



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Privatrechtliche Informationspflichten im Recht der
Investmentfonds
Zugleich eine spieltheoretische Untersuchung des deutschen und
luxemburgischen Rechts“**

Dissertation vorgelegt von Phillip Cannell

Erstgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter-Christian Müller-Graff

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

A. Forschungsfrage

Private enforcement, das heißt – je nach Definition – Rechtsdurchsetzung durch Private und/oder Rechtsdurchsetzung mit Mitteln des Privatrechts, ist in einigen Teilrechtsgebieten bereits als eigenständige Säule der Rechtsdurchsetzung neben das *public enforcement* getreten. Im Bereich des Rechts der Investmentvermögen sind öffentlich gewordene Versuche der Rechtsdurchsetzung durch Private bislang äußerst selten. Im Schrifttum wird dieses Phänomen zumeist auf die bestehende Informationsasymmetrie zulasten der Anleger zurückgeführt.

Diese Arbeit untersucht deswegen primär privatrechtliche Informationsbeschaffungsmitteln von Anlegern dahingehend, ob sie einen bedeutsamen Beitrag zur vollständigen oder teilweisen Beseitigung der Informationsasymmetrie leisten können. Hierzu werden sowohl die privatrechtlichen Beziehungen der Anleger zur Verwaltungsgesellschaft als auch zur Verwahrstelle im Sinne eines ganzheitlichen Informationssystems beleuchtet. Informationsbeschaffungsmittel können einen Vorteil im unionsinternen Wettbewerb darstellen. Da Deutschland und Luxemburg in einem entsprechenden Konkurrenzverhältnis zueinanderstehen, werden das deutsche Recht und das luxemburgische Recht miteinander verglichen.

B. Angewandte Methodik

Der Rechtsvergleich wird mithilfe der funktionalen Rechtsvergleichung bewerkstelligt. Die funktionale Rechtsvergleichung in ihrer klassischen Ausprägung fragt in einem letzten Schritt danach, welches Recht die bessere Lösung bietet. Dieser subjektive Maßstab wurde und wird stark kritisiert. Im Sinne des Versuchs einer Objektivierung wird der subjektive Maßstab durch den objektiveren Maßstab der Rechtsökonomie ersetzt. Konkret wird hierzu auf die Grundlagen der Spieltheorie zurückgegriffen, welche die Entscheidungen mehrerer Entscheidungsträger untersucht, wobei die Entscheidung des Einzelnen von den Entscheidungen der anderen Entscheidungsträger abhängt und dies allen bewusst ist (sogenannte strategische Interdependenz). Anhand der Spieltheorie kann modelliert werden, wie die Verwaltungsgesellschaft auf die Informationspflichten im deutschen und luxemburgischen Recht reagiert; es wird aufgezeigt, ob und wie privatrechtliche Informationsbeschaffungsmittel im deutschen und im luxemburgischen Recht die Abschreckungswirkung privatrechtlicher Schadensersatzklagen beeinflussen. Die Spieltheorie dient mithin der Darstellung des Ist-Zustands, ohne ein Ergebnis als besser oder schlechter zu bewerten

C. Gang der Untersuchung

Hierzu werden im ersten und zweiten Teil die Länderberichte Deutschlands und Luxemburgs dargestellt. Diese folgen einem grundsätzlich identischem Aufbau: Erstens werden Schadensersatzansprüche der Anleger gegen die Verwaltungsgesellschaft bei einer fehlerhaften Portfolioverwaltung herausgearbeitet. Sodann wird zweitens die nationale Umsetzung des unionsrechtlichen Eskalationsverfahrens geprüft, welches – wie zu sehen sein wird – die privatrechtlichen Informationspflichten bedeutsam prägt. Hierauf folgen in einem dritten Schritt die Informationsbeschaffungsmittel der Anleger, wobei zunächst die Unzulänglichkeiten der öffentlich verfügbaren Informationen und der öffentlich-rechtlichen Informationsbeschaffungsmittel dargestellt werden. Anschließend werden die privatrechtlichen Informationspflichten der Verwaltungsgesellschaft und der Verwahrstelle ausführlich besprochen. Abgeschlossen werden die Länderberichte sodann durch eine Untersuchung des Zivilprozessrechts.

Im dritten Teil erfolgt der rechtsvergleichende Aspekt der Arbeit. Zunächst werden die wichtigsten rechtlichen Gemeinsamkeiten und Unterschiede dargestellt. Anschließend werden rechtskulturelle Erklärungsansätze für die gefundenen Unterschiede gesucht. In einem letzten Schritt wird mithilfe der Spieltheorie analysiert, welche Rechtsordnung dem Anleger „bessere“ im Sinne von stärker abschreckenden Schadensersatzansprüchen bietet.

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der gewonnenen Ergebnisse zur weiteren Systematisierung der Informationsbeschaffungsmittel in Thesenform.

D. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse in Thesenform

I. Das Eskalationsverfahren

1. Das unionsrechtliche Eskalationsverfahren dient sowohl der Entlastung der nationalen Aufsichtsbehörden als auch dem Anlegerschutz und wird primär durch die Verwahrstellenverträge in nationales Recht umgesetzt.
2. Das Eskalationsverfahren ist als einheitliches Verfahren konzipiert, ohne dass die Europäische Kommission dessen Voraussetzungen und Ablauf eindeutig benennt.
3. Aus einer Gesamtschau der Artikel, welche das Eskalationsverfahren behandeln, ergibt sich folgender Ablauf: Stellt die Verwahrstelle eine mögliche Pflichtverletzung der Verwaltungsgesellschaft fest, setzt sie die Verwaltungsgesellschaft hierüber in Kenntnis und gibt ihr die Möglichkeit zur Stellungnahme. Geht die Verwahrstelle mangels oder auch trotz Stellungnahme der Verwaltungsgesellschaft weiterhin von einer möglichen Pflichtverletzung aus, informiert die Verwahrstelle die nationale Aufsichtsbehörde. Im Anschluss können die Anleger zu informieren sein.
4. Das deutsche Entschädigungsverfahren nach §§ 78 Abs. 3 S. 1, 89 Abs. 3 S. 1 KAGB und das luxemburgische Korrekturverfahren nach dem Rundschreiben CSSF 02/77 sind aufgrund ihrer Struktur nationale Sonderfälle des unionsrechtlichen Eskalationsverfahrens, auch wenn dies von den nationalen Gesetzgebern nicht beabsichtigt war.
5. Aus dem deutschen Entschädigungsverfahren ergibt sich ein weiteres Argument dafür, dass das Eskalationsverfahren in der Ausgestaltung, die es im deutschen Recht erfährt, offen ist für eine Pflicht der KVG zur Mitteilung an die Anleger. Dies gilt nicht für das luxemburgische Korrekturverfahren, da der luxemburgische Gesetzgeber darauf verzichtet hat, allgemeine, für jedes Korrekturverfahren geltende Pflichten zu statuieren.

II. Informationsbereitstellungspflichten der Aufsichtsbehörde

Betriebliche Geheimnisse der Verwaltungsgesellschaft werden sowohl im deutschen als auch im luxemburgischen Recht geschützt. Solche Geheimnisse finden sich in den Prüfungsberichten von Wirtschaftsprüfern sowie in der Transaktionsliste der Verwaltungsgesellschaft. Nach deutschem Recht können Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse zumindest in den ersten fünf Jahren der vollständigen und zuweilen auch der teilweisen Herausgabe an den Anleger entgegengehalten werden. Im luxemburgischen Recht werden sämtliche Dokumente, über welche die CSSF verfügt, aufgrund der systemwidrigen, aber dem Gesetzgeberwillen entsprechenden

Bereichsausnahme zugunsten der CSSF geschützt, ohne dass der Zeitablauf einen Einfluss auf die Zulässigkeit des Informationsbegehrens des Anlegers hat.

III. Informationspflichten der Verwaltungsgesellschaft

1. Die kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten der Verwaltungsgesellschaft stellen den Anlegern weder im deutschen noch im luxemburgischen Recht Informationen zur Verfügung, die es ihnen ermöglichen, Pflichtverletzungen der Verwaltungsgesellschaft aufzudecken.
2. Während das öffentliche Recht die Verwaltungsgesellschaft abschließend zur Veröffentlichung allgemeiner Informationen verpflichtet, unterstützt das Privatrecht beider Rechtsordnungen den Anleger in unterschiedlichem Maße, transaktionsspezifische Informationen zu erlangen: Während im deutschen Privatrecht ein in sich geschlossenes Informationssystem zugunsten des Anlegers besteht, kann der Anleger nach luxemburgischem Recht nur die prozessuale Vorlage der Transaktionsliste zur Verbesserung seiner ansonsten aussichtslosen Beweissituation verlangen.
3. Aufgrund des Investmentvertrags ist der Geschäftsführer bei Geltung deutschen Rechts dazu verpflichtet, den Anlegern die nach §§ 675 Abs. 1, 666 Var. 1 BGB erforderlichen Nachrichten über das Investmentgeschäft zu geben. Hierzu gehören Portfoliogeschäfte mit einem besonders großen Umfang und überraschende Portfoliogeschäfte sowie die Einleitung, Durchführung und Beendigung von Eskalations- und Entschädigungsverfahren. Dabei hat der Geschäftsführer die Anleger insbesondere über die gerügte Handlung und über eventuell ergriffene Maßnahmen zur Beseitigung sowie zur Vermeidung künftiger, ähnlicher Pflichtverletzungen zu unterrichten.
4. Unter Berücksichtigung der Wertungen des Eskalations- und Entschädigungsverfahrens sowie der Schutzwürdigkeit der KVG hat der Geschäftsführer die Anleger erst dann über die Einleitung eines Eskalationsverfahrens zu benachrichtigen, wenn die Verwahrstelle das Eskalationsverfahren gegenüber der BaFin öffnet. Folglich hat der Geschäftsführer die Anleger insbesondere dann nicht zu informieren, wenn die Verwahrstelle infolge der Gegendarstellung der KVG nicht mehr von einem möglichen Pflichtverstoß ausgeht.
5. Anleger können ebenso auf den Investmentvertrag gestützt vom Geschäftsführer eine Auskunft verlangen, §§ 675 Abs. 1, 666 Var. 2 BGB. Das Auskunftsverlangen kann sich auf die aktuelle Zusammensetzung des Investmentvermögens und den aktuellen Wert des vom Anleger gehaltenen Anteils, einschließlich der Vorlage eines Verzeichnisses aller aktuell gehaltenen Anlageobjekte, beziehen. Weiterhin kann der Anleger auch Auskunft über den aktuellen Stand von Eskalations- und Entschädigungsverfahren verlangen.
6. Nach §§ 675 Abs. 1, 666 Var. 3 BGB haben die Anleger das Recht, vom Geschäftsführer Rechenschaft zu fordern. Als Teil der Rechenschaft ist eine Rechnungslegung zu erbringen. Unter Berücksichtigung der Gepflogenheiten des Kapitalmarkts legt der Geschäftsführer den Anlegern in verkehrüblicher Weise Rechnung, indem er die Transaktionsliste im Sinne von § 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KAGB für den betreffenden Zeitraum vorlegt. Anhand dieser Liste können die Anleger die Transaktionen, die die KVG in den letzten fünf Jahren für das Investmentvermögen ausgeführt hat, rekonstruieren. Darüber hinaus hat der Geschäftsführer den Anlegern

über alle abgeschlossenen Eskalations- und Entschädigungsverfahren Rechenschaft abzulegen.

7. Die Rechenschaft der KVG geht mit einer Offenlegung von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen einher. Der Schutz der KVG wird erreicht, indem die kapitalmarktrechtlichen Schutzmechanismen zugunsten des Anlegers berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang kommt der Institution der Verwahrstelle eine bedeutende Aufgabe zu, da diese die Tätigkeit der KVG bereits zugunsten und anstelle des Anlegers kontrolliert. Hieraus folgt, dass der Anleger eine Rechnungslegung in Form der Vorlage der Transaktionsliste nur dann verlangen kann, wenn das gesetzliche Schutzsystem im Einzelfall nicht funktionsfähig ist. Konkret muss der Anleger den begründeten Verdacht einer Pflichtverletzung der KVG darlegen, über die ihn weder der Geschäftsführer noch die Verwahrstelle informiert hat.
8. Anders als im deutschen Recht ist die luxemburgische SG nicht auch vertraglich zur Portfolioverwaltung gegenüber den Anlegern verpflichtet. Dies ist auf die unterschiedliche Behandlung der Verletzung gesetzlicher Pflichten durch das jeweilige Deliktsrecht zurückzuführen.
9. Eine akzessorische Informationspflicht der SG oder SI scheidet zum einen daran, dass der Anleger wie der Kunde einer *gestion discrétionnaire* darauf verzichtet, auf die Anlage und Verwaltung des Geldes Einfluss nehmen zu können. Zum anderen würde die Nutzungsmöglichkeit des OPC-Anteils durch eine solche Informationspflicht nicht verbessert.
10. Die SG oder die SI ist gegenüber dem Anleger nicht zur Rechenschaft und Rechnungslegung verpflichtet. Da der Zeichnungsvertrag kein Mandat ist, scheidet eine (direkte) Anwendung von Art. 1993 CC aus. Ein auf Art. 1993 CC gestützter, allgemeiner Rechtsgedanke der Rechnungslegung bei der Verwaltung fremden Vermögens ist im Erbrecht anerkannt. Dieser Rechtsgedanke lässt sich aufgrund der Besonderheiten der Vermögensverwaltung bei den verschiedenen OPC-Formen nicht auf das OPC-Recht übertragen, weswegen die SG oder die SI nicht verpflichtet ist, dem Anleger die Transaktionsliste vorzulegen.
11. Das Prozessrecht kann dem Anleger in beiden Rechtsordnungen nur in begrenztem Maße helfen, ein Vollzugsdefizit auf materiell-rechtlicher Ebene auszugleichen. Der Anleger benötigt ein Mindestmaß an Informationen, um eine hinreichend bestimmte Klage erheben zu können. Während dem Anleger im deutschen Recht eine Unterstützung durch die sekundäre Darlegungslast allenfalls ausnahmsweise zukommen kann, hilft ihm das luxemburgische Recht bei der Beschaffung von Beweismitteln.
12. Nach Art. 60 Abs. 2 S. 1 NCPC, Art. 288, 284 NCPC ist die SG im Rahmen des gegen sie geführten Schadensersatzprozesses verpflichtet, Beweismittel aus ihrer Sphäre vorzulegen, um ihrer prozessrechtlichen Mitwirkungspflicht nachzukommen. Aufgrund der Informationsnot des Anlegers ist es vertretbar, die beklagte SG zur Vorlage der Transaktionsliste zu verpflichten. Zum Schutz der beklagten SG sind alle Transaktionen unkenntlich zu machen, welche keinen Bezug zum Klageantrag haben.
13. Eine prozessuale Vorlagepflicht der Transaktionsliste nach Art. 350 NCPC bereits vor Eröffnung des Hauptsacheverfahrens ist abzulehnen, da ein drohender Beweismittelverfall und eine damit einhergehende Verschlechterung der Beweissituation des Anlegers nicht ersichtlich ist. Folglich ist es dem Anleger nicht

möglich, die Erfolgsaussichten seiner Klage bereits vor Klageerhebung umfassend beurteilen zu können.

IV. Informationspflichten der Verwahrstelle

1. Nach deutschem Recht stehen die Anleger in einer doppelten Weise in rechtlicher Verbindung zur Verwahrstelle: Erstens ist der Verwahrstellenvertrag ein Vertrag zugunsten Dritter, aus dem sich weitere Primäransprüche der Anleger gegen die Verwahrstelle ergeben können. Zweitens besteht zwischen der Verwahrstelle und den Anlegern ein gesetzliches Schuldverhältnis eigener Art. Während die Annahme eines gesetzlichen Schuldverhältnisses eigener Art notwendig ist, um die Primäransprüche der Anleger gegen die Verwahrstelle erklären zu können, ist die Auslegung des Verwahrstellenvertrags als Vertrag zugunsten der Anleger keinen durchgreifenden Bedenken ausgesetzt. Der Vorteil einer Kombination dieser beiden Lösungsansätze liegt in der Möglichkeit der Rechtsfortbildung durch den Vertrag zugunsten Dritter.
2. Oftmals wird die Annahme eines gesetzlichen Schuldverhältnisses eigener Art damit begründet, dass allein hierdurch das Bestehen und der Inhalt des Schuldverhältnisses von der Parteiautonomie der Verwahrstelle und der KVG entkoppelt werden könne, was letztlich dem Anlegerschutz zugutekomme. Dieses Argument übersieht jedoch, dass auch das gesetzliche Schuldverhältnis doppelt akzessorisch vom Verwahrstellenvertrag abhängig ist. Besser wäre es daher, von einem Schuldverhältnis mit gesetzlich definiertem Inhalt, aber vertraglichen Ursprungs zu sprechen.
3. Informationsansprüche der Anleger gegen die Verwahrstelle lassen sich auf Basis des Muster-Verwahrstellenvertrags auch unter Berücksichtigung seiner anlegerschützenden Komponente nicht im Verwahrstellenvertrag finden.
4. Die Verwahrstelle trifft eine Aufklärungspflicht als nichtleistungsbezogene Nebenpflicht zum Schutz des Integritätsinteresses der Anleger. Aufgrund ihres beschränkten Kontrollauftrags kommt der Verwahrstelle jedoch nur die Pflicht zu, die Anleger über Eskalations- und Entschädigungsverfahren zu informieren. Der Verwahrstelle obliegt insoweit eine Reservefunktion, um sicherzustellen, dass Informationen über Eskalations- und Entschädigungsverfahren, über die die KVG bereits nach §§ 675 Abs. 1, 666 Var. 1 BGB zu benachrichtigen hat, den Anleger erreichen. Hierdurch wird ein informationeller Mindeststandard zugunsten der Anleger gewahrt. Eine darüberhinausgehende Auskunftspflicht trifft die Verwahrstelle nicht, da den Anlegern umfassende Informationsansprüche gegen die KVG zustehen.
5. Auf den Verwahrstellenvertrag lässt sich im luxemburgischen Recht, wie auf jeden anderen Vertrag auch, die Rechtsfigur der stipulation pour autrui anwenden. Allerdings überlagert der Wille des Unionsgesetzgebers den individuellen Parteiwillen, sodass bei der Prüfung, ob dem Anleger infolge einer stipulation pour autrui ein Anspruch gegen die Verwahrstelle zukommt, der unionsgesetzliche Zweck einer Bestimmung heranzuziehen ist. Der Verwahrstellenvertrag sieht jedoch keinen Informationsanspruch der SG gegen die Verwahrstelle vor, der dem Anleger zugutekäme.
6. Auf der Grundlage des fallübergreifenden Konzepts eines allgemeinen akzessorischen Informationsanspruchs kann, soweit er überhaupt anzuerkennen ist, aufgrund des

berechtigten Interesses der SG an der Geheimhaltung ihrer Geschäftsgeheimnisse keine Informationspflicht der Verwahrstelle gegenüber den Anlegern hergeleitet werden.

7. Mangels Verwaltung fremden Vermögens ist es auch nicht überzeugend, den aus Art. 1993 CC entwickelten allgemeinen Rechtsgedanken der Rechnungslegung auf die Verwahrstelle zu übertragen.

V. Rechtskulturelle Erläuterung der vorgefundenen Unterschiede

1. Der luxemburgische Gesetzgeber hat sich aktiv dagegen entschieden, den Anlegern materiell-rechtliche Informationsbeschaffungsmittel zur Verfügung zu stellen. Im deutschen Recht fehlt eine vergleichbar eindeutige Positionierung des Gesetzgebers; vielmehr ermöglichen bestehende Institute der Rechtsfortbildung die Gewinnung von materiell-rechtlichen Informationsbeschaffungsmitteln.
2. Aus dem Streit zwischen der luxemburgischen Regierung und der luxemburgischen Presse um die presserechtlichen Informationszugangsmöglichkeiten kann auf eine grundsätzlich geringere Bedeutung der Informationsfreiheit für den luxemburgischen Gesetzgeber geschlossen werden.
3. Aus einem liberalen Selbstverständnis heraus gewährt der luxemburgische Gesetzgeber dem Kapitalmarkt einen großen Freiraum. Diesen Freiraum beschränkt der luxemburgische Gesetzgeber nur infolge inter- und supranationalen Zwangs und Drucks. Dies lässt sich an der rechtlichen Entwicklung des Bankgeheimnisses ablesen. Aktuell räumt der Gesetzgeber im Hinblick auf die Informationspflichten der SG und der Verwahrstelle den Anlegern den Freiraum (und die damit einhergehende Obliegenheit bei Bedarf) ein, sich die notwendigen Informationen durch individuelle Abreden mit ihrem Vertragspartner (konkret: der FCP-SG oder SI) oder der Verwahrstelle zu beschaffen.

VI. Bewertung anhand der Spieltheorie

1. Im Gegensatz zu aktiven Informationsbeschaffungsmitteln verschaffen passive Informationsbeschaffungsmittel dem Schadensersatzanspruch des Anlegers eine zumindest teilweise Abschreckungswirkung. In Rechtsordnungen, welche nur aktive Informationsbeschaffungsmittel zur Verfügung stellen, wird die Verwaltungsgesellschaft unabhängig vom Klageverhalten der Anleger stets rechtswidrig handeln, sofern ihr dies einen ausreichend großen Vorteil verschafft.
2. Von passiven Informationsbeschaffungsmitteln profitieren unmittelbar nur Großanleger. Kleinanleger profitieren mittelbar hiervon, sofern Großanleger an demselben OGA beteiligt sind. Andernfalls bedarf es anderer Schutzmechanismen speziell für OGA, in welche nur Kleinanleger anlegen (zum Beispiel eine Pflicht zur Aktivlegitimation der Verwahrstelle verbunden mit der Pflicht, diese wahrzunehmen, §§ 78 Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 89 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 KAGB).
3. Aktive Informationsbeschaffungsmittel setzen immer voraus, dass der Anleger bereits über ein Mindestmaß an Informationen verfügt. Woher diese Informationen stammen, lässt sich nicht pauschal beantworten und kann deswegen auch nicht modelliert werden. In Rechtsordnungen, die Anlegern nur aktive Informationsbeschaffungsmittel zur Verfügung stellen, besteht mithin die Gefahr eines faktisch rechtsfreien Raums zum Nachteil der Anleger. Passive Informationsbeschaffungsmittel verhindern dies,

indem sie durch ihre Anreizwirkung bereits aus sich heraus dem Schadensersatzanspruch zu einer spürbaren Abschreckung verhelfen.

4. Kleinanleger, die wegen der luxemburgischen Kostenstruktur des Prozessrechts keinen Schadensersatz von der SG verlangen werden, stehen nicht schlechter als deutsche Kleinanleger, die infolge eines externen Hinweises immer Schadensersatz von der KVG verlangen werden. Anders verhält es sich bei luxemburgischen Großanlegern, welche im Gegensatz zu deutschen Großanlegern keine Klage wegen einer rechtswidrigen Portfolioverwaltung erheben und somit keinen Schadensersatz erhalten.

Die Arbeit wird im Nomos Verlag in der Schriftenreihe „Heidelberger Schriften zum Wirtschafts- und Europarecht“ erscheinen.