



Finanzintermediäre als Katalysatoren zwischen Markt und Recht

Zum Verhältnis von zivil- und öffentlich-rechtlichem Rechtsschutz im Recht der Finanzmarktaufsicht

Dirk Zetzsche, Düsseldorf

1. Finanzintermediäre organisieren und verwalten Finanzmittel für Dritte. Diese unterliegen einerseits Markteinwirkungen, andererseits Rechtsvorschriften, die teils zum Schutz der Märkte und teils zum Schutz einzelner Anleger erlassen werden. Dabei reicht der Regelungsgrund über die eigentlich adressierte Einheit und deren Vertragspartner hinaus. Finanzintermediäre erfüllen eine Compliance-Funktion zugunsten der Qualität und Tiefe des Gesamtmarktes.
2. Im Recht der kollektiven Vermögensanlage begründet eine Schlechtleistung im Sinne einer negativen Performance grundsätzlich keinen Ersatzanspruch. So wird vermieden, dass das Anlagerisiko vom Anleger auf den Intermediär verlagert wird. Rechtlich wird dieses Intermediärsprivileg durch Institute wie die „Prudent Investor Rule“ - unzureichend übersetzt als „Grundsatz der Vorsicht“ – abgebildet.
3. An die Stelle des fehlenden Ersatzanspruchs treten die Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen (insbesondere: für Prospekte und Finanzberichte), Regelungen zur Organisation von Finanzintermediären (sog. Fonds Governance) und eine Fachaufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).
4. Mangels individualisierter Ansprüche entsteht ein Rechtsdurchsetzungsdefizit, wenn die Fachaufsicht den Regulierten zu freundlich gegenüber steht (Beispiel: Vorschriften zur Zulässigkeit von Gebühren werden zugunsten der Fondsgesellschaft ausgelegt). Dazu kommt es z.B., wenn sich die Aufsicht mit den Beaufsichtigten aufgrund einer entsprechenden Informationslage oder aus Gründen der persönlichen Arbeitserleichterung assoziiert („regulatory capture“) oder infolge politischen Einfluss wegen übergeordneter Standortinteressen („Schutz der Finanzwirtschaft“, Standortwettbewerb).
5. Diesem Rechtsdurchsetzungsdefizit kann auf zwei Arten begegnet werden: öffentlich-rechtlich, durch Einräumung eines Anspruchs betroffener Anleger auf Tätigwerden gegen die Aufsichtsbehörden, und privatrechtlich durch Annahme einer Drittschutzwirkung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften (z.B. zur internen Organisation) i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB.
6. Beides gewährt die bislang h.M. nur in engen Grenzen, mit folgenden Argumenten: 1. Schutz der Funktionsfähigkeit der Verwaltung vor der mit Rechtsschutz verbundenen Blockadewirkung, 2. Angst vor Missbrauch der Gerichte durch die massenhafte Ausübung des Klagerechts, 3. Verlagerung des Anlegerrisikos durch Inanspruchnahme mit Kleinanlegern sympathisierender Richter statt „fachkundiger“ Aufsichtsbeamter.

7. Soweit eine Klagebefugnis einzelner Anleger auf dem Verwaltungsrechtsweg und damit subjektiv-öffentliche Rechte Dritter ausgeschlossen werden, beruft sich die h.M. auf die Vorschrift des § 4 Abs. 4 FinDAG sowie einzelner Spezialvorschriften, wonach die BAFin „ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse“ wahrnimmt. Der Schutz einzelner Anleger sei lediglich Rechtsreflex.

8. Soweit die drittschützende Wirkung i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB verneint wird, wird dafür der mehr oder weniger deutlich artikuliert Wille des Gesetzgebers in Anspruch genommen. Die Rechtsprechung folgt grds. dem Vorstehenden, durchbricht jedoch im Ergebnis den – in toto – Ausschluss des Klagerechts durch eine Auflockerung der strengen Kriterien des § 826 BGB sowie durch Drittschutzwirkung strafrechtlicher Vorschriften (§ 264a StGB etc.).

9. Das Zusammenwirken von zivil- und öffentlich-rechtlichem Klageausschluss ist weder verfassungsrechtlich (sub a) noch aus Gründen des übergeordneten Regelungsziels des Finanzmarktrechts (Markt- und Individualschutz, sub b) hinnehmbar.

a) Die derzeit h.M. verweigert im Ergebnis den Anlegern den verfassungsrechtlich gebotenen effektiven Rechtsschutz. Des Weiteren wird die gesetzgeberische Regelungshoheit durch eine zu freundliche Rechtsdurchsetzung langfristig unterminiert; die Rechtsauslegung der Aufsichtsbehörde ersetzt die der Judikative im Einzelfall, womit das Prinzip der Gewaltenteilung betroffen ist.

b) Aus Sicht des Individualschutzes perpetuiert sich eine tendenziell anlegerfeindliche Aufsichtspraxis. Dies mindert das Anlegervertrauen. Aus Sicht des Marktschutzes tragen die vorgenannten Tendenzen zur Erhöhung der Transaktionskosten bei, was die Markteffizienz reduziert. Infolgedessen verlagern kundige Anleger Transaktionen in effizientere Teilmärkte (z.B. in Private Equity und Hedgefonds statt Public Equity), die die vorgenannten Nachteile aufgrund einer stärkeren einzelvertraglichen Ausgestaltung nicht aufweisen. In den übrigen Segmenten verbleiben die besonders schutzbedürftigen Anleger, denen der erforderliche Schutz aber aus o.g. Gründen versagt.

10. Stattdessen ist eine Wechselwirkung von öffentlichem und zivilrechtlichem Rechtsschutz anzuerkennen, verwaltungsrechtlicher Drittschutz und die Zuweisung von Ersatzansprüchen gem. § 823 Abs. 2 BGB korrelieren. Nach dem Prinzip kommunizierender Röhren muss öffentlich-rechtlicher Drittschutz durch Zuweisung eines subjektiv-öffentlichen Rechts umso mehr anerkannt werden, je weniger zivilrechtlicher Drittschutz besteht, und vice versa.

11. Abgrenzungskriterium zwischen der öffentlich- und der zivilrechtlichen Domäne könnte die Wirkung der Durchsetzungsmaßnahme (z.B. von Ersatzansprüchen) auf das Anlegerkollektiv sein: Wirkt die Klage isoliert auf den einzelnen Anleger, ist zivilrechtlicher Rechtsschutz geboten; bei

einer das Kollektiv betreffenden Klagewirkung empfiehlt sich ein öffentlich-rechtliches Vorgehen.

12. Das Recht der kollektiven Vermögensverwaltung bietet für beide Fallgruppen Beispiele.