handlung vornimmt (etwa durch die Beauftragung einer Bank mit dem Erwerb).

21. Im Ergebnis kann die Anknüpfung unter Art. 4 Abs. 1 Rom II wegen des Charakters als Massendelikt zu einer ausufernden Statutenhäufung führen, die für den Prospektverantwortlichen ex ante nicht mehr überschaubar oder kalkulierbar ist. Die damit verbundenen enormen Haftungsrisiken sowie die aus Anbietersicht gänzlich fehlende Sicherheit im Hinblick auf das anwendbare Recht stellen aus ökonomischer Sicht eine Bedrohung für die operationale und allokativen Effizienz des Kapitalmarkts dar, untergraben aber darüber hinaus auch die Ziele des Europäischen Passes. Es darf daher auf Ebene des Kollisionsrechts einer Korrektur, die mit Blick auf die zuvor herausgearbeiteten Parameter Anleger- und Anbieterinteressen in einen Ausgleich bringt.

22. Die Untersuchung mündet daher in die Frage, welche verordnungskonformen Möglichkeiten bestehen, eine anderweitige und im Lichte der kapitalmarktrechtlichen und ökonomischen Interessen angemessene Anknüpfung vorzunehmen. Die Einordnung der Prospekthaftungsvorschriften als Eingriffsnormen im Sinne des Art. 16 Rom II, eine Sonderanknüpfung von Vorschriften der europäischen Prospekttrichtlinie über Art. 27 Rom II oder eine Anwendung des Gesellschaftsstatuts können dabei nicht überzeugen.

23. Eine Marktortanknüpfung, wie sie unter anderem auch vom Deutschen Rat für IPR angeregt wurde, sieht sich ebenfalls Bedenken ausgesetzt. Sie kann in bestimmten Konstellationen zu Ergebnissen führen, die weder für den Anleger noch für den Emittenten vorhersehbar sind und entsprechend nicht nur den Zielen der Rom II-Verordnung, sondern auch dem Funktionenschutz widersprechen. Darüber hinaus hat sich der vordergründig einheitliche Begriff des „Marktes“ als derart weich und verformbar erwiesen, dass den hierauf aufbauenden Konkretisierungsversuchen schlicht der Vorwurf der Beliebigkeit gemacht werden kann.

24. Aber auch eine im Vordringen befindliche Lösung nach dem Herkunftslandprinzip, welche beschränkt auf den Anwendungsbereich des Europäischen Passes an die zugrundeliegende Prospektpflicht anknüpft, ist problematisch und im Ergebnis abzulehnen. Sie sieht sich nicht nur dogmatischen Bedenken in Bezug auf die prinzipielle Ausrichtung der Rom-Verordnungen am Savigny'schen Prinzip der engsten Verbindung ausgesetzt, sondern führt vor allem auch zu einer Fragmentierung des Kollisionsrechts auf mehreren Achsen, weil insbesondere Drittstaatsverhältnisse und verschiedene Arten von Kapitalanlagen nicht dem Anwendungsbereich der zugrunde liegenden Prospektfreizügigkeit unterfallen.

25. Aufbauend auf die zuvor identifizierten Stärken und Defizite hat die Untersuchung zuletzt die Chancen einer allgemeinen publizitätsakzessorischen Anknüpfung eruiert, welche nicht auf den Bereich des europäischen Passes beschränkt und entsprechend auch nicht dem binnenmarktbezogenen Herkunftslandprinzip unterworfen ist. Ein wesentlicher Vorteil dieses Modells liegt darin, dass eine umfassende Vorhersehbarkeit des anwendbaren Rechts sowohl für die Anleger- als auch für die Anbieterseite erzielt werden kann. Dies entspricht den Zielsetzungen des europäischen Kollisionsrechts und trägt den zuvor herausgearbeiteten ökonomischen Parametern und Zielbestimmungen des Prospektrechts Rechnung.

26. Darüber hinaus stellt die allgemeine akzessorische Anknüpfung einen umfassenden kollisionsrechtlichen Gleichlauf zwischen Prospektpflicht und Prospekthaftung her, welcher schwierige Anpassungen erübrigt und die juristische Handhabung leichter und vorhersehbarer macht. Vor allem aber wird eine schädliche Zersplitterung des IPR, die der Rechtssicherheit und Vorhersehbarkeit des anwendbaren Haftungsrechts in hohem Maße abträglich ist, vermieden.

27. Demgegenüber haben sich verschiedene Bedenken gegen diese Lösung, welche vor allem die Rechtslage bei freiwillig erstellten Prospekten oder bei cross-listings sowie die fehlende Rechtsangleichung gegenüber Drittstaaten betreffen, bei genauer Betrachtung im Einzelnen als nicht durchgreifend herausgestellt.

28. Ihre dogmatische Verankerung findet die allgemeine akzessorische Anknüpfung zulässigerweise in der Ausweichklausel des Art. 4 Abs. 3 Rom II. Im Spannungsfeld zwischen Einzelfallgerechtigkeit und Rechtssicherheit, das diese Ausweichklausel eröffnet, ist es sachgerecht, die Prospekthaftung als besondere Fallgruppe im Sinne der engsten Verbindung anzuknüpfen.

29. Mit der allgemein akzessorischen Anknüpfung besteht letztlich ein Modell, welches juristisch präzise handhabbar ist und die beteiligten Interessen in grenzüberschreitenden Prospekthaftungssachverhalten einem angemessenen Ausgleich zuführt. Die Einhaltung der zuvor herausgearbeiteten ökonomischen Parameter sowie die Kompatibilität mit dem System des Europäischen Passes werden dabei gewährleistet. Obgleich eine ausdrückliche Regelung durch den Gesetzgeber auf Ebene des Kollisionsrechts oder sogar in Form einheitlichen Sachrechts wünschenswert bleibt, lassen sich die behandelten Konstellationen auf dem hier beschrifteten Pfade letztlich doch einer juristisch und wirtschaftlich interessengerechten Behandlung zuführen.