



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Individualschutz im Kapitalmarkt- und im  
Bankenaufsichtsrecht  
Eine vergleichende Analyse zweier Rechtsgebiete im Hinblick auf  
die Durchsetzung aufsichtsrechtlicher Pflichten mittels  
privatrechtlicher Rechtsinstitute“**

Dissertation vorgelegt von Christian Uhlmann

Erstgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dirk Verse

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

## I.

Die Reaktionen der Weltgemeinschaft, mit denen die im Rahmen der Finanzkrise von 2007 sichtbar gewordenen Defizite des bestehenden Regulierungsrahmens angegangen wurden, lassen sich im Wesentlichen in zwei Arten untergliedern: Auf der einen Seite ist ein „Regulierungs-Tsunami“ aus Vorschriften des materiellen Aufsichtsrechts zu erkennen. Zu nennen sind dabei im Bereich des Bankenaufsichtsrechts etwa die Vorgaben für das vorzuhaltende regulatorische Eigenkapital in Gestalt von Basel III sowie von der Capital Requirements Regulation I (CRR I) und der Capital Requirements Directive IV (CRD IV) respektive der CRR II und der CRD V. Im Kapitalmarktrecht ist die Verabschiedung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) hervorzuheben. Auf der anderen Seite sind eine Stärkung und Neuformung der Aufsichtsarchitektur zu erkennen. In institutioneller Perspektive geht es im Wesentlichen um die Schaffung neuer EU-Agenturen in Gestalt der European Banking Authority, der European Securities and Markets Authority und der European Insurance and Occupational Pensions Authority sowie um die Übertragung der unmittelbaren Aufsicht über alle bedeutenden Kreditinstitute innerhalb der Eurozone auf die Europäische Zentralbank.

Was bei den global angestregten Reformen weitestgehend unbeachtet blieb, war hingegen das Privatrecht. Dies ist umso erstaunlicher, als im Zuge der Finanzkrise gerade die Defizite des rein öffentlich-rechtlichen Normdurchsetzungssystems zu Tage getreten sind. Diesen Defiziten und der Frage, wie ihnen privatrechtlich begegnet werden kann, widmet sich meine Dissertation. Konkret untersuche ich, ob und inwieweit sich das Privatrecht zur Verfolgung aufsichtsrechtlicher Ziele fruchtbar machen lässt. Anknüpfungsgegenstand bilden in diesem Zusammenhang die §§ 823 Abs. 2 und 134 BGB – und zwar deswegen, weil sie sich von ihrem Tatbestand her – also mit ihrer Bezugnahme auf ein Schutzgesetz bzw. ein Verbotsgesetz – offen für Wertungen anderer Rechtsgebiete zeigen. Die Dissertation folgt einer zweistufigen Vorgehensweise. Zunächst wird eine Untersuchung der „Transformationsnormen“ der §§ 823 Abs. 2 und 134 BGB (II.), danach eine Schutzzweckanalyse des Kapitalmarkt- und des Bankenaufsichtsrechts vorgenommen (III.). Ein Kapitel zur Normdurchsetzung beschließt die Untersuchung (IV.).

## II.

Im zunächst zu behandelnden zivilrechtlichen Teil – also der Untersuchung der §§ 823 Abs. 2 und 134 BGB – wird der Frage nachgegangen, ob sich aus diesen beiden Vorschriften Vorgaben hinsichtlich des Ob und des Wie der Anspruchsgewährung und der Anspruchsausgestaltung bzw. der Nichtigkeitswirkung ableiten lassen.

Zunächst ist hierbei erforderlich, das hierarchisch höherstehende Recht, das Verfassungs- und das Unionsrecht, in Augenschein zu nehmen. Beide Rechtsgebiete erweisen sich für die hiesige Untersuchung jedoch als wenig ergiebig; konkrete Vorgaben lassen sich aus ihnen nicht gewinnen. Insbesondere kann das unionsrechtliche Effektivitätsprinzip – entgegen so manch anderslautender EuGH-Entscheidung sowie entsprechender Forschungsmeinungen – nicht zur Begründung unmittelbarer Ansprüche herangezogen werden. Das Effektivitätsprinzip ist kein Maximierungsgebot; verlangt also von den Mitgliedstaaten nicht per se, die größtmögliche Wirksamkeit unionsrechtlicher Vorschriften sicherzustellen. Es bleibt in dieser Hinsicht lediglich zu konstatieren, dass das geltende System der Vorgabe des Unionsrechts genügt, eine ausreichende Normbeachtung sicherzustellen.

Wie bei den normhierarchisch höhergelagerten Rechtsgebieten des Verfassungs- und des Unionsrechts hilft auch das einfache Recht – also eine Auslegung der §§ 823 Abs. 2 und 134 BGB anhand der üblichen canones – nur wenig. Die von der herrschenden bzw. tradierten Auffassung zumeist unter Zugrundelegung der systematischen Interpretationsmethode entwickelten Kriterien und Einschränkungen können nicht überzeugen.

Die Untersuchung nimmt deshalb eine sogenannte bereichsspezifische Verortung der Schutzgesetz- bzw. der Verbotsgesetzeigenschaft vor. Dies bedeutet, dass neben einem Rückgriff auf die zugrundeliegenden Wertungen des Kapitalmarkt- und des Bankenaufsichtsrechts die Eigenheiten der §§ 823 Abs. 2 und 134 BGB in den Blick zu nehmen sind. Im Hinblick auf § 823 Abs. 2 BGB ist dies zunächst das individualschützende Moment. Das bedeutete in diesem Zusammenhang, dass das potenzielle Schutzgesetz unmittelbar auf den persönlichen und sachlichen Schutzbereich des individualschützenden Elements des jeweiligen Rechtsgebiets Bezug nehmen muss. Daneben ist das gesetzgeberische Anliegen zu berücksichtigen, einer ausufernden bzw. unverhältnismäßigen Haftung entgegenzuwirken. Dieses Anliegen lässt sich zum einen mit dem dem Kapitalmarkt- und dem Bankenaufsichtsrecht immanenten Rechtsprinzip des Transaktionserfordernisses bewerkstelligen, zum anderen mit der Beschränkung auf den Ersatz desjenigen Vermögensschadens, der durch die Zuwiderhandlung verursacht wurde. Unter Anwendung dieser Kriterien scheidet beispielsweise sowohl beim übernahmerechtlichen Verhinderungsverbot als auch bei den Vorgaben für das vorzuhaltende regulatorische Eigenkapital trotz dessen individualschützenden Charakters eine Klassifizierung als Schutzgesetz aus.

Im Rahmen des § 134 BGB hat die bereichsspezifische Verortung eine Abwägung der Privatautonomie, welche generell die Wirksamkeit des Rechtsgeschäfts fordert, und des dem Aufsichtsrecht innewohnenden „Normvollzugsinteresses“ zur Folge: Besteht der Sinn der in Rede

stehenden Vorschrift darin, einen essentiellen Beitrag zur Funktionsfähigkeit der vom Kapitalmarkt- und vom Bankenaufsichtsrecht geschützten Märkte zu leisten, und zeichnet sie sich darüber hinaus durch einen unmittelbaren rechtsgeschäftlichen Bezug aus, ist grundsätzlich die Unwirksamkeit des zuwiderlaufenden Rechtsgeschäfts die Folge.

### III.

Nach der Auseinandersetzung mit den zivilrechtlichen Transformationsnormen werden das Kapitalmarkt- und das Bankenaufsichtsrecht unter Normdurchsetzungsgesichtspunkten untersucht. Ein Charakteristikum beider Rechtsgebiete ist deren dualer Schutzzweck. Sowohl das Kapitalmarkt- als auch das Bankenaufsichtsrecht zeichnen sich im Allgemeinen durch eine funktionenschützende Komponente und eine anleger- bzw. einlegerschützende Komponente aus.

Den zentralen Bestandteil der funktionenschützenden Komponente bildet die Allokationsfunktion respektive die Allokationseffizienz. Die Steuerung des Kapitalflusses geschieht im Kapitalmarkt im Wesentlichen durch Informationen in Gestalt von Primärmarkt- und Sekundärmarktpublizität. Am Banken- bzw. Kreditmarkt übernehmen die Banken als Intermediäre diese Funktion. Sie sammeln und verteilen das von Einlegern entgegengenommene Kapital.

Dabei zeigt sich, dass das Kapitalmarktrecht in erster Linie Vorschriften beinhaltet, die die Vollständigkeit und Korrektheit der vom Emittenten publizierten Informationen sicherstellen und damit Ungewissheiten im *Vorfeld* der Transaktion entgegenwirken sollen. Es geht um die Vermeidung sog. ‚adverse selection‘, also das Verhindern eines potentiellen Marktversagens mittels Publizität. Demgegenüber ist das Bankenaufsichtsrecht mit der Minimierung des Risikos befasst, das *nach* Tötigung einer Transaktion, d.h. nach Entgegennahme von Einlagen, durch Verhaltensweisen eintreten kann, welche die Einlagen gefährden. Hier geht es um das Phänomen des ‚moral hazard‘ mit seinen bankimmanenten Besonderheiten: Gemeint ist damit ein hochrisikoreiches Geschäftsgebaren, das aus den insoweit gleichgerichteten Interessen von Geschäftsleitung und Anteilseignern entspringen kann und zulasten der typischerweise risikoaversen Einleger geht – wobei neben den konkret betroffenen Einlegern letztlich alle Bürger in ihrer Eigenschaft als Steuerzahler betroffen sind. Um dem in der Finanzkrise von 2007 offenbar gewordenen bankimmanenten moral hazard entgegenzuwirken, ist insoweit die Herstellung einer Interessenidentität von Geschäftsleitern und Einleger anzustreben.

Danach geht die Dissertation der Frage nach, was unter Anleger- bzw. Einlegerschutz zu verstehen ist. Bezüglich der anleger- bzw. einlegerschützenden Komponente ist dabei zwischen

einer institutionellen und individuellen Wirkrichtung zu unterscheiden. In seiner institutionellen Wirkrichtung befasst sich die anleger- bzw. einlegerschützende Komponente mit dem Schutz der Anleger bzw. Einleger in ihrer Gesamtheit. Das Vertrauen in die Integrität des entsprechenden Marktsegments steht hier im Vordergrund. Für die Frage des Individualschutzes erweist sich die institutionelle Komponente als unergiebig, zeichnet sie sich ja gerade nicht durch eine Einräumung individueller Rechtspositionen aus. Der Gewährung individueller Rechtspositionen widmet sich die individuell anleger- bzw. einlegerschützende Komponente. Deren persönlicher Schutzbereich, der zugleich die Aktivlegitimation im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB festlegt, ist weit zu verstehen. Er umfasst beim Anlegerschutz sämtliche Personen, die Transaktionen mit Finanzinstrumenten tätigen, beim Bankenaufsichtsrecht jede Person, die mit Kreditinstituten im Rahmen von Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen interagiert. Der sachliche Schutzbereich, welcher zugleich den Anspruchsumfang innerhalb des § 823 Abs. 2 BGB statuiert, umfasst ausschließlich das Vermögen, nicht hingegen die Freiheit der Willensentschließung, die über einen Schadensersatzanspruch zur Rückgängigmachung der Transaktion berechtigen würde. Der Schutz der Willensentschließungsfreiheit obliegt vielmehr dem Vertragsrecht.

Angesichts des immensen Nutzens, den die Gesellschaft aus der Existenz dieser beiden Marktsegmente zieht, kann die Rolle des Individualschutzes in diesem System nur eine dienende sein. Individualschutz kann nur als Instrument des Funktionenschutzes fungieren, woraus sich ein Primat des Funktionenschutzes bei der Anspruchsausgestaltung ergibt. Individualschutz – und damit der den einzelnen eingeräumte Anspruch – darf grundsätzlich nicht über das hinausgehen, was zur Erreichung der Funktionsfähigkeit erforderlich ist. Für die beiden hier untersuchten zivilrechtlichen Transformationsnormen bedeutet dies, dass im Rahmen des § 823 Abs. 2 BGB eine Beschränkung auf den Ersatz des Vermögensschadens angezeigt ist, soweit er durch den Verstoß gegen die konkrete Vorschrift eingetreten ist. Im Rahmen des § 134 BGB hat dies zur Folge, dass eine Nichtigkeit verbotswidriger Rechtsgeschäfte nur dann angenommen werden kann, wenn die hieraus folgende Rechtsunsicherheit nicht die Funktionsfähigkeit des entsprechenden Marktsegments beeinträchtigt.

#### IV.

Das Privatrecht kann seine dienende Funktion als Instrument des Funktionenschutzes von Kapitalmarkt- und Bankenaufsichtsrecht in erster Linie ex ante erfüllen. So können Privaten gewährte Ansprüche abschreckend auf potentielle Normverletzer wirken mit der Folge, dass die Neigung zu Normverstößen abnimmt. Insbesondere im Bankensektor kann mittels unmittelbarer Außenhaftung der Geschäftsleiter für den Erhalt der Einlagen eine Interessenidentität zwischen Geschäftsleitern und Einlegern hergestellt werden, was gleichzeitig einen Beitrag zur Reduzierung des bankimmanenten moral hazard-Problems leistet. Ex post tragen privatrechtliche Ansprüche zum Ausgleich von Fehlallokationen bei, die durch Zuwiderhandlung gegen aufsichtsrechtliche Vorschriften eingetreten sind. § 823 Abs. 2 BGB bewirkt in diesem Zusammenhang die Abschöpfung von Gewinnen bzw. die Liquidation von Verlusten, die aus rechtswidrigem Verhalten entstanden sind. § 134 BGB hat zur Folge, dass Vorteile aus aufsichtsrechtswidrigen Transaktionen deren Urhebern letztlich nicht zugutekommen.

Ob von der privatrechtlichen Normdurchsetzung Gebrauch gemacht wird, hängt im Wesentlichen von der Entdeckungswahrscheinlichkeit des Normverstoßes und der Schadenshöhe ab. Je höher der eingetretene Schaden bei jedem einzelnen Marktteilnehmer und je geringer die Kosten sind, die zur Aufdeckung des Normverstoßes aufgewandt werden müssen, desto höher ist das Potential der privatrechtlichen Normdurchsetzung. Das daraus folgende Ergebnis ist zweigeteilt: Ist bei den Publizitätsvorschriften ein hohes Potential zu erkennen, trifft dies für das übrige Marktverhaltensrecht sowie die meisten Vorschriften des Bankenaufsichtsrechts eher weniger zu. Eine Ausnahme bildet dabei nur der Erlaubnisvorbehalt hinsichtlich des Erbringens von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen.

Die Dissertation schließt mit der Feststellung, dass das Privatrecht als Instrument zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und des Kreditsektors schon jetzt herangezogen werden kann. Daran schließt sich die Aufforderung an die Gesetzgeber an, unter Anerkennung der Möglichkeiten und Grenzen der privatrechtlichen Normdurchsetzung sowie der Phänomene der ‚adverse selection‘ und des ‚moral hazard‘ neben der bestehenden öffentlich-rechtlichen Normdurchsetzung auch von der privatrechtlichen Normdurchsetzung aktiv Gebrauch zu machen.