

Münchener Juristische Beiträge · Band 65

Sotirios Douklas

**Der börsenorientierte Anlegerschutz
und seine strafrechtliche Absicherung**



Herbert Utz Verlag · München

Münchener Juristische Beiträge

Herausgeber der Reihe:
Dr. jur. Thomas Küffner



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese
Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie;
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Zugleich: Dissertation, München, Univ., 2007

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, der Entnahme von Abbildungen, der Wiedergabe auf fotomechanischem oder ähnlichem Wege und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwendung, vorbehalten.

Copyright © Herbert Utz Verlag GmbH 2007

ISBN 978-3-8316-0724-2

Printed in Germany

Herbert Utz Verlag GmbH, München
Tel.: 089-277791-00 · www.utz.de

VORWORT

Nach allgemeiner Anerkennung ist jede Geldanlage am Kapitalmarkt ein Risikogeschäft. Ziel des Anlegerschutzrechtes ist nicht die Befreiung des Anlegers von Kursrisiken, sondern zielt der Anlegerschutz vielmehr darauf ab, dass der Wertpapierkaufende richtig, vollständig, rechtzeitig und wahrhaftig über die Risiken und die Gewinnmöglichkeiten, die mit diesem Wertpapier verbunden sind, informiert wird. Davon auszugehen ist es also dass, die domiriende Rechtsidee des Anlegerschutzrechtes ist: Anlegerschutz durch faire Informationssysteme.

Die vorliegende Arbeit, die als Dissertation an der Ludwig-Maximilians-Universität München angenommen wurde, bezieht sich auf die oben genannten Anlegerschutzgedanken und beschäftigt sich mit dem Informationssystem, das als Grundlage sowohl für den Anlegerschutz als auch für die Sicherstellung des Vertrauens des Anlegers in den deutschen Kapitalmarkt betrachtet wird. Nur wenn der Anleger richtige und faire Informationen über seine Investition bekommt, kann der Schutz des Anlegers effektiv sichergestellt werden. Ein Vertrauensverlust in den Kapitalmarkt bringt negative Wirkung auf die ganze Realwirtschaft mit sich. Die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG und das am 30. Oktober 2004 in Kraft getretene Anlegerschutzverbesserungsgesetz, das diese Richtlinie vom 28. Januar 2003 umsetzt, führen die Diskussion bezüglich des Kapitalanlegerschutzes weiter. Durch die Modernisierung des WpHG wird der Kapitalmarkt und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland verstärkt. Literatur und Rechtsprechung wurden innerhalb dieser Arbeit bis Dezember 2006 berücksichtigt.

Anders als die Verfasser des zweiten Makkabäerbuches denke ich, dass nicht der Leser dem Autor Dank schuldet, sondern vielmehr erst der Autor zu danken hat. Dieser Dank gilt vor allem meinem Doktorvater und Erstgutachter Prof. Dr. Heinz Schöch, der diese Arbeit weit über den wissenschaftlichen Aspekt hinaus, in jeglicher, vor allem aber menschlicher Hinsicht, gefördert und unterstützt hat. Bedanken möchte ich mich auch bei meinem Zweitberichterstatter, Prof. Dr. Dr. Klaus Volk für seine Unterstützung.

Mein aufrichtiger Dank gilt ferner meinem Vater Theodor Douklas, meiner Mutter Panagiota Doukla und meiner Schwester Vasia Doukla, RA in Athen, Griechenland, die mich während meines Studiums in München vielfältig unterstützt haben. Ohne ihre vielseitige und ständige Hilfe und Ermutigung wäre mein Studium in München unmöglich. Sie standen immer bei meiner Seite und trotz der Distanz zwischen Griechenland und Deutschland waren immer da, wenn ich sie gebraucht habe. Einen besonderen Dank schulde ich auch meinem Onkel Dr. Nikolaos Douklas und meiner Tante Ingrid Douklas, die nicht nur für meine Akklimatisierung in das deutsche Leben gesorgt haben, sondern waren sie während meines Lebens in München immer bei mir bei jedem Problem, mit dem ich konfrontiert war.

Besonders dankbar für ihre verständnisvolle und liebevolle Unterstützung bin ich meiner Freundin Oksana Chayka. Unser Kennenlernen in München war für mich ein Glücksfall, da ich in ihr die Liebe und Freude, die jeder sucht, gefunden habe. Sie hat mit mir viel durchgemacht und hat für mich mehr getan als dieser Dank zum Ausdruck bringen kann.

Schließlich möchte ich mich (in alphabetischer Reihenfolge) bei meinen Freunden Asimakopoulos Panagiotis, Dimogiannis Michalis, Gialamas Marios, Kazoleas Georgios und Kazoleas Stratos, Koutsagoulakis Aristeidis, Manousos Nikolaos, Morozinis Ioannis, Pappas Apostolos, Dr. Petropoulos Vasileios, Schulz Christina und Christoph bedanken, die mir stets verständnisvoll zur Seite gestanden haben.

Patras, Griechenland, im August 2007
Sotirios Douklas

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
<u>Erstes Kapitel</u>	
1. EINLEITUNG	1
1.1 DER BEGRIFF DER KAPITALANLAGE	2
1.1.1 Die schutzbedürftigen Interessen	3
1.1.2 Die Gründe für einen besonderen Anlegerschutz	4
1.1.3 Die traditionellen Anlageformen.....	6
1.2 DIE BÖRSE UND DAS KAPITALMARKTRECHT	8
1.2.1 Der Begriff „Börse“	8
1.2.1.1 Der Primärmarkt.....	10
1.2.1.2 Der Sekundärmarkt	10
1.2.2 Die Börse als Einrichtung	11
1.2.3 Die Organisation der Börse	12
1.2.4 Die Marktsegmente	13
1.2.4.1 Der Amtliche Markt	14
1.2.4.2 Der Geregelte Markt.....	15
1.2.4.3 Der Neue Markt.....	16
1.2.4.4 Der Freiverkehr	17
1.2.4.5 Der Terminmarkt.....	18
1.2.5 Anlegerschutzgedanken	18
1.3 DER „GRAUE“ KAPITALMARKT UND DIE NEUEN ANLAGEFORMEN ..	19
1.3.1 Die Gründe für die Abkehr von den traditionellen Anlageformen	20
1.3.2 Die bei neuen Anlageformen auftretenden Risiken	21

1.3.3	Die gesetzgeberischen Maßnahmen und die Geburt des § 264a StGB	22
1.3.4	Der Wertpapieranlgerschutz.....	23
<u>Zweites Kapitel: Die börsengesetzliche Prospekthaftung</u>		
2.	EINLEITUNG	25
2.1	DIE ENTWICKLUNG, DER ANWENDUNGSBEREICH UND DIE ERLÄUTERUNG DES BEGRIFFS DER PROSPEKTHAFTUNG	25
2.2	DIE DOGMATISCHE EINORDNUNG DER PROSPEKTHAFTUNG	29
2.3	DIE PROSPEKTHAFTUNG AUF STRAFRECHTLICHER GRUNDLAGE	31
2.4	DIE OBJEKTIVEN TATBESTANDSVORAUSSETZUNGEN DER BÖRSENGESETZLICHEN PROSPEKTHAFTUNG	31
2.4.1	Der Prospekt und die gleichgestellten Darstellungen	31
2.4.2	Die Prospektverantwortlichen(Passivlegitimation).....	32
2.4.2.1	Sonderprobleme	33
2.4.2.1.1	Die Bankenkonsortien	33
2.4.2.1.2	Die Experten.....	34
2.4.3	Der fehlerhafte Prospekt.....	35
2.4.3.1	Die Prospektadressaten	36
2.4.3.2	Die wesentlichen Angaben und die Unrichtigkeit des Prospekts.....	38
2.4.3.2.1	Tatsachen, Werturteile und Prognosen.....	39
2.4.3.2.2	Das Kriterium des Gesamteindrucks.....	41
2.4.3.2.3	Die Prospektaktualität	42
2.4.3.2.4	Die Problematik der Geheimhaltungsinteressen	45
2.4.3.3	Die Unvollständigkeit des Prospekts.....	46

2.4.3.3.1	Negative Ratings	48
2.4.4	Prospektgestaltungsmängel	49
2.4.5	Die Bedeutung der Formulierung „Aufgrund eines Prospekts zum zum Börsenhandel zugelassenen Wertpapiere“	50
2.4.6	Die Ersatzberechtigung	51
2.4.6.1	Der Erwerbszeitpunkt	51
2.4.6.2	Der entgeltliche Erwerb	52
2.4.6.3	Die Notwendigkeit des Inlandsgeschäfts	52
2.4.7	Die haftungsbegründete Kausalität	54
2.5	DIE SUBJEKTIVEN TATBESTANDVORAUSSETZUNGEN DER BÖRSENGESETZLICHEN PROSPEKTHAFTUNG	55
2.5.1	Das Verschulden	55
2.5.2	Das Verschulden verschiedener Prospekverantwortlicher	56
i)	Emissent	56
ii)	Aktionär	57
iii)	Emissionsbegleiter	57
2.6	ART UND UMFANG DES SCHADENERSATZANSPRUCHES	60
2.7	HAFTUNGSAUSSCHLUSS	62
2.7.1	Individuelle Entlastung mangels Verschulden (§ 45 Abs. 1 BörsG)	62
2.7.2	Allgemeine Entlastung (45 Abs. 2 BörsG)	62
i)	Entlastung durch Nachweis fehlender haftungsbegründender Kausalität	62
ii)	Entlastung durch Nachweis fehlender haftungsausfüllender Kausalität	62
iii)	Mitverschulden	63
iv)	Berichtigung	63
v)	Haftungsausschluss nur für Zusammenfassung	64
2.8	BEWEISLAST	64
2.9	SONSTIGE ANSPRUCHSGRUNDLAGEN	64
i)	Vertragliche Ansprüche	64

ii)	Vorvertragliche Ansprüche (c.i.c.)	64
iii)	Deliktische Ansprüche	65
iv)	Ansprüche aus dem Aktiengesetz	65
v)	UWG	66
2.10	DIE HAFTUNG DER ZULASSUNGSSTELLE/BaFin	66
2.11	DIE PROSPEKTHAFTUNG FÜR DEN UNTERNEHMENSBERICHT UND DIE PROSPEKTHAFTUNG IM FREIVERKEHR	67
2.12	DIE HAFTUNG FÜR DEN VERKAUFSPROSPEKT (§ 13 VerkProspG)	67
2.13	DIE PROSPEKTHAFTUNG AM NICHTORGANISIERTEN KAPITALMARKT	68
2.14	MITWIRKENDES VERSCHULDEN	69
2.15	MEHRERE ERSATZVERPFLICHTETE	70
2.16	VERJÄHRUNG	70
2.17	DIE GERICHTLICHE ZUSTÄNDIGKEIT	71
2.18	VERHÄLTNIS DER ZIVILRECHTLICHEN PROSPEKTHAFTUNG ZUR BÖRSENGESETZLICHEN PROSPEKTHAFTUNG	71
2.19	SCHLUSSBEMERKUNG	72
 Drittes Kapitel: Der Insiderhandel		
3.	EINLEITUNG	73
3.1	DIE INSIDERPROBLEMATIK	74
3.1.1	Die geschichtliche Entwicklung der Sanktionierung von Insiderhandel	75
3.1.2	Die Problemstellung	79
3.1.2.1	Die Frage der Regelungsbedürftigkeit	80

3.1.2.1.1	Informationsvorsprünge als natürlicher Zustand.....	80
3.1.2.1.2	Anreizwirkungen des Insiderhandels	81
3.1.2.1.3	Größere Kapitalmarkteffizienz durch Insiderhandel?	82
3.1.2.1.4	Auswirkungen auf Marktliquidität und Kapitalkosten.....	84
3.2	ZIELSETZUNG DES WpHG	85
3.2.1	Das geschützte Rechtsgut.....	86
3.2.1.1	Individualschutz	87
i)	Zur Feststellbarkeit des jeweiligen Marktpartners	88
ii)	Die Schädigungsthese	88
iii)	Der Einwand der „hypothetischen Kausalität“.....	90
iv)	Abbau von unfairen Informationsgefälle als Zweck eines eines Insiderhandelsverbots.....	92
v)	Schlussfolgerung	96
3.2.1.2	Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.....	96
3.2.1.2.1	Die Kritik und die Gegenargumente	98
3.2.1.3	Fazit.....	101
3.3	DIE DIMENSION DES INSIDERHANDELS IN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND	102
i)	Zur Zeit der IHR.....	102
ii)	Seit dem WpHG	103
iii)	Schlussfolgerung	104
3.4	DIE MARKTMISBRAUCHSRICHTLINIE 2003/6/EG.....	105
3.4.1	Einleitung	105
3.4.2	Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarktes auf europäischer Ebene	105
3.4.2.1	Die Schutzbedürftigkeit und Schutzwürdigkeit des Kapitalmarkts in Europa	106
3.4.2.2	Die Eingrenzung auf „geregelte“ bzw. „organisierte“ Märkte.....	108
3.4.2.3	Schutzbedürftigkeit des Kapitalmarktes mit den Mitteln des Strafrechts	109
3.4.3	Die „Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulationen (Marktmissbrauch)“.....	110

3.4.3.1	Neuregelungen der Marktmisbrauchsrichtlinie	111
i)	Neuregelungen im Bereich des Insiderrechts.....	112
ii)	Neuregelungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität	112
iii)	Neuregelungen im Bereich der Marktmanipulation	114
3.4.3.2	Schlussbemerkung.....	114
3.5	ANLEGERSCHUTZVERBESSERUNGSGESETZ	114
3.6	DIE INSIDERÜBERWACHUNG NACH DEM AnSVG	115
3.6.1	Erläuterung des § 12 WpHG, Insiderpapiere	115
i)	Der Begriff des Finanzinstruments	115
ii)	Handelszulassung	117
3.6.2	Erläuterung des § 13 WpHG, Insiderinformation	120
3.6.2.1	Insiderinformation	121
3.6.2.2	Nicht öffentliche Bekanntheit	126
3.6.2.3	Bewertung ausschliesslich aufgrund öffentlich bekannter Umstände.....	132
3.6.2.4	Emittenten- oder Insiderpapierbezug	133
3.6.2.5	Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.....	138
3.6.2.6	Der Begriff der Erheblichkeit.....	143
3.6.2.7	Das „Frontrunning“	148
3.6.3	Das Verbot von Insidergeschäften (§ 14 WpHG)	149
3.6.3.1	Erwerbs- und Veräußerungsverbot nach Abs. 1 Nr. 1	150
i)	Objektiver Tatbestand	151
ii)	Subjektiver Tatbestand.....	153
iii)	„Verwendung“ statt „Ausnutzen“ der Kenntnis einer Insiderinformation.	155
3.6.3.2	Das Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2.....	161
i)	Objektiver Tatbestand	161
aa)	Die rechtliche Qualifikation.....	163
bb)	Definition	164
cc)	Fallgruppen von Betriebsinternen Weitergabefällen.....	165
dd)	Fälle von Informationsweitergabe an Unternehmensexterne.....	168
ii)	Subjektiver Tatbestand	173
3.6.3.3	Das Empfehlungsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG	173

3.6.4 Konflikte mit dem Insiderrecht in Einzelfällen.....	176
3.6.4.1 Unternehmensübernahme.....	176
3.6.4.2 Management-Buy-Out.....	178
3.6.4.3 Die Problematik der Anlageberatung und sonstige Geschäftsbesorgungen..	179
3.7 FAZIT.....	182

Viertes Kapitel: Die Ad-hoc-Publizität

4. EINLEITUNG	184
4.1. DIE ENTSTEHUNGSGESCHICHTE DES § 15 WpHG.....	187
4.1.1 Änderungen durch die Marktmisbrauchs-RiL 2003/6/EG	191
4.1.2 Die Transparenzrichtlinie.....	193
4.2 SCHUTZGUT DES §15 WpHG	194
4.2.1 Die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte.....	195
4.2.2 Ad-hoc-Publizität als Preventivmaßnahme gegen Insiderhandel.....	197
4.3 DAS VERHÄLTNIS DER AD-HOC-PUBLIZIÄT ZUR PERIODISCHEN PUBLIZITÄT	198
4.4 ERLÄUTERUNG DES § 15 WpHG	200
4.4.1 Der Anwendungsbereich des § 15 WpHG	200
4.4.1.1 Der außerbörsliche Telefonhandel	204
4.4.1.2 Der Begriff des Emittenten in § 15 Abs. 1 WpHG	205
4.4.1.2.1 Veröffentlichungspflichten von Dritten	206
4.4.2 Die ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformation	207
4.4.3 Tätigkeitsbereich des Emittenten	210
4.4.3.1 Der Verkauf großer Aktienpakete	211
4.4.3.2 Die Übernahmeangebote	212

i) Feindliche Übernahme	213
ii) Freundliche Übernahme.....	214
4.4.3.3 Tätigkeitsbereich im Konzern	214
4.4.4 Verwendung von Kennzahlen (Abs. 1 S. 2).....	216
4.4.5 Verbot der Veröffentlichung offensichtlich überflüssiger Angaben.....	217
4.4.6 Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 Abs. 3 WpHG.	219
4.4.6.1 Vergleich zwischen eigen- und fremdverantwortlicher Befreiung	221
4.4.6.2 Der Schutzzweck der Befreiungsmöglichkeit	222
4.4.6.3 Der Begriff der berechtigten Interessen	222
4.4.6.4 Keine Irreführung durch aufgeschobene Veröffentlichung	225
4.4.6.5 Die Gewährleistung der Vertraulichkeit	226
4.4.6.6 Wegfall der Voraussetzungen der Suspendierung	227
4.4.7 Art und Weise der Veröffentlichung.....	230
4.4.7.1 Die Vorabmitteilung gemäß § 15 Abs. 4 WpHG	230
4.4.7.1.1 Die Ad-hoc-Mitteilung als Grundlage der Entscheidung über eine Kursaussetzung oder –einstellung.....	231
4.4.7.1.2 Privilegium für ausländische Emittenten	233
4.4.7.2 Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung.....	235
4.4.7.2.1 Die Sprache der Veröffentlichung.....	239
4.4.7.2.2 Zwingende Einhaltung des Veröffentlichungsverfahrens	240
4.4.7.3 Die Übersendung der Veröffentlichungsbestätigung	242
4.4.8 Die Unverzüglichkeit der Veröffentlichung der Insiderinformationen.....	242
4.4.9 Folgen von Pflichtverletzungen	244
4.5 FAZIT.....	244

5.1	DIE ENTSTEHUNGSGESCHICHTE UND DIE REGELUNGSSTRUKTUR DES § 20a WpHG	246
5.2	DASGESCHÜTZTE RECHTSGUT DES § 20a WpHG.....	248
5.3	DIE ABGRENZUNG VOM INSIDERHANDEL	249
5.4	DER ADRESSATENKREIS DES § 20a WpHG	250
5.5	FAZIT.....	251
5.6	DAS VERBOT DER MARKTMANIPULATION NACH § 20a Abs. 1 S. 1 WpHG.....	252
5.6.1	„Unrichtige oder irreführende Angaben machen“	252
5.6.1.1	Die Tathandlung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1, Alt. 2	255
5.6.2	Die bewertungserheblichen Umstände.....	256
5.6.3	Anwendungsbereich	258
5.6.4	Die Geeignetheit zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis	259
5.7	FALSCHE ODER IRREFÜHRENDE SIGNALS ODER KÜNSTLICHES PREISNIVEAU	260
5.7.1	Die Ausnahmeregelung von dem Verbot des § 20a Abs. 1 Nr. 2 gemäß § 20a Abs. 2 WpHG	265
5.7.1.1	Die Kriterien der Zulässigkeit einer Marktpraxis	267
5.8	SONSTIGE TÄUSCHUNGSHANDLUNGEN.....	270
5.9	DIE BÖRSENNOTIERUNG	276
5.10	„SAFE HARBOUR“-REGELUNGEN GEMÄß § 20a Abs. 3 WpHG	277
5.10.1	Kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für das Aktienrückkaufprogramm	279

5.10.1.1 Die Transparenz eines Rückkaufprogramms.	281
5.10.1.2 Die Handelsbedingungen von Aktienrückkaufprogrammen.....	283
5.10.1.3 Die Einschränkungen des Handels mit eigenen Aktien	285
5.10.2 Die Kursstabilisierung, Begriff und Anwendungsbereich	287
5.10.2.1 Der Stabilisierungszeitraum	287
5.10.2.2 Bekanntgabe, Melde- und Aufzeichnungspflicht.....	288
5.10.2.3 Spezielle Kursbedingungen.....	290
5.10.2.4 Mehrzuteilung und Greenshoe-Option nach der EU-Verordnung	290
5.10.3 Die Anerkennung ausländischer Stabilisierungsregeln.....	291
5.11 DIE VERORDNUNGSERMÄCHTIGUNG NACH § 20a Abs. 5 WpHG	292
5.12 DIE AUSNAHMEBESTIMMUNG FÜR JOURNALISTEN	294
5.12.1 Die Vorschrift des § 20a Abs. 6 WpHG und ihre verfassungsrechtliche Begründung	295
5.12.2 Die Marktmanipulation und die Ausnahmeregelung für Journalisten	297
5.13 FAZIT.....	298
Sechstes Kapitel: Die strafrechtlichen Folgen und Ordnungswidrigkeiten der Marktmanipulation, des Insiderhandels und der Ad-hoc-Publizität nach §§ 38, 39, WpHG	
6. EINLEITUNG	300
6.1 SANKTIONEN GEGEN DIE VERSTÖBE DES VERBOTS DER MARKTMANIPULATION.....	301
6.1.1 Die Marktmanipulation als Straftat	301
6.1.1.1 Tatsächliches Einwirken auf den Börsen- oder Marktpreis	301
6.1.1.2 Die vorsätzliche Begehung.....	304
6.1.2 Die Marktmanipulation als Ordnungswidrigkeit.....	305
6.1.2.1 Vorsätzlicher Verstoß gegen die Marktmanipulation bei Ausbleiben einer	

einer tatsächlichen Preiseinwirkung	305
6.1.2.2 Ordnungswidrige Marktmanipulation durch leichtfertiges Handel	305
6.2 SANKTIONEN BEI INSIDERVERSTÖßen	306
6.2.1 Die Strafvorschriften	306
6.2.1.1 Die Sanktionierung der Verwirklichung des Weitergabe- oder Empfehlungsverbotes	306
6.2.1.1.1 Die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsider § 38 Abs. 1 Nr. 2a-d.	307
i) Mitglieder des Geschäftsführungsorgans- oder Aufsichtsorgans oder persönlich haftende Gesellschafter des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens.....	307
ii) Beteiligte am Kapital des Emittenten oder eines mit dem Mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens	309
iii) Insider aufgrund seines Berufs, seiner Tätigkeit oder seiner Aufgabe.....	310
iv) Insider aufgrund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat.....	311
6.2.1.2 Die Versuchsstrafbarkeit	312
6.2.1.3 Der leichtfertige Verstoß gegen das Erwerbs- oder Veräußerungsverbot von Insiderpapieren gemäß § 38 Abs. 4 WpHG	312
6.2.1.4 Die Vorschrift des § 38 Abs. 5 WpHG	313
6.2.2 Die Ordnungswidrigkeiten bei Insiderverstößen.....	313
6.3 RECHTLICHE FOLGEN BEI VERSTÖßen GEGEN DIE PFLICHT DER AD-HOC-PUBLIZITÄT.....	314
6.3.1 Bußgeldtatbestände	314
6.3.2 Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität als strafbare Manipulationshandlung ..	316
<u>Siebtes Kapitel: Der Kapitalanlagebetrug</u>	
7. DER „GRAUE“ KAPITALMARKT	317
7.1 DIE ENTSTEHUNGSGESCHICHTE DES § 264a StGB	320
7.2 DIE NEUE PROSPEKTPFLICHT FÜR VERMÖGENSANLAGEN DES GRAUEN KAPITALMARKTES NACH DEM	

ANLEGERSCHUTZVERBESSERUNGSGESETZ	323
i) Prospektpflicht	324
ii) Prospektinhalt	324
iii) Prospektprüfung	325
iv) Prospekthaftung	325
7.3 DIE REGELUNG DES § 264a StGB UND IHRE STRUKTUR	325
7.4 DAS GESCHÜTZTE RECHTSGUT DES § 264a StGB	328
7.5 DER OBJEKTIVE TATBESTAND DES KAPITALANLAGEBETRUGS	330
7.5.1 Der sachliche Anwendungsbereich des Kapitalanlagebetrugs	331
i) Wertpapiere	331
ii) Bezugsrechte	332
iii) Anteile	333
7.5.1.1 Die Anteile an Treuhandvermögen	335
7.5.2 Die Erfüllung der Tathandlung durch die Täuschungsinstrumentarien	336
7.5.2.1 Die Täuschungshandlung durch aktives Tun oder durch Unterlassen	338
7.5.3 Die Erheblichkeit der Umstände für die Anlageentscheidung	339
7.6 DER SUBJEKTIVE TATBESTAND	341
7.7 DER TÄTERKREIS DES KAPITALANLAGEBETRUGS	342
7.8 DIE TÄTIGE REUE	342
7.9 VERJÄHRUNG	345
7.10 SCHLUSSBEMERKUNG	345
<u>Achtes Kapitel:</u> Schlussbemerkungen	347

Erstes Kapitel

1. EINLEITUNG

Seit dem Bestehen der Bundesrepublik Deutschland veränderte sich die Struktur der Investoren am Kapitalmarkt dahingehend, dass die niedrige Zahl der Anleger im „bürgerlichen Kapitalismus“¹ durch eine Masse von Kleinanlegern ersetzt wurden. Diese Umstrukturierung war die Folge langer wirtschaftlicher Prozesse, die im Zusammenhang mit einer erhöhten Ersparnisbildung und mit einem ständig steigenden Volumen von Geld- und Vermögensanlagen die Auffächerung der Anlagearten zur Folge hatten. Seit Anfang der fünfziger Jahre sind die Einkommen weiter Bevölkerungskreise stetig gestiegen, was zu einer Zunahme der privaten Sparfähigkeit geführt hat². Demzufolge sind immer mehr Privatpersonen mit dem Problem konfrontiert, wie sie das gesparte, momentan von ihnen nicht gebrauchte Geld, nicht nur absichern, sondern möglichst gewinnbringend anlegen können³. Es ist also eine erhebliche Zunahme der Fähigkeit und der Bereitschaft der privaten Haushalte die ihnen zur Verfügung stehenden Geldmittel, nicht nur für Konsumgeschäfte, sondern zur Anlage zu verwenden, festzustellen.

Von dieser Entwicklung konnten sowohl die traditionellen Geldanlageformen, wie Sparkonten, Wertpapierdepots, abgeschlossene Bauspar- und Lebensversicherungen profitieren als auch neue Vermögensanlageformen, die seit der Mitte der sechziger Jahre angeboten werden und deren Kennzeichen der Handel außerhalb eines organisierten Marktes ist. Vor allem werden diese neuen Anlagen auf dem sogenannten „freien“ oder „grauen“ Kapitalmarkt von gut verdienenden Angehörigen der freien Berufe, wie zum Beispiel Ärzten, Rechtsanwälten, Steuerberatern in Anspruch genommen, was das Engagement dieser Bevölkerungsschichten erklärt⁴⁵.

Daraus ergibt sich, dass das Sparmotiv „Kapitalanlage“ in den letzten Jahren großen Zuwachs erfahren hat. Aus dieser gesamtwirtschaftlichen Bedeutung des Anlageverhaltens heraus ist es wichtig zu bemerken, dass das anlegerschützende

¹ Schwark, Eberhard, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979, Schriften des Instituts für Arbeits- und Wirtschaftsrecht der Universität in Köln, Band 40, S. 1.

² Während zum Beispiel die jährliche Sparsumme im Jahre 1950 2,1 Mrd. DM betrug, erreichte sie im Jahre 1975 109,3 Mrd. DM, siehe statistische Beihefte zu den Monatsberichten der DB, August 1978, Reihe 4, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen, Nr. 4; vgl auch den Bericht des Verbandes der privaten Bausparkassen über das Geschäftsjahr 1974, S. 37.

³ Worms, Anlegerschutz durch Strafrecht, Eine kritische Analyse des neuen Tatbestands „Kapitalanlagebetrug“ (§ 264a StGB), herausgegeben von Erich Samson und Klaus Tiedemann, Köln 1987, Schriften zum gesamten Wirtschaftsrecht, Band 14, S. 1.

⁴ Dieser Kapitalmarkt kann auch als „alternativer“ oder Nebenkапitalmarkt bezeichnet werden.

⁵ Worms, Anlegerschutz durch Strafrecht, Eine kritische Analyse des neuen Tatbestandes „Kapitalanlagebetrug“ (§ 264a StGB).

Recht objektive, wirtschaftsordnende Ziele verfolgt, und aus diesem Grund⁶ eine wichtige Funktion innehalt.

1.1 DER BEGRIFF DER KAPITALANLAGE

Zunächst bedarf es der Erläuterung des Begriffs „Kapitalanlage“. Das ist jedoch äußerst schwierig, da die rechtliche und wirtschaftliche Heterogenität der jeweiligen Anlageformen eine mögliche Konkretisierung des Begriffs zumindest auf objektiver Ebene verhindert⁷.

Auf dem ersten Blick könnte man sagen, dass grundsätzlich jeder entgeltliche Erwerb von Sachen oder Rechten eine Kapitalanlage darstellt⁸. Wichtig ist es aber hier zu betonen, dass die Zielsetzung des jeweiligen Erwerbs eine wichtige Rolle bei der Abgrenzung des Begriffs⁹ spielt. Nicht jeder Erwerb von Sachen oder Rechten fällt also unter den Begriff der Kapitalanlage¹⁰, sondern nur derjenige, der darauf abzielt, den Wert des hierfür aufgewendeten Geldbetrages zu vermehren oder zumindest zu erhalten. Eine Ausnahme ist aber hier zu erwähnen. Geldanlagen, bei denen der Kapitalgeber primär unternehmerische Ziele verfolgt, weil er selbst aktiv unternehmerisch tätig werden will, bleiben außer Betracht, da in diesen Fällen andere Interessen dominieren, wie zum Beispiel ein maßgeblicher Einfluss auf ein Unternehmen durch Aktienerwerb¹¹.

Zusammenfassend versteht man unter Kapitalanlage ein wirtschaftliches Verfahren, bei dem weit Bevölkerungskreise erspartes Geld, aufgrund an die Öffentlichkeit gerichteter Offerten anlegen, um Vermögen zu erwerben, Zinserträge zu erhalten oder bestimmte langfristige Sparziele verwirklichen zu können¹². Maßgebend für den Begriff der Kapitalanlage ist aber wie aufgezeigt, die Intention des Erwerbers bei Geschäftsabschluss.

In diesem Punkt stellt sich die Frage, welche Geldanlage als optimal zu bewerten ist. Für die Suche nach der besten und geeigneten Anlage sollen drei klassische Kriterien als Orientierungshilfe in Anspruch genommen werden, die als „Magisches Dreieck“ bezeichnet werden und zu einer richtigen Beurteilung der Kapitalanlagen beitragen¹³. Kurz gesagt ist eine optimale Geldanlage fast auszuschließen. Es hängt immer von der persönlichen Situation, den Wünschen, den Zielen und den Erwartungen ab, welche Anlageform vorzuziehen ist. Diese drei Kriterien sollten von einem Anleger jedenfalls berücksichtigt werden. Das sogenannte „Magische Dreieck“ besteht also aus den Faktoren Sicherheit, Rentabilität und Liquidität.

⁶ Siehe Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 6.

⁷ Worms, Anlegerschutz durch Strafrecht, S. 12.

⁸ Worms, Anlegerschutz durch Strafrecht, S. 12.

⁹ Auf subjektiver Ebene.

¹⁰ Beispielsweise gehört der Erwerb mit Verbrauchsziel z.B. zu den Konsumgeschäften und hat mit der Kapitalanlage nichts zu tun.

¹¹ Worms, Anlegerschutz durch Strafrecht, S. 13.

¹² Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 9.

¹³ Worms, Anlegerschutz durch Strafrecht, S. 14.

Der Faktor Sicherheit ist einleuchtend. Er bedeutet, dass man das eingesetzte Geld wieder zurückbekommen möchte. Solche sicheren Anlageformen sind das Sparbuch, die Bundesschatzbriefe und Geldanlagen, die mit dem Staat zu tun haben.

Der zweite wichtige Faktor heißt Rentabilität, also die Erwartung der Vermögensmehrung auf Seiten des Kapitalgebers. Der Anleger muss für seine Anlage entschädigt werden. Aus diesem Grund gibt es z.B. für festverzinsliche Wertpapiere vom Schuldner regelmäßige Zinszahlungen. Rendite ist also das Geld, das das eingesetzte Geld verdient.

Der letzte Faktor heißt Liquidität. Dabei handelt es sich darum, wie schnell man wieder an sein Geld zugreifen kann. Anlageformen, die eine sehr hohe Liquidität haben, sind Aktien und festverzinsliche Wertpapiere an der Börse, die man verkaufen und wieder kaufen kann¹⁴.

Man kommt daher zu dem Ergebnis, dass die optimale Geldanlage diejenige ist, die gleichzeitig ganz sicher ist und hohe Rentabilität und Liquidität kombiniert. Leider ist eine solche Kombination kaum möglich. Jeder Anleger muss selbst beurteilen, welcher von den drei oben genannten Faktoren für ihn am wichtigsten ist.

1.1.1 Die schutzbedürftigen Interessen

Aufgrund der Entstehung immer neuer Anlage- und Gestaltungsformen wächst der Markt der Kapitalanlagen ständig, so dass ein abschließendes Bild für den Bereich des Anlegerschutzes so gut wie unmöglich wäre. Aus diesem Grund scheint eine Untersuchung der schutzbedürftigen Interessen gerechtfertigt zu sein. Diese kann man in vier Gruppen zusammenfassen.

Die erste Gruppe, die in Betracht kommt, hat mit dem Interesse des Anlegers an einer sachgerechten Entscheidung zu tun, die seinen eigenen Bedürfnissen entspricht. Wichtige Voraussetzung dafür ist natürlich, dass dem Anleger die Möglichkeit gegeben wird, frei diejenige Anlageform zu wählen, die zu ihm am besten passt. Hier bedarf es aber auch der Information und Beratung über Alternativen, die dem Anleger nicht bekannt sind. Es ist also davon auszugehen, dass die Interessen des Anlegers einen Schutz gegen die oft stärkere Marktgegenseite benötigen¹⁵.

Eine weitere Gruppe betrifft das Interesse des Anlegers an der Erhaltung der Vermögensanlage. Dieses Interesse kann gewahrt werden, unter der Voraussetzung, dass die Vermögensanlage durch ein sachkundiges Management verwaltet wird, oder, dass dem Anleger Kontroll- und Mitentscheidungsrechte gewährt werden, durch die er an der Geschäftsführung teilnehmen kann. Für die Ver-

¹⁴ Schreiber, Michael, Die besten Geldanlagen, Bescheid wissen und Chancen gewinnbringend nutzen, München 1998, S. 7-9.

¹⁵ Das so genannte Konditionsrisiko wird von Hopt, Klaus J., Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, S. 54, 144 ff., 332 als ein spezielles Anlegerinteresse herausgestellt.

wirklichkeit dieser Möglichkeit braucht der Anleger vor allem periodische Informationen durch das Unternehmen, das seine Vermögensanlage verwaltet. Zum Schutz dieses Interesses trägt auch die staatliche Aufsicht über Unternehmen und Markteinrichtungen des Vermögensanlagensektors bei¹⁶.

Von den Anlegerinteressen ist das Ertragsinteresse auch von großer Bedeutung. Wie schon erwähnt, Zweck der Kapitalanlage ist es den Wert des eingesetzten Geldbetrages, wenn möglich, zu mehren. Die Kapitalgewinne und ihre Zwecke hängen natürlich von der jeweiligen Anlageform ab. Zu der Durchsetzung des Ertragsinteresses können die Mitentscheidungs- und Informationsrechte beitragen. Informationen über die erzielten Periodengewinne und über die Zukunftserwartungen des Unternehmens¹⁷ sind auch oft von großer Bedeutung¹⁸.

Als letzter Schwerpunkt ist das Liquidationsinteresse¹⁹ zu nennen. Wichtig für den Anleger ist, dass er die Möglichkeit erhält, falls seine Geldanlage seiner Erwartung nicht entspricht und nicht die von ihm erhofften Kapitalgewinne erzielt, sich von der Anlage zu trennen und eine andere, für ihn passendere Alternative zu wählen²⁰. Das setzt aber voraus, dass der Anleger einen Rücknahmeanspruch gegenüber dem Vermögensverwaltungsunternehmen besitzt²¹.

1.1.2 Die Gründe für einen besonderen Anlegerschutz

Trotz der Vielfalt der verschiedenen Anlageformen gibt es Gemeinsamkeiten, die gleichzeitig als Gründe für einen besonderen Anlegerschutz betrachtet werden können.

Als erstes gemeinsames Merkmal der Anlageformen ist festzustellen, dass bei den Geldanlagen in Objekte und Ansprüche die Prüfungsmöglichkeit der Sicherheit und der Ertragsaussichten für den Anleger kaum möglich zu sein scheint. Die Kapitalanlage lässt sich von dem Erwerb einer bestimmten Sache unterscheiden, weil der vorleistungspflichtige Kapitalanleger Rechte erhält, die in Wertpapieren verbrieft sind und deren Bonität von den dahinterstehenden Emittenten, oder von der Art der jeweiligen Kapitalanlage abhängt. Daraus ergibt sich, dass für den Kapitalanleger meist nicht die Möglichkeit besteht, eine sachgerechte Entscheidung für seine Anlage zu treffen²².

Außerdem ist es erwähnenswert, dass sich hinter der Fremdverwaltung des Kapitals, das investiert wird, besondere Gefahren verbergen. Das folgt daraus, dass das eingesetzte Kapital und die Gewinne der Anlage von einem Manage-

¹⁶ Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 10-11.

¹⁷ Diese müssen Gegenstand der Publizität sein.

¹⁸ Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 11.

¹⁹ Sieh auch Schreiber, Die besten Geldanlagen, S. 8.

²⁰ Vgl. Immenga, Ulrich, Aktiengesellschaft und institutionelle Anleger, Tübingen 1971, S. 28.

²¹ Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 11.

²² Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 12.

ment bewahrt und verwaltet wird, auf das der Anleger meist absolut keinen Einfluss hat, was bedeutet, dass seine Teilnahme an der Geschäftsführung ausgeschlossen wird²³.

In diesem Zusammenhang sei angemerkt, dass die meisten Geld- und Vermögensanlageformen einem breiten Bevölkerungskreis zugänglich sind. Trotzdem besteht der Anlegerkreis oft aus Personen, die wegen ihres Mangels an Erfahrung oft nicht in der Lage sind, die angebotenen Anlageformen richtig zu beurteilen und die richtigen und zu den eigenen Bedürfnissen und wirtschaftlichen Fähigkeiten passenden Geldanlagen auszuwählen. Als Folge erkennt der Anleger nicht die Risiken und die Gefahren, die sich hinter der jeweiligen Anlageart verbergen.

Aus diesem Grund wird der Anlegerschutz noch bedeutsamer. Er bekommt sogar eine soziale Bedeutung²⁴. Das Anlegerschutzrecht findet eine Anwendung auch in den Fällen, in denen sich die angebotenen Anlageformen an die besser verdienenden Bevölkerungsschichten richten, wie z.B. bei den sogenannten Abschreibungsgesellschaften. Auf der anderen Seite wird auch die Meinung vertreten nach der derjenige, der sich für eine solche risikoreiche Anlage entscheidet, selbst die Verantwortung trägt und folglich keinen besonderen Anlegerschutz verdient²⁵. Diese gefährliche Meinung würde dazu führen, dass die Aktionäre überhaupt schutzlos bleiben würden. Genauso gefährlich und unangemessen wäre die Anwendung dieser Meinung auf den Fall der an Abschreibungsgesellschaften Beteiligten²⁶ mit der Behauptung, dass ihnen das Risiko dieser Anlageform bewusst war. Vielmehr benötigt dieser Anlegerkreis auch einen besonderen Schutz.

In diesem Punkt ist es auch wichtig zu betonen, dass die Geldanlagen von Privatpersonen im Zusammenhang mit der Finanzierung der Volkswirtschaft der Bundesrepublik stehen und deswegen eine ganz wichtige Rolle für die Wirtschaft spielen. Es muss also versucht werden, den Publikumsanleger weites zu motivieren, so dass seine Bereitschaft zu solchen Investitionen zugunsten der Gesamtwirtschaft erhalten bleibt. Der Schutz seiner Rechte könnte eines der wichtigsten Motive dafür sein²⁷.

Letztendlich stellt man allerdings fest, dass der Kapitalmarkt der Bundesrepublik, der aus allen diesen Angeboten für Vermögensanlagen besteht, eine Transmissionsfunktion hat, die gleichzeitig den Interessen des Anbieters und des Nachfragers dient. Diese Funktion kann aber ohne eine rechtliche Ordnung nicht erfüllt werden. Genauso wichtig ist, dass die Kapitalmarkteinrichtungen des organisierten Kapitalmarkts (Börse), die Kapitalsammelstellen (Versicherungen,

²³ Siehe auch Roth, Günther H., Das Treuhandmodell des Investmentrechts, Frankfurt 1972, S. 11; Wiedemann, Herbert, Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, BB 1976, S. 1591, 1595.

²⁴ Hopt, Klaus J., Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, S. 8 ff., 284 ff.

²⁵ Diese Argumentation erinnert an die Bemerkungen des RG zur Aktienanlage, siehe RG WarnR 1908 Nr. 146 wonach derjenige, der in Aktien investiert, als Spekulant betrachtet werden soll und folglich keinen besonderen Schutz verdient.

²⁶ Wiedemann, Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, BB 1976, S. 1589, 1591.

²⁷ Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 12.

Banken) und Anlagevermittlungsunternehmen wie Banken darauf abzielen, ihre Funktionen möglichst bestens zu erfüllen, so dass das Interesse des Anlegerpublikums an Investitionen am Markt gesichert ist. Die Absicherung der Investorenseite, die durch einen besonderen Anlegerschutz gewährleistet werden kann, trägt auch dazu bei²⁸.

Wie oben dargestellt, ist ein besonderer Schutz des Kapitalanlegers aus verschiedenen Gründen erforderlich. Diese Gründe stammen aus unterschiedlichen Rechtssphären und zeigen, dass die Absicherung der Interessen der Investorenseite am Kapitalmarkt eine wichtige Motivation für den Anleger sein kann. Während sich die ersten zwei genannten Gründe an dem individuellen Schutz des Anlegers ausrichten, begründet die Sozialrelevanz, die volkswirtschaftliche Bedeutung und die Kapitalmarktsbedürfnisse die Notwendigkeit des Rechtsschutzes des Anlegers aus allgemeinen Gründen des Gemeinschaftsinteresses²⁹.

1.1.3 Die traditionellen Anlageformen

Die traditionellen Anlageformen können auf der einen Seite in Sachwertanlagen und auf der anderen Seite in Geldanlagen aufgeteilt werden.

Die Anlage in Sachwerten spielte und spielt immer noch eine gewichtige Rolle, vor allem aus dem Grund, dass sie als inflationssicher bezeichnet werden können. Die beliebteste Sachwertanlage ist der Erwerb von Haus- und Grundbesitz, was ein reines Austauschgeschäft darstellt. Andere traditionelle Sachwertanlagen sind der Gold- und Diamantenkauf, die meistens mit einem Depot- oder Verwahrungsvertrag³⁰ im Zusammenhang stehen, da der Anleger normalerweise nicht in der Lage ist Gold und Diamanten selbst zu verwahren. Die Risiken der Sachwertanlagen sind beschränkt und haben am häufigsten mit dem Konditionenrisiko in der Form eines fehlenden Äquivalenzverhältnisses von Leistung und Gegenleistung³¹ zu tun. Das Substanzrisiko³² spielt bei diesen Anlagearten ebenfalls eine Rolle. Bei den Depot- oder Verwaltungsverträgen ist das Verwaltungsrisiko von großer Bedeutung, während bei Immobilienanlage die Immobilität und die fehlende Transportfähigkeit zu einer geringen Marktflexibilität und zu einer schwierigen Liquidation führen³³.

Das Sparbuch, die Lebensversicherung, der Bausparvertrag und der Wertpapierbesitz sind die traditionellen Anlageformen mit der höchsten Verbreitung. Obwohl das Sparbuch seit langer Zeit seine dominierende Stellung verloren hat, ist es immer noch eine der beliebtesten Geldanlage der Deutschen. Das traditio-

²⁸ Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 12-13.

²⁹ Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 13.

³⁰ Meistens bei einem Kreditinstitut.

³¹ Wie bei den meisten Austauschgeschäften.

³² Ausbleiben erhoffter Wertsteigerungen oder Wertminderungen.

³³ Worms, Anlegerschutz durch Strafrecht, S. 21-22.

nelle Sparbuch bringt aber selten mehr als den Inflationsausgleich und hat wegen des gestiegenen Renditebewusstseins an Bedeutung verloren³⁴.

Die Kapital-Lebensversicherungen und die privaten Rentenversicherungen sind zwei weitere verbreitete Anlageformen, die als risikolos zu bezeichnen sind. Bei beiden geht es um langfristige Sparverträge, was bedeutet, dass der Faktor „Liquidität“ sehr niedrig bleibt³⁵. Der Bausparvertrag scheint auch eine attraktive Geldanlage zu sein. Der wichtigste Zweck dieser Anlageform ist die Finanzierung von Modernisierung oder Renovierung. Fast 16,3 Mio. Deutsche haben einen Bausparvertrag, was zeigt, dass er zu den beliebtesten Anlageformen gehört³⁶.

Eine weitere traditionelle Anlageform, die in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen hat, ist der Besitz von Wertpapieren im Zusammenhang mit Investment-Anteilen an Aktienfonds. Fast 7 Mio. deutsche Privatanleger besitzen Aktien, bei steigender Tendenz. Die Zahl der Aktionäre hat seit 1996 stetig zugenommen. Die Börsen-Turbulenzen und die Kursrückgänge im Herbst 1998 haben die Zahl der Aktionäre nicht nachhaltig beeinflusst. Aktienbesitz muss außerdem als ein langfristiges Engagement betrachtet werden. Der Deutsche Aktienindex (DAX) zeigt eine Aufwärtstendenz³⁷. Noch deutlicher gestiegen ist der indirekte Aktienbesitz, das heißt, die Anteile an Aktienfonds sind gestiegen und wie es aussieht, ist hier auch eine weitere Steigerung zu erwarten³⁸.

Der Aktienbesitz und das Börsenwesen spielt somit eine gewichtige Rolle für die Volkswirtschaft der Bundesrepublik. In den letzten Jahren ist der deutsche Kapitalmarkt attraktiver geworden, was zu einer Zunahme des Kapitals, das inländische und ausländische Investoren am deutschen Kapitalmarkt anzulegen bereit sind, geführt hat. Zusätzlich hat die Bereitschaft der Unternehmen, ihre Eigenkapitalfinanzierung verstärkt über die öffentlichen Kapitalmärkte zu suchen und die ständig wachsende Zahl der Unternehmen, die ihrem Zugang zu den Börsen suchen, dazu beigetragen, dass die Börse insgesamt besonders an Bedeutung gewonnen hat.

Es sei angemerkt, dass die Kapitalmarktsituation und besonders die Situation an der Börse strenger geworden sind, vor allem wegen des Versuchs der EG einen einheitlichen Kapitalmarkt zu schaffen. Demzufolge ist eine Harmonisierung wichtiger börsenrechtlicher Bestimmungen über die Zulassung zum Börsenhandel, die Prospektpublizität, die kontinuierliche Information der Investoren und die Vermeidung von Insidergeschäften als notwendig zu bezeichnen³⁹.

³⁴ Schreiber, Die besten Geldanlagen, S. 10.

³⁵ Schreiber, S. 11; siehe auch Märkte, Informationen für die Werbeplanung, Geldanlagen, Marketing Anzeigen, Hamburg 1999, S. 51.

³⁶ Märkte, Informationen für die Werbeplanung, Geldanlagen, S. 51.

³⁷ Märkte, Informationen für die Werbeplanung, Geldanlagen, S. 20.

³⁸ S.o., S. 21.

³⁹ Schwark, Kommentar zum Börsengesetz, 2. Auflage, München 1994, Vorwort.

Zweiter Teil

Die Börsengesetzliche Prospekthaftung

2. EINLEITUNG

2.1 DIE ENTWICKLUNG, DER ANWENDUNGSBEREICH UND DIE ERLÄUTERUNG DES BEGRIFFS DER PROSPEKTHAFTUNG

Die Prospekthaftung, die sich auf die Veräußerung von Wertpapieren und sonstigen Kapitalanlagen bezieht, gehört nicht nur im deutschen Recht, sondern auch international zu den wichtigsten kapitalmarktrechtlichen Instrumenten. Ihr Zweck beschränkt sich nicht nur auf den Investorenschutz, sondern zielt gleichzeitig auch durch die Sicherung der Informationseffizienz auf die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte ab¹.

Bis in die Mitte der siebziger Jahre hatte der Begriff der Prospekthaftung die Bedeutung der Verantwortlichkeiten für die Unrichtigkeit von Börsenzulassungsprospekten bzw. so genannten Verkaufsprospekteten beim Vertrieb von Anteilen an inländische bzw. ausländische Kapitalanlagegesellschaften². Die gesetzliche Absicherung der Einstandspflicht für mangelhafte obligatorische Prospekte im Zusammenhang mit dem Mehrangebot spezifischer Kapitalanlageformen haben aber dazu geführt, dass wir heute von einer spezialgesetzlich geregelten Prospekthaftung sprechen³.

Die börsengesetzliche Prospekthaftung blieb leider trotzdem bedeutungslos. Erst im Jahre 1982 trat sie wieder auf, als der BGH auf der Grundlage der Prospekthaftung, Schadenersatzansprüchen von Anlegern stattgab, die noch kurz vor dem Zusammenbruch des „Beton- und Monierbau- Konzerns“ Aktien aus einer Kapitalerhöhung des sanierungsbedürftigen Unternehmens erworben hatten und sich von dem durch ein Bankenkonsortium erstellten Zulassungsprospekt über die wahre Lage der Gesellschaft getäuscht sahen⁴. Es wird trotzdem spekuliert, dass die bedeutsamen Entscheidungen vor allem bezüglich der Fragen der Richtigkeit und Vollständigkeit von Prospekten anders ergangen wären, wären nicht seit Mitte der siebziger Jahre – als Maßnahme gegen anlegerschädigende Vorgänge beim Vertrieb von Investmentanteilen und Anlagen des sog. grauen Ka-

¹ Näher Assmann, Heinz-Dieter, Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und U.S.- amerikanischem Recht, München, Köln 1985, S. 24 ff.

² Ochs, Bernd, Die einheitliche kapitalmarktrechtliche Prospekthaftungstheorie, 2004, S. 9.

³ Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A., Handbuch des Kapitalanlagerichts, 2. Auflage, München, 1997, S. 245, Rn. 2.

⁴ BGH, WM 1982, 862 und 867.

pitalmarktes – vom gleichen Senat des BGH sukzessiv die Konturen einer zivilrechtlichen Prospekthaftung herausgebildet und konsolidiert worden⁵.

Indes blieb das Regelungsinstrument der Prospekthaftung bis Ende 1969 auf seine börsengesetzliche Gestalt beschränkt. Der Zusammenbruch, der mit dem Namen Bemie Cornfeld verbundenen IOS,⁶ und die Schädigung vieler Investmentanleger in den sechziger Jahren haben dem Gesetzgeber Anlass für Änderungen im Investmentrecht gegeben. Ein Prospektzwang und eine hieran anknüpfende Prospekthaftung wurden eingeführt⁷⁸. Durch diese Lösung wurde erreicht, die IOS aufzulösen. Trotzdem konnte das Problem dadurch nicht vollständig gelöst werden. Dieses aus den U.S.A. importierte Vertriebssystem hat überlebt⁹ und sogar einen neuen Anwendungsbereich gefunden, und zwar auf dem Gebiet von Beteiligungen an so genannten Abschreibungsgesellschaften als Urform steuerbegünstigter Kapitalanlagen. Die Antwort der Regierung auf die oft betrügerischen und fragwürdigen Werbepraktiken und viele Zusammenbrüche von Anlagegesellschaften kam in Form des Entwurfs eines Vermögensanlagegesetzes, der parlamentarisch nicht weiter behandelt wurde¹⁰. Das hat dazu geführt, dass immer mehr Kapital Anlagesuchender durch unseriöse und betrügerische Vertriebsmethoden in den „grauen“ Kapitalmarkt gelockt wurde. Das weitere Ergebnis war, dass aufgrund des Scheiterns einer großen Zahl von Projekten und wegen nicht einlösbarer Versprechungen, der Volkswirtschaft, und damit den Anlegern stark geschadet worden ist. Die Rechtsprechung hat versucht zu reagieren und das Problem unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes, hinsichtlich der rechtlichen Ansatzpunkte, aber auch unter ganz unterschiedlichen Aspekten zu lösen. Bei den meisten Angeboten handelte es sich um Projekte, die in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG organisiert waren, und an denen die Anleger durch die Zeichnung von Kommanditanteilen teilnehmen konnten. Aus diesem Grund hat der BGH sich mit dem Gesellschaftsrecht, und zwar mit der Vertragsauslegung und –kontrolle, beschäftigt und den zwingenden Teil des Gesellschaftsrechts unter Bezugnahme der veränderten Kapitalmarktbedingungen zu einem Sonderrecht für Publikumsgesellschaften ausgeweitet. Noch dazu hat die Rechtsprechung durch die Ausweitung des vorvertraglichen, vertraglichen und auch deliktsrechtlichen Schutzes ein Instrumentarium entwickelt, das zur Überprüfung und Kontrolle der Praktiken im Bereich der Kapitalplatzierung und der verschiedenen Anlageangebote geeignet war. Im Mittelpunkt des Anlegerschutzes stand aber das Informationsverhalten der Anbieter und ihrer Helfer bei der Platzierung von Anlageangeboten. Auf diesen Schwerpunkt hat die Rechtsprechung sich auch konzentriert. Drehpunkt der zu kontrollierenden Anlegerinformationen sind natürlich die Prospekte, die die Grundlage

⁵ Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, S. 248, Rn. 8.

⁶ Investment Overseas Services.

⁷ Das erfolgte durch den Erlass des AuslInvestmG vom 28.07.1969 und die Angleichung der Bestimmungen des KAGG. Vgl. Assmann, Prospekthaftung, S. 71-74.

⁸ Siehe auch Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, S. 248.

⁹ Ochs, Die einheitliche kapitalmarktrechtliche Prospekthaftungstheorie, S. 12.

¹⁰ Siehe auch Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, S. 248, Rn. 10.

der Anlageentscheidung sind und deren Inhalt oft als unrichtig und unvollständig zu bezeichnen ist¹¹.

Eine Maßnahme, die zur Modernisierung des Finanzplatzes Deutschland beigetragen hat, war die Einführung einer Prospektpflicht für das erstmalige öffentliche Angebot von Wertpapieren (§§ 1 ff. VerkProspG) und die auf den zu veröffentlichten Verkaufsprospekt bezogene Prospekthaftung (§ 13 VerkProspG). Es ging hier um eine Regelung, die den Anlegerschutz erheblich verbessert hat.

Man ging also davon aus, dass die Vorschriften der Prospekthaftung erforderlich waren, im Hinblick auf die Verhältnisse an den Aktienmärkten und die bestehenden Schutzlücken. Es ist aber anzumerken, dass die Fassung der Vorschriften sehr umstritten war, weil auf der einen Seite behauptet wurde, dass der Grundsatz des Anlegerschutzes eine möglichst strenge Regelung fordere¹², auf der anderen Seite wurde die Meinung vertreten, dass die Haftung nicht so streng sein sollte, mit der Begründung, dass die Banken bei ausländischen Emittenten zu stark belastet würden mit der Folge für das Publikum, dass gefährliche Emissionen außerhalb der Börse platziert würden¹³.

In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu betonen, dass Deutschland über eine hoch entwickelte Börsen- und Abwicklungstechnik verfügt, die im Zusammenhang mit niedrigen Transaktionskosten im Vergleich mit anderen Ländern einen interessanten Finanzplatz darstellt. Der börsengesetzliche Anlegerschutz trägt nicht nur zur Absicherung des individuellen Anlegers, sondern auch zur Stärkung des Vertrauens weiter Anlegerkreise in die Funktionsfähigkeit und Integrität des Kapitalmarktes bei¹⁴. Die Globalisierung der Finanzmärkte bildet einen weiteren Grund für die Anpassung der Prospekthaftung an internationale Standards. Eine Modernisierung der Vorschriften der börsengesetzlichen Prospekthaftung schien also notwendig zu sein, was der Gesetzgeber bereits früh erkannt hat¹⁵.

Das vom Bundestag mit der Zustimmung des Bundesrates verabschiedete Gesetz zur weiteren Entwicklung des Finanzmarktes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) ist am 1. 4. 1998 in Kraft getreten¹⁶ und hat die Prospekthaftungsregeln grundlegend geändert¹⁷. Ziel ist es, Wachstum, Beschäftigung und eine funktionierende Wirtschaft zu gewährleisten und den Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb zu stärken. Der deutsche Kapitalmarkt wurde durch die neuen Regelungen modernisiert und wegen der damit verbundenen Stärkung des Vertrauens der Anleger in das ordnungsgemäße Funktionieren der Börse auch attraktiver sowohl für inländische als

¹¹ Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, S. 248-249, Rn. 11-12.

¹² Schwark, Eberhard, Kapitalmarktrechtskommentar, München 2004, 3. Auflage, S. 479.

¹³ Vgl. Max Weber, ZHR 45 (1896), 69, 90, 96 ff., 99.

¹⁴ Brondum/Mark, AG 1989, 339, 343.

¹⁵ Groß, Wolfgang, Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Verkaufsprospektgesetz und zur Verkaufsprospekt-Verordnung, München 2002, 2. Auflage, S. 155.

¹⁶ BGBl. I 1998, 529; dazu Pötzsch, Thorsten, Der Diskussionsentwurf des dritten

Finanzmarktförderungsgesetzes, AG 1997, 193 ff.

¹⁷ Groß Wolfgang, Kapitalmarktrecht 2002, S. 155.

auch für ausländische Kapitalanleger. Durch das 4. FMFG v. 21.6. 2002 wurde lediglich die bisherige sechsmonatige Verjährungsfrist auf ein Jahr verlängert (§ 46 BörsG). Das Prospektrichtlinien-Umsetzungsgesetz hat in Umsetzung des Art. 6 Abs. 2 S. 2 der Prospektrichtlinie in § 45 die neue Nr. 5 eingefügt, um klarzustellen, dass die strengen Prospekthaftungsgrundsätze auf die nunmehr gesetzlich geforderte Zusammenfassung des Prospekts, § 5 Abs. 2 WpPG, isoliert nicht anwendbar sind. Naturgemäß ist eine Zusammenfassung unvollständig und damit unrichtig, weil sie indem sie zusammenfasst weglässt. Außer dieser Änderung bleibt der übrige Text der §§ 44 ff. unberührt. Wichtig ist noch zu ergänzen, dass an die Stelle der §§ 13-47 BörsZuLV a.F. das Wertpapierprospektgesetz in Verbindung mit der europäischen Prospektverordnung getreten sind¹⁸.

Insbesondere das Erfordernis des Besitzes der Papiere als Anspruchsvoraussetzung ist nicht mehr gültig. Auf diese Weise werden auch frühere Inhaber geschützt. Das gleiche gilt für die Erwerber ausstattungsgleicher früher emittierter Wertpapiere. Kritisiert wurde auch der unterschiedliche Verschuldensmaßstab bei unrichtigen oder unvollständigen Prospekten¹⁹.

Für die Entwicklung des Rechts der Prospekthaftung bedeutsamer als die Novelle des Investmentrechts ist die Verabschiedung des Anlegerschutzverbesse rungsgesetzes im Oktober 2004. 30 Jahre nach den Empfehlungen von Kohl/Kübler/Walz/Wüstrich, Hopt und dem 51. Deutschen Juristentag wird erstmals der öffentliche Vertrieb von Produkten des grauen Kapitalmarktes einer Prospektpflicht und einer korrespondierenden Prospekthaftung unterworfen. Da aber diese Produkte in der Regel nicht börsennotiert sind, wurden im VerkProspG die §§ 8f-8i eingefügt. Die Regeln werden sowohl auf im Inland öffentlich angebotene, nicht in Wertpapieren verbrieftete Beteiligungen am Ergebnis eines Unternehmens, als auch auf Anteile an Treuhandvermögen oder geschlossenen Fonds angewandt. Diese wesentlichen Änderungen haben den deutschen Kapitalmarkt einen wesentlichen Schritt nach vorne gebracht in dem Sinne, dass ab jetzt grundsätzlich alle Kapitalanlageformen gleich behandelt werden, während im gleichen Sinne auch alle Kapitalanleger gleich geschützt werden. Weiterhin wurde durch § 13a VerkProspG, das ausdrücklich eine Haftung bei fehlendem Prospekt vorschreibt, noch eine Lücke im Kapitalanlegerschutz, insbesondere im Bereich des grauen Kapitalmarktes geschlossen²⁰.

Die Modernisierung der Normen der Prospekthaftung hat die entgegengesetzten Ziele der Prospekthaftung, nämlich die Notwendigkeit eines effizienten Kapitalmarktes auf der einen Seite und die Notwendigkeit eines wirksamen effizienten Anlegerschutzes auf der anderen Seite in Einklang gebracht²¹. Die Neuregelung kann also aufgrund ihrer Klarheit als positiv bewertet werden.

¹⁸ Groß, Wolfgang, Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungsverordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zum Verkaufsprospektgesetz, 3. Auflage, München 2006, §§ 44, 45 BörsG, Rn. 1-2.

¹⁹ Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, S. 479, Rn. 2.

²⁰ Barta, Sebastian, NZG 2005, S. 305; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929, 939.

²¹ Sittmann, W. Jörg, Die Prospekthaftung nach dem dritten Finanzmarktförderungsgesetz, NZG 1998, 490.

Nach der heutigen Fassung des § 44 Abs. 1 BörsG beinhaltet die Prospekthaftung, dass ein Wertpapiererwerber Anspruch auf die Rücknahme dieser Wertpapiere gegen Rückzahlung des Erwerbspreises sowie der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten hat, wenn die im Prospekt enthaltenen Angaben unrichtig oder unvollständig waren. Um diesen Anspruch geltend zu machen, ist der Besitz des Wertpapiers nicht mehr erforderlich. Anspruchsgegner sind gemäß § 44 Abs. 1 BörsG diejenigen, „die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben“ und diejenigen, „von denen der Erlass des Prospekts ausgeht“.

Man merkt also, wie wichtig es ist, dass der Anleger durch den für die Zulassung eines Wertpapiers zum amtlichen Markt erforderlichen Prospekt über den Emittenten und das Wertpapier wahrheitsgerechte und vollständige Informationen erhält.

Festzuhalten bleibt also, dass durch die Gesetzgebung der letzten 15 Jahre das Recht der Prospekthaftung eine Renaissance erlebt hat. Es wurde komplett ausgebaut und hat sich auf alle wesentlichen Bereiche des Vertriebs von Kapitalanlagen ausgedehnt.

2.2 DIE DOGMATISCHE EINORDNUNG DER PROSPEKTHAFTUNG

Die Frage nach der Rechtsnatur der Prospekthaftung verbleibt bis heute ohne klare Antwort. Es werden drei Theorieansätze vertreten²². Zum einen wird die Prospekthaftung als eine kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung bezeichnet. Zum anderen wird vertreten, dass der Emissionsprospekt eine rechtsgeschäftliche Erklärung der Prospektverantwortlichen ist. Nach dieser Meinung soll der Prospekt ein mit Rechtsbildungswillen abgegebenes Qualitätsversprechen in Bezug auf die wirtschaftliche Lage enthalten, das mit dem Erwerb der Wertpapiere als Inhalt des geschlossenen Individualvertrages angenommen wird. Das ist, kurz gesagt, die so genannte Theorie der rechtsgeschäftlichen Erklärung. Zum Dritten wird die Theorie der deliktischen, vertragsunabhängigen Haftung vertreten, die zum Ersatz des primären Vermögensschadens führt²³.

Die Theorie, es ginge um einen besonderen Tatbestand der deliktsrechtlichen Haftung, ist jedoch systemwidrig, weil das geltende Deliktsrecht den Ersatz primärer Vermögensschäden nur unter den Voraussetzungen der Schutzgesetzverletzung nach § 823 Abs. 2 BGB²⁴ oder der vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung nach § 826 BGB gewährt. Damit hat aber die Prospekthaftung gemäß §§ 44 ff BörsG nichts zu tun. Die dogmatische Struktur und der Unrechtsgehalt sind nicht zu vergleichen²⁵. Auf der anderen Seite wäre die Theorie der Vertragshaftung nur mit Hilfe einer Vielzahl von Modifikationen der allgemei-

²² Ellenberger, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, 2001, Band 17, S. 7-9.

²³ Groß, Kapitalmarktrecht 2004, §§ 44, 45, Rn. 9.

²⁴ Siehe auch BGH, NJW 1987, 2671-2672.

²⁵ Canaris, Bankvertragsrecht, 2. Auflage, Berlin, 1981, S. 1156.

Drittes Kapitel

DER INSIDERHANDEL

3. EINLEITUNG

„Hätte ich das gewusst, hätte ich mich anders verhalten“ – auf diese oder ähnliche Weise bereut fast jeder Mensch Handlungen oder Nichthandlungen aus der Vergangenheit, wenn er feststellt, dass ein anderes Vorgehen vorteilhafter für seine eigene Interessen gewesen wäre. Besonders im bankenrechtlichen Bereich und bei Anlagegeschäften am Kapitalmarkt im Allgemeinen, bekommt dieser Ausdruck eine besondere Bedeutung, wenn man bedenkt, dass, nicht selten Fehlentscheidungen in Vermögensangelegenheiten zu erheblichem Schaden führen können. Es kommt immer öfter vor, dass getätigte Vermögensgeschäfte aufgrund der allgemeinen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen keine positive Entwicklung vollziehen, dies sogar in einer Zeit, in der das Börsengeschehen in Deutschland aufgrund einer unerwarteten Welle von Investoren in aller Munde ist¹.

Bezüglich der raschen Entwicklung der Börse in Deutschland ist es an diesem Punkt wichtig, die doppelte Rolle der Aktie zu erwähnen. Auf der einen Seite bietet die Aktie dem Anleger die Möglichkeit des Einsatzes von Kapital mit der Hoffnung entweder auf Wertsteigerung oder zumindest auf Werterhaltung und angemessene Dividende, was eine gute Anlage definiert. Auf der anderen Seite ist die Aktie für die Aktien- und Kommanditgesellschaften ein Mittel der Kapitalbeschaffung. Daraus ergibt sich, dass die Aktie die Interessen beider Parteien an einem mit Risiken unbelasteten Handel mit Aktien kombiniert. Natürlich ist das Risiko und die mit der Anlage verbundene Gefahr jedem Anleger bekannt, trotzdem ist zu erwarten, dass dieses Risiko alle in gleicher Weise trifft. Das ist aber nicht immer der Fall, weil es Aktionäre gibt, die wegen ihrer beruflichen Stellung früher als die Allgemeinheit kursrelevante Informationen erlangen, die sie durch rechtzeitige Rechtsgeschäfte zu ihrem Vorteil verwerten², was besonders schädlich und gefährlich für die Chancengleichheit und das Vertrauen des Anlegerpublikums in den Kapitalmarkt ist. Ein optimal informierter Marktteilnehmer hat immer Vorsprung und gleichzeitig erzielt er größtmögliche Erfolge.

In der letzten Zeit finden solche Börseninsider in Deutschland immer mehr Platz für ihre Aktivitäten und gefährden dauernd die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Um solche drohenden Phänomene zu bekämpfen, bedarf der Handel an der Börse stärkere Aufsicht. Aus diesem Anlass wurde das WpHG als

¹ Richrath, WM 2004, S. 653.

² Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, S. 387.

Teil des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes³ erlassen und trat zum 1.1.1995 in Kraft. In ihm wurden die Transparenzrichtlinie, die Insiderrichtlinie und zum Teil die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ins deutsche Recht umgesetzt⁴. Auf diese Art und Weise wurde die Aufmerksamkeit auf das Problem des Insiderhandels verankert. Die Regelungen des WpHG finden Anwendung auf einem ganz neuen Gebiet und gewinnen deswegen noch mehr an Bedeutung. Das WpHG regelt die Aufgaben und Befugnisse der von ihm neu geschaffenen Kapitalmarktaufsicht, die in §§ 12 ff. WpHG erläutert werden. Diese Paragraphen enthalten Insiderhandelsverbote, das Gebot unverzüglicher Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen und weitere Publizitäts- und Verhaltenspflichten der Wertpapierhändler. Die herausragende Bedeutung des WpHG für das deutsche Kapitalmarktrecht verdeutlichen die Titel, mit dem das Gesetz ausgezeichnet wurde: Keimzelle und Kernstück des Kapitalmarktrechts⁵, Grundgesetz des deutschen Kapitalmarktrechts⁶, Nukleus des Kapitalmarktrechts und wichtigstes kapitalmarktrechtliches Gesetz seit 100 Jahren sind nur einige davon.

Ziel des Gesetzgebers ist die Verbesserung der Attraktivität und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland. Parallel dazu wird der Anlegerschutz erweitert und primär auch die Funktionsfähigkeit der deutschen Wertpapierbörsen abgesichert. Hauptzweck des WpHG ist die Herstellung, Stärkung, und Sicherung des Vertrauens der Anlegerschaft in die Fairness, Ordnungsgemäßheit und Integrität der organisierten deutschen Kapitalmärkte, was auch zur Herstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts beiträgt⁷. Das WpHG unterscheidet sich von dem BörsG oder dem Aktiengesetz darin, dass das WpHG vielmehr Regeln für den Kapitalmarkt insgesamt vorschreibt und die Kapitalmarktaufsicht in ihrem gesamten Spektrum regelt.

Es ist also davon auszugehen, dass die Regelungen des WpHG eine ganz besondere Bedeutung für die Funktion der Volkswirtschaft haben. Das WpHG spielt also eine erhebliche Rolle, weil damit das deutsche Kapitalmarktrecht einen Standard erreicht hat, der in ausländischen Rechten, z.B. in Frankreich, den USA und Großbritannien, schon seit Jahrzehnten besteht⁸.

3.1 DIE INSIDERPROBLEMATIK

Seit dem 1. August 1994 existiert in der Bundesrepublik Deutschland mit dem Wertpapierhandelsgesetz eine spezialgesetzliche Regulierung des Insiderhandels. Deutschland hat Insidergeschäfte damit im Vergleich zu den meisten anderen

³ 2. FMFG, BGBl 1994 I, S. 1749.

⁴ Transparenzrichtlinie v. 12.12.1988, ABI EG, Nr. L 348, S.62; Insiderrichtlinie v. 13.11.1989, ABI EG, Nr. L 334, S.30; Wertpapierdienstleistungsrichtlinie v. 10.5.1993, ABI EG, Nr. L 141, S.27.

⁵ Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vorwort zur 1. Auflage, 1996.

⁶ Hopt, ZHR 159 (1995), 135.

⁷ Begr. BReg. Zu 2. FMFG, BT-Drucksache 12/6679, S. 1, 33 f.

⁸ Lenenbach, Kapitalmarkt und Börsengesetz, S. 482.

Mitgliedsstaaten der EU sowie vielen außereuropäischen Staaten erst verhältnismäßig spät strafrechtlichen Sanktionen unterworfen⁹.

Da der Begriff des Insiderhandels nicht aus sich selbst heraus verständlich ist, bedarf es einer Definition. Ganz allgemein betrachtet, bedeutet Insiderwissen die Kenntnis von kapitalmarktrelevanten Informationen, die nicht öffentlich bekannt sind, sondern zum Geheimwissen einiger weniger Markttreuen gehören, die diesen Wissensvorsprung zu ihrem Vorteil verwerten. Die von ihnen getätigten Geschäfte führen mit großer Wahrscheinlichkeit zu hohen Gewinnen, weil sie abschätzen können, wie sich der Kurs eines Wertpapiers entwickeln wird, wenn die Insiderinformation an die Öffentlichkeit gelangt. Folglich ergibt sich daraus, dass in Kapitalmärkten, in denen der Insiderhandel nicht verboten ist, der Marktteilnehmer sein Vertrauen in den Kapitalmarkt verliert, da er nie sicher sein kann, dass andere Investoren wegen Informationsvorsprüngen Geschäfte tätigen, an denen sie fast sicher gewinnen. Die Fairness und Integrität des Kapitalmarkts werden gefährdet mit der Folge, dass der Anleger andere Kapitalmärkte vorzieht, wo er sich sicherer fühlt, wo Insidergeschäfte verboten sind und effektiv bekämpft werden. Dieses Phänomen des Vertrauensverlusts der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hinterlässt seine Spuren auch im weiteren Bereich der Volkswirtschaft, da es dem potentiellen Anleger an Motivation für seine Kapitalanlage fehlt. Man kommt also zu dem Ergebnis, dass die globalisierten Kapitalmärkte keinesfalls auf Insiderhandelsverbote verzichten können. Strikte Insiderregeln motivieren die zukünftigen Anleger, indem sie ihr Vertrauen stärken¹⁰.

3.1.1 Die geschichtliche Entwicklung der Sanktionierung von Insiderhandel

Wie dargestellt, hat die spezialgesetzliche Sanktionierung des Insiderhandels in der Bundesrepublik Deutschland noch keine lange Tradition. Man könnte also denken, dass das Problem des Insiderhandels generell neu ist und, dass es erst dann relevant wurde, als der Finanzmarkt eine dynamische Entwicklung in den sechziger Jahren erlebt hat.

Diese Schlussfolgerung entspricht aber nicht der Wahrheit. Im Jahr 1837 wurde bereits den leitenden Mitarbeitern und Gründern von Eisenbahnaktiengesellschaften vorgeworfen, dass sie ihre Stellung auch für einträchtige Nebengeschäfte an der Börse missbrauchten¹¹. Auch in der späteren Zeit kamen Fälle in Betracht, in denen Politiker, Kaufleute und Unternehmer verdächtigt wurden, dass sie ihren Wissensvorsprung ausnutzten, um Geschäfte an der Börse zu tätigen, die zu hohen Gewinnen führten. Die Rechtsprechung hat sich sogar sehr früh und zwar im Jahre 1904 mit der Insiderproblematik beschäftigt. Es handelte

⁹ Die älteste Insidergesetzgebung stammt aus den USA.

¹⁰ Lenenbach, Kapitalmarkt und Börsengesetz, S. 486, 487.

¹¹ Heise, Der Insiderhandel an der Börse und dessen strafrechtliche Bedeutung, Frankfurt am Main 2000, S. 19.

sich dabei um einen Fall, bei dem Anteilsscheine an einer bergrechtlichen Gewerkschaft verkauft wurden, wobei das frühzeitige Wissen um einen Einsturz des Zechenförderschachts verwertet wurde¹². Es ist also davon auszugehen, dass der Insiderhandel schon seit über 100 Jahren existiert.

Das erste Regelwerk, das die Verwertung nicht öffentlicher Informationen verhindern wollte, war eine am 12. Oktober 1908 von 2000 Banken unterzeichnete Verpflichtungserklärung, dass ihre Bankangestellten Wertpapiergeschäfte nicht ohne den Nachweis einer schriftlichen Erlaubnis der Bank, bei der sie angestellt sind, tätigen dürfen¹³. Trotzdem ist es an diesem Punkt wichtig zu erwähnen, dass dieser Versuch mehr auf die Vermeidung von möglichen Interessenskonflikten bei Geschäften des jeweiligen Finanzinstituts als auf die Eindämmung des Insiderhandels abzielte. Die Insidergeschäfte wurden trotz allem dadurch erschwert¹⁴.

Die Diskussion über die Problematik des Insiderhandels und wie Insidergeschäfte vermieden werden können erreichte ihren Höhepunkt erst in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre, als sich die Finanzmärkte entwickelten. In dieser Zeit setzte sich die Erkenntnis durch, dass der Kapitalmarkt wegen Kapitalanlagen der privaten Sparer das wichtigste und bedeutsamste Mittel zur Aufbringung von Finanzmitteln war. Auf diese zwei Faktoren sollte zurückgegriffen werden, damit die deutsche Wirtschaft wieder aufgebaut werden konnte. Demzufolge hatte das Kapitalmarktrecht seinen großen Auftritt. Deutschland sollte dem Beispiel anderer Industrienationen folgen und Regelungen gegen Insiderhandel einführen. Breite Teile der Wissenschaft, die Praxis und sogar die Presse richteten die Aufmerksamkeit auf mögliche Insidergeschäfte¹⁵. Immer mehr Stimmen empfanden den Wertpapierhandel an der Börse aufgrund eines Wissensvorsprungs als Missbrauch und forderten eine Insiderregelung.

Im Jahre 1968 wurde vom Bundesminister für Wirtschaft eine Börsensachverständigenkommission bestellt, die am 13. November 1970 eine *Empfehlung zur Lösung der so genannten Insiderprobleme* vorlegte¹⁶. Die Kommission sprach die Empfehlung aus, auf eine gesetzliche Regelung zu verzichten und statt dessen eine freiwillige Selbstkontrolle einzuführen¹⁷. Die Empfehlung beinhaltete Insiderhandels-Richtlinien (IHR), Händler- und Beraterregeln und eine Verfahrensordnung, durch die der Missbrauch von Insiderwissen verhindert werden sollte. Diese Regeln waren weder als Rechtsnorm noch als Handelsbrauch zu qualifizieren und erlangten Verbindlichkeit durch freiwillige rechtsgeschäftliche Anerkennung durch Emittenten und Wertpapierhandelsunternehmen¹⁸.

Inhaltlich erfassten die Insider-Richtlinien Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder börsennotierter AGs sowie deren Angestellte in Vertrauenspositionen,

¹² RG, JW 1904, S.167.

¹³ Hoeren, ZBB 1993, S.112f.

¹⁴ Heise, Der Insiderhandel an der Börse und dessen strafrechtliche Bedeutung, S. 20.

¹⁵ Assmann, AG 1994, S. 196, 197; Heldmann, ZRP 1990, S. 393.

¹⁶ Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht, Materialien Nr. 34, S. M-100; Leistner, ZRP 1973, S. 201 ff.

¹⁷ Siebold, Insiderrecht, S. 46.

¹⁸ Heise, Der Insiderhandel an der Börse und dessen strafrechtliche Bedeutung, S. 21.

Viertes Kapitel

DIE AD-HOC-PUBLIZITÄT

4. EINLEITUNG

Nach allgemeiner Anerkennung wird heute die Meinung vertreten, dass sich der Anlegerschutz auf eine normative Antwort auf zwei Kardinalprobleme des Kapitalmarktes orientiert. Erstens zielt er auf eine effektive Bekämpfung des starken Informationsgefälles zwischen den Anlegern und den Kapitalsuchenden beziehungsweise den Finanzintermediären ab. Zunächst versucht er die gegensätzlichen Interessen zwischen diesen beiden Marktseiten in Einklang zu bringen. Der Kapitalmarkt befindet sich also in einem natürlichen Zustand, in dem der Anleger sich vielen Gefahren und Risiken aussetzt, eine Situation, die seine Anlageentscheidung besonders erschwert. Zum einen kommt das Risiko eines Substanzverlustes durch einen Unternehmenszusammenbruch in Betracht, mit der Folge, dass für ihn immer wieder die Gefahr besteht, dass er Opfer eines Betrugs oder einer Irreführung wird. Zum anderen wird immer mehr von den Anlegern befürchtet, dass sie wegen mangelhafter oder irreführender Informierung eine falsche Anlageentscheidung treffen, die nicht geeignet für ihre Belange ist. Nach Berücksichtigung aller diesen Umstände kommt man zu dem Ergebnis, dass der Kapitalmarkt auch für einen durchschnittlichen Anleger ein „gefährliches“ und besonders risikoreiches und komplexes Gebiet ist, das aber gleichzeitig durch die Sicherung oder sogar Steigerung des benötigten Investitionskapitals einen lebenswichtigen Faktor für die Volkswirtschaft darstellt. Aus diesem Grund ist es von erheblicher Bedeutung, dass der Anleger am Kapitalmarkt gehalten wird. Um das aber zu schaffen, hat die Rechtsordnung die Pflicht, ihm zur Seite zu stehen und ihn zu schützen, damit auch sein Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarktes erhalten bleibt. Der Rechtsordnung bleibt also die Aufgabe, alle erforderlichen Maßnahmen zu treffen, die es ermöglichen, vertrauensvolle Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt bereitzustellen.

Für die Verwirklichung dieses Ziels muss der Anlegerschutz auf zwei Maximen abstellen, die unter staatlicher Überwachung in der Lage sind, die komplexe Situation am Kapitalmarkt zu verbessern. Erstens soll die Transparenz am Markt garantiert und gewährleistet werden, um Informationsasymmetrien zu vermeiden und zweitens muss die Fairness in den Wertpapiergeschäften abgesichert werden, so dass die unterschiedlichen Interessen der Kapitalmarktteilnehmer kein Hindernis für die Weiterentwicklung des Kapitalmarktes darstellen. Durch die Fairness am Kapitalmarkt wird die Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer gesichert und dadurch noch die Effektivität des Schutzes vor Betrug und

Irreführungen verstärkt. Nur unter solchen Umständen kann der Anleger sich am Wertpapiermarkt wohl fühlen. Wird im Gegenteil kein Vertrauen vorausgesetzt, wird er Abstand vom Markt nehmen und sein Kapital an anderen Plätzen anlegen. Die Transparenz bietet auf der anderen Seite Klarheit und Offenheit. Ein Markt ist umso transparenter, je mehr Informationen die Teilnehmer über das angebotene Finanzprodukt und den Markt besitzen. Auf diese Art und Weise wird der Anleger in die Lage versetzt, ein verständliches und damit auch geeignetes Finanzprodukt zu erwerben, das am besten zu seinen eigenen Anforderungen passt. Ohne dieses bedeutende Element kann von keiner Integrität am Markt gesprochen werden, mit der Folge, dass das Vertrauen des Anlegers in den Wertpapiermarkt gefährdet wird.

Auf der anderen Seite muss man aber immer bedenken, dass der Kapitalmarkt aus zweierlei Teilnehmer besteht, die beide eines Schutzes bedürfen. Konsequent muss man davon ausgehen, dass der Schutz der Anleger nicht überzogen werden darf. Das inhärente Kapitalmarktrisiko darf dem Anleger nicht genommen werden und die unternehmerische Initiative muss gesichert werden. Der Anlegerschutz muss folglich eine Formel finden, womit die Interessen der Unternehmen auch geschützt werden, so dass das Schutzbedürfnis der Anleger mit der Freiheit der Unternehmen abgewogen wird. Kompromisse werden von beiden Seiten verlangt. Nur bei Transparenz und Fairness sind keine Kompromisse möglich, da beide Maximen die Mindestvoraussetzungen bilden, damit das dringend benötigte Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt wiederhergestellt werden kann. Ein reibungsloses Funktionieren des Marktes setzt unbedingt das Vertrauen des Anlegers im Zusammenhang mit der Zusicherung voraus, dass alle Marktteilnehmer gleichbehandelt werden und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insiderinformation geschützt werden¹.

Einen wichtigen Baustein für die Sicherstellung der Markttransparenz und das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte stellt die in § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) geregelte Ad-hoc-Publizitätspflicht für Emittenten dar. Ad-hoc-Publizität soll diesem Ziel der strengen Kapitalmarkteffizienz dienen und der Bildung inadäquater Marktpreise vorbeugen, zwei wichtige Elemente für das Wirtschaftswachstum und den Wohlstand. Diese Regelung trägt wesentlich zu der Verbesserung des Systems der Unternehmenspublizität bei, da die Gesellschaften damit verpflichtet werden, unverzüglich wichtige Nachrichten zu publizieren, so dass für die Insider nicht mehr die Möglichkeit besteht, oder zumindest eingeschränkt wird, die nicht öffentlich bekannten Informationen auszunutzen. Der zeitliche Spielraum, in dem ein unzulässiger Handel aufgrund dieser Insiderinformationen möglich ist, wird somit erheblich gekürzt.

An diesem Punkt ist es aber wichtig zu erwähnen, dass die praktische Auswirkung der Ad-hoc- Publizität umstritten ist. In der letzten Zeit hat es mehrere wissenschaftliche Diskussionen gegeben² mit dem Zentralthema, ob die Ad-hoc-Publizitätspflichten tatsächlich die Effizienz der Märkte gesteigert haben.

¹ Caspari, NZG 2005, S. 98-99.

² Besonders in den U.S.A., Mutterland der strengen Publizitätspflichten.

Mittelpunkt dieser Diskussionen war aber auch, wie die Institution der Ad-hoc-Publizität am besten funktionieren kann, d.h. unter welchen Umständen die Anwendung dieser Vorschriften die erwarteten Ergebnisse mit sich bringen kann, weil, wie allgemein anerkannt wird, die Kapitalmarkttransaktionen von vielen unterschiedlichen Faktoren abhängen und konsequent beeinflusst werden können. Wichtig ist also die Unterscheidung von wichtigen und unwichtigen Informationen, was dazu beiträgt, dass nur entscheidungsrelevante, kursensitive Informationen publiziert werden, da sie die Grundlagen einer fundierten und korrekten Anlegerentscheidung darstellen. Die Publizität vieler kursirrelevanter Informationen führt schnell zu einem Informations „overflow“, der die Anleger in die Irre führt, da nicht alle Informanten am Kapitalmarkt in der Lage sind, alle diese Informationen richtig aufzunehmen und zu verarbeiten. Diese unangenehme Situation im Zusammenhang kann mit der Komplexität der Wirtschaftssysteme den einzelnen Adressaten der Informationen kräftig überfordern. Damit wäre die Definition der Information missbraucht in dem Sinne, dass, wenn im Namen der Kapitalmarkteffizienz eine unqualifizierte Flut von Unternehmensmeldungen erfolgt, sofort das Kapitalmarktsystem beschädigt wird, weil die Information, im Gegensatz zu ihrem erklärten Zweck, zu einer Steigerung der Unsicherheit geführt haben wird. Eine entscheidende Rolle in der ganzen Problematik spielt auch der Adressatenkreis der Ad-hoc-Meldungen. Die Großanleger, die institutionellen Marktteilnehmer und die Banken verfügen natürlich über viel bessere Möglichkeiten einer Verarbeitung und Sortierung eines etwaigen Zuviel an publizierten Informationen nach Entscheidungsrelevanz als der Privatanleger, der keinen Zugang zu detaillierten Informationsquellen und Hintergrundgesprächen hat. Aus diesem Grund ergibt sich, dass der Adressatenkreis den Umfang der Ad-hoc-Meldungen bestimmen sollte. Diesbezüglich wird aber weitgehend noch die Meinung vertreten, dass ein Zuviel an Informationen am Kapitalmarkt im Zweifel das wesentlich geringere Übel ist als ein Zuwenig an Information³. Belastet mit der Verarbeitung der Informationen wird allerdings der individuelle Anleger.

Auf jeden Fall ist hier zu betonen, dass eine gut funktionierende Ad-hoc-Publizität in der Regel zu einer hohen Informationseffizienz und zu einer erheblichen Steigerung der Markttransparenz beiträgt. Die hohen Levels an Markteffizienz führen dann zwangsläufig weiter zu einer korrekten Preisbildung und einer verbesserten Ressourcenallokation. In gut organisierten Märkten wirken sich die Ad-hoc-Meldungen positiv auf die tägliche Kursbildung aus. Je zutreffender und umfassender der Markt informiert ist, desto eher werden die Marktpreise korrigiert und mehr der Realität entsprechen, was natürlich dazu führt, dass das Kapital gezielter am Markt eingesetzt wird. Die Marktteilnehmer werden auf diese Art und Weise eine zutreffende Grundlage für ihre Entscheidungen haben, so dass sie dort investieren, wo sich die Investition bezahlt macht und den „return

³ Das war das Fazit von Caspari auf dem 11. Münster Tagesgespräch, bei Baetge, S. 81: „in dubio pro Öffentlichkeit“; siehe Gehrt, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, S. 21 f.

on investement“ sichert. So lässt sich nämlich die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes abbilden⁴.

4.1 DIE ENTSTEHUNGSGESCHICHTE DES § 15 WpHG

Um die Bedeutung der Regelung des § 15 WpHG zu erfassen, wäre es wichtig zu bemerken, dass die Ad-hoc-Publizität zu den wichtigsten kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten gehört. Eine ihrer Funktionen ist die Ergänzung der obligatorischen Regelpublizität und deshalb eine tragende Säule der kapitalmarktrechtlichen Publizität im Sinne eines kapitalmarktrechtlichen Informationssystems. Diese verbesserte Unternehmenspublizität, sogar auf gemeinschaftsrechtlicher Ebene, ist das Resultat einer kontinuierlichen Entwicklung hin zu einem europäischen Kapitalmarkt, der aber eine Integration der nationalen Kapitalmärkte erfordert. Es ist nämlich deutlich geworden, dass die Freiheit des Kapitalverkehrs nicht nur eine erforderliche Voraussetzung für die Entstehung eines europäischen Binnenmarktes ist, sondern dass sie auch einen grundlegenden Faktor für die anderen drei in Art. 6 EGV verankerten Grundfreiheiten stellt, also die Freiheit des Waren-, Personen-, und Dienstleistungsverkehrs. Grundlegendes Element jeder Volkswirtschaft ist die Errichtung und richtige Organisierung der Finanz- und Kapitalmärkte. Auf dem Weg zu einem einheitlichen Kapitalmarkt setzt die Europäische Gemeinschaft harmonisierende Rechtsetzungsmaßnahmen ein. Diese Rechtsangleichungsmaßnahmen bewegen sich im Bereich des Gesellschafts-, Börsen- und Bankrechts, des Investment- und Steuerrechts, mit der Folge, dass, obwohl die EG kein spezifisches kapitalmarktrechtliches Harmonisierungskonzept geplant oder errichtet hat, genau durch diese Harmonisierungsmaßnahmen ein europäisches Kapitalmarktrecht entsteht⁵.

Das am besten geeignete Mittel der EG für die europäische Rechtsetzung und folglich auch die Harmonisierung des Kapitalmarktrechts sind die Richtlinien, die nur allgemeine Zielvorgaben enthalten, die die Gesetzgebungsorgane jedes Mitgliedsstaates in geeigneter Form in nationales Recht umzusetzen haben. Die erste Richtlinie, die den Weg der Rechtsetzungstätigkeit der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft im Bereich des Börsen- und Kapitalmarktrechts eröffnet hat, ist die Börsenzulassungsrichtlinie von 05.03.1979, die die Grundlage für die Einführung der Ad-hoc-Publizität war. Nach dieser Richtlinie mussten die Mitgliedsstaaten Emittenten von zum amtlichen Handel zugelassenen Aktien verpflichten, „... das Publikum über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis zu setzen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkung auf ihre Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer

⁴ Gehrt, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, S. 22.

⁵ von Klitzing, Die Ad-hoc-Publizität, Zwischen europäischer Vorgabe und nationaler Umsetzung und zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, Köln 1999, S. 29-30.

Fünftes Kapitel

Das Verbot der Marktmanipulation

5. EINLEITUNG

Die nachhaltige Stärkung der Position der Deutschen Börse und ihrer Marktteilnehmer im europäischen und internationalen Wettbewerb, die gleichzeitig die Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes fördert, bildet eines der elementaren Ziele der Finanzmarktpolitik der Regierung der Bundesrepublik Deutschland. Erforderliche Voraussetzung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes aber ist das Vertrauen sowohl der privaten als auch der institutionellen Anleger in die Integrität, Stabilität und Transparenz des Börsenplatzes. In diesem Zusammenhang gewinnt der effektive Schutz des Anlegers vor Manipulationen der Märkte und vor der Verbreitung falscher Informationen über die Kapitalmarktprodukte immer mehr an Bedeutung. Es handelt sich nämlich um eine kaum abschließend erfassbare Vielfalt dysfunktionaler Verhaltensweisen, die in der Lage sind, der Effizienz des Kapitalmarktes maßgeblich zu schaden. Aufgabe des Gesetzgebers ist es also, die erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um solche Phänomene zu bekämpfen und den Investoren einen effektiven Schutz davor zu gewährleisten.

Kurs- und Marktmanipulationen stehen im Visier des Gesetzgebers, seit es öffentliche Märkte für Finanzinstrumente gibt. Trotzdem finden Marktteilnehmer immer wieder neue Techniken, diese Vorschriften zu umgehen, so dass sie durch ein Spiel von Angebot und Nachfrage einen nicht der Realität entsprechenden Marktpreis schaffen und dadurch natürlich wirtschaftliche Vorteile erzielen. Die Manipulationsmethoden geschehen meist durch raffinierte Techniken, die schwer zu entdecken sind. Für den Gesetzgeber wird es noch schwerer solche Techniken zu verfolgen, da die Grenzen zwischen verbotenen oder sogar strafrechtlich relevanten Kursmanipulationen und zulässigem Marktverhalten nicht so scharf sind¹. Aus diesem Grund war das Eingreifen des europäischen Gesetzgebers notwendig, damit dieses Problem auf internationaler Ebene bekämpft werden kann. Nach einer langen Stillstandsperiode mit europäischer Nachhilfe und nach der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes vor 12 Jahren, die einen regelrechten kapitalmarkt-rechtlichen Durchbruch in Deutschland bewirkt hat, steigert jetzt wieder der europäische Gesetzgeber Jahr für Jahr sein Produktionstempo. Diese Entwicklung hat Anlass dazu gegeben, die geeigneten rechtlichen Rahmenbedingungen zu schaffen, damit die erforderliche

¹ Zwissler, Going Public, S. 59.

Modernisierung des Finanzplatzes Deutschland und seine Anpassung an die rasch wachsenden internationalen Kapitalmärkte stattfinden kann.

5.1 DIE ENTSTEHUNGSGESCHICHTE UND DIE REGELUNGSSTRUKTUR DES § 20a WpHG

Im Hinblick auf die zunehmende Internationalisierung der Wertpapierge- schäfte und der Kapitalmärkte im Allgemeinen sowie auf Grund der Stärkung der Leistungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes im intensiven Wettbewerb mit den anderen Finanzmärkten und der Sicherung der Marktintegrität legte die Bundesregierung am 18.01.2002 den Entwurf des vierten Finanzmarktför- derungsgesetzes vor, das am 1.7.2002 in Kraft getreten ist². Damit wurde dem Schutz des Anlegers mehr Rechnung getragen um einem weiteren Vertrauensverlust vorzubeugen. Darüber hinaus hat das neue Gesetz noch so- wohl auf die Erhöhung der Rechtssicherheit als auch auf die Verbesserung der Effizienz der Aufsicht über Kreditinstitute und professionelle Rückversi- cherungsunternehmen abgezielt³. Eine wichtige Änderung, die diese Reform mit sich gebracht hat, war die Umwandlung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation des § 88 BörsG a.F. in § 20a WpHG a.F. Damit wurde der gesamte Regelungskomplex aus dem Börsenrecht, wo er Jahrzehnte lang wirkungslos und „still“ geblieben ist, in das Wertpapierhandelsgesetz transfe- riert. Die praktische Bedeutung des durch das 2. WiKG⁴ neu gefassten § 88 BörsG war gering. Die zahlreichen Defizite in der Struktur und besonders in der Strafverfolgung des altgefassten Paragraphs haben dazu geführt, dass § 88 BörsG als „totes Recht“ angesehen wurde. Die Tatsache, dass im Zusam- menhang mit dem wachsenden Bedarf nach einer Reform des Manipulationsverbots, damit künftig die BaFin die zentrale Kontrolle und Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation sowie des Insiderhandelsverbots über- nimmt, hat dazu beigetragen, dass das 4. FMFG eingeführt worden ist. § 20a WpHG a. F. hat weiterhin die Ermächtigung des Bundesministeriums der Finan- zen vorgesehen – mit der Möglichkeit einer Ermächtigungübertragung an die BaFin – durch Rechtsverordnung, die der Zustimmung des Bundesrates bedurfte, nähere Bestimmungen zu erlassen hinsichtlich der Umstände, die für die Bewer- tung von Vermögenswerten erheblich sind, das Vorliegen einer sonstigen Täu- schungshandlung sowie Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Kurs – und Marktpreismanipulation darstellten. Das BMF hat Mitte Juli 2003 von dieser Möglichkeit Gebrauch ge- macht und einen Verordnungsentwurf zur Konkretisierung des § 20a WpHG vorgelegt, der die Handlungen und Unterlassungen bestimmt hat, die als Kurs- oder Marktpreismanipulation anzusehen sind und gleichzeitig auch bestimmte

² Kutzner, WM 2005, S. 1401; So übereinstimmend Park, BB 2003, S. 1513.

³ Entwurfsbegründung, BT-Drucks. 14/8017, S. 1.

⁴ BGBI. I 1986, S. 721.

Bereiche definiert, wo dieses Verbot keine Anwendung findet – die so genannten „safe harbours“ -. Diese Rechtsverordnung zur Konkretisierung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV) ist, nach der Zustimmung des BMF, mit zwei Änderungen von geringer Bedeutung, am 28.11.2003 in Kraft getreten⁵. Durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, das am 28.10.2004 in Kraft getreten ist, wurden die Verbote der Kurs- und Marktmanipulation des § 20a WpHG in Umsetzung der Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation vom 28.1.2003 deutlich erweitert. Diese Weiterentwicklung hat mit Erfolg dazu beigetragen, dass das deutsche Verbot der Marktmanipulation an den einheitlichen europäischen Standard angepasst worden ist. Die Marktmisbrauchsrichtlinie wurde sowohl durch die Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG der Kommission betreffend unter anderem die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, als auch durch die Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG der Kommission, betreffend unter anderem die Beurteilung der Zulässigkeit von Marktpfaktiken weiterpräzisiert. Letztendlich bietet die europäische Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 betreffend Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, die unmittelbar, das heißt ohne eine gesetzliche Umsetzung in Deutschland, gilt, einen einheitlichen Europäischen Rechtsrahmen für das Verbot der Marktmanipulation⁶. Die neue Regelung wurde durch die Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (MaKonV) vom 1.3.2005 ergänzt, die die Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV) vom 18.11.2003 ersetzt und einzelne Tatbestandsmerkmale des § 20a WpHG konkretisiert⁷. Das Verbot der Marktmanipulation wird also somit durch einen Rechtsrahmen aus deutschem Gesetz und europäischen und deutschen Verordnungen geprägt.

Die Kurs- und Marktpreismanipulation stellt nach dem durch die §§ 12 ff. WpHG geregelten Insiderhandel die zweite elementare Fallgruppe unerlaubten Verhaltens auf dem Kapitalmarkt dar. Die Straf- und Bußgeldvorschriften der §§ 38 f. WpHG sehen Sanktionen für Verstöße gegen die Verbote des § 20a WpHG vor⁸. Wie bereits oben erwähnt worden ist, hat das Anlegerschutzverbesse rungsgesetz den § 20a WpHG neu gefasst und dadurch auch erweitert. Die Überschrift des Paragraphs lautet nunmehr „Verbot der Marktmanipulation“. Inhaltlich sind im Wesentlichen folgende Änderungen erfolgt: In § 20a WpHG wird die Tatvariante der „unrichtigen“ Angaben durch den Begriff der „irreführenden“ Angaben ergänzt. Diese Angaben sollen nur solche Umstände oder das Verschweigen solcher Umstände entgegen bestehender Rechtsvorschriften betreffen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind. Mit dem Verbot, bestimmte Geschäfte vorzunehmen, die geeig-

⁵ Weber, NZG 2004, S. 23.

⁶ Emittentenleitfaden der BaFin: Stand 15. Juli 2005, S. 86.

⁷ Weber, NJW 2005, S. 3682, 3684; Vogel, in: Assmann/Schneider, WpHG 2006, § 20a, Rn. 5 S. 734.

⁸ Bisson/Kunz, BKR 2005, S. 186.

net sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen, hat der Gesetzgeber § 20a WpHG um eine neue Fallgruppe erweitert. § 20a Abs. 2 WpHG enthält für dieses Verbot eine Einschränkung bei Bestehen legitimer Gründe und –kumulativ- der Vereinbarkeit mit einem von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen aufzustellenden Katalog zulässiger Marktplatiken. Im Zuge der Umsetzung der Marktmisbrauchsrichtlinie entfällt das sehr oft kritisierte Erfordernis der Einwirkungsabsicht bei den sonstigen Täuschungshandlungen, was in der Praxis zu erheblichen Beweisschwierigkeiten geführt hat. Ausreichend ist nach der neuen Fassung die objektive Eignung, auf einen Börsen- und Marktpreis einzuwirken. Kursstabilisierungsmaßnahmen von Finanzinstrumenten und der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen stellen keinen Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation dar, indem sie in der EU-Verordnung Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 einem Safe Harbour zugeordnet werden, so dass dieser Regelungsbereich dem nationalen Gesetz- und Verordnungsgeber entzogen ist. Solche „safe harbour“-Regelungen sind aus dogmatischer Sicht als Tatbestandsausschlussgründe zu betrachten, was heißt, dass sie verbindlich sind und einen Rückgriff auf § 20a Abs. 1, 2 WpHG n. F. sperren⁹. Die neue Regelung des Verbots der Marktmanipulation zielt vor allem auf die Stärkung des Anlegervertrauens in den Kapitalmarkt; erforderliche Voraussetzungen dafür sind die Gewährleistung von Transparenz und der Möglichkeit der Selbstregulierung der Marktteilnehmer sowie eine angemessene Ausdehnung der Haftung im Falle der Schädigung von Anlegern. Zu der Verwirklichung dieses Zweckes trägt wesentlich auch die Stärkung der Befugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei¹⁰.

5.2 DAS GESCHÜTZTE RECHTSGUT DES § 20a WpHG

Das geschützte Rechtsgut des § 20a WpHG ist, wie auch in der Gesetzesbegründung erwähnt wurde¹¹, die im öffentlichen Interesse liegende Wahrung der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung nicht nur an den Börsen, sondern auch an anderen überwachten Märkten. Dieser Normzweck wird natürlich unter dem umfangreichen übergeordneten Schutzgut des allgemeinen Kapitalmarktrechts, nämlich die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte eingeordnet. Manipulationstechniken sind in der Lage, das reibungslose Funktionieren der Kapitalmärkte zu beeinträchtigen, mit der weiteren unangenehmen Folge, dass das Anlegervertrauen in die Fairness, die

⁹ Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929, 937; Holzborn/Israel, WM 2004, S. 1948, 1953-1954; Weber, NJW 2004, S. 3674, 3675; Bürgers, BKR 2004, S. 424, 428-429; Begründung der Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (MaKonV), S. 1; Kuthe, ZIP 2004, S. 883, 887.

¹⁰ Bisson/Kunz, BKR 2005, S. 186.

¹¹ Begr. des RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 176.

Sechstes Kapitel

Die strafrechtlichen Folgen und Ordnungswidrigkeiten der Marktmanipulation, des Insiderhandels und der Ad-hoc-Publizität nach §§ 38, 39 WpHG

6. EINLEITUNG

Von maßgeblicher Bedeutung für die reibungslose Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte ist das Vertrauen der Anleger in ihre Integrität und Transparenz. Ein solches Vertrauen kann aber nur aus der sicheren Erwartung abgeleitet werden, dass alle Marktteilnehmer grundsätzlich gleich behandelt werden und insbesondere wirksam und effektiv vor rechtswidriger Verwendung kursrelevanter Informationen und vor unrechtmäßiger Ausnutzung von Informationsungleichgewichten geschützt werden¹. Eine Reihe von Straf- und Bußgeldvorschriften (§§ 38, 39 WpHG) sichern aus diesem Grund die im WpHG statuierten Gebote bzw. Verbote und stellen Zu widerhandlungen gegen das Insiderhandelsverbot, die Ad-hoc-Publizitätspflicht und das Verbot der Marktmanipulation unter Strafandrohung. Schon die EG-Insiderrichtlinie hat dem nationalen Gesetzgeber vorgeschrieben, solche Verstöße unter Strafe zu stellen, mit dem weiteren Ziel einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Vorschriften zu gewährleisten. Um eine Gefährdung der Funktionsfähigkeit eines wesentlichen Bereiches der bestehenden Wirtschaftsordnung und um eine Erschütterung des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt zu vermeiden, haben alle Mitgliedsstaaten Strafsanktionen gegen solche Verstöße eingeführt. Aufgrund der heutigen Tendenz der Internationalisierung der Wertpapiermärkte wird der Versuch unternommen, solche Sanktionen anzugleichen und letztendlich zu vereinheitlichen. Dieser Versuch ist natürlich zu begrüßen.

Solange das Rechtsgut der §§ 38, 39 WpHG betrifft, wird betont, - wie bereits oben mehrmals erwähnt worden ist - dass das Anlegervermögen auch neben der zuverlässigen und wahrheitsgemäßen Preisbildung an den Börsen und Märkten geschützt wird, da der Anlegervermögensschutz ein wichtiges soziales Interesse darstellt².

¹ Kaiser, WM 1997, S. 1563.

² Tripmaker, Wistra 2002, S. 288, 291; siehe auch Möller, WM 2001, S. 2405.

6.1 SANKTIONEN GEGEN DIE VERSTÖBE DES VERBOTS DER MARKTMANIPULATION

Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation können als Ordnungswidrigkeiten geahndet werden oder als Straftat verfolgt werden. Vorausgesetzt wird in beiden Fällen, dass die oben erwähnten und erläuterten Tatbestandsmerkmale des § 20a WpHG erfüllt worden sind. Das Vorliegen einer Ordnungswidrigkeit oder einer Straftat hängt von zwei Faktoren ab, und zwar erstens, ob durch die Tathandlung auch tatsächlich auf den Börsen- oder Marktpreis eingewirkt worden ist, und zweitens, ob dem Handelnden vorsätzliches oder nur leichtfertiges Verhalten vorgeworfen werden kann.

Die Zuwiderhandlung gegen das Verbot der Marktmanipulation stellt gemäß § 38 Abs.2 WpHG nur dann eine Straftat dar, wenn durch den Verstoß tatsächlich auf den Börsen- und Marktpreis eingewirkt worden ist und die handelnde Person vorsätzlich gehandelt hat. Für die Bestimmung der strafbaren Handlung wird auf die Zuwiderhandlungen des § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 sowie des § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG verwiesen, die sich ihrerseits an die Tatbeschreibung des § 20a WpHG anlehnen. Da die Strafvorschrift auf Regelungen innerhalb des außerstrafrechtlichen WpHG verweisen, so dass sich die Strafvoraussetzungen aus einem einzigen Gesetz ableiten lassen, ist genau gesagt, nicht von Blankettbeständen³ die Rede, sondern von reinen Binnenverweisungen⁴. Die Straftat des § 38 Abs. 2 WpHG wird entweder mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe geahndet.

6.1.1 Die Marktmanipulation als Straftat

6.1.1.1 Tatsächliches Einwirken auf den Börsen- oder Marktpreis

Ein tatsächliches Einwirken ist nur dann zu bejahen, wenn der Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstrumentes wegen der unrichtigen oder irreführenden Angaben über bewertungserhebliche Umstände oder wegen des Verschweigens solcher Umstände künstlich nach oben oder nach unten bewegt oder gehalten wird⁵. Aus diesem Erfordernis ist abzuleiten, dass diese Straftat des § 38 Abs. 2 WpHG als Erfolgsdelikt konzipiert ist, während die Ordnungswidrigkeit des § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG lediglich nur ein Kursbeeinflussungspotential voraussetzt und deshalb als abstraktes Gefährdungsdelikt anzusehen ist⁶. Die Anga-

³ Für Blankettstrafgesetze und Verweisungen siehe auch Tiedemann, Wirtschaftsstrafrecht, Einführung und Allgemeiner Teil mit wichtigen Rechtstexten, Köln, Berlin, München, 2004, S. 55ff.; Für die Irrtumsproblematik in Bezug auf Blankettstrafgesetze siehe Tiedemann, Wirtschaftsstrafrecht, Einführung und Allgemeiner Teil mit wichtigen Rechtstexten, S. 110.

⁴ Ziouvas, ZGR 2003, S. 113, 139; Vgl. Eser, in: Schönke/Schröder, Komm. z. StGB, 27. Auflage 2006, vor § 1 StGB Rdnr. 3.

⁵ Sorgenfrei, wistra 2002, S. 321, 329.

⁶ Fleischer, NJW 2003, S. 2584, 2585; Park, BB 2003, S. 1513, 1514.

ben oder ihr Verschweigen müssen mindestens mitursächlich für die Preisänderung sein. Ob und wann aber eine bestimmte Handlung oder ein bestimmtes Unterlassen zu einer tatsächlichen Veränderung des Börsenkurses eines Finanzinstrumentes führen kann, ist mit besonderen Schwierigkeiten verbunden und lässt sich nicht mit Sicherheit feststellen. Für die Bejahung einer solchen Mitursächlichkeit müsste das Gericht entweder andere potentielle Ursachen der Kursentwicklung ausschließen oder mindestens eine Mitverursachung durch Manipulationshandlung zweifelsfrei feststellen lassen können⁷. Da aber die Faktoren, die zu einer Kursbewegung beitragen, zahlreich und vielfältig sind, sind beide Feststellungen als besonders schwierig anzusehen. Um solche Beweisschwierigkeiten zu erleichtern, die die Strafnorm zur Bedeutungslosigkeit und damit zu totalem Recht verurteilen würden, hat der Bundesgerichtshof in einer Grundsatzentscheidung postuliert, dass in der strafrechtlichen Praxis an die Feststellung und an den Nachweis der Mitursächlichkeit oder der tatsächlichen Preiseinwirkung durch die Tathandlung keine überspannten Anforderungen gestellt werden. In diesem Zusammenhang sieht der BGH z. B. den Vergleich des bisherigen Kursverlaufs und Umsatzes mit der Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Finanzinstruments am Tag der Tathandlung als ausreichend für den Nachweis einer kausalen Preiseinwirkung⁸.

Diese Entscheidung des BGH ist aber auf Kritik gestoßen⁹. Zunächst stimmt der BGH im Rahmen der Begründung seiner Entscheidung der Ansicht zu, dass der Börsen- oder Marktpreis das Ergebnis der Einwirkung zahlreicher und unterschiedlicher Faktoren ist. Zweitens behaupten die Kritiker dieser Entscheidung, dass der BGH der Unschuldsvermutung zu Gunsten des Angeklagten nicht genug Rechnung trägt, wenn er für die Feststellung der objektiven Einwirkung durch die manipulative Handlung zu Lasten des Angeklagten keine großen Anforderungen stellt. Weiterhin behauptet die Gegenposition, dass, wenn der BGH von einem Vergleich der bisherigen Kursverläufe, der Umsätze, der diesbezüglichen Entwicklungen spricht, ein grundlegendes Problem der kapitalmarktrechtlichen Vergleichsmethodik verkennt und zwar das der konkreten Börsenpreisbildung¹⁰. Es ist also nach der Meinung der Gegenseite davon auszugehen, dass, auch wenn der Richter eine Tathandlung als Manipulation bejaht, immer noch fraglich ist, ob diese Handlung tatsächlich auf den Schlusskurs eines Finanzinstrumentes eingewirkt hat, genau aus dem Grund, dass wegen der Vielzahl und

⁷ BGHSt 37, 106 (112) (Lenderspray); BGHSt 41, 206 (216) (Holzschutzmittel).

⁸ BGH, Urteil vom 06. November 2003-1 StR 24/03 (LG Stuttgart), NStZ 2004, S. 285, 286 „Für die Beurteilung der Frage, ob durch die marktmanipulative Handlung tatsächlich eine Einwirkung auf den Kurs eingetreten ist, dürfen angesichts der Vielzahl der - neben der Tathandlung - regelmäßig an der Preisbildung mitwirkenden Faktoren keine überspannten Anforderungen gestellt werden, weil der Tatbestand des § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG a. F. (§ 38 Abs. 2 WpHG n.F.) ansonsten weitgehend leer liefe. Vergleiche von bisherigem Kursverlauf und Umsatz, die Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Papiers am konkreten Tag sowie die Ordergröße können eine Kurseinwirkung hinreichend belegen. Eine Befragung der Marktteilnehmer ist dazu nicht veranlasst“; vgl. auch BGH, Urteil vom 16.12.2004- 1 StR 420/03 (Fall Haffa), ZIP 2005, S. 78, 82=JR 2005, S. 161 m. Anm. Ransiek.

⁹ Kutzner, WM 2005, S. 1401, 1406.

¹⁰ Knappe und instruktive Überblicke zur Börsenpreisbildung geben u.a. Beck, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Auflage 2004, § 25 BörsG Rd. 31ff und 41 ff. und Bennet, in: Wabnitz/Janovsky, Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 2. Auflage 2004, 9/61 ff.

Vielfalt der Faktoren, die zu der Preisbildung beitragen, nicht leicht festzustellen ist, welche Information oder welches Verhalten eine bestimmte Kursbewegung wirklich verursacht bzw. mitverursacht hat. Eine weitere Schwierigkeit dieser Vergleichsmethodik, die der BGH vorschlägt, ist, dass der Tatrichter im Rahmen dieser Vergleiche entweder mit Sicherheit oder zumindest mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit festzustellen hat, dass die vorher festgestellten Kurse objektiv und manipulationsfrei waren oder, dass der Taterfolg nach der *conditio-sine-qua-non* Formel bei Hinwegdenken des manipulativen Handels nicht gleichsam eingetreten wäre¹¹.

Nach dem oben Erwähnten kommt also die Opposition zu dem Ergebnis, dass es keine wissenschaftlich sichere Methode gibt, die die tatsächliche Einwirkung eines Verhaltens auf den Börsen- oder Marktpreis mit Sicherheit feststellen kann. Eine Befragung der Marktteilnehmer zur Feststellung der Kurseinwirkung ist nach dem BGH auch nicht veranlasst, da niemand in der Lage ist, genau zu sagen, welche Faktoren bei der Mehrheit der Anleger in dem fraglichen Zeitpunkt welche Rolle gespielt haben. Es ist also davon auszugehen, dass eine solche Befragung aus kapitalmarkt-psychologischen Gründen nicht geeignet und praktisch undurchführbar ist.

Wichtig wäre aber an diesem Punkt anzumerken, dass es neben den Kritikern der Entscheidung des BGH auch einen Teil der Literatur gibt, der der Ansicht ist, dass die häufig geäußerte Meinung¹², dass die Preisbildungsmechanismen des Kapitalmarktes nicht bekannt genug seien, mit einem genaueren Blick als unpräzise bezeichnet werden kann¹³. Genauer betrachtet stellt man fest, dass in den Wirtschaftswissenschaften im Allgemeinen anerkannt wird, dass es Grundsätze der Informationsverarbeitung im Rahmen der Preisbildung gibt. Ohne Zweifel gilt folglich, dass der Preis am Kapitalmarkt durch Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Die Entscheidung eines jeden Kapitalanlegers, über Angebot oder Nachfrage, basiert auf seinen Wissen über das Papier und die anderen konkurrierenden Papiere. Der Grenzpreis, der sich von der Gesamtheit der Einschätzungen aller Marktteilnehmer von einer Information ableiten lässt, ist für die Preisbildung maßgeblich. Von entscheidender Bedeutung in diesem Rahmen sind die professionellen Marktteilnehmer, da sie Kenntnis aller öffentlich verfügbaren Informationen haben. Teilweise recherchieren sie sogar ihre Quellen, damit sie in die Lage versetzt werden, die Glaubwürdigkeit und die Wichtigkeit einer Information selbst beurteilen zu können und sich folglich einen Wissensvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern zu verschaffen. Danach werden diese professionellen Marktteilnehmer ihren Wissensvorsprung in dem Sinne ausnutzen wollen, dass sie das betreffende Papier billiger kaufen oder teurer verkaufen als es nach ihrer eigenen Einschätzung der neuen Information wirklich wert ist. Durch diesen Versuch trägt diese Gruppe der Marktteilnehmer

¹¹ Kutzner, WM 2005, S. 1401, 1407.

¹² Sorgenfrei, in: Park, Kapitalmarkt-Strafrecht, 2004, §§20a, 38 Abs. 1 Nr. 4 (a.F.), § 39 WpHG, Rz. 76; Zimmer, in: Schwark, Kapitalmarktrechtsskommentar, 3. Auflage 2004, §38 WpHG Rz. 5.

¹³ Hellgardt, ZIP 2005, S. 2000, 2004.

Münchener Juristische Beiträge

Herausgegeben von

Dr. Thomas Küffner
Dr. Küffner & Partner, Landshut, München

Band 66: Thomas Göppel: **Bedingte GmbH-Gesellschafterbeschlüsse**
2008 · 176 Seiten · ISBN 978-3-8316-0757-0

Band 65: Sotirios Douklas: **Der börsenorientierte Anlegerschutz und seine strafrechtliche Absicherung**
2007 · 400 Seiten · ISBN 978-3-8316-0724-2

Band 64: Robert M. Schmidt: **Der aktienrechtliche Unternehmensvertrag als Gegenstand der Spaltung nach dem Umwandlungsgesetz**
2007 · 316 Seiten · ISBN 978-3-8316-0704-4

Band 63: Christian Harald Maximilian Reiter: **»Nemo tenetur se ipsum prodere« und Steuererklärungspflicht** · Zur Strafbarkeit der wiederholenden Hinterziehung periodischer Veranlagungs- und Fälligkeitssteuern im anhängigen Steuerstrafverfahren
2007 · 412 Seiten · ISBN 978-3-8316-0692-4

Band 62: Uta Todenhöfer: **Haftung für Tarifunrecht**
2007 · 200 Seiten · ISBN 978-3-8316-0688-7

Band 61: Stefan Martin Schmitt: **Organhaftung und D&O-Versicherung** · Zu haftungs- und deckungsrechtlichen Problemen der Managementhaftung
2007 · 234 Seiten · ISBN 978-3-8316-0674-0

Band 60: Michael Heßlinger: **Die Regulierungsverantwortung des Bundes aus Art. 87f Abs. 1 GG für die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Post AG am Beispiel der AGB BRIEF NATIONAL**
2007 · 252 Seiten · ISBN 978-3-8316-0672-6

Band 59: Fabian Christoph Biller: **Die Eigenhaftung des Verrichtungsgehilfen** · Eine vergleichende Untersuchung der Entwicklung im französischen Deliktsrecht
2006 · 240 Seiten · ISBN 978-3-8316-0585-9

Band 58: Ho-Ki Kim: **Die Risikoschaffung und der untaugliche Versuch** · Zugleich ein Beitrag zur neuen Interpretation der funktionalen Strafrechtsdogmatik
2006 · 140 Seiten · ISBN 978-3-8316-0571-2

Band 57: Philia Georganti: **Die Zukunft des ordre public-Vorbehalts im Europäischen Zivilprozessrecht**
2006 · 280 Seiten · ISBN 978-3-8316-0582-8

Band 56: Georgios Dionysopoulos: **Werbung mittels elektronischer Post, Cookies und Location Based Services: Der neue Rechtsrahmen** · Eine komparative Betrachtung der elektronischen Werbung in der EU und eine Analyse der Umsetzung der Datenschutzrichtlinie für elektronische Kommunikation (RL 2002/58/EG) am Beispiel Deutschland
2005 · 300 Seiten · ISBN 978-3-8316-0529-3

Band 55: Philipp Hamann: **Gemeindegebietsreform in Bayern** · Entwicklungsgeschichte, Bilanz und Perspektiven
2005 · 310 Seiten · ISBN 978-3-8316-0528-6

Band 54: Lijun Zhu: **Die Börsenprospekthaftung der börsennotierten Aktiengesellschaft** · Eine vergleichende Untersuchung zum Recht des Kapitalmarktes unter Berücksichtigung des

deutschen Rechts, des US-amerikanischen Rechts und des chinesischen Rechts
2005 · 320 Seiten · ISBN 978-3-8316-0491-3

Band 53: Alexander Dietrich: **Mobilfunk-Sendeanlagen und ihre öffentlich-rechtlichen Grundlagen**
2005 · 324 Seiten · ISBN 978-3-8316-0494-4

Band 52: Florian Baur: **Gemeinnützige Recht im Sinne der 6. EG-Richtlinie**
2005 · 152 Seiten · ISBN 978-3-8316-0480-7

Band 51: Vasileios Petropoulos: **Die Berücksichtigung des Opferverhaltens beim Betrugstatbestand**
2005 · 250 Seiten · ISBN 978-3-8316-0473-9

Band 50: Gudrun Koch: **Persönlichkeitsrechtsschutz bei der postmortalen Organentnahme zu Transplantationszwecken in Deutschland und Frankreich**
2004 · 453 Seiten · ISBN 978-3-8316-0438-8

Band 49: Stefanie Mahl: **Der strafrechtliche Absichtsbegriff** · Versuch einer Inhaltsbestimmung mit Hilfe psychologischer Erkenntnisse
2004 · 164 Seiten · ISBN 978-3-8316-0436-4

Band 48: Raimund Lange: **Dezentralisierte Produktion** · Räumliche, rechtliche und hierarchische Dezentralisierung und die Reform der Betriebsverfassung von 2001
2004 · 422 Seiten · ISBN 978-3-8316-0418-0

Band 47: Martin Schraufl: **Körperschaftsteuersysteme im internationalen Rahmen unter Effizienzkriterien**
2004 · 235 Seiten · ISBN 978-3-8316-0388-6

Band 46: Christoph Knapp: **Die Treuepflicht der Aufsichtsratsmitglieder von Aktiengesellschaften und Directors von Corporations** · Ein vergleichender Beitrag zur Begründung und Konkretisierung der Treuepflicht von Verwaltungsmitgliedern im deutschen und US-amerikanischen Aktienrecht
2004 · 450 Seiten · ISBN 978-3-8316-0373-2

Band 45: Gabriele Haas: **Die energiewirtschaftsrechtliche und kartellrechtliche Aufsicht über die Elektrizitätswirtschaft** · am Beispiel der Durchleitungsaufsicht
2003 · 270 Seiten · ISBN 978-3-8316-0322-0

Band 44: Tilmann M. Gütt: **Die Gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik und ihre Bedeutung für die Europäische Union** · Rechtspersönlichkeit und Rechtsnatur der EU
2003 · 270 Seiten · ISBN 978-3-8316-0286-5

Band 43: Susanna Thielecke: **Möglichkeiten kollektiver Wahrnehmung des Urheberpersönlichkeitsrechts** · Ansätze zu einer europäischen Lösung unter besonderer Berücksichtigung der Rechtslage in Deutschland und Großbritannien
2003 · 400 Seiten · ISBN 978-3-8316-0284-1

Band 42: Surasit Sangviroatjanapat: **Einschränkungen des Notwehrechts im Rahmen ehelicher Beziehungen und anderer enger Lebensgemeinschaften nach dem deutschen und thailändischen Recht** · Eine rechtsvergleichende Untersuchung
2003 · 220 Seiten · ISBN 978-3-8316-0280-3

Erhältlich im Buchhandel oder direkt beim Verlag:
Herbert Utz Verlag GmbH, München
089-277791-00 · info@utz.de

Gesamtverzeichnis mit mehr als 3000 lieferbaren Titeln: www.utz.de