

Dr. Dott. Valerio Sangiovanni LL. M.*

Finanzskandale (Argentinien, Cirio und Parmalat) und die Haftung der Anlagevermittler in der neuesten italienischen Rechtsprechung

Die Anlage in Schuldverschreibungen bringt Gefahren mit sich. Der Emittent könnte in eine Krise geraten und nicht mehr in der Lage sein, seinen Pflichten nachzukommen. In der jüngsten Vergangenheit haben sich einige wichtige Insolvenzfälle ereignet. Aus Sicht der italienischen Anleger sind drei Fälle von besonderer Bedeutung: Argentinien, Cirio und Parmalat. Viele Investoren sind nicht bereit, das Geld zu verlieren. Aus diesem Grund erheben sie Klagen, die gegen die Anlagevermittler gerichtet sind. In Italien sind derzeit Tausende solcher Klagen anhängig. Zweck dieser Arbeit ist, das deutschsprachige Publikum über die Hintergründe und die Entwicklungen der italienischen Rechtsprechung im Bereich dieser wichtigen Materie zu informieren.

I. Einführung

In den letzten Jahren haben sich Finanzkrisen von wichtigen Emittenten ereignet, die eine hohe Anzahl von Anlegern (*investitori*) betroffen haben. Aus der italienischen Perspektive sind drei besonders große Fälle hervorzuheben: Argentinien (2001), Cirio/Del Monte (2002) und Parmalat (2003)¹. Die argentinischen Schuldverschreibungen (*obbligazioni*) sind von ca. 430 000, die Schuldverschreibungen von Cirio von rund 35 000 und die Schuldverschreibungen von Parmalat von ungefähr 85 000 italienischen Anlegern unterzeichnet worden². Insgesamt wurden also von den drei Insolvenzen ca. 550 000 Anleger betroffen, die fast 1% der italienischen Bevölkerung (knapp 60 000 000 Einwohner) darstellen. Bis vor einigen Jahren war es in Italien üblich, in italienische Staatsanleihen zu investieren. Diese Anleihen sicherten aber keine interessante Rendite mehr. Folglich haben viele Anleger ihre Investitionspolitik geändert. Ein Teil der Bevölkerung hat in Schuldverschreibungen fremder Staaten oder privater Gesellschaften investiert, in der Erwartung, eine höhere Rendite zu erzielen. Leider hat sich die Investition nicht immer gelohnt.

Die erwähnten Fälle haben einige Hunderttausende Anleger betroffen. Es soll daher nicht wundern, dass derzeit eine hohe Anzahl von Streitigkeiten vor italienischen Gerichten anhängig ist. Die inzwischen veröffentlichte Rechtsprechung zeigt eindeutig, dass die Anleger gegen die Anlagevermittler (*intermediari finanziari*) klagen³. Diese Prozessstrategie ist gerechtfertigt. Gegen den Emittenten oder gegen die Verantwortlichen bei dem Emittenten zu klagen ist nicht immer einfach. Der Emittent kann eine ausländische Institution sein. Dies ist bei Argentinien der Fall. Der Anleger kann theoretisch gegen Argentinien klagen. In diesem Fall ist er allerdings mit beträchtlichen Problemen konfrontiert. Diese lassen sich in drei Stichworten zusammenfassen: Gerichtsbarkeit, anwendbares Recht und internationale Vollstreckung. Auch wenn sich ein Anleger einen Vollstreckungstitel gegen Argentinien verschafft, wird er Schwierigkeiten haben, Güter der Republik Argentinien in Italien zu finden, in die vollstreckt werden kann. Die Lage ändert sich nicht wesentlich, wenn der Emittent eine Gesellschaft ist. Cirio und Parmalat haben Schuldver-

schreibungen nicht als Gesellschaften italienischen Rechts emittiert. Sie haben Tochtergesellschaften im Ausland (in Luxemburg und in den Niederlanden) verwendet. Will man gegen diese Emittenten (oder gegen die Verantwortlichen bei diesen Emittenten) klagen, stellen sich ebenfalls Probleme des internationalen Privatrechts. Gegen den Emittenten zu klagen ist auch aus wirtschaftlicher Sicht nicht besonders empfehlenswert, denn sie befinden sich nämlich in einer Krise. Sie verfügen nicht über die erforderlichen Mittel, um die Schuldverschreibungen zurückzuzahlen. Man sollte abwarten, bis die Gesellschaften wieder gut laufen. Es ist aber nicht sicher, ob dies je passieren wird. Der Erholungsprozess kann darüber hinaus Jahre dauern. Aus allen diesen Gründen ist es einfacher, gegen die Anlagevermittler zu klagen. Diese sind die italienischen Banken, über welche die Schuldverschreibungen gekauft wurden. Probleme des internationalen Privatrechts stellen sich in diesem Zusammenhang nicht.

Will man gegen die Anlagevermittler klagen, so muss eine geeignete Anspruchsgrundlage gefunden werden, damit der Anleger Aussicht auf Erfolg hat. Aber was haben die Anlagevermittler mit dem Umstand zu tun, dass Emittenten nicht in der Lage sind, Schuldverschreibungen zurückzuerstatten? Im Grunde gibt es keine Verbindung. Die Krise der Emittenten hängt von Faktoren ab, auf welche die Anlagevermittler keinen Einfluss haben. Wenn Argentinien eine Finanzkrise erfährt, kann der Grund dafür eine schlechte Regierung sein. Mitverantwortlich kann die Krise der Weltwirtschaft sein. Man kann sicherlich zusätzliche Ursachen identifizieren. Eine italienische Bank hat aber mit den Finanzproblemen Argentiniens wirklich nichts zu tun. Die Rolle des Anlagevermittlers ist aber nicht völlig neutral. Diese haben bestimmten Verhaltensregeln (*regole di comportamento*) zu folgen⁴. Auch wenn der

* Valerio Sangiovanni ist deutscher Rechtsanwalt und italienischer *Avvocato* in Mailand. Er dankt Frau RAin Marita Rabenschlag für die sprachliche Korrektur des vorliegenden Textes.

1) Ein beträchtlicher Teil dieser Emissionen ist in Italien unterzeichnet worden: 12 Milliarden Euro für Argentinien, 1 Milliarde Euro für Cirio und 4,8 Milliarden Euro für Parmalat. Diese Daten sind erarbeitet worden von B. Scienzal G. B. Ponzetto und sie wurden veröffentlicht in *La Repubblica*, *Affari & Finanza*, 15. 5. 2006, 32.

2) Diese Daten sind in *La Repubblica*, 29. 7. 2006, 35, veröffentlicht worden.

3) Unter den neuesten Sammlungen von Rechtsprechung in dieser Materie s. A. M. Carozzi, *Regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici esperibili dal risparmiatore*, *Diritto fallimentare* 2006, I, 697 ff.; G. Gobbo C.-E. Salodini, *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, *Giurisprudenza commerciale* 2006, II, 5 ff.; A. Missaglia, *Rassegna di giurisprudenza sulla tutela del risparmiatore*, *Consumatori, diritti e mercato* 2006, 136 ff.

4) Zu den Verhaltensregeln der Anlagevermittler s. F. Annunziata, *Regole di comportamento degli intermediari finanziari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano 1993; M. Lobbuona, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli 1999; F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano 2004.

Anlagevermittler kein direktes Verhältnis mit dem Emittenten hat, unterliegt der Vertrieb von Finanzinstrumenten (*strumenti finanziari*) gewissen Verhaltensregeln. Werden diese Regeln verletzt, so kann die Bank haften. Da der Anleger Schwierigkeiten hat, gegen die Verantwortlichen bei dem Emittenten zu klagen, verklagt er die Anlagevermittler.

Die Verhaltensregeln für Anlagevermittler sind in Italien in zwei Texten enthalten: einem Gesetz und einer Verordnung. Das Gesetz ist das Gesetzesdekret Nr. 58 vom 24. 2. 1998, das „Grundgesetz“ des italienischen Kapitalmarktrechts⁵. Die Verordnung Nr. 11 522 vom 1. 7. 1998 ist eine Akte der italienischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde, der CONSOB (*Commissione nazionale per le società e la borsa*)⁶.

Die in den Entscheidungen der italienischen Rechtsprechung behandelte Materie ist an der Schnittstelle zwischen Kapitalmarkt- und Zivilrecht. Die Hauptfrage ist: welchen Klagetyp kann der Anleger gegen die Anlagevermittler erheben? In Betracht kommen vor allem zwei Möglichkeiten: der Investor kann die Nichtigkeit (*nullità*) oder die Auflösung (*risoluzione*) des Vertrages geltend machen. Diese zwei Klagetypen werden nur anhand der neuesten italienischen Rechtsprechung dargestellt.

II. Die Nichtigkeit des Vertrages

Der Anleger, der dem Anlagevermittler Geld für die Investition gegeben hat, kann Klage auf Nichtigkeit des Vertrages erheben. Wird die Nichtigkeit erklärt, so sind die Parteien gezwungen, dasjenige, was sie auf Grund des nichtigen Vertrags erlangt haben, zurückzugeben. Es findet Art. 2033 des italienischen Zivilgesetzbuches (*codice civile*) Anwendung: wer eine Zahlung ohne Grund geleistet hat, kann das Bezahlte zurückverlangen. Für den Anleger stellt diese Bestimmung einen beträchtlichen Vorteil dar. Gelingt es ihm zu beweisen, dass der Vertrag mit dem Anlagevermittler nichtig ist, so kann er die gesamte Summe zurückverlangen. Am Anfang wurde ein Anlagevertrag (*contratto di investimento*) abgeschlossen. Auf Grund dieses Vertrages hat der Anleger dem Anlagevermittler Geld gegeben. Der Anlagevermittler hat mit diesem Geld die Finanzinstrumente gekauft. Nach der Nichtigkeitserklärung findet eine Rückabwicklung dieser Operation statt. Der Anlagevermittler muss das erhaltene Geld zurückgeben. Das Geld wird mit den Schuldverschreibungen ausgetauscht, die aber inzwischen einen geringen Wert haben.

Die Nichtigkeitserklärung des Vertrages kann von dem Anleger aus verschiedenen Gründen verlangt werden. Art. 1418 *codice civile* listet die Nichtigkeitsgründe auf. Im Zusammenhang mit Anlageverträgen kommen im Wesentlichen zwei Gründe in Betracht: der Mangel an Form und der Verstoß gegen zwingende Normen (*norme imperative*).

1. Verstoß gegen Formvorschriften

Nach Art. 23 Abs. 1 des Gesetzesdekrets Nr. 58/1998 müssen die Anlageverträge schriftlich vereinbart werden. Die CONSOB kann jedoch mit eigener Verordnung vorsehen, dass aus technischen Gründen oder wegen der beruflichen Natur der Parteien besondere Typen von Verträgen in einer anderen Form abgeschlossen werden können oder müssen. Fehlt die vorgeschriebene Form, so ist der Vertrag nichtig.

Die Verordnung Nr. 11 522/1998 regelt die Einzelheiten der Verträge mit den Anlegern. Zunächst wird hier das gesetzliche Prinzip wiederholt: die Anlagevermittler dürfen die eigenen Dienste nur auf der Grundlage eines dazu bestimmten schriftlichen Vertrages leisten (Art. 30 Abs. 1 der Verordnung Nr. 11 522/1998).

Dieser Vertrag muss u. a. die Modalitäten vorsehen, mit denen der Anleger Bestellungen (*ordini*) und Anweisungen (*istruzioni*) erteilen kann (Art. 30 Abs. 2 der Verordnung Nr. 11 522/1998). Aus dieser Bestimmung ergibt sich, dass Anweisungen und Bestellungen der Anleger nicht notwendigerweise in schriftlicher Form erfolgen müssen. Es steht dem einzelnen Anlagevertrag zu, festzulegen, mit welchen Modalitäten Anweisungen und Bestellungen erteilt werden. Wird die Schriftform vorgeschrieben, so gilt sowohl für den Anlagevertrag als auch für Anweisungen und Bestellungen die gleiche Form. Ansonsten kann der Anlagevertrag vorsehen, dass Anweisungen und Bestellungen der Anleger mündlich erteilt werden können. Die Anlagevermittler haben allerdings die Pflicht, die mündlich von Anlegern erteilten Bestellungen auf Magnetband oder auf einem anderen ähnlichen Speichersystem zu speichern (Art. 60 Abs. 2 der Verordnung Nr. 11 522/1998).

Es ist daher festzuhalten, dass das Erfordernis der Schriftform nur für den Anlagevertrag gilt. Dieser Anlagevertrag wird auch als „Rahmenvertrag“ (*contratto-quadro*) oder – mit englischem Ausdruck – *master agreement* bezeichnet. Es handelt sich um den grundlegenden Vertrag, der das Verhältnis zwischen dem Anleger und dem Anlagevermittler regelt. Dem Anlagevertrag folgen einzelne Investitionen. Für diese Operationen verlangt das Gesetz keine Schriftform.

Mit dem Erfordernis der Schriftform für den Anlagevertrag will der Gesetzgeber die Anleger schützen. Diese sind in den meisten Fällen die schwächere Partei. Der Vertragstext wird in aller Regel von dem Anlagevermittler entworfen. Eine Verhandlung des Anlagevertrages findet praktisch nie statt. Es ist darüber hinaus davon auszugehen, dass die meisten Anleger den Vertragstext nur flüchtig lesen. Der Anleger begibt sich zur Bank, lässt sich die wesentlichen Elemente der Investition mündlich erklären und unterschreibt dann einen langen Vertragstext, ohne ihn im Detail gelesen zu haben. Es gibt sicherlich auch einige Kunden, welche die Verträge aufmerksam lesen. Ein Teil dieser besonders sorgfältigen Anleger verfügt aber nicht über die erforderlichen Kompetenzen, um die Bedeutung aller Klausel zu verstehen.

Das gesetzliche Erfordernis der Schriftform spielt eine wichtige Rolle nachträglich, wenn es zu Streitigkeiten zwischen den Parteien kommt. Ist überhaupt kein Vertrag unterschrieben worden, so kann der Kunde die Nichtigkeit der erfolgten Zahlungen einwenden und die Rückzahlung fordern. Ansonsten kann der Anleger auf die Einhaltung bestimmter schriftlicher Klauseln bestehen. Der Hauptvorteil der Schriftform ist die Rechtssicherheit. Entstehen Streitigkeiten, so ist es anhand des schriftlichen Vertrages einfacher, die Rechte und die Pflichten der Parteien zu rekonstruieren. Der allgemeine Nachteil der Schriftform ist die Langsamkeit der Abwicklung der Geschäfte. Dies ist allerdings in der Praxis kein großes Problem, weil der Anlagevertrag bereits von dem Anlagevermittler entworfen wurde. Der Anleger braucht nur den Vertrag zu unterschreiben. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass der italienische Gesetzgeber ein zweispuriges System aufgestellt hat. Der Rahmen-

5) Zu diesem Gesetzesdekret s. in deutscher Sprache, V. Sangiovanni, Berufs- und Ehrenvoraussetzungen für die Betriebsexponenten von Investmentgesellschaften, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Gesellschaften mit variablem Kapital nach italienischem Recht, in: Jahrbuch für italienisches Recht, Bd. 17, Heidelberg 2004, 249 ff.; V. Sangiovanni, Die Ad-hoc-Publizität im deutschen und italienischen Recht, Frankfurt am Main 2003; V. Sangiovanni, Angebot von Anteilen von harmonisierten Investmentfonds in Italien, RIW 2003, 845 ff.

6) Delibera CONSOB, 1. 7. 1998, Nr. 11 522. Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari.

vertrag muss schriftlich erfolgen. Für die nachfolgenden Operationen reichen mündliche Bestellungen der Anleger, die aber gespeichert werden müssen. Der schriftliche Vertrag gewährleistet Rechtssicherheit, die mündliche Erteilung der Bestellungen stellt sicher, dass Käufe und Verkäufe von Finanzinstrumenten schnell erfolgen.

Das Landgericht Mailand hat neulich in einem Fall die Nichtigkeit des Anlagevertrages wegen Formmangels festgestellt⁷. Es ging um den Kauf von argentinischen Staatsanleihen für einen Wert von ca. 62 000 €. Das Landgericht Mailand erklärte die Nichtigkeit des Vertrages, weil kein Anlagevertrag in schriftlicher Form abgeschlossen wurde. Das Landgericht Genua hat entschieden, dass die Bestellungen der Anleger nicht ausreichen, um das schriftliche Formerfordernis zu erfüllen⁸. In diesem Fall hatte der Anleger bestimmte Finanzinstrumente bereits vor der Unterzeichnung des Anlagevertrages bestellt. Die Bestellung wird als ungültig betrachtet. Sie kann zu keinem gültigen Kaufvertrag führen, wenn zuvor zwischen dem Anleger und dem Anlagevermittler kein Anlagevertrag unterschrieben wurde. Auch das Landgericht Ferrara hat die Nichtigkeit des Anlagevertrages wegen mangelnder Form bejaht⁹. Die Bestellungen der Anleger reichen nicht aus, um das Erfordernis der Schriftform zu erfüllen. Sie ersetzen den fehlenden Rahmenvertrag nicht. In diesem Fall fehlte der *master agreement*, mit dem der Anleger den Anlagevermittler beauftragt, Investitionen zu tätigen. Da kein Rahmenvertrag unterschrieben wurde, kann er keine Wirkung entfalten. Der Anleger hat das Geld an den Anlagevermittler ohne Grund gegeben. Dieses Geld muss zurückbezahlt werden.

2. Verstoß gegen die Verhaltensregeln der Anlagevermittler

Ein zweiter wichtiger Grund, warum ein Anlagevertrag für nichtig erklärt werden kann, ist der Verstoß gegen zwingende Bestimmungen. Nach Art. 1418 Abs. 1 *codice civile* ist der Vertrag nichtig, wenn er gegen zwingende Normen verstößt.

Als zwingende Bestimmungen im Zusammenhang mit der Anlagevermittlung kommen zwei Kategorien von Normen in Betracht. Die erste Gruppe sind die Verhaltensregeln für Anlagevermittler (Art. 21 des Gesetzesdekrets Nr. 58/1998). Die zweite Gruppe sind die Bestimmungen über die Aufforderung zu investieren (*sollicitazione all'investimento*) (Art. 94 ff. des Gesetzesdekrets Nr. 58/1998).

Das italienische Kapitalmarktrecht enthält einige Bestimmungen, die zum Privatrecht gehören und andere Normen, die zum öffentlichen Recht gehören. Nach Art. 5 Abs. 1 des Gesetzesdekrets Nr. 58/1998 besteht der Zweck der Finanzvermittlungsaufsicht darin, die Anleger zu schützen und das gute Funktionieren des Kapitalmarktes zu gewährleisten. Bereits aus dieser Bestimmung ergeben sich die zwei relevanten Profile: zum einen das private Recht (Schutz der Anleger), zum anderen das öffentliche Recht (Funktionieren des Kapitalmarktes). Diese doppelte Zielsetzung findet in der Grundnorm über die Verhaltensregeln der Anlagevermittler Bestätigung: die Anlagevermittler müssen sich im Interesse der Kunden und für die Integrität des Marktes nach Sorgfalt, Korrektheit und Transparenz verhalten (Art. 21 Abs. 1 Buchstabe a des Gesetzesdekrets Nr. 58/1998). „Interesse der Kunden“ und „Integrität des Marktes“ bringen die private und die öffentliche Seite der Regelung zum Ausdruck.

Nach dem Gesetz muss das Verhalten der Anlagevermittler auch daran orientiert sein, öffentliche Interessen (wie die Integrität des Marktes) zu befriedigen. Aus diesem Grund sind die Verhaltensregeln zwingende Bestimmungen. Dies ist in einigen Urteilen der italienischen Rechtsprechung bestätigt worden. Das Landgericht

Firenze hat entschieden, dass bei der Regelung der Anlagevermittlung allgemeine Interessen geschützt werden, so dass die Verhaltensregeln unabdingbar sind¹⁰. Auch das Landgericht Mantova hat darauf hingewiesen, dass die geschützten Interessen öffentlicher Natur sind¹¹. Der öffentliche Charakter ist dadurch bestätigt, dass die Verletzung der Verhaltensregeln mit Verwaltungsanktionen geahndet wird (Art. 190 des Gesetzesdekrets Nr. 58/1998 sieht eine Geldstrafe vor)¹². Das Sparen ist schließlich von einer Verfassungsbestimmung geschützt: nach Art. 47 Abs. 1 der italienischen Verfassung (*Costituzione*) fördert und schützt die Republik das Sparen in allen seinen Formen.

Der italienische Kassationshof hat entschieden, dass die Nichtigkeit des Vertrages wegen Verstoßes gegen eine zwingende Bestimmung unabhängig davon erklärt werden kann, ob die Nichtigkeit ausdrücklich vom Gesetz als Folge der Verletzung angedroht wird¹³. Es handelt sich um die sog. „virtuelle“ Nichtigkeit¹⁴. Art. 1418 Abs. 1 *codice civile* hat genau diese Funktion. Diese Bestimmung soll die Fälle erfassen, in denen die Nichtigkeit nicht ausdrücklich von einer Norm als Folge der Verletzung vorgesehen wird. In diesem Kontext besteht die Rolle des Richters darin, festzustellen, ob die Bestimmung zwingende Natur besitzt. Dies ist der Fall, wenn die Norm öffentliche Interessen schützt. Aus dieser Entscheidung des Kassationshofes können zwei Prinzipien entnommen werden. Erstens: die Nichtigkeit braucht nicht von einer Bestimmung ausdrücklich vorgesehen zu werden. Zweitens: eine Norm ist zwingend, wenn sie öffentliche Interessen schützt. Art. 21 des Gesetzesdekrets Nr. 58/1998 über die Verhaltensregeln für die Anlagevermittler schützt öffentliche Interessen. Diese Bestimmung ist deshalb als zwingend einzustufen, obwohl derer Verletzung nicht ausdrücklich mit der Folge der Nichtigkeit sanktioniert wird.

In der italienischen Rechtsprechung ist die Nichtigkeit des Anlagevertrages wegen Verstoßes gegen die Verhaltensregeln ziemlich oft erklärt worden.

Das Landgericht Trani hat z. B. entschieden, dass der Anlagevertrag nichtig ist, wenn die Investition unangemessen (*inadeguata*) ist¹⁵. Der Anlagevermittler hatte gegen Art. 29 Abs. 1 der Verordnung Nr. 11 522/1998 verstoßen. Nach dieser Bestimmung dürfen die Anlagevermittler keine Operationen tätigen, die wegen Typologie, Gegenstandes, Häufigkeit oder Dimension unangemessen sind. Eine unangemessene Operation kann nur mit ausdrücklicher Genehmigung des Kunden durchgeführt werden. Diese Anweisung des Kunden muss schriftlich erteilt oder auf Magnetband

7) Tribunale (Landgericht) Milano, 25. 3. 2006, *Corriere del merito* 2006, 737 ff., mit Anm. von V. Sangiovanni.

8) Tribunale Genova, 18. 4. 2005, *Danno e responsabilità* 2005, 604 ff., mit Anm. von V. Roppo.

9) Tribunale Ferrara, 25. 2. 2005, Nr. 217, *Le Società* 2006, 203 f., mit Anm. von S. Rizzini Bisinelli.

10) Tribunale Firenze, 19. 4. 2005, *Corriere giuridico* 2005, 1271 ff., mit Anm. von A. di Majo.

11) Tribunale Mantova, 12. 11. 2004, *I Contratti* 2005, 585 ss., mit Anm. von M. M. Gaeta.

12) Allgemein zu den Verwaltungsanktionen im Gesetzesdekret Nr. 58/1998 P. De Biasi, *Persuasione e castigo. Le sanzioni amministrative nel TUB e nel TUF*, Milano 2003.

13) Corte di cassazione (Kassationshof), 13. 5. 1977, Nr. 1901.

14) Zur virtuellen Nichtigkeit vgl. G. Genovesi, *Limiti della „nullità virtuale“ e contratti su strumenti finanziari*, *Corriere giuridico* 2006, 672 ff.; V. Roppo/G. Afferni, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, *Danno e responsabilità* 2006, 25 ff.

15) Tribunale Trani, 31. 1. 2006, *I Contratti* 2006, 686 ff., mit Anm. von V. Sangiovanni.

oder auf einem anderen ähnlichen Speichersystem gespeichert werden (Art. 29 Abs. 3 der Verordnung Nr. 11 522/1998). Bei der Entscheidung des Landgerichts Trani ging es um den Fall Cirio. Der Richter stellte fest, dass die Operation unangemessen war. Die Anleger waren ein Ehepaar mit keinen Finanzkenntnissen. Darüber hinaus handelte es sich um ihre erste Operation „corporate“. Die Anlage war riskant, weil die Schuldverschreibungen Cirio keinen *rating* und keinen Prospekt hatten. Zudem war die Operation unter dem Gesichtspunkt der Dimension unangemessen: die Anleger hatten ca. 60% ihrer Liquidität in die Schuldverschreibungen Cirio investiert. Die Operation schien schließlich anhand des Kriteriums der Häufigkeit unangemessen, weil das Ehepaar zuvor sehr selten in Finanzinstrumente investiert hatte. Insgesamt hält das Landgericht Trani den Kauf der Schulverschreibungen Cirio für unangemessen. Die Operation wird für nichtig erklärt und der Anlagevermittler wird verurteilt, das für die Investition erhaltene Geld (76 000 €) an die Anleger zurückzuzahlen.

Eine der wichtigsten Verhaltensregeln für die Anlagevermittler ist die Informationspflicht. Die Anlagevermittler müssen von den Kunden die erforderlichen Informationen sammeln und sie ständig informiert halten (Art. 21 Abs. 1 Buchstabe b des Gesetzesdekretes Nr. 58/1998)¹⁶. Diese Pflicht wird in der Verordnung der CONSOB besser ausgeführt. Die Anlagevermittler müssen eine Kenntnis der Finanzinstrumente erlangen, die zur angebotenen Leistung passt (Art. 26 Abs. 1 Buchstabe e der Verordnung Nr. 11 522/1998) Vor der Unterzeichnung des Anlagevertrages und bevor die entsprechenden Dienste erbracht werden, müssen die Anlagevermittler: a) den Anleger über seine Erfahrung mit Finanzinstrumenten, seine Finanzlage, seine Investitionsziele und seine Risikobereitschaft befragen; b) dem Anleger das Dokument betreffend die allgemeinen Risiken von Investitionen in Finanzinstrumenten übergeben (Art. 28 Abs. 1 der Verordnung Nr. 11 522/1998).

Einige Urteile betreffen die Verletzung der Informationspflicht. Das Landgericht Torino hat entschieden, dass die Verletzung der Informationspflichten des Anlagevermittlers die Nichtigkeit des Anlagevertrages zur Folge hat¹⁷. Es ging um Schuldverschreibungen Cirio. Das Landgericht stellt fest, dass sich der Anlagevermittler über die vertriebenen Finanzinstrumente nicht angemessen informiert hatte. Darüber hinaus hatte die Bank keine Informationen von den Anlegern über ihre Finanzlage und ihre Investitionsziele gesammelt. Schließlich hatte der Anlagevermittler die Anleger nicht über die Natur und die Risiken der Investition informiert. Auch das Landgericht Parma hat die Nichtigkeit eines Anlagevertrages wegen Verletzung der Informationspflichten des Anlagevermittlers erklärt¹⁸. Nach diesem Richter sind die Informationspflichten zwingend und ihre Verletzung führt zur Nichtigkeit des Anlagevertrages.

3. Verstoß gegen die Prospektpflicht

Die meisten Entscheidungen der italienischen Rechtsprechung betreffen die Nichtigkeit des Anlagevertrages zwischen Anleger und Anlagevermittler wegen Verstoßes gegen die Verhaltensregeln. Es gibt aber auch einige Urteile über die Umgehung der Prospektpflicht. Nach italienischem Recht müssen diejenigen, die zur Investition auffordern wollen, diese Absicht der CONSOB mitteilen und dabei den Prospekt beifügen, der dann veröffentlicht werden muss (Art. 94 Abs. 1 des Gesetzesdekretes Nr. 58/1998). Der Prospekt enthält die Informationen, die erforderlich sind, damit die Anleger die Vermögens-, Wirtschafts- und Finanzlage der Emittenten und die Merkmale der Finanzinstrumente beurteilen können (Art. 94 Abs. 2 des Gesetzesdekretes Nr. 58/1998).

In einigen Fällen werden die Emittenten von der Prospektpflicht befreit. Dies ist z. B. dann der Fall, wenn sich das Angebot nur an Berufsinvestoren richtet (Art. 100 Abs. 1 Buchstabe a des Gesetzesdekretes Nr. 58/1998). Die Vorbereitung und die Veröffentlichung des Prospekts ist ein ziemlich langwieriges und kostenträchtiges Verfahren. Wenn die Adressaten des Angebotes keinen besonderen Schutz brauchen, erlaubt der Gesetzgeber, von der Veröffentlichung abzusehen.

Es gibt Fälle, in denen es nicht klar ist, ob sich das Angebot wirklich nur an berufliche Anleger oder doch auch an private Anleger richtet. Die Erfüllung der Prospektpflicht erfordert Zeit und Geld. Um diese Pflicht zu umgehen, hat sich folgende Praxis entwickelt. Die Finanzinstrumente werden zunächst von Berufsanlegern gekauft. Für diese Operation ist kein Prospekt erforderlich, weil Art. 100 Abs. 1 Buchstabe a des Gesetzesdekretes Nr. 58/1998 eine ausdrückliche Ausnahme von der Prospektpflicht macht. Unmittelbar danach werden die Finanzinstrumente von den Berufsanlegern an die Privatanleger verkauft. Auch für diese zweite Operation ist kein Prospekt notwendig. Ist diese Praxis des Doppelverkaufs rechtmäßig? Die CONSOB hat die Rechtmäßigkeit solcher Transaktionen überprüft¹⁹. Die italienische Kapitalmarktaufsichtsbehörde ist der Meinung, dass die zwei Verkäufe selbstständig sind. Die zwei Operationen (erstens: Verkauf von dem Emittenten an die beruflichen Anleger; zweitens: Verkauf von den beruflichen Anlegern an die privaten Anleger) bilden keine Einheit. Jede Passage ist an sich rechtmäßig. Die Bestimmungen über die Prospektpflicht werden nicht umgangen.

Diese Stellungnahme der CONSOB ist nunmehr von einem Urteil des Landgerichts Mailand in Frage gestellt worden²⁰. Es ging um den Fall Cirio. Diese italienische Lebensmittelindustrie erfuhr 1999/2000 beträchtliche Finanzschwierigkeiten. Cirio hatte Schulden bei vielen italienischen und ausländischen Banken. Um diese Schulden zu begleichen, beschlossen die zur Gruppe gehörenden Gesellschaften, Schuldverschreibungen in Höhe von 1 125 000 000 € zu emittieren. Diese Finanzinstrumente wurden in Luxemburg emittiert. Durch die Verwendung luxemburgischer Tochtergesellschaften entstanden für Cirio zwei Vorteile. Zum einem ist die Kontrolle der Kapitalmarktaufsichtsbehörde in Luxemburg weniger streng als die Kontrolle in Italien. Zum anderen brauchen bei einer Emission in Luxemburg die Grenzen nicht eingehalten zu werden, die in Italien zu beachten sind. Cirio war hoch verschuldet und nach italienischem Recht nicht imstande, Schuldverschreibungen zu emittieren. Die luxemburgischen Schuldverschreibungen wurden zunächst an berufliche Anleger verkauft. Unmittelbar danach wurden sie in Italien an private Anleger verkauft. Nach dem Landgericht Mailand bilden diese zwei Operationen eine Einheit. Es soll auf die Ziele der zwei Verkäufe abgestellt werden. Nach dem Landgericht Mailand sollen die realen Absichten des Emittenten und des Anlagevermittlers rekonstruiert werden. Nach einer Ge-

16) Zur Informationspflicht der Anlagevermittler vgl. *S. Ambrosini/L. Jeantet*, Vendita di titoli di Stato argentini, conseguenze della violazione dei doveri comportamentali della banca ed obbligo di informazione: una voce „fuori dal coro“, *Giurisprudenza commerciale* 2006, II, 159 ff.; *F. Poliani*, La responsabilità precontrattuale della banca per violazione del dovere di informazione, *I Contratti* 2006, 446 ff.

17) Tribunale Torino, 7. 11. 2005, *Giurisprudenza italiana* 2006, 521 ff., mit Anm. von *G. Cottina*.

18) Tribunale Parma, 21. 10. 2005, *Giurisprudenza italiana* 2006, 1153 ff., mit Anm. von *A. Tencati*.

19) CONSOB, Mitteilung Nr. DAL/97 006 042, 9. 7. 1997, in *www.consob.it*.

20) Tribunale Milano, 20. 3. 2006, Nr. 3575, *Danno e responsabilità* 2006, 876 ff., mit Anm. von *V. Sangiovanni*.

samtbeurteilung kommt der Mailänder Richter zum Schluss, dass Zweck der Operation war, die Prospektpflicht zu umgehen und Finanzinstrumente an nicht professionelle Anleger zu verkaufen. Das Landgericht Mailand erklärt die Nichtigkeit des Vertrages zwischen Emittenten und Anlagevermittler. In anderen Worten: Emittent und Anlagevermittler haben einen Vertrag mit der Absicht abgeschlossen, Privatanlegern Schaden zuzufügen.

III. Die Auflösung des Vertrages

Anstatt der Nichtigkeit können die Anleger die Auflösung des Vertrages verlangen. Nach Art. 1453 Abs. 1 *codice civile* kann bei Verträgen mit gegenseitigen Leistungen einer der Kontrahenten, wenn der andere Kontrahent seine Pflichten nicht erfüllt, die Auflösung des Vertrages verlangen. Der Vertrag kann nicht aufgelöst werden, wenn die Nichterfüllung einer der Parteien geringe Bedeutung hat (Art. 1455 *codice civile*). Wird die Auflösung erklärt, so haben die Parteien die erhaltenen Leistungen zurückzugeben. Wird insbesondere der Vertrag zwischen Anleger und Anlagevermittler aufgelöst, so hat der Anlagevermittler die Summe zurückzugeben, die er vom Anleger für die Investition erhalten hatte.

In einer neuen Entscheidung des Landgerichts Mailand ist die Auflösung des Vertrages ausgesprochen worden²¹. Die Anlegerin hatte über den Anlagevermittler argentinische Staatsanleihen für 40 000 € gekauft. Das Landgericht entscheidet, dass diese Operation unangemessen ist (Verstoß gegen Art. 29 der Verordnung Nr. 11 522/1998). Der Richter hält die Operation für unangemessen, weil die Anlegerin zuvor nur in sehr sichere oder in sichere Finanzinstrumenten investiert hatte. Die Anlegerin hatte bisher nur in italienischen Staatsanleihen (als sehr sicher eingestuft) oder in

Schuldverschreibungen italienischer Banken (als sicher eingestuft) investiert. Der Kauf der argentinischen Staatsanleihen passt nicht in diese Investitionspolitik. Zum einen handelt es sich um eine riskante Investition. Zum anderen war die in argentinische Staatsanleihen investierte Summe im Vergleich zu den Investitionen der Anlegerin in sonstigen Finanzprodukten zu hoch. Der Anlagevermittler hat eine unangemessene Operation durchgeführt. Dabei hat er den Anlagevertrag mit der Anlegerin nicht korrekt erfüllt. Dieser Vertrag hätte den Anlagevermittler gezwungen, von unangemessenen Operationen Abstand zu nehmen. Die Bank hat aber trotzdem argentinische Staatsanleihen gekauft. Diese Verletzung der vertraglichen Pflichten ist wichtig, folglich hat das Landgericht die Auflösung des Vertrages ausgesprochen.

Auch das Landgericht Neapel hat in einem Fall die Auflösung des Vertrages erklärt²². Die Finanzinstrumente waren nicht angemessen. Der Kunde war ein nicht beruflicher Anleger, jung und mit geringer Erfahrung im Bereich der Finanzinvestitionen. Die gekauften Finanzinstrumente waren *covered warrants*, die hoch riskant sind und zum Verlust der gesamten Anlage führen können. Nichtsdestotrotz hatte sich der Anlagevermittler nie bemüht, den Kunden darüber zu informieren, dass die Operation für ihn unangemessen war. Diese Versäumnisse der Bank stellen nach dem Landgericht Neapel eine Verletzung des Anlagevertrages dar. Dieser Verstoß ist wichtig und führt zur Auflösung des Vertrages.

21) Tribunale Milano, 26. 4. 2006, Nr. 4882, Danno e responsabilità 2006, 874 ff., mit Anm. von V. Sangiovanni.

22) Tribunale Napoli, 22. 3. 2005, Nr. 3257, I Contratti 2006, 113 ff., mit Anm. von M. M. Gaeta.

Dr. Karsten Müller-Eising/Dr. Christoph Bode, Frankfurt a. M.*

Zivilrechtliche Probleme bei der Emission „ewiger Anleihen“

1. Einleitung

Derzeit greifen deutsche Unternehmen zunehmend auf innovative Finanzierungsinstrumente zurück, die die hergebrachte Grenze zwischen der Finanzierung mit Eigenkapital und der mit Fremdkapital verwischen lassen. Ein solches neuartiges Finanzierungsinstrument stellt die Emission sog. ewiger Anleihen (auch „perpetual bonds“ oder „Hybridanleihen“) dar¹. Die Begebung ewiger Anleihen wirft jedoch eine Reihe interessanter zivilrechtlicher Fragen auf, denen dieser Beitrag nachgehen will.

Ewige Anleihen sind Schuldverschreibungen, die zwar ein Recht auf Zinszahlung verbrieft, jedoch keine Endfälligkeit aufweisen. Der Emittent ist weder zur Rückzahlung des erhaltenen Kapitals zu einem bestimmten Termin verpflichtet, noch soll der Inhaber berechtigt sein, die Schuldverschreibung zur Rückzahlung fällig zu stellen. Jedoch behält sich der Emittent in den Anleihebedingungen ein einseitiges vorzeitiges Kündigungsrecht vor, das erstmals nach einer Grundlaufzeit (in der Regel zehn Jahre) ausgeübt werden kann². Dieses Kündigungsrecht steht in engem sachlichen Zusammenhang mit der Ausgestaltung der Verzinsung: Bis zu dem Zeitpunkt, zu dem das Kündigungsrecht erstmals ausgeübt werden

kann, erhalten die Anleihegläubiger eine feste Verzinsung (Festzinsperiode). Danach ist die Schuldverschreibung bis zu ihrer Rückzahlung variabel verzinslich (variable Zinsperiode). Die variable Verzinsung setzt sich typischerweise aus einem üblichen Referenzzinssatz (z. B. EURIBOR bei Euro-denominierten Schuldverschreibungen) zuzüglich eines emittentenabhängigen Aufschlags zusammen. Der Aufschlag wird dabei meist so gewählt, dass der zu zahlende variable Zins bei Annahme einer unveränderten Risikoeinschätzung des Emittenten deutlich über den variablen Refinanzierungszinsen liegt, die der Emittent am Markt zum Zeitpunkt des

*) Dr. Karsten Müller-Eising ist Rechtsanwalt und Partner bei Freshfields Bruckhaus Deringer in Frankfurt am Main; Dr. Christoph Bode ist Rechtsreferendar bei dem Landgericht Frankfurt am Main.

1) Nachweise zu deutschen Unternehmen, die ewige Anleihen begeben haben, bei Vater, FB 2006, 44, 52, sowie Nölling/Jendruschewitz, FB 2006, 435, 436.

2) Linde Finance B. V., § 6 (4) der Anleihebedingungen (3. 7. 2003); Hannover Finance (Luxembourg) S.A., § 4 (3) der Anleihebedingungen (1. 6. 2005); TUI AG, § 5 (5) der Anleihebedingungen (9. 12. 2005); dagegen nur fünf Jahre bei Porsche International Financing plc, § 6 (3) der Anleihebedingungen (30. 1. 2006).