

Widerrufs-/Rücktrittsrechte am Kapitalmarkt

Sinnvolle Schutzinstrumente oder überflüssige Durchbrechung der Eigenverantwortung?

Harald Baum *

- I. Beschränkungen von Vertragsfreiheit und Eigenverantwortung
- II. Der deutsche „Widerrufsjoker“ im Recht der Immobiliendarlehen
- III. Der „Rücktrittsjoker“ im österreichischen Prospektrecht
 - 1. Gesetzliche Verankerungen des Rücktritts- bzw. Widerrufsrechts
 - 2. Gründe für die Missbrauchsanfälligkeit des prospektrechtlichen Rücktrittsrechts
- IV. Kritik
 - 1. Gefahr der faktischen Etablierung eines allgemeinen Reuerechts
 - 2. Sozialisierung von Verlusten
 - 3. Wertungswiderspruch
- V. Rechtspolitische Folgerungen
 - 1. Das Rücktrittsrecht als Teil des Informationsmodells
 - 2. Ziel und Zweck des Rücktrittsrechts
 - 3. Rückbesinnung und Kurskorrektur
- VI. Möglichkeiten zur Eingrenzung des Rücktritts- bzw. Widerrufsrechts
 - 1. Lösungen außerhalb des Prospektrechts
 - 2. Keine Geltung für das prospektrechtliche Rücktritts-/Widerrufsrecht
 - 3. Anbindung des Widerrufs an die Veröffentlichung eines Nachtrags
 - 4. Rücktritt bei ursprünglicher Unrichtigkeit des Prospekts?
- VII. Resümee
- VIII. Anhang

I. BESCHRÄNKUNGEN VON VERTRAGSFREIHEIT UND EIGENVERANTWORTUNG

Im Rahmen des Forschungsprojektes zu „Privatautonomie und Eigenverantwortung als Rechtsgrundsätze im deutsch-japanischen Rechtsvergleich“ geht es um die mannigfachen Einschränkungen der Vertragsfreiheit und

* Wissenschaftlicher Referent, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg; Professor, Universität Hamburg; Research Associate, European Corporate Governance Institute, Brüssel. Die Ausführungen beruhen in Teilen auf dem Beitrag des Verfassers „Das prospektrechtliche Widerrufs- bzw. Rücktrittsrecht im Spannungsverhältnis zwischen Anlegerschutz und Reuerecht: gestörte Vertragsparität zu Lasten der Kreditinstitute“, Österreichisches Bankarchiv (ÖBA) 2018, 86–102.

eine damit korrespondierende Entlastung von der Eigenverantwortung, die seit längerem zu beobachten sind. Die Vertragsfreiheit gilt gemeinhin als der wichtigste Ausfluss der Privatautonomie¹ auf der Ebene des materiellen Rechts. Letztere und die mit ihr verbundene Eigenverantwortung der Marktteilnehmer für ihre Handlungen sind fundamentale Prinzipien einer freiheitlich verfassten Privatrechtsordnung.²

Eigenverantwortung bedeutet auf der Ebene des Vertragsrechts bekanntlich, dass der Handelnde an einen von ihm geschlossenen Vertrag im Prinzip gebunden ist und gegebenenfalls enttäuschte Erwartungen aufgrund der Vertragsbindung in Kauf nehmen muss. Lösungsmöglichkeiten bestanden traditionell nur in engen Grenzen. Heute werden Beschränkungen von Eigenverantwortung und Vertragsfreiheit unter anderem auch dann anerkannt, wenn es um den Ausgleich der Nachteile typisierter struktureller Ungleichgewichtslagen zu Lasten bestimmter Gruppen von Vertragsparteien, insbesondere Verbrauchern, geht.³ Eine solche Ungleichgewichtslage kann beispielsweise bei strukturellen Informationsasymmetrien gegeben sein. Ein klassisches Beispiel hierfür ist das Informationsdefizit eines Privatanlegers im Verhältnis zu seiner Bank, von der er ein komplexes Finanzinstrument erwirbt, das diese konzipiert hat.

Abhilfe sollen in solchen Fällen unter anderem gesetzliche Widerrufsrechte schaffen.⁴ Diese waren ursprünglich als Instrumente des Verbraucherschutzes konzipiert, erfassen aber inzwischen zunehmend auch den Anlegerschutz.⁵ Ihre Zahl wächst stetig.⁶ Widerrufsrechte gewähren Ver-

-
- 1 Siehe zum Begriff den Beitrag von K. RIESENHUBER „Privatautonomie – ohne irrationale Schwärmerei“, in diesem Band S. 3; umfassend C. BUMKE/A. RÖTHEL (Hrsg.), *Autonomie im Recht. Gegenwartsdebatten über einen rechtlichen Grundbegriff* (Tübingen 2017).
 - 2 Dazu grundlegend K. RIESENHUBER (Hrsg.), *Das Prinzip der Selbstverantwortung. Grundlagen und Bedeutung im heutigen Privatrecht* (Tübingen 2011); DERS. (Hrsg.), *Privatrechtsgesellschaft. Entwicklung, Stand und Verfassung des Privatrechts* (Tübingen 2007); ferner DERS. (Fn. 1), sowie rechtsvergleichend DERS./Y. NISHITANI (Hrsg.), *Wandlungen oder Erosion der Privatautonomie?* (Berlin 2007).
 - 3 Ausführliche Diskussion bei den in Fn. 1 und 2 genannten Quellen.
 - 4 Umfassender Überblick bei S. KALSS/B. LURGER, *Rücktrittsrechte* (Wien 2001).
 - 5 Im deutschen Recht wird (zumindest bislang) zwischen dem weiten Begriff des Verbraucherschutzes und dem engeren des Anlegerschutzes im Bereich des Kapitalmarktrechts unterschieden; dazu etwa K. RIESENHUBER, *Anleger und Verbraucher*, JZ 2014, 134; P. BUCK-HEEB, *Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz*, ZHR 176 (2012) 66.
 - 6 Jüngstes Beispiel eines kapitalmarktorientierten Widerrufsrechts dürfte das Widerrufsrecht im Kontext von internetbasierten Schwarmfinanzierungen (*crowdfinancing*) in § 2d Vermögensanlagengesetz (Gesetz über Vermögensanlagen (Vermögensanlagengesetz – VermAnlG) vom 6. Dezember 2011 (dt. BGBl. I S. 2481), zuletzt ge-

brauchern und Anlegern entgegen der ursprünglichen zivilrechtlichen Konzeption einer vertraglichen Bindung befristete Reuerechte, obwohl ein allgemeines Reuerecht, das einer enttäuschten Vertragspartei ohne weitere Voraussetzungen ein fakultatives Recht zur Rückabwicklung des Vertrages gewähren würde, dem deutschen wie im übrigen, soweit ersichtlich, auch dem japanischen Privatrecht fremd ist.⁷ Widerrufsrechte sind einfach ausübbar, aber scharfe Schutz- und Sanktionsinstrumente, welche einschneidende Folgen für die Vertragspartner entfalten, vor allem wenn sie zeitversetzt zum ursprünglichen Geschäftsabschluss und massenhaft ausgeübt werden. Im Gegensatz zu einem Rücktritt, der im Wege der Naturalrestitution im Rahmen eines Schadensersatzanspruchs ebenfalls zu einer Rückabwicklung des Geschäftes führen kann, oder auch der Anfechtung, die beide an eine Reihe von Voraussetzungen gebunden sind, ist der Widerruf demgegenüber konzeptionell voraussetzungsarm.⁸ Auch unter der Annahme, dass dieses scharfe Sanktionsinstrument prinzipiell eine effiziente Möglichkeit ist, die Rechte von Verbrauchern und Anlegern in bestimmten Situationen sicherzustellen,⁹ ist eine angemessene Ausgestaltung von dessen Anwendungsvoraussetzungen aber offensichtlich äußerst schwierig und es besteht eine erhebliche Gefahr, Fehlanreize für ein opportunistisches Verhalten auf Seiten der Verbraucher und Anleger zu setzen. Die Problematik der zunehmenden Zahl von unterschiedlich ausgestalteten Widerrufsrechten liegt in ihrer großen Missbrauchsanfälligkeit. Diese rührt nicht zuletzt daher, dass die Gerichte deren Anwendungsbereich vor allem hinsichtlich ihrer zeitlichen Ausübbarkeit fortlaufend ausweiten, was zu sogenannten „ewigen Widerrufsrechten“ geführt hat.

Im Folgenden wird diese Problematik zunächst anhand von zwei Beispielen veranschaulicht: erstens dem Widerrufsrecht des Kreditnehmers bei langfristigen Immobiliendarlehen, das bis vor kurzem die deutsche Rechtsprechung intensiv beschäftigt hat (hiernach II.), und zweitens und schwerpunktmäßig anhand des prospektrechtlichen Widerrufsrechts, mit dem sich derzeit die Gerichte in Österreich verstärkt befassen (unten III.). Es schließt sich eine generelle Kritik an (IV.), mit der rechtspolitische Folgerungen (V.) und Über-

ändert durch Art. 6 des Gesetzes vom 10. Juli 2018 (dt. BGBl. I S. 1102)) sein; dazu C. DANWERTH, *Widerrufsjoker 2.02?* – Das Last-minute-Widerrufsrecht des § 2d VermAnlG beim Crowdfunding, WM 2016, 1212; D. SCHNEIDER, *Das Widerrufsrecht beim Crowdfunding – § 2d VermAnlG auf dem Prüfstand*, WM 2018, 2061.

7 So für das deutsche Recht H. BAUM, „Reuerecht“ und Emittentenrisiko – Grenzen der Aufklärungspflicht aus prospektrechtlicher und beratungsvertraglicher Sicht, GesRZ 2015, 11 f.; dazu unten IV.1.

8 Dazu unten VI.4.

9 Abwägende Analyse bei H. EIDENMÜLLER, *Die Rechtfertigung von Widerrufsrechten*, AcP 210 (2010) 67.

legungen zur Eingrenzung des Rücktritts- bzw. Widerrufsrechts verbunden werden (VI.), bevor ein kurzes Resümee den Beitrag abschließt (VII.).

II. DER DEUTSCHE „WIDERRUFSJOKER“ IM RECHT DER IMMOBILIENDARLEHEN

Wer ein Haus baut, nimmt dafür meist einen langlaufenden Kredit mit festen Zinsen auf. Ändert sich das Zinsumfeld im Zeitablauf, werden Immobiliendarlehen mit einer langfristigen hohen Zinsbindung zu einem Ärgernis. Entsprechend versuchen die betroffenen Kreditnehmer, sich in Zeiten historisch niedriger Zinsen wie derzeit von ihren alten Verträgen zu lösen. Eine attraktive Umschuldung ohne Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung wegen vorzeitiger Vertragsauflösung gelingt, wenn dem Kreditnehmer unabhängig vom Zeitablauf ein Recht zum Widerruf des Kreditvertrages zusteht, wenn er, wie es anschaulich heißt, über einen „Widerrufsjoker“ verfügt.¹⁰ Der einschlägige Widerrufsjoker im Bereich der Immobilienfinanzierung ist ein Formulierungsfehler in der gesetzlich vorgeschriebenen Widerrufsbelehrung des Kreditvertrages. Bei Aufspüren eines solchen Fehlers kann man sich professionell helfen lassen.¹¹ Ein solcher Fehler berechnete – bis vor kurzem zeitlich unbefristet¹² – zum jederzeitigen kostenfreien Widerruf des Altvertrages.

Die Flucht aus alten Kreditverträgen hat die Kreditinstitute in Deutschland mit Widerrufen von Kreditnehmern überschwemmt (potentiell betroffen sind Millionen von Darlehensverträgen) und zu einer Flut von Klagen vor deutschen Gerichten geführt. Der deutsche Gesetzgeber hatte ursprünglich gehofft, das Problem durch die Einführung einer Musterbelehrung, die „eine leichte und sichere Belehrung des Verbrauchers über sein Widerrufsrecht“ ermöglichen sollte,¹³ zu kompensieren, was jedoch komplett

10 Der Begriff hat sich in Deutschland seit längerem als „*terminus technicus*“ etabliert und erfährt gerade erneut Beachtung im Rahmen des sog. „Diesel-Abgasskandals“, vgl. H. EDELMANN, Widerrufsjoker bei Diesel-Abgasskandal; Widerruf von PKW-Finanzierungskrediten (Anm.), WuB 2018, 429.

11 Professionelle Hilfe für die Suchaktion wird zuhauf über das Internet angeboten – das Stichwort „Widerruf von Darlehensverträgen“ fördert ein vielfältiges und, wenig überraschend, meist entgeltliches Angebot zutage.

12 Nach wie vor unbefristet bei *allgemeinen* Verbraucherdarlehensverträgen; Überblick über die kaum noch überschaubare Fülle von dazu ergangenen Entscheidungen bei C. GRÜNEBERG, Leitlinien der Rechtsprechung des BGH zur Widerrufsbelehrung bei Verbraucherdarlehensverträgen, BKR 2019, 1.

13 Musterbelehrung des BMJ in Anlage 2 zu § 14 Abs. 1, 3 der BGB-Informationspflichten-Verordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 5. August 2002 (dt. BGBl. I S. 3002), aufgehoben durch Art. 7 Satz 2 Gesetz v. 17.7.2017 (dt. BGBl. I 2394) mit Wirkung vom 1.7.2018.

missglückte.¹⁴ Die Gerichte haben vielmehr vor dem Hintergrund unklarer gesetzlicher Vorgaben für die Abfassung eines fehlerfreien Widerrufs durchgängig formalistisch zu Lasten der Kreditgeber entschieden.¹⁵ Wie zu Recht kritisch angemerkt wurde, hat diese Entwicklung „das Widerrufsrecht in ein Reurecht pervertiert, das mit dem berechtigten Anliegen des Verbraucherschutzes nichts mehr zu tun hat“.¹⁶ Bei den Widerrufen der Kreditverträge handelt es sich um ein Massenphänomen, welches das Geschäftsmodell der deutschen Banken und Sparkassen im Bereich der Immobilienfinanzierung in Frage zu stellen droht(e).

Nach mehreren vergeblichen Versuchen des deutschen Gesetzgebers, das Problem in den Griff zu bekommen, und korrigierend gegen die höchstgerichtliche Rechtsprechung einzugreifen, die sämtlich „grandios gescheitert“ waren,¹⁷ gilt seit 2016 jedenfalls für Widerrufsrechte im Zusammenhang mit Immobilier-Verbraucherdarlehensverträgen, die nach 2010 geschlossen worden sind, nunmehr eine absolute Erlöschenregel von 12 Monaten und 14 Tagen nach Abschluss des Kreditvertrages, auch wenn keine oder lediglich eine fehlerhafte Widerrufsinformation erteilt wurde (§ 356b Abs. 2 Satz 4 BGB¹⁸).¹⁹ Damit hat die unselige Praxis, Kreditinstitute de facto nicht für eigenes Fehlverhalten sondern für ein gesetzgeberisches Versagen in Form nicht einhaltbarer formaler legislatorischer Vorgaben für Widerrufsbelehrungen zu sanktionieren,²⁰ jedenfalls partiell ein verdientes, wenn auch spätes Ende gefunden.

14 H. LECHNER, Zur Beibehaltung des ewigen Widerrufsrechts für Finanzdienstleistungen, WM 2015, 2165, 2167.

15 Zum Ganzen neben LECHNER (Fn. 14) 2165, ferner kritisch F.X. WALLMER, Der Widerruf von Verbraucherkrediten, BKR 2016, 177; P.D. PROTZEN, Keine Ausschlussfristen für das „ewige“ Widerrufsrecht, NJW 2016, 3479; R. SCHOLZ/D. SCHMIDT/C. DITTÉ, Die Notwendigkeit einer zeitlichen Begrenzung des ewigen Widerrufs, ZIP 2015, 605.

16 WALLMER (Fn. 15) 184.

17 LECHNER (Fn. 14) 2167; der deutsche Gesetzgeber sah sich allerdings mit schwierigen europarechtlichen Vorgaben konfrontiert, u.a. der „Heininger-Entscheidung des EuGH von 2001, Einzelheiten ebenda.

18 Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (dt. BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), zuletzt geändert durch Art. 7 des Gesetzes vom 31. Januar 2019 (dt. BGBl. I S. 54).

19 Insoweit bestehen, anders als bei allgemeinen Verbraucherkreditverträgen, keine europarechtlichen Einschränkungen; Einzelheiten bei P. BÜLOW/M. ARZT, Verbraucherkreditrecht (9. Aufl., 2016) § 495 Rz. 78, 164; zum Ganzen B. KRESSE, Abschaffung „ewiger Widerrufsrechte“ für alte Immobilier-Verbraucherdarlehensverträge: eine europa- und verfassungsrechtliche Bewertung, WM 2017, 1485.

20 So zutreffend SCHOLZ/SCHMIDT/DITTÉ (Fn. 15) 608.

Ausweislich der Gesetzesbegründung ist ausdrückliches Ziel der Neuregelung, das Entstehen „ewiger Widerrufsrechte“ zu unterbinden, um damit eine weitere Erosion des Geschäftsmodells der Kreditinstitute in Form einer langfristigen Kreditvergabe im Bereich der Immobilienfinanzierung zu verhindern, was den Interessen der nach Wohnungseigentum strebenden Verbraucher als Kreditnehmer diametral zuwiderlaufen würde.²¹

Noch deutlicher zeigt sich die Missbrauchsanfälligkeit und darüber hinaus die rechtspolitische Fragwürdigkeit des Widerrufsrechts als eines Instrumentes zum Ausgleich von Informationsdefiziten am prospektrechtlichen Widerrufsrecht des Kapitalmarktes. Hierzu erweitern wir die Perspektive und nehmen neben dem deutschen vor allem das einschlägige österreichische Recht in den Blick. Denn die dortigen Gerichte beschäftigen sich seit einiger Zeit intensiv mit dem prospektrechtlichen Widerrufsrecht bzw. Rücktrittsrecht.²² Der prospektrechtliche „Rücktrittsjoker“ steht im Zentrum der österreichischen Diskussion zu Widerrufsrechten.²³

III. DER „RÜCKTRITTSJOKER“ IM ÖSTERREICHISCHEN PROSPEKTRECHT

1. Gesetzliche Verankerungen des Rücktritts. bzw. Widerrufsrechts

Österreichische Verbraucher-Anleger, die Wertpapiere von einem Kreditinstitut, typischerweise ihrer regionalen Hausbank, erworben und sich dabei verspekuliert haben, etwa weil der Emittent der Papiere insolvent und diese damit wertlos wurden, haben gleichwohl die Chance, ihren Einsatz von der Bank zurück zu bekommen. Sie müssen dafür nur den „Rücktrittsjoker“ in Form des potentiell „ewigen“ prospektrechtlichen Rücktrittsrechts nach § 5 und/oder § 6 des österreichischen Kapitalmarktgesetzes (KMG)²⁴ ziehen können.²⁵ Dafür müssen sie lediglich nachweisen, dass ein prospektpflichtiges Angebot von Wertpapieren (oder Veranlagungen) ohne vorherige Veröffentlichung eines Prospektes geschehen ist oder dieser *später*, d.h. nach seiner prospektrechtlichen Billigung, durch geänderte Umstände un-

21 BT-Drs. 18/5922, 74.

22 Während das deutsche Prospektrecht den Begriff „Widerrufsrecht“ verwendet, spricht das österreichische von einem „Rücktrittsrecht“ der Anleger; im Folgenden werden die beiden Begriffe synonym verwendet.

23 S. KALSS, Rücktrittsrecht – immer und gegen jeden?, GesRZ 2017, 1.

24 Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes (öst. BGBl. Nr. 625/1991), zuletzt geändert durch öst. BGBl. I Nr. 150/2015.

25 § 5 KMG sieht ein spezielles Rücktrittsrecht für Verbraucher-Anleger und § 6 ein allgemeines Rücktrittsrecht vor; auszugsweiser Abdruck im Anhang, unten VIII; umfassende Analyse bei S. KALSS, Das Rücktrittsrecht nach dem Kapitalmarktgesetz, in: FS Fenyves, 167 (Wien 2013).

richtig oder unvollständig geworden ist und die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit nicht durch einen Nachtrag gemäß § 6 KMG (unter Hinweis auf das Rücktrittsrecht) berichtigt worden ist. Nach der jüngsten österreichischen höchstrichterlichen Rechtsprechung soll die scharfe Sanktion des Rücktritts darüber hinaus auch schon dann greifen, wenn der Prospekt ursprünglich fehlerhaft war.²⁶

Der prospektrechtliche „Widerrufsjoker“ des § 16 des deutschen Wertpapierprospektgesetzes (WpPG)²⁷, der das korrespondierende Gegenstück zu § 6 KMG bildet²⁸ – beide Normen setzen die prospektrechtliche Nachtragspflicht und das Widerrufsrecht des Art. 16 der Prospekttrichlinie²⁹ um –, ist in Deutschland indes noch nicht entdeckt worden. Ein Grund für die fehlende praktische Relevanz des Widerrufsrechts lag in der Vergangenheit darin, dass dieses bis zur Novellierung des § 16 WpPG im Zuge der Umsetzung der Änderungsrichtlinie von 2010³⁰ im Jahr 2012 mit der Erfüllung des Geschäftes erlosch. Durch die zeitliche Erweiterung des Anwen-

26 Dazu unten VI.4.

27 Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist, vom 22. Juni 2005 (dt. BGBl. I 1698), zuletzt geändert durch Art. 1 des Gesetzes vom 10. Juli 2018 (dt. BGBl. I 1102); auszugsweiser Abdruck der Vorschrift im Anhang, unten VIII.

28 Eine dem § 5 KMG entsprechende Norm fehlt in Deutschland; dazu wie zur anstehenden Reform des europäischen Prospektrechtsregimes H. BAUM, Das prospektrechtliche Widerrufs- bzw. Rücktrittsrecht im Spannungsverhältnis zwischen Anlegerschutz und Reuerecht: gestörte Vertragsparität zu Lasten der Kreditinstitute“, Österreichisches Bankarchiv (ÖBA) 2018, 86, 94, 96 f.; S. SCHULZ, Aktienemissionen nach der Europäischen Prospektverordnung, WM 2018, 212.

29 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. Nr. L 345/64 vom 31.12.2003, i.d.F. der Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, ABl. Nr. L 327/1 vom 11.12.2010.

30 Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, ABl. Nr. L 327/1 vom 11.12.2010.

dungsbereiches des Widerrufsrechts ist jedoch damit zu rechnen, dass dieses künftig an Bedeutung gewinnen wird.³¹ Damit steigt, wie in Österreich zu beobachten, zugleich die Gefahr einer missbräuchlichen Verwendung dieses kapitalmarktrechtlichen Schutzinstrumentes auch für Deutschland.

2. *Gründe für die Missbrauchsanfälligkeit des prospektrechtlichen Rücktrittsrechts*

Rücktritts- und Widerrufsrechte entfalten eine beachtliche und oftmals schwer steuerbare Dynamik. Ihre Missbrauchsanfälligkeit und ihre insoweit ordnungspolitische Fragwürdigkeit beruht auf dem Zusammenspiel einer Reihe von Faktoren. Das Problem ist durch die österreichische Rechtsprechung verschärft worden, die in einem anlegerfreundlichen Ansatz die Anwendungsvoraussetzungen des dortigen kapitalmarktrechtlichen Rücktrittsrechts herabgesetzt und zugleich dessen Anwendungsbereich ausgeweitet hat.³² Damit wurde dessen Attraktivität als „Rücktrittsjoker“ in ähnlicher Weise gesteigert, wie dies in Deutschland durch die dortige Rechtsprechung für den darlehensrechtlichen „Widerrufsjoker“ geschehen ist. Folgende Faktoren kommen beim prospektrechtlichen Rücktrittsrecht zum Tragen.

Die legislatorisch gewollte Kombination von einfacher Ausübbarkeit und scharfer Sanktion verleiht dem Rücktrittsrecht per se bereits ein latentes Gefahrenpotential. Nach den Erfahrungen aus der Praxis resultiert das Risiko weniger aus einem vorsätzlichen Absehen von einer Prospekterstellung als vielmehr der irrtümlichen Annahme des Vorliegens einer der zahlreichen Ausnahmen von der Prospektpflicht.³³ Auch die Nichtveröffentlichung eines berichtigenden Prospektnachtrages wird im Zweifel nicht absichtlich unterlassen worden sein, sondern resultiert angesichts des weiten Beurteilungsspielraumes vielmehr aus der Verkennung, dass nachtragspflichtige neue Umstände i.S.v. § 6 Abs. 1 KMG vorliegen.³⁴

Das Gefahrenpotential für den Rücktrittsgegner verdichtet sich, soweit die Möglichkeit bejaht wird, das Recht faktisch zeitlich unbefristet („ewig“) ausüben zu können, im Zusammenspiel mit der Verpflichtung, im Rahmen des Rückabwicklungsverhältnisses die jeweiligen Leistungen ungeachtet eventueller zwischenzeitlicher Wertveränderungen zurückgeben zu müssen. Ist der Emittent selbst Rücktrittsgegner, kann die fehlende Befristung des

31 A. LAWALL/P. MAIER, Änderungen im Wertpapierprospektgesetz (Teil 2), DB 2012, 2503, 2505.

32 So die Kritik bei KALSS (Fn. 23) 1; ähnlich M. OPPITZ, Kapitalmarktaufsicht (Wien 2017) 441 ff.

33 C. ZIB, Nachträgliche Prospektveröffentlichung und Rücktrittsrecht nach § 5 KMG, ÖBA 2014, 506.

34 OPPITZ (Fn. 32) 445.

Rücktrittsrechts beispielsweise dazu führen, dass nach einer erfolgreichen Restrukturierung plötzlich Altlasten im Wege des Rücktritts gegenüber dem Emittenten geltend gemacht werden, welche den Sanierungserfolg gefährden. Ist die Hausbank des Anlegers, welche die inkriminierten Finanzprodukte vertrieben hat, der Rücktrittsgegner, bedeutet dies, dass sie als Veräußerer der Wertpapiere im schlimmsten Fall auch noch Jahre nach deren Verkauf, für den Prospektfehler und den unterbliebenen Nachtrag in vollem Umfang einzustehen hat. Ein Haftungsrisiko, das in seiner Höhe und Dauer unkalkulierbar ist, lässt sich jedoch mit einem soliden Geschäftsmodell, wie es von den Banken verlangt wird, schwerlich in Einklang bringen.

Die Tatsache, dass der Erwerber lediglich die in der Vergangenheit erworbenen Wertpapiere zurückzugeben hat und dafür, möglicherweise erst Jahre später, von dem Veräußerer den ursprünglichen Kaufpreis in voller Höhe und unabhängig von dem aktuellem Marktwert der Papiere zurück erhält, setzt erhebliche Fehlanreize für ein spekulatives und opportunistisches Verhalten auf Seiten der Anleger.³⁵ Diesen verbleibt in jedem Fall die Gewinnchance, die nicht in Abzug gebracht wird.³⁶ Es erfolgt eine Überwälzung des Spekulationsrisikos auf denjenigen, der Adressat des Rücktrittsrechts ist.

Toxisch wird das Gemisch, wenn man, wie jüngst der österreichische Oberste Gerichtshof (OGH) auch für das Rücktrittsrecht nach § 5 KMG, die Sanktion eines Rücktritts bereits bei einer ursprünglichen Fehlerhaftigkeit des Prospektes greifen lässt.³⁷ Auf diese Weise tritt das Rücktrittsrecht auf dem Weg über die Nachtragspflicht in unmittelbare Konkurrenz zu der Prospekthaftung und dem prospektrechtlichen Schadensersatz, der im Wege der Naturalrestitution ebenfalls einen Anspruch auf Rückabwicklung gewährt. Dessen strengere Voraussetzungen, die einem ausdifferenzierten Interessenausgleich dienen, müssen bei der Geltendmachung des Rücktrittsrechts indes *nicht* erfüllt werden.³⁸

Die Grenze zur Willkür scheint schließlich erreicht, wenn eine Person wie etwa eine regionale Bank oder Sparkasse als Letztveräußerer der Wertpapiere für die Rückabwicklung einzustehen hat, die weder Prospektverantwortung trägt, noch zur Stellung eines berichtigen Nachtrags nach § 6 KMG berechtigt war und damit überhaupt nicht in der Lage war, das Risiko zu steuern.³⁹

35 S. KALSS, *Anlegerinteressen. Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt* (Wien 2001) 198 ff.

36 Dazu unten IV.3.

37 OGH 18.10.2016, 3 Ob 97/16k, ÖBA 2017, 261 = ZFR 2017, 20 = RdW 2017, 309; genau anders noch nur fünf Jahre zuvor OGH 07.06.2011, 5 Ob 56/11p, ZFR 2012, 33 = RdW 2012, 26.

38 Dazu unten V.2. u. VI.4.

39 KALSS (Fn. 23) 1.

IV. KRITIK

Nach einer aktuellen kritischen Analyse hat die Rechtsprechung in Österreich das Rücktrittsrecht inzwischen zu einer „Garantieversicherung gegen allgemeine Marktrisiken und schlechte Investments“ ausgeweitet.⁴⁰ Diese Beobachtung korrespondiert mit der eingangs zitierten Kritik an der äußerst verbraucherfreundlichen Rechtsprechung deutscher Gerichte im Kontext des Widerrufs von Darlehensverträgen. Die so geschaffene Rechtslage lädt hier wie dort zu einem opportunistischen Verhalten geradezu ein. Dies hat Folgen.

1. Gefahr der faktischen Etablierung eines allgemeinen Reurechts

Ins Allgemeine gewendet, verweisen die für Deutschland und Österreich genannten Beispiele des Gebrauchs von Widerrufsrechten aufgrund veränderter wirtschaftlicher Umstände auf ein zentrales Problem, nämlich auf das eingangs erwähnte Spannungsverhältnis zwischen der Gewährleistung eines notwendigen und angemessenen Verbraucher- und Anlegerschutzes einerseits und der Gefahr, *contra legem* ein unerwünschtes Reurecht zu schaffen, andererseits. Im ständigen Streben, einen Schuldigen am Scheitern der Investitionsentscheidung festzumachen, sind Anlegerprozesse oftmals von dem Versuch gekennzeichnet, die eigene unattraktiv gewordene wirtschaftliche Situation zu Lasten zwar beteiligter, aber nicht verantwortlicher Dritter aufzulösen.⁴¹ Kläger, die es finanziell nicht hinnehmen wollen, dass ihre individuellen Investitionsentscheidungen fehlgeschlagen sind, versuchen ihre Verluste zu kompensieren, indem sie Rücktrittsrechte und/oder Schadensersatzansprüche gegenüber Prospektverantwortlichen, Vermittlern oder Beratern geltend machen.

Derartige Klagen auf Rückgängigmachung einer aus der *ex post* Perspektive verfehlten Anlageentscheidung führen faktisch zur Verwirklichung eines allgemeinen Reurechts. Ein solches ist indes gesetzlich nicht vorgesehen. Weder das deutsche noch das österreichische Recht kennen einen legislativ verankerten Anspruch, im Falle einer fehlgeschlagenen individuellen Investitionsentscheidung, die einen reut, vom Kaufvertrag zurücktreten zu können.⁴² Vielmehr gilt aus guten Gründen das gegenteilige Prinzip, dass das individuelle Investitionsrisiko bei dem Anleger verbleibt, wenn er alle relevanten Informationen in geeigneter Form erhalten hat.

40 *Ibid.*

41 U. HERRMANN, Die Kapitalanlage – ein Dauerbrenner bei Gericht, WM 2017, 1137; S. KALSS, Das Scheitern des Informationsmodells gegenüber privaten Anlegern, Gutachten für den 19. Österreichischen Juristentag, Bd. II/1 (2015) 3, 52 f.; T. ZIVNY, Kapitalmarktgesetz (2. Aufl., Wien 2016) § 5 Rz. 6.

42 BAUM (Fn. 7) 11 f.; KALSS (Fn. 41) 52.

Denn nur so kann dem zentralen wirtschaftlichen Grundsatz eines *pacta sunt servanda* angemessen Rechnung getragen werden.

Eine gehäufte Erhebung derartiger Klagen auf Rückgängigmachung der Investitionsentscheidung läuft im Ergebnis auf einen institutionellen Rechtsmissbrauch hinaus. Dieser entzieht den betroffenen Finanzinstituten aufgrund seiner breitflächigen Verwendung und seinen einschneidenden Folgen die wirtschaftliche Grundlage ihres Geschäftsmodells. Die rechtliche Auseinandersetzung mit diesem Phänomen hat entsprechend nicht auf den Einzelfall abzustellen, der für die Bank unschwer zu bewältigen ist, sondern auf das Rechtsinstitut Widerruf als solches, wobei die unangemessene Rechtspraxis mit ihren Auswirkungen *insgesamt* in den Blick zu nehmen ist.⁴³ Diesbezüglich ist dringlich ein Perspektivenwechsel in der rechtspolitischen Diskussion wie in der Interessenabwägung durch die Gerichte erforderlich.

2. Sozialisierung von Verlusten

Aus ökonomischer Perspektive laufen die Versuche, eine fehlgeschlagene individuelle Investitionsentscheidung durch eine wirtschaftliche (Weiter) Verlagerung des eingetretenen Verlustes auf die involvierten Finanzinstitute rückgängig machen zu wollen, auf eine unerwünschte Sozialisierung der Schäden hinaus. Diese müssen von Dritten, nämlich einerseits den Eignern der Finanzinstitute in Form verminderter Dividenden und andererseits von deren anderen Kunden durch höhere Gebühren und schlechtere Zinskonditionen aufgefangen werden. Ein solches Ergebnis ist ordnungspolitisch hochgradig problematisch. Entsprechend ist in Deutschland schon früh an prominenter Stelle gemahnt worden, der Gefahr, „vermeintliche Falschangaben als ‚Reuerecht‘ zu nutzen und das typische Anlegerrisiko auf Emittent und Emissionsbegleiter abzuwälzen, mit ... Entschlossenheit entgegenzutreten“.⁴⁴ Gleiches gilt inzwischen bezüglich des kapitalmarktrechtlichen Rücktrittsrechts auch für Österreich, wo jüngst darauf gedrängt wurde, derartige unerwünschte Nebenwirkungen entschieden zurückzudrängen, gegebenenfalls mit Hilfe des Gesetzgebers.⁴⁵ Es sei weder für den im einzelnen betroffenen Informationspflichtigen noch für den Kapitalmarkt insgesamt sachgerecht, wenn „Informationspflichten zu bloß nachträglich aufgreifbaren Anknüpfungspunkten einseitig ausübbarer, geradezu schikanös

43 So zutreffend SCHOLZ/SCHMIDT/DITTÉ (Fn. 15) 612 f., bezüglich der Massenkündigungen von Kreditverträgen.

44 So für das Prospektrecht mit Nachdruck H. FLEISCHER, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, F 5, F 58 (2002).

45 KALSS (Fn. 41) 49.

einsetzbarer Grundlagen für die individuelle Durchsetzung von Ansprüchen“ würden.⁴⁶

3. Wertungswiderspruch

Die faktische Etablierung eines allgemeinen Reuerechts ist auch unter dem Gesichtspunkt eines gravierenden Wertungswiderspruchs kritisch zu sehen. So ist eine „mehr oder weniger automatische Entlastung vom Anlagerisiko“ zugunsten des Anlegers nicht zuletzt deswegen strikt abzulehnen, weil sie unter Verletzung des schadensersatzrechtlichen Grundsatzes eines Bereicherungsverbotens erfolgen würde.⁴⁷ Denn der Vorteil der Gewinnchance des Anlegers wird nicht zu seinen Lasten anspruchsmindernd angerechnet, sondern verbleibt ihm. Die Gewinnchance ist jedoch das zentrale Element jeglichen Finanzinvestments. Die Folge wäre eine nicht gerechtfertigte Privilegierung einer bestimmten Gruppe von Geschädigten. Diese Überlegung gilt aber nicht nur für eine Rückabwicklung im Rahmen des prospektrechtlichen Schadensersatzes nach § 11 KMG bzw. §§ 21 ff. WpPG (Naturalrestitution), sondern ebenso für die Rückabwicklung infolge des Rücktritts nach §§ 5 und 6 KMG bzw. § 16 WpPG. Ein sachlicher Grund für eine Differenzierung zwischen diesen beiden Formen der Rückabwicklung ist jedenfalls bezüglich des Bereicherungsverbotens nicht zu erkennen.

V. RECHTSPOLITISCHE FOLGERUNGEN

1. Das Rücktrittsrecht als Teil des Informationsmodells

Das informationsbezogen ansetzende Rücktritts- bzw. Widerrufsrecht ergänzt das breite zivilrechtliche Schutzinstrumentarium des Kapitalmarkts und steht als eigenständiges Rechtsinstitut neben der Prospekthaftung und dem zivilrechtlichen Anfechtungsrecht.⁴⁸ Es ist damit Teil des Informationsmodells, das bislang konzeptionelle Grundlage des modernen Anleger-schutzes bildet.⁴⁹ Auch wenn dieses zunehmend in die Kritik geraten ist,⁵⁰

46 *Ibid.*

47 H. C. GRIGOLEIT, Anlegerschutz – Produktinformation und Produktverbote, ZHR 177 (2013) 264, 294.

48 KALSS (Fn. 25) 169.

49 Überblick über die Informationspflichten am deutschen Kapitalmarkt bei H. BAUM, Information Duties under German Capital Markets Law, in: Dernauer/Baum/Bälz (Hrsg.), Information Duties. Japanese and German Private Law (Köln 2018) 216.

50 Siehe dazu U. SCHMOLKE, Information and Disclosure Duties from a Law-and-Economics Perspective, in: Dernauer/Baum/Bälz (Fn. 49) 3, 19 ff.; P. BUCK-HEEB, Entwicklung und Perspektiven des Anlegerschutzes, JZ 2017, 279, 285 f.; KALSS (Fn. 41) 3; H.C. GRIGOLEIT, Grenzen des Informationsmodells, in: Habersack/

kann eine paternalistische Markregulierung in Form von flächendeckenden Produktinterventionen und Produktverboten nicht die prinzipielle Regelungsalternative sein, mögen derartige Markeingriffe auch im Einzelfall erforderlich und angemessen sein.⁵¹ Es gilt mithin, das Informationsmodell weiter zu verfeinern und gegebenenfalls neu auszutarieren. Dabei ist angesichts der oft beklagten Informationsüberfrachtung der Anleger zu beachten, dass, wenn überhaupt, nur knappe und klar verständliche Informationen zur Kenntnis genommen werden. Angesichts der lediglich begrenzten Kenntnisnahme und Verarbeitung von Information durch die Mehrzahl der Anleger ist es kontraproduktiv einzelne Fehler bei der Informationsbereitstellung mit weitreichenden Sanktionen zu belegen.⁵² Gefordert sind vielmehr Schutzinstrumente, die bei zurechenbaren Fehlern einen angemessen und zielgerichteten Interessenausgleich gewährleisten.⁵³ Nur so lässt sich eine sachgerechte Balance zwischen berechtigten Schutzinteressen der Anleger auf der einen und dem gleicherweise berechtigten Anliegen der Finanzindustrie, ihr Geschäft zu vertretbaren und kalkulierbaren Kosten auf der Grundlage ausreichender Rechtssicherheit betreiben zu können, sowie dem Interesse der Emittenten an einer effizienten Kapitalaufnahme auf der anderen Seite finden.

2. Ziel und Zweck des Rücktrittsrechts

Die zivilrechtlichen Schutzinstrumente des Kapitalmarktrechts dienen bekanntlich regelmäßig sowohl dem Individual- als auch dem Funktionsschutz, beide sind untrennbar miteinander verbunden.⁵⁴ Dies gilt für die Prospekthaftung ebenso wie für das Rücktrittsrecht.

Das prospektrechtliche Rücktrittsrecht dient nicht nur dem Schutz der individuellen Anleger, sondern mindestens ebenso zielt es darauf, sicher zu stellen, dass die kapitalmarktrechtlichen Informationsnormen eingehalten werden und damit die zu Lasten der Anleger als Gruppe strukturell vorge-

Mülbert/Nobbe/Wittig (Hrsg.), *Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft*. Bankrechtstag 2012 (2013) 25; P. MÜLBERT, *Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen*, ZHR 177 (2013) 177; J. KOCH, *Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes*, BKR 2012, 485.

51 Dazu jüngst P. BUCK-HEEB, *Aufsichtsrechtliches Produktverbot und zivilrechtliche Rechtsfolgen – Der Anleger zwischen Mündigkeit und Schutzbedürftigkeit*, BKR 2017, 89.

52 So überzeugend KALSS (Fn. 41) 49 m.w.N.

53 KALSS (Fn. 23) 1.

54 Siehe nur K. J. HOPT, *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken* (1975); KALSS (Fn. 35).

gebene Informationsasymmetrie ausgeglichen wird.⁵⁵ Es knüpft entsprechend nicht an Mängel bei der individuellen Willensbildung eines Anlegers an, sondern generalisierend an die Nichteinhaltung derartiger Normen.⁵⁶ Damit zielt das prospektrechtliche Rücktrittsrecht konzeptionell vordringlich sogar eher auf den *Schutz der Marktfunktionen*. Mit seiner scharfen Sanktion der Vertragsaufhebung setzt es Anreize zu einem rechtskonformen Verhalten der Prospektverantwortlichen und trägt damit Sorge, dass bei öffentlich angebotenen Wertpapieren ein Prospekt wie auch spätere entscheidungsrelevante Veränderungen auf Seiten des Emittenten im Wege eines Nachtrages veröffentlicht werden.⁵⁷

Der individuelle Schutz des Anlegers erfolgt dabei eher reflexartig, indem es diesem über den Rücktritt ermöglicht wird, seine Investitionsentscheidung bei prospektrechtlichen Informationsdefiziten durch Lösung von dem Vertrag zu revidieren und die Leistungen rückabzuwickeln.⁵⁸ Der prospektrechtliche *Individualschutz* der Anleger wird demgegenüber vordringlich über das ausdifferenzierte Regime der Prospekthaftung geleistet. Diese ist nach der regulatorischen Konzeption der Prospektrichtlinie, die für die nationalen Gesetzgeber bindend ist, das zentrale Instrument des Anlegerschutzes. Während die detailliert geregelte Prospekthaftung seit jeher integraler Bestandteil des europäischen Prospektrechtsregimes gewesen ist, wurde das Widerrufsrecht erst spät gegen Ende des Normsetzungsverfahrens ergänzt.⁵⁹ Der prospekthaftungsrechtliche Schadensersatzanspruch gewährt im Wege der Naturalrestitution ebenfalls einen Anspruch auf Rückabwicklung des Wertpapiererwerbs. Dieser hängt aber von der individuellen Schutzwürdigkeit des geschädigten Anlegers ab und setzt zudem ein Verschulden der Prospektverantwortlichen voraus. Dieses regulatorische Leitbild des europäischen Normsetzers wird durch eine beinahe schrankenlose Anerkennung des voraussetzungsarmen Rücktrittsrechts durch die österreichische Rechtsprechung auf mitgliedstaatlicher Ebene unterlaufen.⁶⁰

55 KALSS (Fn. 41) 50, 56; DIES. (Fn. 35) 186; auch der OGH betont die Bedeutung des § 5 KMG für die indirekte Sicherung der Informations- und Prospektspflicht des Anbieters, vgl. OGH 28.6.2012, 2 Ob 172/11z, RdW 2012, 658 (Ziff. 5).

56 KALSS (Fn. 25) 169.

57 S. KALSS/M. OPPITZ/J. ZOLLNER, Kapitalmarktrecht (2. Aufl., Wien 2015) § 11 Rz. 137.

58 KALSS/OPPITZ/ZOLLNER (Fn. 57) § 7 Rz. 30; a.A. C. ZIB, in: Zib/Russ/Lorenz (Hrsg.), Kapitalmarktgesetz (Wien 2008) § 5 Rz. 9: Normzweck des § 5 ist Verbraucherschutz, Druck zur Prospektveröffentlichung ist bloßer Reflex.

59 Dazu F. RÜFFLER, Zur Nachtragspflicht und dem Rücktrittsrecht gem §§ 5 und 6 KMG, ÖBA 2017, 236, 239, m.w.N. zu den verschiedenen Entwürfen der Prospektrichtlinie.

60 Dazu unten VI.4.

3. Rückbesinnung und Kurskorrektur

Rechtspolitisch ist angesichts des geschilderten Befundes eine Rückführung des „völlig entglittenen Rücktrittsrechts“ auf seinen eigentlichen Zweck geboten.⁶¹ Für eine umfassende Kurskorrektur mag ein Eingreifen des Gesetzgebers erforderlich sein, aber es bestehen bereits *de lege lata* verschiedene Möglichkeiten, die Anwendungsvoraussetzungen und den Anwendungsbereich des Rücktrittsrechts sachgerecht zu interpretieren, um so eine europarechtskonforme Nachjustierung des Rücktrittsrechts auf sein eigentliches Ziel zu erreichen.⁶² Hierauf wird nachfolgend näher eingegangen.

Eine Rückbesinnung auf den eigentlichen Zweck des Rücktrittsrechts und eine Beschneidung des überschießenden Rechtsschutzes steht im übrigen in Einklang mit der grundlegenden Ausrichtung der aktuellen Reform des Europäischen Prospektrechts. Die neue Prospektverordnung vom 14. Juni 2017⁶³, welche die Prospekttrichtlinie schrittweise ersetzen und unmittelbare Geltung in den Mitgliedstaaten erlangen wird,⁶⁴ ist von einem emittentenfreundlichen Ansatz geprägt und zielt darauf, insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern.⁶⁵ Die Verbesserung des Anlegerschutzes ist kein zentrales Reformziel, die Anleger sollen von den geplanten Änderungen vielmehr nur reflexartig profitieren.⁶⁶ Die Komplexität der prospektrechtlichen Regulierung soll abgebaut und die Compliance-Kosten der Unternehmen verringert werden.⁶⁷ Die erwähnte Gefahr einer zeitversetzten Rückabwicklung von Emissionen durch Rücktritte und die damit einhergehende Rechtsunsicherheit, die für alle Emittenten einschließlich der KMU angesichts der unscharfen Voraussetzungen der Nachtragspflicht nach § 6 KMG bzw. § 16

61 KALSS (Fn. 23) 1.

62 Siehe dazu bereits die grundlegenden Reformempfehlungen bei KALSS (Fn. 41) 49 ff.

63 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. Nr. L 168/12 vom 30.6.2017.

64 Der überwiegende Teil der Verordnung tritt am 21. Juli 2019 in Kraft; einzelne (hier nicht interessierende) Bestimmungen gelten bereits ab dem 20. Juli 2017 bzw. dem 21. Juli 2018; dazu D. POELZIG, Erleichterungen der Prospektspflicht zur Anpassung an die EU-Prospektverordnung, BKR 2018, 357.

65 Dazu eingehend C. KUMPAN, Die europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen, ZGR 2016, 2, der von dem „Unternehmensschutz“ als drittem Ziel der europäischen Kapitalmarktregulierung spricht (13 ff.)

66 Überblick bei S. SCHULZ, Die Reform des Europäischen Prospektrechts, WM 2016, 1417; KUMPAN (FN. 65) 15 ff.

67 Erwägungsgrund (5).

WpPG eine Bedrohung darstellt,⁶⁸ dürfte dem Ziel der Kommission, deren Kapitalaufnahme durch Bereitstellung eines abgespeckten und verlässlichen regulatorischen Rahmens zu fördern, eindeutig zuwiderlaufen.

VI. MÖGLICHKEITEN ZUR EINGRENZUNG DES RÜCKTRITTS- BZW. WIDERRUFSRECHTS

Die problematische überschießende Dynamik des prospektrechtlichen Widerrufs-/Rücktrittsrechts ergibt sich aus dem bereits geschilderten Zusammenspiel verschiedener Faktoren. Das zentrale Problem ist die Kombination zweier Annahmen, nämlich erstens, dass es keine zeitliche Befristung für dessen Ausübbarkeit gebe und, zweitens, dass ungeachtet zwischenzeitlich erfolgter Wertveränderungen der Wertpapiere stets, ggfs. erst Jahre später, der volle Kaufpreis ohne einen Wertausgleich zurückzuerstatten sein soll. Es ist diese Kombination widerrufsrechtlicher Bausteine, die Fehlreize für ein spekulatives Verhalten setzt. Beide Annahmen sind indes nicht zwingend vorgegeben, sondern erscheinen bei genauer Betrachtung vielmehr höchst fragwürdig. Dafür ist es hilfreich, sich zunächst einen Überblick zu verschaffen, wie Widerrufs-/Rücktrittsrechte *außerhalb* des Prospektrechts mit dieser Problematik umgehen.

1. Lösungen außerhalb des Prospektrechts

a) Absolute Erlöschensregeln

Für Ansprüche auf Rückabwicklung im Bereich des prospektrechtlichen Schadensersatzes gilt für Österreich eine Kenntnis unabhängige absolute Präklusionsfrist von zehn Jahren;⁶⁹ bei Kenntnis dürfte die dreijährige Verjährungsfrist des ABGB greifen.⁷⁰ Im deutschen Recht verjähren Ansprüche aus Prospekthaftung seit einer Reform im Jahr 2012 nach der Regelverjährung des BGB ebenfalls Kenntnis abhängig in drei Jahren und ohne Rücksicht auf Kenntnis oder grobfahrlässige Unkenntnis in zehn Jahren.⁷¹ Demgegenüber kennen weder die §§ 5 und 6 KMG noch § 16 WpPG eine ausdrücklich Präklusions- bzw. Verjährungsfrist. Wenn man daraus ableitet, dass es für die Ausübbarkeit des Widerrufsrechts einzig darauf ankommt,

68 OPPITZ (Fn. 32) 445.

69 § 11 Abs. 7 KMG; kritisch zur Länge der Frist ZIVNY (Fn. 41) § 11 Rz. 166; KALSS (Fn. 41) 61 ff.

70 § 1489 ABGB; so ausdrücklich M. SPITZER, Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen, RdW 2017, 407.

71 §§ 195 ff.; Einzelheiten bei H.-D. ASSMANN, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Hrsg.), WpPG/VermAnlG (3. Aufl., Köln 2017) §§ 21–23 WpPG Rz. 130 ff., § 24 WpPG Rz. 31 f.

ob ein Nachtrag veröffentlicht worden ist oder nicht, und dieses damit vereinendenfalls zeitlich unbegrenzt („ewig“) ausgeübt werden kann, ist eine erhebliche Rechtsunsicherheit vorprogrammiert.

Im Gegensatz dazu sorgen Befristungen für Rechtssicherheit. Dies war ausweislich der Gesetzesbegründung der Anlass für den deutschen Gesetzgeber im Jahr 2016 die eingangs erwähnte absolute Erlöschenregel von 12 Monaten und 14 Tagen nach Abschluss des Kreditvertrages für den Widerruf von Immobilier-Verbraucherdarlehensverträgen einzuführen, die unabhängig davon gilt, ob eine Widerrufsinformation erteilt wurde.⁷² Diese Lösung und ihre Begründung korrespondieren mit dem Regulierungsansatz der europäischen Verbraucherrichtlinie von 2011 für die Dauer der Widerrufsrechte der Verbraucher bei außerhalb von Geschäftsräumen geschlossenen Verträgen und Fernabsatzverträgen.⁷³ Danach läuft die Widerrufsfrist maximal für 12 Monate nach Ablauf der ursprünglichen Widerrufsfrist.⁷⁴ In Erwägungsgrund (43) der Richtlinie wird dies überzeugend mit dem Bedürfnis nach Rechtssicherheit begründet.

b) Ausschluss für Waren und Dienstleistungen, deren Preis Schwankungen unterliegt

Für die Vermeidung einer missbräuchlichen Geltendmachung von Widerrufs- und Rücktrittsrechten entfalten ferner zwei Arten von Ausnahmen große praktische Relevanz, die in verschiedenen Regelwerken für Geschäfte über Waren und Dienstleistungen, deren Preis Schwankungen unterliegt, vorgesehen sind. Teilweise wird das Widerrufsrecht für diese Konstellationen komplett ausgeschlossen, teilweise gelten hinsichtlich der Gegenleistung Anpassungen (hiernach unter c)).

Ein Beispiel für einen Ausschluss findet sich in der Fernabsatzfinanzdienstleistungsrichtlinie, die ein Widerrufsrecht der Verbraucher für Fernabsatzverträge ausdrücklich ausschließt, die Finanzdienstleistungen zum Gegenstand haben, deren Preis auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegt, auf die der Anbieter keinen Einfluss hat und die innerhalb der Widerrufsfrist auftreten können.⁷⁵ Der deutsche Gesetzgeber hat diese Regelung

⁷² Siehe oben II.; BT-Drs. 18/5922, 74.

⁷³ Richtlinie 2011/83/EU des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 25. Oktober 2011 über die Rechte der Verbraucher, zur Abänderung der Richtlinie 93/13/EWG des Rates und der Richtlinie 1999/44/EG des Europäischen Parlaments und des Rates sowie zur Aufhebung der Richtlinie 85/577/EWG des Rates und der Richtlinie 97/7/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates, ABl. Nr. L 304/64 vom 22.11.2011.

⁷⁴ Art. 10 Abs. 1 der Richtlinie.

⁷⁵ Art. 6 Abs. 2 der Richtlinie 2002/65/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 23. September 2002 über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Ver-

aufgegriffen und das Widerrufsrecht für derartige Waren und Dienstleistungen ebenfalls ausgeschlossen.⁷⁶ Er begründet dies zutreffend damit, dass es sachgerecht sei, „das von den Parteien nicht zu beeinflussende Risiko von Preisschwankungen während der Widerrufsfrist nicht einseitig dem Unternehmer aufzubürden“.⁷⁷ Entsprechende Regelungen finden sich auch im österreichischen Recht.⁷⁸

c) Ausgleich von Preisschwankungen

Die zweite Ausnahme im Wege einer Wertanpassung findet sich beispielsweise im deutschen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB),⁷⁹ das seit 2013 das einheitliche Regelwerk für das Investmentgeschäft darstellt. § 305 KAGB sieht bei Geschäften, die außerhalb der Geschäftsräume des Verkäufers oder Vermittlers erfolgen, für den Kauf (oder Verkauf) von Aktien oder Anteilen eines offenen Investmentvermögens ein Widerrufsrecht des Anlegers vor.⁸⁰ Die zweiwöchige Widerrufsfrist beginnt, vereinfacht ausgedrückt, erst dann zu laufen, wenn der Käufer eine ordnungsgemäße Widerrufsbelehrung erhalten hat.⁸¹ Es besteht keine absolute Erlöschenregel, was bedeutet, dass das Widerrufsrecht potentiell „ewig“ laufen kann.

Als Ausgleich für die Härten, die sich für den Verkäufer oder Vermittler der Aktien oder Anteile des Investmentvermögens dadurch ergeben, dass deren Wert während der potentiell unbegrenzten Laufzeit des Widerrufsrechts auf dem Finanzmarkt Schwankungen unterliegt, hat die zur Rücknahme verpflichtete Verwaltungsgesellschaft dem Anleger (Zug um Zug gegen Rückübertragung) lediglich den Betrag auszuführen, der dem Wert der Anteile oder Aktien *am Tag nach Eingang der Widerrufserklärung*

braucher und zur Änderung der Richtlinie 90/619/EWG des Rates und der Richtlinien 97/7/EG und 98/27/EG, ABl. Nr. L 271/16 vom 9.10.2002.

76 § 312g Abs. 2 Nr. 8 BGB.

77 BT-Drucks. 17/12637, S. 56.

78 So etwa in § 18 Abs. 1 Ziff. 2 des Bundesgesetzes über Fernabsatz- und außerhalb von Geschäftsräumen geschlossene Verträge (Fern- und Auswärtsgeschäfte-Gesetz – FAGG), öst. BGBl. I Nr. 33/2014 i.d.F. öst. BGBl. I Nr. 83/2015, zuletzt geändert durch öst. BGBl. I Nr. 50/2017.

79 Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (dt. BGBl. I S. 1981), zuletzt geändert durch Art. 4 des Gesetzes vom 18. Dezember 2018 (dt. BGBl. I S. 2626).

80 Soweit der Erwerb der Anteile oder Aktien im Wege eines Fernabsatzgeschäftes i.S.v. § 312c Abs. 1 BGB erfolgt, scheidet der Widerruf allerdings bereits an der vorstehend erwähnten Ausnahmereglung des § 312g Abs. 2 Nr. 8 BGB.

81 § 305 Abs. 1 KAGB i.v.m. § 246 Abs. 3 Satz 2 des Einführungsgesetzes zum Bürgerlichen Gesetzbuche in der Fassung der Bekanntmachung vom 21. September 1994 (dt. BGBl. I S. 2494; 1997 I S. 1061), zuletzt geändert durch Art. 5 des Ges. v. 11. Juni 2017 (dt. BGBl. I S. 1607).

entspricht.⁸² Der Anleger hat bei Ausübung des Widerrufsrechts mithin *keinen* Anspruch auf Rückzahlung des Kaufpreises, sondern (nur) Erstattung des aktuellen Wertes.⁸³ Auf diese Weise wird das Risiko von Preisschwankungen während der Widerrufsfrist nicht einseitig der Verwaltungsgesellschaft aufgebürdet und es kommt nicht zu spekulativen Fehlanreizen.

Dies ist bei Geltendmachung eines Schadensersatzanspruchs nach § 306 KAGB wegen Fehlerhaftigkeit des Verkaufsprospekts anders. Dieser geht auf *volle* Rückerstattung des vom Anleger gezahlten Betrages. Dafür unterliegt der Schadensersatzanspruch aber auch strengeren Voraussetzungen als der Widerruf. Eine solche sachgerechte Differenzierung fehlt im Rahmen der Regulierung von Widerruf bzw. Rücktritt und Prospekthaftung nach dem WpPG und dem KMG.

d) *Zwischenergebnis*

Außerhalb des Prospektrechts geht die rechtspolitische Entwicklung offensichtlich in Richtung einer zeitlichen Befristung von Widerrufsrechten durch die Einführung absoluter Erlöschensregeln, die unabhängig davon greifen, ob über erstere ordnungsgemäß belehrt wurde. Soweit Widerrufsrechte in bestimmten Konstellationen im Prinzip nach wie vor potentiell unbefristet gewährt werden, ist jedoch entweder deren Geltendmachung bei Geschäften über Waren und Dienstleistungen, deren Preis von Schwankungen auf dem Finanzmarkt abhängt, ausgeschlossen oder es hat bei Rückabwicklung eines solchen Geschäfts ein Wertausgleich zu erfolgen. So oder so wird das Spekulationsrisiko in diesen Fällen mithin *nicht* auf den Unternehmer, hier in der Regel ein Kreditinstitut, als dem Rücktrittsgegner überwältigt.

2. *Keine Geltung für das prospektrechtliche Rücktritts-/Widerrufsrecht*

Für den prospektrechtlichen Widerruf bzw. Rücktritt gelten diese Lösungen indes erstaunlicherweise *nicht*, obwohl der Preis der Wertpapiere für deren Verkauf der Prospekt zu erstellen ist, geradezu prototypisch während der nach dem Verständnis der österreichischen Rechtsprechung „ewigen“ Lauf-

82 § 305 Abs. 4 KAGB; außerdem sind dem Anleger die von ihm bezahlten Kosten inkl. des Ausgabeaufschlages zu erstatten.

83 Das österreichische Investmentfondsgesetz 2011 sieht in § 131 Abs. 7 unter Verweis auf die §§ 5 und 6 KMG ein Rücktrittsrecht für den Fall vor, dass ein Angebot von Anteilscheinen ohne eine vorhergehende Veröffentlichung des Prospektes erfolgt ist oder spätere Änderungen nicht ordnungsgemäß angezeigt wurden. Das Rücktrittsrecht gilt in diesem Fall unbefristet (C. PÁLFFY, in: Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz (Hrsg.), Kommentar zum Investmentfondsgesetz (2. Aufl., Wien 2014) § 131 Rz. 28), aber eine Beschränkung des rückzuzahlenden Kaufpreises auf den aktuellen Wert des Fondsanteils ist im Gesetz nicht vorgesehen.

zeit des Widerrufsrechts Schwankungen bis hin zum Totalverlust unterliegt.⁸⁴ Und es hat bei Rückabwicklung des Geschäfts auch kein Wertersatz zu erfolgen. Das prospektrechtliche Widerrufs- bzw. Rücktrittsregime steht im Rahmen dieser Interpretation mit anderen Worten quer zu der ansonsten gültigen Regelungssystematik der Widerrufsrechte.

Der Grund für die unbeschränkte Zulassung des Widerrufs und die fehlende Verpflichtung zur Leistung eines Wertersatzes bei der Rückabwicklung ist vermutlich, dass der Normsetzer davon ausgegangen sein dürfte, dass das Widerrufsrecht nur während der vergleichsweise kurzen Laufzeit des öffentlichen Angebots Relevanz entfalten würde, innerhalb derer größere Preisschwankungen eher unwahrscheinlich oder zumindest im Kontext des Emissions- und Vertriebsgeschäfts kalkulierbar und für die Beteiligten beherrschbar sein würden. Dies legt *de lege ferenda* eine legislative Korrektur in Form eines Wertausgleichs oder zumindest Klarstellung in Form einer absoluten Befristung nahe, die Fehlanreize verringert und für die Ausübung des prospektrechtlichen Widerrufs- bzw. Rücktrittsrechts Rechtssicherheit schafft.⁸⁵ Aber unabhängig von einer solchen, lässt sich auch bereits *de lege lata* durch eine einschränkende Interpretation der Anwendungsvoraussetzungen ein höherer Grad an Rechtssicherheit und eine stärkere Reduzierung von Missbräuchen erreichen, als es gegenwärtig der Fall ist.

3. Anbindung des Widerrufs an die Veröffentlichung eines Nachtrags

a) Die Rechtslage in Deutschland

Die Ausübung des Widerrufs ist an die Erfüllung einer Reihe von Voraussetzungen mit zeitlichem Bezug geknüpft. Die wichtigste ist die Anbindung des Widerrufs an die Veröffentlichung eines Nachtrags. § 16 Abs. 3 WpPG regelt in Übereinstimmung mit den Vorgaben des Art. 16 Abs. 2 der Prospektrichtlinie, dass die Anleger das Recht haben, ihre Willenserklärung „zwei Werktage *nach* Veröffentlichung des Nachtrages“ zu widerrufen,⁸⁶ wenn der Nachtrag einen Prospekt für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren betrifft. Für das deutsche Recht wird diese Regelung dahin gehend interpretiert (Entscheidungen fehlen), dass die Auslösung des Widerrufsrechts *zwingend* an die vorherige Veröffentlichung eines Nachtrags gekoppelt ist und von dieser abhängt: Solange kein Nachtrag veröffentlicht worden ist, kann auch kein Widerruf ausgeübt werden.⁸⁷ Ist die Frist zur Erstel-

84 Zu der nach Auffassung des OGH potentiell „ewigen“ Widerrufsfrist hiernach unter 3.

85 So für Österreich KALSS (Fn. 41) 58 ff.

86 Hervorhebung durch den Verfasser.

87 So zutreffend C. BERRAR, in: Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf (Hrsg.), WpPG und EU-ProspektVO (2. Aufl., Frankfurt/M. 2017) § 16 Rz. 132b, 149,

lung eines Nachtrages abgelaufen, kann das Widerrufsrecht überhaupt nicht mehr entstehen.⁸⁸ Daran ändert sich auch nichts, wenn die Veröffentlichung des Nachtrages pflichtwidrig unterblieben ist.⁸⁹

Die Nachtragsfrist endet nach § 16 Abs. 1 WpPG mit dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots oder, falls diese später erfolgt, der Einführung in den Handel an einem organisierten Markt. Aus deutscher Sicht ist unter dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots der Ablauf der Zeichnungs- bzw. Angebotsfrist zu verstehen.⁹⁰ Ab dann besteht keine Verpflichtung mehr zur Veröffentlichung eines Nachtrages, denn Ziel des Nachtrages ist, dem Anleger während der Laufzeit des öffentlichen Angebots eine informierte Anlageentscheidung zu ermöglichen. Deshalb ist es auch gleichgültig, aus welchen Gründen der Nachtrag unterblieben ist. Auch wenn die Nachtragspflicht ursprünglich schuldhaft verletzt gewesen sein sollte, endet diese mit Fristablauf. Danach bestehen keinerlei Aktualisierungs- oder Berichtigungspflichten mehr.⁹¹

Gegenüber den für die Erstellung des Nachtrags verantwortlichen Personen entstehen in diesem Fall jedoch Schadensersatzansprüche aus Prospekthaftung nach §§ 21 ff. WpPG, denn durch die Nichtveröffentlichung eines Nachtrages trotz des Vorliegens eines nachtragsfähigen und nachtragspflichtigen Umstandes ist der Prospekt unrichtig geworden.⁹²

Diese einschränkende Interpretation, die beim Wortlaut des § 16 Abs. 1 WpPG ansetzt, verhindert das Entstehen eines unerwünschten potentiell „ewigen“ Widerrufsrechts und steht damit im Einklang mit den zuvor erläuterten grundlegenden Wertungen der Normsetzer für Geschäfte über Waren und Dienstleistungen, deren Preis von Schwankungen auf dem Finanzmarkt abhängt.

154, 155a; W. KULLMANN/P. SESTER, Das Wertpapierprospektgesetz, WM 2005, 1068, 1075; ebenso aus österreichischer Sicht RÜFFLER (Fn. 59) 240; im Ergebnis auch ZIVNY (Fn. 41) § 6 Rz. 48.

88 BERRAR (Fn. 87) § 16 Rz. 132b, 149; KULLMANN/SESTER, WM 2005, 1075; RÜFFLER (Fn. 59) 240.

89 So für Österreich auch RÜFFLER (Fn. 59) 240.

90 J. SEITZ/P.SCHOLL, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb (Fn. 71) § 16 WpPG Rz. 65; W. GROSS, Kapitalmarktrecht (6. Aufl., München 2016) § 16 Rz. 5a ff.; aus österreichischer Sicht ist der endgültige Angebotsschluss jedenfalls der Platzierungsabschluss einer Emission, wenn sämtliche Wertpapiere aus derselben verkauft worden sind, A. RUSS, in: Zib/Russ/Lorenz (Fn. 59) § 6 Rz. 14.

91 W. GROSS (Fn. 90) § 16 Rz. 5d; BERRAR (Fn. 87) § 16 Rz. 94.

92 SEITZ/SCHOLL (Fn. 90) § 16 WpPG Rz. 152; BERRAR (Fn. 87) § 16 Rz. 111; A. HEIDELBACH, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar (4. Aufl., München 2010) § 16 WpPG Rz. 49 ff.

b) *Die Rechtslage in Österreich*

In Österreich ist die Frage nach der Dauer des Widerrufsrechts, soweit ersichtlich, bislang weniger im Kontext des § 6 Abs. 2 KMG, der insoweit mit § 16 Abs. 3 WpPG inhaltsgleich ist, als vielmehr im Rahmen des Rücktrittsrechts des Verbraucher-Anlegers nach § 5 Abs. 1 KMG diskutiert worden, für den es im deutschen Recht keine korrespondierende Vorschrift gibt. Nach § 5 Abs. 1 KMG können Verbraucher-Anleger von ihrem Angebot oder vom Vertrag zurücktreten, wenn ein prospektpflichtiges Angebot ohne vorherige Veröffentlichung eines Prospektes (oder eines Nachtrags nach § 6 KMG) erfolgt ist. Der OGH hat in einer Entscheidung aus dem Jahr 2009 festgestellt, dass, „[s]olange kein Prospekt veröffentlicht worden ist, ... dem Verbraucher-Anleger das jederzeitige Rücktrittsrecht – und zwar unbefristet – zu[steht]“.⁹³ Diese Überlegung hat der OGH jüngst unter Bezugnahme auf die Nachtragspflicht in § 6 Abs. 2 KMG und unter erneutem ausdrücklichem Hinweis auf die fehlende Befristung auf eine *ursprünglich* bestehende *Unrichtigkeit* des Prospektes ausgeweitet.⁹⁴ Das dürfte so zu verstehen sein, dass auch das Rücktrittsrecht nach § 6 Abs. 2 KMG zeitlich unbefristet ausübbar sein soll, ohne von einer vorherigen Veröffentlichung des Nachtrages abhängig zu sein.⁹⁵ Damit ist von der Rechtsprechung für Österreich – ohne Not und im Widerspruch zu den vorstehend aufgezeigten grundlegenden Wertungen des europäischen Normsetzers für Geschäfte über Waren und Dienstleistungen, deren Preis von Schwankungen auf dem Finanzmarkt abhängt, – ein potentiell „ewiges“ Rücktrittsrecht für ebensolche Geschäfte etabliert worden. Hier läge aus deutscher Sicht ein rechtspolitisches Umdenken nahe und die Ausübung des Rücktrittsrechts von der vorherigen Veröffentlichung eines Nachtrages abhängig zu machen, welche innerhalb der Zeichnungs- bzw. Angebotsfrist zu geschehen hätte.

4. *Rücktritt bei ursprünglicher Unrichtigkeit des Prospekts?*

Die eben erwähnte jüngste Rechtsprechung des OGH, nach der die scharfe Sanktion des Rücktritts schon dann greifen soll, wenn der Prospekt *ursprünglich* fehlerhaft war,⁹⁶ stellt eine erhebliche und rechtspolitisch zwei-

93 OGH 26.11.2009, 2 Ob 32/09h, ÖBA 2010, 753, 757, mit Anmerkung von OPPITZ, *ibid.*, 758; bestätigt von OGH 28.6.2012, 2 Ob 172/11z, RdW 2012, 658; OGH 18.10.2016 (Fn. 37) 261; zustimmend ZIB (Fn. 33) 506 f.; G. GRAF, Zur Nachtragspflicht des Emittenten gem § 6 KMG bei anfänglicher Kenntnis der Unrichtigkeit des Prospektes, *ecolex* 2015, 836; ablehnend RÜFFLER (Fn. 59) 240 f.

94 OGH 18.10.2016, 3 Ob 97/16k, ÖBA 2017, 261 = ZFR 2017, 20 = RdW 2017, 309; kritisch RÜFFLER (Fn. 59) 237 ff.; KALSS (Fn. 23) 1.

95 So ausdrücklich ZIB (Fn. 59) § 5 Rz. 13.

96 OGH 18.10.2016, 3 Ob 97/16k, ÖBA 2017, 261 = ZFR 2017, 20 = RdW 2017, 309.

felhafte Ausweitung des Anwendungsbereiches des Rücktrittsrechts dar.⁹⁷ Auf diese Weise tritt das Rücktrittsrecht in unmittelbare Konkurrenz zu der Prospekthaftung und zu dem prospektrechtlichen Schadensersatz, der im Wege der Naturalrestitution ebenfalls einen Anspruch auf Rückabwicklung gewährt.⁹⁸ Dessen strengere Voraussetzungen müssen bei der Geltendmachung des Rücktrittsrechts indes *nicht* erfüllt werden. Denn zum einen ist es für einen erfolgreichen Rücktritt gleichgültig, ob zwischen dem Fehlen oder der Fehlerhaftigkeit des Prospektes und der Investitionsentscheidung des zurücktretenden Anlegers ein Kausalzusammenhang bestanden hat. Eine individuelle Schutzwürdigkeit des Anlegers wird nicht geprüft.⁹⁹ Zum zweiten ist es gleichgültig, ob überhaupt ein Schaden eingetreten und ggfs. nachgewiesen werden kann. Entsprechend spielen weder die hypothetische Alternativveranlagung noch die Schadensminderungspflicht eine Rolle.¹⁰⁰ Und drittens kommt es nicht darauf an, ob denjenigen, gegenüber dem der Anleger seinen Rücktrittsanspruch geltend machen kann, ein Verschulden hinsichtlich des Fehlens oder der Fehlerhaftigkeit des Prospekts und der Unterlassung eines berichtigenden Nachtrags trifft.

Diese im Vergleich zum Schadensersatzrecht wesentlich geringeren Anforderungen, die an die Geltendmachung des Rücktrittsrechts gestellt werden, schaffen den Anreiz, wo immer möglich, den einfacheren Weg des Rücktritts zu wählen, und lassen die Prospekthaftung insoweit – und das heißt wegen der Bejahung eines Rücktritts auch im Falle einer ursprünglichen Unrichtigkeit des Prospektes in erheblichem Umfang – leerlaufen. Die Prospekthaftung wird faktisch vom Rücktrittsrecht, das zu einer Art „Schadensersatzrecht light“ mutiert ist, verdrängt, was im Ergebnis zu einer problematischen Überlagerung des europarechtlich vorgegebenen Konzeptes der Prospekthaftung durch eine überzogene nationale Interpretation des Rücktrittsrechts führt. Es ist höchst zweifelhaft, ob diese Ausweitung europarechtlich zulässig ist. Darauf kann an dieser Stelle indes nicht vertieft eingegangen werden.¹⁰¹

97 Kritisch dazu der Besprechungsaufsatz von RÜFFLER (Fn. 59) 236; ferner KALSS (Fn. 23) 1.

98 Das deutsche Prospektrecht gewährt dem Erwerber von Wertpapieren gemäß § 24 WpPG sogar ausdrücklich einen unmittelbaren (Schadensersatz)Anspruch auf Übernahme der Papiere gegen Erstattung des Erwerbspreises gegenüber dem Emittenten und dem Anbieter im Fall einer unterlassenen Prospektveröffentlichung.

99 KALSS (Fn. 25) 176.

100 ZIVNY (Fn. 41) § 5 Rz. 23.

101 Siehe dazu RÜFFLER (Fn. 59) 238 ff.; KALSS/OPPITZ/ZOLLNER (Fn. 57) § 7 Rz. 44; BAUM (Fn. 28) 96 f.

VII. RESUMEE

Widerrufs- und Rücktrittsrechte sind einfach ausübbar, aber scharfe Sanktionsinstrumente, die einschneidende Folgen für den Vertragspartner haben, vor allem wenn sie zeitversetzt und gehäuft ausgeübt werden. Sie entfalten dann eine beachtliche und oftmals schwer steuerbare Dynamik, welche die etablierten Geschäftsmodelle der Kreditinstitute in den betreffenden Tätigkeitsfeldern gefährdet. Das deutsche Widerrufsrecht bei Verbraucherdarlehensverträgen und das prospektrechtliche Rücktrittsrecht in Österreich sind ebenso anschauliche wie besorgniserregende Beispiele für dieses Dilemma. Sie sind oder drohen jedenfalls *contra legem* zu allgemeinen Reuerchten zu pervertieren, die mit dem berechtigten Anliegen des Verbraucher- oder Anlegerschutzes nichts mehr zu tun haben, sondern lediglich dem Zweck dienen, eine vom Anleger selbst zu verantwortende unattraktiv gewordene wirtschaftliche Situation zu Lasten Dritter, konkret der Kreditinstitute, ihren Eignern und anderen Kunden, aufzulösen.

VIII. ANHANG

– *Auszüge aus dem österreichischem KMG und dem deutschem WpPG* –

§ 5 KMG

(1) Erfolgt ein prospektpflichtiges Angebot ohne vorhergehende Veröffentlichung eines Prospekts oder der Angaben nach § 6, so können Anleger, die Verbraucher im Sinne des § 1 Abs. 1 Z 2 KSchG sind, von ihrem Angebot oder vom Vertrag zurücktreten.

...

(4) Das Rücktrittsrecht nach Abs. 1 erlischt mit Ablauf einer Woche nach dem Tag, an dem der Prospekt oder die Angaben nach § 6 veröffentlicht wurden. ...

§ 6 KMG

(1) Jeder wichtige neue Umstand oder jede wesentliche Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit in Bezug auf die im Prospekt enthaltenen Angaben, die die Bewertung der Wertpapiere oder Veranlagungen beeinflussen könnten und die zwischen der Billigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots oder, falls später, der Eröffnung des Handels an einem geregelten Markt auftreten oder festgestellt werden, müssen in einem Nachtrag (ändernde oder ergänzende Angaben) zum Prospekt genannt werden. ...

(2) Betrifft der Prospekt ein öffentliches Angebot von Wertpapieren ..., haben Anleger, die sich bereits zu einem Erwerb oder einer Zeichnung der Wertpapiere ... verpflichtet haben, bevor der Nachtrag veröffentlicht wird, das Recht, ihre Zusagen innerhalb von zwei Arbeitstagen nach Veröffentlichung des Nachtrags zurückzuziehen, vorausgesetzt,

dass der neue Umstand oder die Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit gemäß Abs. 1 vor dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots und der Lieferung der Wertpapiere oder Veranlagungen eingetreten ist.

§ 16 WpPG

(1) Jeder wichtige neue Umstand oder jede wesentliche Unrichtigkeit in Bezug auf die im Prospekt enthaltenen Angaben, die die Beurteilung der Wertpapiere beeinflussen könnten und die nach der Billigung des Prospekts und vor dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots oder, falls diese später erfolgt, der Einführung in den Handel an einem organisierten Markt auftreten oder festgestellt werden, müssen in einem Nachtrag zum Prospekt genannt werden. ...

(3) Betrifft der Nachtrag einen Prospekt für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren, haben Anleger, die vor der Veröffentlichung des Nachtrags eine auf den Erwerb oder die Zeichnung der Wertpapiere gerichtete Willenserklärung abgegeben haben, das Recht, diese innerhalb einer Frist von zwei Werktagen nach Veröffentlichung des Nachtrags zu widerrufen, sofern der neue Umstand oder die Unrichtigkeit gemäß Absatz 1 vor dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots und vor der Lieferung der Wertpapiere eingetreten ist.