

Kommentar

Maki Saito^{*,**}

- I. Refinanzierung von Immobiliendarlehen in Japan
- II. Durchsetzung der ex-ante Risikoverteilung als Grundlage der Marktmechanismen

Dieser Themenblock ist dem Gesellschaftsrecht gewidmet. Das Referat zum deutschen Recht, das ich rechtsvergleichend aus der Sicht des japanischen kommentieren möchte, greift jedoch finanzmarktbezogene Fragen auf, welche vordringlich dem Verbraucherschutz zuzuordnen sind, der in Japan als Teil des Zivilrechts angesehen wird. Von daher ist es zweifelhaft, ob ich als Gesellschaftsrechtlerin, welche die letzten Reformen und Entwicklungen in diesem Bereich nicht zur Genüge verfolgt hat, vorliegend als Kommentatorin geeignet bin. Ich werde aber gerne die Gelegenheit nutzen, um von den Teilnehmern aus den unterschiedlichen Fachgebieten Informationen und Anregungen zu erhalten.

I. REFINANZIERUNG VON IMMOBILIENDARLEHEN IN JAPAN

Zunächst komme ich zu den Immobiliendarlehen: Auch in Japan sind die Zinsen für Immobiliendarlehen von etwa 8,5 % Mitte der 1990er Jahre auf gegenwärtig 2,5 % bei variablem Zinssatz und 3 % bei festem Zinssatz drastisch gesunken.¹ Deshalb sollten in Japan eigentlich die gleichen Probleme wie in Deutschland auftreten. Schaut man sich die Tagespresse an, ist ein solches Phänomen aber nicht festzustellen.

Eine rechtskulturelle Erklärung wie etwa die, dass Japaner im Vergleich zu Deutschen ein weniger stark ausgeprägtes Rechtsbewusstsein hätten oder dass japanische Bürger sich von Rechtsstreitigkeiten lieber fernhielten, klingt – nach zahlreichen Klagen auf Rückforderungen von Überzahlungen – jedoch nicht überzeugend. Auch die Annahme, dass Japaner so beschei-

* Professorin für Gesellschaftsrecht, Graduate School of Law, Universität Kyōto. Die Vortragsfassung ist beibehalten, jedoch um einige Ausführungen und Fußnoten ergänzt worden.

** Ich bedanke mich bei Frau Dr. *Karla Rupp-Alene* für ihre Hilfe bei der Übersetzung dieses Beitrags und bei Herrn Professor *Kazuyuki Yoshinaga* für wissenschaftliche Anregungen in Bezug zum Immobiliendarlehen. Verbleibende Fehler oder Unrichtigkeiten fallen jedoch ausschließlich in die Verantwortung der Verfasserin.

¹ Siehe z.B. <https://www.flat35.com/loan/atoz/06.html>.

den seien, dass sie sich einer opportunistischen Haltung enthielten, kann man beispielsweise mit Blick auf die Erfahrung widerlegen, die in Japan mit der Geltendmachung von *appraisal rights* (Abfindungsrechten) im Gesellschaftsrecht gemacht wurden. Das japanische Gesellschaftsrecht sieht vor, dass die Aktionäre, die mit bestimmten Handlungen der Gesellschaft, wie z.B. einer Verschmelzung, nicht einverstanden sind, von der Gesellschaft verlangen können, ihnen ihre Aktien zu einem fairen Preis abzukaufen (Artt. 785, 796 Gesellschaftsgesetz). Der Kaufpreis berechnet sich dabei nach dem Aktienkurs im Zeitpunkt der Rechtsausübung. Deshalb übten oft kleine Anleger, deren Widerstand nicht die Beschlussfassung der Hauptversammlung blockieren sollen, dieses Recht aus, um den Erhalt des Kaufpreises zu dem aktuellen Kurs sicherzustellen, und suchten zugleich aber nach Gelegenheiten, auf dem Markt zu höheren Preisen verkaufen zu können. Diese Praxis ist nach der Reform des Gesellschaftsgesetzes von 2014 nicht mehr möglich.

Die Zinsen für Immobiliendarlehen sind in Japan schon um das Jahr 1995 herum auf das aktuelle Niveau gefallen. Es scheint nur wenige Kreditnehmer zu geben, die heutzutage noch Schulden aus den frühen neunziger Jahren haben. Rechtsstreitigkeiten über die Gültigkeit von Darlehensverträgen wurden aber auch zum Zeitpunkt dieses Zinssturzes zu keinem sozialen Problem. Die anekdotische Erfahrung, dass der deutsche Gesetzgeber das Problem der missbräuchlichen Berufungen auf Widerrufsrechte auch mit der Einführung einer legislativen Musterbelehrung nicht lösen konnte, deutet darauf hin, dass deutsche Verbraucher vermutlich auch in der japanischen Praxis leicht potentielle „Widerrufsjoker“ entdecken könnten, wenn sie sich in Japan finanziell engagieren würden.

In diesem Sinne könnte das Kreditgewerbe in Japan bisher an der Nachlässigkeit japanischer Juristen und Verbraucherverbände verdient haben. In Japan fehlten entsprechende Anreize zum Teil deswegen, weil seinerzeit das Verbraucherrecht noch nicht ausreichend entwickelt war und auch weil zwar nicht der einzige aber doch der größte Kreditgeber im Bereich der Immobilienfinanzierung für Verbraucher eine öffentliche Körperschaft (*jūtaku kinyū kōko*) war, die recht günstige Zinsen anbot. Ein noch wichtiger Grund ist nach meiner Einschätzung jedoch die Tatsache, dass eine Refinanzierung durch Rückzahlung bestehender Schulden sehr einfach war, was den Kreditnehmern den Anreiz nahm, sich vermittels eines Rechtsstreits von dem ursprünglichen Vertrag zu lösen.

Bei der vorzeitigen Rückzahlung eines Darlehens verliert der Kreditgeber die Chance, weitere Zinserträge zu erzielen. Daher sieht das japanische Zivilgesetz vor, dass ein Kreditnehmer bei einer vorzeitigen Rückzahlung des Darlehens nicht die Interessen des Kreditgebers verletzen darf (Art. 136 Abs. 2 ZG). Dies bedeutet, dass der Kreditnehmer zur Zahlung einer Vor-

fälligkeitsentschädigung verpflichtet ist. Ohne abweichende Vereinbarung beläuft sich diese Entschädigung auf den Gesamtbetrag der bei normaler Laufzeit des Kredites noch ausstehenden Zinsen. In der japanischen Praxis gibt es in einer Kreditvereinbarung normalerweise eine Klausel auf Zahlung einer Gebühr bei der vorzeitigen Rückführung des Kredites. Diese Gebühr entspricht der Vorfälligkeitsentschädigung, effektiv den Kosten der Umschuldung. Bei der Refinanzierung muss man noch zusätzliche Kosten berücksichtigen, wie die Zulassungssteuer, die Vergütung an den Rechtsschreiber (*shihō shoshi*) für die Löschung der alten und die Eintragung der neuen Hypothek im Registers, die Kommission für das Garantieunternehmen und Prämien für die Lebensversicherung.² Dies sind die Kosten, die auch entstehen, wenn man den bestehenden Darlehensvertrag widerruft und eine neue Kreditaufnahme tätigt. Bei der Rückabwicklung vermittelt eines Widerrufs spart der Kreditnehmer jedoch die Kosten der Vorfälligkeitsentschädigung.

Leider verfüge ich über keine historischen statistischen Daten bezüglich der Höhe der Gebühr. Laut der Webseite einer Bank belief sich diese vor dem Jahr 2009 auf 2 % des Kreditbetrages, oder, im Falle einer besonderen Vereinbarung, handelte es sich um einen festen Betrag von höchstens 30.000 Yen (ca. 222 Euro). Bei einem Kreditsaldo von 20 Millionen Yen (ca. 150.000 Euro) belief sich die prozentuale Gebühr mithin auf höchstens 400.000 Yen (ca. 3.000 Euro).³ Verglichen mit den Kosten einer Rechtsstreitigkeit war dies wesentlich kostengünstiger. Zur Zeit der historisch niedrigen Zinsen beträgt die Gebühr inzwischen oft 0 % wegen des Wettbewerbs zwischen den Banken um Hypothekendarlehensnehmer.

Wenn die Kosten der Refinanzierung (d. h. die Vollfälligkeitsentschädigung) in Japan günstiger sind als in Deutschland, bedeutet dies nicht nur, dass der japanische Verbraucher in den Genuss einer billigeren Refinanzierung kommt, sondern auch, dass die leichtere Refinanzierung den Wettbewerb unter den Banken fördert und die Verbraucher so zu vorteilhafteren Geschäftsbedingungen Kredite aufnehmen können. Das heißt, dass die bisherige japanische Praxis durch den Wettbewerb der Finanzinstitute die Interessen der Verbraucher gefördert hat, ohne das Risiko einzugehen, durch eine extensive Ausübung von Widerrufsrechten die Grundlagen des Bankgeschäftes zu gefährden. Über einen effektiven Verbraucherschutz kann man nicht sinnvoll sprechen, ohne zugleich seine Auswirkungen auf die Marktmechanismen mit einzubeziehen.

Ein weiterer Vorteil einer Rückabwicklung kann im Vergleich zu einer vorzeitigen Rückzahlung eines Kredites darin liegen, dass der Kreditnehmer bei der Rückabwicklung im Wege der Naturalrestitution die schon geleisteten

2 Siehe für eine Simulation <https://www.flat35.com/simulation/sim2.html>.

3 <https://www.orixbank.co.jp/personal/fee/cancel.html>.

Zinszahlungen zurückerhalten kann. Allerdings sollte der Kreditnehmer dann auch das erhaltene Darlehens zurückzahlen und zwar einschließlich eines Nutzungsentgeltes, dessen Höhe sich nach dem gesetzlichen Zinssatz berechnet.

Bis zur Reform im Jahr 2017 betrug der gesetzliche Zinssatz in Japan im Prinzip 5 % (Art. 404 ZG a.F.) und, soweit eine Sonderregel des Handelsrechts galt, 6 % (Art. 514 HG a.F.). Beide Zinssätze sind bemerkenswert höher als der durchschnittliche Marktzinssatz in den letzten 30 Jahren. Nutzungsentgelte können demnach die Höhe der zurückzuerhaltenden Zinsen weit überschreiten. Die Tatsache, dass die Einführung der heute geltenden variablen gesetzlichen Zinssätze erst lange nach dem Einbruch der zuvor am Markt üblichen Zinssätze erfolgte, könnte in retrospektiver Betrachtung ein Glück für die japanische Finanzindustrie gewesen sein.

Ich würde gerne die heutige Gelegenheit nutzen, um diese Hypothese von Teilnehmern der Tagung im Anschluss an mein Referat beurteilen zu lassen.

II. DURCHSETZUNG DER *EX-ANTE* RISIKOVERTEILUNG ALS GRUNDLAGE DER MARKTMECHANISMEN

Als Zweites komme ich zu den Verkäufen von Finanzprodukten: Da wir bereits über die allgemeine Bewertung der Privatautonomie diskutiert haben, möchte ich hier auf die Spezifika von Transaktionen mit Finanzprodukten eingehen. Auf dem Markt für Finanzprodukte unterliegt die Verkäuferseite, nämlich die Emittenten der Produkte und die Investmentbanken, welche diese verkaufen, einer strengen Regulierung und der Aufsicht der zuständigen Behörde. Die Käuferseite genießt demgegenüber eine große Entscheidungsfreiheit. Dies ist ein Aspekt, durch den sich der Handel mit Finanzprodukten von anderen Transaktionen unterscheidet.

Der Handel mit Finanzprodukten unterscheidet sich von anderen Geschäften, wie etwa dem Kauf eines Mercedes PKW oder einer Hitachi Waschmaschine, ferner insbesondere auch dadurch, dass nicht nur der Käufer, sondern auch der Verkäufer nicht weiß, was der Käufer am Ende wertmäßig bekommen haben wird. Denn über den Wert eines Finanzproduktes entscheidet der Markt. Dabei hat das Verhalten des Käufers selber Einfluss auf die Erträge anderer Marktteilnehmer, weil der Marktpreis handelbarer Finanzprodukte durch das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Der Widerruf einer Transaktion wirkt oft nicht (nur) gegenüber dem Verkäufer, sondern wirkt sich auch auf den Markt insgesamt aus und damit direkt oder indirekt auf die finanzielle Situation anderer Marktteilnehmer. Demgegenüber wird beim Widerruf eines Waschmaschinenkaufs lediglich die Ware dem Verkäufer zurückgegeben, ohne dass dadurch andere, zufriedene Käufer benachteiligt werden. Durch einen rückwirkenden Widerruf nach eingetretenen Kursverlusten bei gehandelten Finanzpro-

dukten gibt der widerrufende Anleger hingegen seinen Verlust an die anderen, verbleibenden Inhaber des betreffenden Finanzproduktes weiter, wenn, etwa im Fall von Fondsanteilen, dem austretenden Anleger der Kaufpreis für seinen Anteil aus den Mitteln des Fonds erstattet wird. Wenn die vermittelnde Investmentbank den Verlust trägt, wird die Rückgabe der (wertlos gewordenen) Finanzprodukte der widerrufenden Anleger gegen Rückzahlung des ursprünglichen Kaufpreises den Marktwert der Bank senken.

Bei einigen Finanzprodukten, wie etwa Optionen, schließen der Emittent des betreffenden Finanzprodukts als Verkäufer und der Käufer eine Art Wette auf die zukünftige Markt- bzw. Wirtschaftsentwicklung ab. Der Handel von solchen Finanzinstrumenten bedeutet eine *ex-ante* Risikoverteilung auf beide Parteien. Bei einzelnen Transaktionen kann entweder der Käufer oder der Verkäufer gewinnen. Jeder bildet ein Portfolio, der Emittent ein Portfolio der Projekte und der Anleger ein Portfolio von Finanzinstrumenten. Diese Vorgehensweise verteilt das Risiko und soll den Verlust einer Investition durch den Gewinn aus einer anderen Anlage kompensieren. Wenn es nun aber nur dem Käufer möglich ist, seine Investition rückabzuwickeln, nachdem der wirtschaftliche Erfolg oder eben auch Misserfolg der Investition bekannt geworden ist, wird das Fundament des Geschäftsmodells, Finanzprodukte zu gestalten und zu verkaufen, erschüttert.

Bei Finanzinvestitionen wetten Anleger unter Annahme stochastisch erfasster künftiger Marktentwicklungen. Ein Markt ist etabliert, da die Prognosen der Marktteilnehmer vielfältig sind und die Risikoorientierung der einzelnen Anleger unterschiedlich ist. Die Akkumulation von Investitionen ermöglicht es dem Markt jedoch nur unter der Prämisse einen fairen Marktpreis zu bilden, dass die Anleger das Risiko tragen, einen Verlust zu erleiden, wenn sie die Wette verlieren. Für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt ist es notwendig, die *ex-ante* Risikoverteilung zwischen den Parteien durchzusetzen. Selbstverständlich geht ein fairer Markt von der Offenlegung wichtiger Informationen aus. Falsche Informationen müssen korrigiert und in einigen Fällen müssen die Anbieter derartiger Informationen mit Sanktionen belegt werden.

Berücksichtigt man diese Merkmale, die den Transaktionen mit Finanzprodukten eigen sind, lassen sich für das traditionelle Widerrufsrecht im Falle falscher Prospektangaben die folgenden Grundsätze entwickeln, wie auch der Vortrag von *Baum* gezeigt hat.

Gewährt man den Anlegern bereits bei geringfügigen, lediglich formalen Verstößen gegen eine prospektrechtliche Vorschrift automatisch ein Widerrufsrecht, bleibt völlig außer Acht, dass der Anleger das betreffende Finanzprodukt vielleicht in jedem Fall gekauft hätte, dass also die Falschinformation möglicherweise gar nicht kausal für seine Anlageentscheidung gewesen ist. Ferner erhält der Anleger in der Regel den vollen Kaufpreis zurück, der

unabhängig von dem aktuellen Wert des Finanzprodukts ist, der sich aufgrund einer allgemeinen Marktentwicklung, die nicht mit dem Prospektfehler zusammenhängen muss, ergeben hat. Der Anleger hat die Wahl, bei einer vorteilhaften Marktentwicklung an seinem Erwerb festzuhalten und bei Fallen des Marktpreises auf das Widerrufsrecht zurückzugreifen und den Erwerb rückabzuwickeln. Anders als bei einer individuellen Verletzung von Informationspflichten im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzprodukten, betrifft der Mangel eines Prospekts alle Inhaber des betroffenen Finanzinstruments mit der Folge, dass das Widerrufsrecht bei Kursrückgängen plötzlich von vielen Anlegern massenhaft ausgeübt wird.

Es gibt keinen Staat oder Philanthropen, der die erforderlichen Mittel bereitstellen würde, um die Verluste der widerrufenden Anleger zu decken, die durch verlorene Wetten entstanden sind. Dies müssen vielmehr die übrigen Marktteilnehmer leisten, die durch Zufall oder systematisch eine richtige Investitionsentscheidung getroffen haben, oder die vermittelnden Kreditinstitute, auch wenn sie nur Kommissionen verdienen.

Das rückwirkende Widerrufsrecht zielt auf einen Verbraucherschutz, der den zentralen Marktgrundsatz der prinzipiellen Eigenverantwortlichkeit für getätigte Investition leugnet. Anders als beim Schadensersatz, gibt es dort, wie erwähnt, keinen Raum, um Faktoren wie die Vorsätzlichkeit von Falschangaben, den Kausalzusammenhang zwischen solchen Angaben und der Investitionsentscheidung oder die Auswirkung der Angaben auf den Marktpreis zu berücksichtigen.

Die Praxis ist in Japan bislang noch nicht so weit wie die österreichische Rechtsprechung gegangen. Eine Ursache hierfür liegt in einem anderen Aufbau der Regulierung. Der Anlegerschutz in Japan ist auf drei Gesetze verteilt. Im Finanzprodukte- und Börsengesetz finden sich Vorschriften zur Prospektpflicht und anderen Publizitätspflichten. Im Rahmen des Finanzproduktehandelsgesetzes sind die Informationspflichten für Vertreiber von Finanzprodukten festgelegt. Das Verbrauchervertragsgesetz wiederum regelt den Schutz vor einer unzureichenden Bereitstellung von Informationen durch den Produkthanbieter bei Transaktionen zwischen Verbrauchern und Unternehmen. Das Verbrauchervertragsgesetz und die beiden anderen Gesetze unterliegen der Aufsicht verschiedener Behörden.

Das Verbrauchervertragsgesetz erlaubt den Widerruf eines Vertrags im Falle einer gesetzwidrigen Aufforderung zum Vertragsschluss; die anderen beiden Gesetze sehen hauptsächlich die Leistung von Schadensersatz als Sanktion vor.⁴ Beim Vertrieb von Finanzprodukten bejahen die japanischen Gerichte selten eine Ungültigkeit (nach der Reform von 2017: Anfechtbarkeit) des Vertrages wegen Irrtums oder die Möglichkeit einer Anfechtbarkeit wegen Täuschung, und sie sind auch sehr zurückhaltend, die Gültigkeit

des Rechtsgeschäfts wegen einer Verletzung von verwaltungsrechtlichen Vorschriften wie solchen des Finanzproduktehandelsgesetzes zu verneinen.

Wie von Baum erwähnt, können bei einer Sanktion in Form der Verpflichtung zur Leistung von Schadenersatz verschiedene Faktoren berücksichtigt werden, um zu beurteilen, ob und in welchem Umfang der betroffene Anleger rechtlichen Schutz verdient. Das Obergericht Tōkyō entschied in diesem Sinne beispielsweise, dass zwischen der Nichtübergabe des Prospekts und dem Schaden des Anlegers, der aufgrund des Konkurses des Emittenten der gehandelten Schuldverschreibung entstanden war, kein Kausalzusammenhang bestand und argumentierte unter anderem, dass auch aufgrund der Angaben in dem auszuhändigenden Prospekt der Konkurs nicht vorsehbar gewesen wäre.⁵

Im Fall falscher Angaben in dem Wertpapierbericht (*yūka shōken hōkoku-sho*) kann das Gericht dem Anspruchsberechtigtem zwar die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und Veräußerungspreis zusprechen, um dem Anleger auf diese Weise eine Rückkehr zu dem wirtschaftlichen Status vor dem Kauf des Finanzprodukts zu ermöglichen.⁶ Dies gilt jedoch nur, wenn der oder die Anleger(in) das Gericht zu überzeugen vermag, dass er oder sie das betreffende Finanzprodukt ohne die Mängel in dem Bericht nicht gekauft hätte.⁷

Während es beim Schadenersatzanspruch sehr schwer ist, dessen strenge Voraussetzungen zu erfüllen, eröffnet das Widerrufsrecht einen leichten Weg für die Anleger, um das von ihnen angelegte Geld im Falle einer wirtschaftlichen Fehlentscheidung zurückerhalten. Der österreichische Gesetzgeber könnte genau auf diese Einfachheit abgezielt haben. Die Erfahrung in Österreich lehrt, dass ein Widerrufsrecht ohne oder mit einer sehr langen Ausübungsfrist den Anlegern großen Raum für ein opportunistisches Verhalten gibt und auf diese Weise die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes gefährdet. Mit den Lehren, die aus dem heutigen Vortrag von Baum gezogen wurden, wird unsere Verbraucheragentur hoffentlich künftig darauf verzichten, den Anwendungsbereich des Verbrauchervertragsrechts über den gegenwärtigen Stand hinaus allzu weit auszuweiten.

4 Ausnahmen sind der unerlaubte Vertrieb von nicht börsennotierten Aktien durch nicht registrierte Vermittler (Art. 171-2 FBG) und das Widerrufsrecht, das (nur) Kunden von Anlageberatern zusteht (Art. 37-6 FBG, Art. 16-6 FBG-DVO).

5 OG Tokyo Urteil v. 26. 10. 2000, Hanrei Jihō 1734, 18.

6 OGH Urteil v. 13.3.2012, Hanrei Jihō 2146, 33.

7 K. KANZAKI et al, *Kinyū shōhin torihiki-hō* (Seirin Shoin, Tōkyō 2012) 568 Fn. 5; vgl. OGH Urteil v. 13.9.2011, Hanrei Jihō 2134, 35.