



Internationale Göttinger Reihe

Herausgeber: J.-P. Cuvillier

RECHTSWISSENSCHAFTEN

Sebastian Raab

**Die Durchsetzung der Marktmissbrauchs-
verbote in Deutschland und den USA**

Band 16



Cuvillier Verlag Göttingen

Internationaler wissenschaftlicher Fachverlag

Sebastian Raab

**Die Durchsetzung der
Marktmissbrauchsverbote
in Deutschland und den USA**



Cuvillier Verlag Göttingen

Internationaler wissenschaftlicher Fachverlag

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

1. Aufl. - Göttingen : Cuvillier, 2009
Zugl.: Göttingen, Univ., Diss., 2009

978-3-86955-172-2

© CUVILLIER VERLAG, Göttingen 2009
Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen
Telefon: 0551-54724-0
Telefax: 0551-54724-21
www.cuvillier.de

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, das Buch oder Teile daraus auf fotomechanischem Weg (Fotokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen.

1. Auflage, 2009
Gedruckt auf säurefreiem Papier

978-3-86955-172-2

Meinem Vater

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2008 von der Juristischen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur konnten bis September 2009 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Professor Dr. Gerald Spindler, der mir die Anfertigung dieser Arbeit erst ermöglichte und mir jederzeit mit seinem Rat zur Seite stand. Ebenso möchte ich mich bei Herrn Professor Dr. Alexander Bruns für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens bedanken.

Ferner danke ich Herrn Dipl. jur. Julius Raapke für seine unermüdliche Unterstützung bei der Literaturbeschaffung und seine wertvollen Anregungen bei der Erstellung der Arbeit.

Mein persönlicher Dank gilt meinen Eltern sowie meiner Tante Frau Mareile Stanjek und ihrem Mann Herrn Gerhard Jochum, ohne deren moralische und finanzielle Unterstützung ich die Arbeit nicht hätte abschließen können. Ebenfalls sehr zu Dank verpflichtet bin ich meiner Freundin Frau Anne Wöhrmann für die abschließenden Korrekturen, die sie so gewissenhaft und mit geradezu stoischer Ruhe durchgeführt hat. Auch die von ihr vorgeschlagenen Verbesserungen bei Ausdruck und Formulierung habe ich gerne übernommen.

Hamburg, im Dezember 2009

Sebastian Raab

Einleitung	1
1. Kapitel: Marktmissbrauch und Marktaufsicht	3
A. Begriff des Marktmissbrauchs	3
I. Insiderhandel	3
II. Kurs- und Marktpreismanipulation	4
III. Gesetzgeberische Reaktionen	6
1. Insiderhandelsverbot, § 14 WpHG	6
a) Insider	7
b) Insiderpapier	8
c) Insiderinformation	9
d) Verwendung und Weitergabe von Insiderinformationen	10
e) Zivilrechtliche Haftung des Insiders	11
aa) Culpa in contrahendo	12
bb) Positive Vertragsverletzung	13
cc) Deliktische Ansprüche	14
(1) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 14 WpHG	15
(2) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 31 Abs. 1 Nr. 1, 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG	15
(3) § 826 BGB	17
(a) Frontrunning	17
(b) Insiderhandel bei Börsengeschäften	18
(c) Insiderhandel bei face-to-face-Geschäften	19
2. Manipulationsverbot, § 20a WpHG	20
a) § 88 BörsG a.F.	21
b) Die Neuregelung des Manipulationsverbotes in § 20a WpHG	24
aa) Sachlicher Anwendungsbereich des § 20a WpHG	24
bb) Manipulationshandlungen gemäß § 20a Abs. 1 WpHG	25
cc) Objektive Eignung zur Preiseinwirkung statt Einwirkungsabsicht	29
c) Zivilrechtliche Haftung des Manipulators	29
aa) §§ 37b, 37c WpHG	29
(1) Haftung für informationsgestützte Manipulationen	30
(2) Ausschließliche Haftung des Emittenten	31
(3) Kausalität	31
(4) Schaden	35
bb) § 826 BGB	35

(1) Sittenwidrigkeit und Vorsatz	36
(2) Kausalität	38
(3) Schaden	39
cc) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG	39
B. Die Notwendigkeit staatlicher Überwachung	42
I. Aufsicht und Überwachung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes ..	43
II. Die Mängel der freiwilligen Insiderüberwachung	45
III. Institutionelle Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte.....	46
IV. Rechtsökonomische Gründe für eine staatliche Aufsicht.....	48
V. Anlegerschutz als Rechtsreflex	50
1. Begriff des Anlegerschutzes	51
2. Kein staatlicher Schutz von Individualinteressen	53
3. Unterlassene private Durchsetzung mangels wirtschaftlicher Anreize	54
4. Ausgleich des Informationsdefizits durch staatliche Überwachung	55
2. Kapitel: Die deutsche Wertpapieraufsicht	57
A. Das Erfordernis einer zentralen Marktaufsichtsbehörde.....	57
B. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)	58
I. Vorgaben des Europäischen Gemeinschaftsrechts	58
II. Absage an eine zentrale EG-Aufsichtsbehörde.....	60
III. Verfassungsbedingte Aufsplitterung der Marktaufsicht.....	61
C. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).....	64
I. Rechtsstellung und Anstaltsträger.....	64
II. Aufbau, Organisation und Finanzierung	65
III. Zuständigkeit in Fällen des Marktmissbrauchs	68
IV. Weitere Aufgaben im Bereich der Wertpapieraufsicht.....	69
1. Kontrolle der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG	69
2. Überwachung der Veröffentlichungen und Mitteilungen nach § 15a WpHG (Director's Dealings)	70
3. Überwachung der Veröffentlichungen und Mitteilungen nach § 21 WpHG (Veränderung von Stimmrechtsanteilen)	71
4. Aufsicht über die Einhaltung von Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach §§ 31 ff. WpHG.....	72
5. Prüfung von Wertpapierverkaufsprospekten nach § 21 WpPG.....	73
6. Überwachung von Unternehmensübernahmen nach §§ 4 ff., 40 WpÜG	76

7. Internationale Zusammenarbeit	78
3. Kapitel: Die Durchsetzung der Verbote nach § 14 und § 20a WpHG	81
A. Allgemeine Daten- und Informationssammlung.....	82
I. Meldepflicht für sämtliche Geschäfte, § 9 WpHG	82
1. Meldepflichtige Personen	83
2. Meldepflichtige Geschäfte	84
3. Meldepflichtige Daten.....	86
4. Meldeverfahren	87
5. Überwachung und Prüfung der Meldepflicht	89
II. Mitteilungspflicht für Insiderinformationen, § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 WpHG	90
1. Veröffentlichungs- und mitteilungspflichtige Personen.....	90
2. Veröffentlichungs- und mitteilungspflichtige Informationen.....	92
3. Veröffentlichungs- und Mitteilungsverfahren	93
a) Mitteilungen nach § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 WpHG.....	93
b) Veröffentlichungen nach § 15 Abs. 1 und 2 S. 2 WpHG	95
c) Aufschiebung der Veröffentlichung, § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG	96
aa) Neuregelung durch das AnSVG	96
bb) Gestreckte Sachverhalte – Die Rechtsprechung im Fall „DaimlerChrysler/Schrempp-Rücktritt“	100
cc) Auswirkungen auf die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG	102
4. Überwachung und Sanktionen	103
a) Überwachung durch die BaFin	103
b) Sanktionen.....	106
aa) Ordnungswidrigkeiten und Straftaten.....	106
bb) Zivilrechtliche Sanktionen	108
III. Mitteilungen Dritter	109
1. Anzeige durch Verbraucher	109
2. Anzeigepflicht für Marktteilnehmer, § 10 Abs. 1 WpHG	110
3. Unterrichtung durch Handelsüberwachungsstellen, § 4 Abs. 5 S. 5 BörsG	112
4. Unterrichtung durch ausländische Aufsichtsbehörden, Artikel 16 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie	113
IV. Mitteilungspflicht für directors’ dealings, § 15a Abs. 1 WpHG	114
V. Sonstige Informationsquellen	116
B. Untersuchung von Verdachtsfällen, § 4 Abs. 3 WpHG.....	116

I. Anhaltspunkte als Eingriffsvoraussetzung.....	117
II. Befugnisauslösende Anhaltspunkte	118
1. Unnatürliche Kurs- und Umsatzentwicklung	119
2. Ad-hoc-Mitteilungen.....	120
3. Anzeigen von Privatpersonen	121
4. Anzeigen von Marktteilnehmern nach § 10 WpHG	122
5. Erkenntnisse der Handelsüberwachungsstellen nach § 4 Abs. 5 BörsG	122
III. Untersuchungsbefugnisse der Bundesanstalt.....	123
1. Befugnisse gegenüber „jedermann“ gemäß § 4 Abs. 3 WpHG.....	123
2. Erteilung von Auskünften, § 4 Abs. 3 WpHG	125
3. Vorlage von Unterlagen	127
4. Nachschau beim Auskunftspflichtigen nach § 4 Abs. 4 WpHG	127
5. Ladung und Vernehmung von Auskunftspflichtigen, § 4 Abs. 3 WpHG	128
6. Auskunfts- und Aussageverweigerungsrechte.....	129
7. Verschwiegenheitspflicht der Beteiligten, § 4 Abs. 8 WpHG.....	130
IV. Anzeige an die Staatsanwaltschaft.....	131
C. Die Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche	132
I. Darlegungs- und Beweislast des Anlegers.....	132
II. KapMuG.....	133
III. Auskunftsansprüche gegenüber der BaFin	135
1. Verwaltungsrechtlicher Auskunftsanspruch	135
2. Strafprozessualer Auskunftsanspruch	135
3. Auskunftsanspruch nach § 1 IFG.....	137
4. Kapitel: Überwachung und Sanktionierung durch die SEC	141
A. Organisation und Kompetenzen der Securities and Exchange Commission.....	141
I. Organisation	141
1. Division of Corporation Finance	142
2. Division of Market Regulation	143
3. Division of Investment Management.....	144
4. Division of Enforcement.....	144
5. Offices	145
II. Verordnungskompetenz	146
III. Untersuchungskompetenz	148
IV. SEC-Untersuchungen auf internationaler Ebene	149

V. Verfahren und Sanktionen	152
1. Verwaltungsverfahren (Administrative procedure)	152
2. Zivilrechtliche Verfahren	153
3. Strafverfahren	155
B. Die Untersuchung von Gesetzesverstößen	156
I. Das Marktmissbrauchs-Verbot nach US-amerikanischem Recht	156
1. Insiderhandel	156
2. Kurs- und Marktpreismanipulation	158
II. Informelle Ermittlungen	159
III. Formelle Ermittlungen	161
1. Allgemeines	161
2. Die Durchsetzung von Zwangsmaßnahmen	163
a) Allgemeines	163
b) Antragsrwiderrung und Durchsetzung im Schnellverfahren	165
c) Anforderungen	165
3. Ermittlungstechniken	166
IV. Zusammenarbeit mit anderen Behörden	169
1. Herausgabe von Ermittlungsakten	169
2. Zugang zu Ermittlungsergebnissen der Staatsanwaltschaft	170
V. Abschluss der Ermittlungen	172
1. Empfehlungen an die Kommission	172
2. Wells Submissions	173
VI. Öffentlicher Zugang zu Untersuchungsergebnissen	174
1. Freedom of Information Act	174
2. Veröffentlichung von Wells Submissions	176
a) Während der Anhängigkeit einer Untersuchung bzw. einer Klage	176
b) Nach Abschluss etwaiger Verfahren	176
c) Stellungnahmen unbeteiligter Personen	177
d) Verwendung von Wells Submissions in nachfolgenden Gerichtsverfahren	177
VII. Zivilrechtliche Haftung	177
1. SEC Rule 10b-5	177
a) Misrepresentation or Omission	178
b) Wesentlichkeit	180
c) In Verbindung mit einem Wertpapierkauf oder -verkauf	180
d) Vorsatz oder „rücksichtsloses Verhalten“	181
e) Reliance und Causation	182

f) Umfang des Schadensersatzes	183
2. Section 20A SEA 1934	184
a) Privatklagerecht des Contemporaneous Trader gegen den Insider.....	184
b) Definition des Begriffs „Contemporaneous“	185
c) Wertpapiere derselben Klasse.....	186
C. Der Schutz des Auskunftspflichtigen.....	187
I. Der Zeugenstatus des Auskunftspflichtigen	187
II. Journalist’s Privilege.....	187
III. Schutz der Privatsphäre.....	188
IV. Selbstbelastungsfreiheit	189
1. Geltendmachung	189
2. Geltungsbereich	190
3. Auswirkungen	190
4. Immunität	191
V. Beachtung strafprozessualer Grundsätze in parallelen Verfahren.....	192
1. Allgemeines.....	192
2. Vorübergehende Aussetzung paralleler Verfahren.....	193
VI. Vertraulichkeit des Anwalt-Mandanten-Verhältnisses.....	195
VII. Die Work-Product-Doktrin	196
VIII. Schutz interner Revisions-Berichte.....	197
IX. Privacy Act of 1974	199
X. Right to Financial Privacy Act of 1978	200
1. Einsichtnahme in Finanzdaten	200
2. Anfechtungsklage des Kunden	202
3. Ausnahme von der Mitteilungspflicht nach § 21 (h) SEA	202
XI. Electronic Communications Privacy Act of 1986	204
XII. Einkommenssteuererklärungen und Section 6103 Internal Revenue Code	205

**Fünftes Kapitel: Erkenntnisse für die Durchsetzung der
Marktmissbrauchsverbote in Deutschland..... 207**

A. Effizientere Überwachung des Kapitalmarktes durch amerikanische Methodik?	207
I. Indirekte Überwachung des Marktes durch die SEC.....	207
II. Fazit.....	209
B. Effizientere Verfolgung von Marktmissbrauch durch amerikanische Ermittlungsbefugnisse?	211

I. Die Rechtsstellung des Auskunftspflichtigen	211
II. Auskunft, Nachschau und Vorlage von Unterlagen	212
III. Fazit	213
C. Gerichtliche Verfahren und Sanktionen.....	214
I. Sanktionen.....	214
II. Zusammenarbeit mit Strafverfolgungsbehörden.....	215
III. Zivilrechtliche Haftung	216
IV. Fazit.....	217

Einleitung

Insiderhandel und Kurs- bzw. Marktpreismanipulation sind so alt wie die Kapitalmärkte selbst. Trotzdem ist in Deutschland erst vor 13 Jahren mit dem Wertpapierhandelsgesetz ein Gesetz entstanden, mit dem eine ebenfalls neu geschaffene Aufsichtsbehörde wirksam gegen Insiderhandel vorgehen konnte. Das Ausnutzen exklusiver Informationen war bis dahin nicht strafbar und bestenfalls moralisch bedenklich. Dagegen existiert der Straftatbestand der Kursmanipulation zwar schon über einhundert Jahre, die Ausgestaltung der Norm war jedoch dermaßen unausgereift, dass an eine effiziente Aufdeckung und Verfolgung von Verstößen nicht zu denken war.

Die seit nunmehr dreizehn Jahren anhaltende Reform der betroffenen Vorschriften geht größtenteils auf Richtlinien des europäischen Gesetzgebers zurück. Die EG-Insiderrichtlinie und die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie ermöglichten es den Mitgliedstaaten erstmalig, aus Marktmissbrauch eine Straftat zu machen und eine Verfolgung durch staatliche Aufsichtsbehörden vorzusehen.¹

Der deutsche Gesetzgeber hatte bei der Umsetzung der EG-Richtlinien immer wieder den Anlegerschutz als Regelungsziel betont.² Dass insbesondere Privatanleger regelmäßig Opfer von Marktmissbrauch durch andere Marktteilnehmer wurden, war Mitte der Neunziger Jahre kein Geheimnis mehr. Gleichwohl profitiert der Anleger nur indirekt von den vielen Änderungen in den letzten Jahren, weil der Gesetzgeber Anlegerschutz weniger als individuellen Verbraucherschutz versteht, sondern eher als einen Reflex auf eine konsequente staatliche Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote.

Die Gesetzgebung um die Tatbestände des Marktmissbrauchs herum wurde dann auch hauptsächlich auf staatliche Verfolgung und Sanktionierung ausgerichtet. Der Nutzen entsteht für den Anleger dadurch, dass er gar nicht erst Opfer von Marktmissbrauch wird, weil sich potentielle Täter durch Strafandrohung und konsequente Verfolgung durch die Aufsichtsbehörden abschrecken lassen. Individuelle Schadensersatzansprüche, mit denen der Anleger verlorenes Geld von den Urhebern der Täuschungen erstreiten könnte, sind dagegen nach wie vor die Ausnahme.

¹ Art. 13 der Insiderrichtlinie, EG-Abl. Nr. L 334 vom 18.11.1989 S. 0030-0032; Art. 14 der Marktmissbrauchsrichtlinie EG-Abl. Nr. L 96/16 vom 28.1.2003.

² RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. Nr. 12/6679 vom 27.1.1994, S. 1; RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.1.2002, S. 1; RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174 vom 24.5.2004, S. 1.

Im Zentrum der Bekämpfung von Marktmissbrauch steht die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, der in § 4 Abs. 2 WpHG Aufgabe zugewiesen wurde, über die Ge- und Verbote des Wertpapierhandelsgesetzes zu wachen. Um diese Aufgabe effizient erfüllen zu können, muss die Bundesanstalt von etwaigen Verstößen Kenntnis erlangen und ggf. Nachforschungen anstellen. Die Befugnisse, die der Bundesanstalt dafür an die Hand gegeben wurden, waren in der Vergangenheit häufig Gegenstand von Gesetzesänderungen. Das Wertpapierhandelsgesetz enthielt in § 16 WpHG a.F. zunächst nur solche Bestimmungen, die der Bundesanstalt die Aufdeckung und Verfolgung von Insiderhandel ermöglichten. Die Vorschrift musste in der Folgezeit fast im Drei-Jahres-Turnus an die neuen europäischen Vorgaben angepasst werden, ehe sie 2004 in der Generalnorm § 4 WpHG aufging.³ Ähnlich erging es auch der „Schwestervorschrift“ des § 20b WpHG a.F., die der Gesetzgeber in Vorgriff auf die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie zur Durchsetzung des neuen Manipulationsverbotes in das Wertpapierhandelsgesetz eingefügt hatte.⁴

Die nunmehr gültige zentrale Befugnisnorm des § 4 WpHG ist aber letztlich mehr als nur eine Zusammenfassung der bisherigen einzelnen Befugnisnormen des Wertpapierhandelsgesetzes. Zudem hat der Gesetzgeber die Mitteilungspflichten der Marktteilnehmer und Emittenten von Finanzinstrumenten immer wieder verschärft und erweitert.⁵ Im Idealfall entsteht daraus eine Abfolge von Aktionen und Reaktionen, an deren Ende die zeitnahe Aufdeckung des Verstoßes und die Überführung des Täters stehen.

Die vorliegende Arbeit beleuchtet die Entwicklung bei der Bekämpfung von Marktmissbrauch bis zum heutigen Tag. Dabei werden insbesondere Möglichkeiten zur Informationsbeschaffung erörtert, die sich nunmehr für die Bundesanstalt ergeben. Anhand eines Vergleichs mit der *Securities and Exchange Commission* wird verdeutlicht, dass trotz einer gewissen Annäherung an das amerikanische Aufsichtsrecht, bestimmte Unterschiede geblieben sind. Die weitere Angleichung wäre in einigen Fällen für den deutschen Kapitalmarkt vorteilhaft. Andere Methoden wiederum stellen keine Verbesserung der hierzulande gültigen Vorschriften dar oder sind mit dem deutschen Recht schlichtweg nicht vereinbar.

³ RegE zum EG-Richtlinien-Umsetzungsgesetz, BT- Drucks. 13/7142 vom 6.3.1997, S. 108; RegE zum 3. FFG, BT-Drucks. 13/8933 vom 6.11.1997, S. 93; RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.1.2002, S. 88; RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174 vom 24.5.2004, S. 29.

⁴ RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.1.2002, S. 90.

⁵ So etwa die neu geschaffene Anzeige von Verdachtsfällen in § 10 WpHG.

1. Kapitel: Marktmissbrauch und Marktaufsicht

A. Begriff des Marktmissbrauchs

Marktmissbrauch versteht sich als eine unangemessene Benachteiligung von Anlegern, indem andere Personen Informationen, die nicht öffentlich zugänglich sind, zu ihrem Vorteil oder zum Vorteil Dritter nutzen, verzerrend auf die Bildung des Kurses von Finanzinstrumenten einwirken oder falsche oder irreführende Informationen verbreitet haben.⁶ Kurz gesagt: Marktmissbrauch ist die Zusammenfassung der Tatbestände des Insiderhandels und der Kurs- und Marktpreismanipulation.

I. Insiderhandel

Insiderhandel ist der Kauf oder Verkauf von an organisierten Märkten zugelassenen Wertpapieren oder deren Derivaten durch Personen, die aufgrund ihrer Stellung in oder zu einem Unternehmen oder aufgrund anderweitiger Nähe zum Kapitalmarkt über Informationsvorsprünge verfügen und diese vor dem öffentlichen Bekanntwerden ausnutzen.

Es besteht kein Grund zur Hoffnung, dass der hier gebildete Begriff des Insiderhandels von Dauer sein wird. Den Definitionen in diesem Bereich ist gemein, dass sie im Laufe der Zeit immer umfangreicher werden und dennoch vergänglich bleiben. Das sich fortwährend wandelnde Kapitalmarktrecht spielt dabei nur mittelbar eine Rolle. Vielmehr ist es die sich stetig verändernde Praxis an den Kapitalmärkten – und zwar sowohl die legale als auch die illegale – die durch die Schöpfung von neuen Handelsobjekten und Vertriebswegen althergebrachte Erkenntnisse und Vorstellungen hinfällig werden lässt. Die der vorstehenden Begriffsbestimmung zugrunde liegende Definition von *Samm*⁷ beschränkte sich noch ausschließlich auf den Handel mit Wertpapieren. Dem entsprach insbesondere die Auffassung, dass Insidergeschäfte außerhalb des Aktienmarktes nur von rudimentärer Bedeutung seien.⁸ Dass es heute eine Vielzahl von handelbaren Instrumenten gibt, die sich auf den Kurs von Aktien beziehen, ohne selbst welche zu sein, hat man vor dreißig Jahren nicht vorausgesehen. Hinzu kommt, dass der einsetzende Börsenboom gegen Ende des letzten Jahrhunderts das Spektrum potentieller Insider erheblich erweitert hat. Nunmehr verfügen auch Wirtschafts-

⁶ EG-Abl. Nr. C 240 vom 28.08.2001, S. 0265-0271 (Einleitende Begründung zum Kommissionsvorschlag, S. 2).

⁷ Börsenrecht, S. 137.

⁸ Schwark, ZGR 1976, S. 272 (303).

journalisten über exklusive und kursrelevante Informationen,⁹ selbst wenn es nur die eigenen Empfehlungen sind, die sie wöchentlich über die Medien einem breiten Publikum zugänglich machen. Gleiches gilt für Banken und Rechtsanwälte. Deren zunehmende Bedeutung bei der Begleitung von Wertpapieremissionen oder Unternehmenskäufen (*mergers*) lässt auch sie zu Insidern werden, ohne dass sie womöglich in den Entscheidungsprozess beim Emittenten eingebunden sind.

II. Kurs- und Marktpreismanipulation

Ausgehend von einem weiten Manipulationsbegriff handelt es sich bei der Kurs- und Marktpreismanipulation um jene Praktiken, die einen Preis herbeiführen, der nicht demjenigen entspricht, der durch das unbeeinflusste Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage entstehen würde.¹⁰

Die Verwendung des weiten Manipulationsbegriffs ist in zweierlei Hinsicht vorteilhaft. Zum einen schließt der weite Manipulationsbegriff Maßnahmen zur Kurspflege vom Tatbestand der Kursmanipulation aus, zum anderen verzichtet er auf eine besondere Erfolgs- oder Zielvorstellung beim Täter. Bei der Kurspflege dient die gezielte Einwirkung auf den Börsenkurs eines Wertpapiers dazu, Zufallsschwankungen zu vermeiden, die nicht durch die aktuelle Geschäftslage des Emittenten oder die aktuelle Marktentwicklung begründet sind.¹¹ Zweck der Kursstabilisierung ist es demnach, künstliche Preisentwicklungen zu unterbinden statt hervorzurufen. Folgerichtig hat sich auch der Gesetzgeber dazu entschieden, Maßnahmen zur Kursstabilisierung unter bestimmten Voraussetzungen zu erlauben.¹²

Der Verzicht auf die überschießende Innentendenz in Form einer Einwirkungsabsicht führt dazu, dass der Wille des Täters nicht gezielt darauf gerichtet sein muss, durch sein Verhalten den Börsen- oder Marktpreis zu beeinflussen. So werden auch Handlungen erfasst, bei denen die Einflussnahme auf Kurse oder Preise nur eine akzeptierte Begleiterscheinung ist. Der Gesetzgeber hat mit dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes den Tatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation weitgehend dem weiten Manipulationsbegriff angepasst. Ein Unterschied besteht bestenfalls darin, dass der Blanketttatbestand des § 20a WpHG als Tätigkeitsdelikt keinen Erfolg, d.h. keinen verfälschten Preis

⁹ Schröder, NJW 2009 S. 465 ff.

¹⁰ Watter, SZW 1990, 193, 194; Moore/Wisemann, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50 f. (1934).

¹¹ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, vor § 20a Rn. 28.

¹² §§ 5 ff. MaKonV.

voraussetzt. Letzteres relativiert sich aber wiederum in Anbetracht der drohenden Konsequenzen. Da § 38 Abs. 2 WpHG für die Kurs- und Marktpreismanipulation eine Strafe nur dann vorsieht, wenn sie erfolgreich war, deckt sich der weite Manipulationsbegriff mit der „vollendeten“ Manipulation. Die anderen, in § 39 WpHG als Ordnungswidrigkeiten ausgestalteten Tatbestände wären nach der hier verwendeten Definition immerhin als Versuch einzustufen.

Abzugrenzen ist die Manipulation von Kursen und Preisen einerseits vom Tatbestand des Insiderhandels und andererseits von der Spekulation.¹³ Der wesentliche Unterschied gegenüber dem Insiderhandel besteht darin, dass der Insider aufgrund seiner privilegierten Stellung um die gegenwärtige Falschbewertung des Wertpapiers weiß und nach bekannt werden der relevanten Informationen von der Kurskorrektur profitiert.¹⁴ Beim Manipulationstatbestand fehlt es hingegen an einer Falschbewertung, die der Manipulator jedoch selbst herbeiführt, und aus der er schließlich noch vor der Korrektur seinen Nutzen zieht.

Obwohl diese Abgrenzung an sich deutlich ist, treten dann Probleme auf, wenn Personen mit besonderer Sachkenntnis Empfehlungen in der Öffentlichkeit abgeben und durch eigene Käufe im Vorfeld die nun folgende Kursentwicklung ausnutzen. Der Vorschlag der EG-Kommission für eine Marktmissbrauchsrichtlinie sah, erstaunlicherweise nur bei steigenden Kursen, in einer solchen Vorgehensweise einen Manipulationstatbestand.¹⁵ Dagegen enthält sowohl die endgültige Fassung der Richtlinie¹⁶ als auch die mittlerweile umgesetzte deutsche Regelung in § 20a WpHG zumindest das Merkmal der Irreführung bei den informationsbezogenen Manipulationshandlungen. Soweit die kundgegebene Einschätzung des Empfehlenden durchaus ernst gemeint ist und auf einer entsprechenden Analyse beruht, könnte demnach von einer Manipulation schon nicht mehr die Rede sein. Vielmehr wäre die von der Öffentlichkeit zur Kenntnis genommene und womöglich viel beachtete Äußerung als Insiderinformation einzustufen, denn die Empfehlung als solche führt zur Korrektur der Falschbewertung beim fraglichen Wertpapier. Beim so genannten *scalping* muss daher unterschieden werden, ob der Empfehlung eine ernst gemeinte Analyse zugrunde liegt, oder ob die Empfehlung ausschließlich der Täuschung und Irreführung anderer Anleger dient. Nur im letzteren Fall wird man eine Kurs- oder Markt-

¹³ Lenzen, Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation, S. 3.

¹⁴ Lenzen aaO.

¹⁵ ABl. EG Nr. C 240E, 28.08.2001, S. 27.

¹⁶ ABl. EG Nr. L 96, 12.04.2003, S. 16.

preismanipulation annehmen können.¹⁷

Bei der Kursspekulation versucht der Spekulant durch den zeitnahen Kauf und Verkauf eines Wertpapiers kurzfristige Preisänderungen auszunutzen. Anders als bei der Manipulation handelt er jedoch lediglich in Erwartung einer für ihn positiven Kursentwicklung, während der Manipulator die Preisänderung selbst herbeiführt. Da sich jedoch jeder ausgeführte Kauf- oder Verkaufsauftrag auf den Kurs des betreffenden Wertpapiers auswirkt, unterscheiden sich legale Wertpapiergeschäfte nicht zwangsläufig von jenen manipulativen Geschäften, deren einziger Zweck in der Kursänderung des gehandelten Papiers besteht. Während bei Letzteren der Kauf oder Verkauf des Wertes nur Mittel zum Zweck ist, richtet der Wille des Spekulanten auf einen Gewinn unmittelbar aus dem getätigten Geschäft.

III. Gesetzgeberische Reaktionen

1. Insiderhandelsverbot, § 14 WpHG

Seit dem 24. Juli 1994 ist es Insidern per Gesetz verboten, ihr privilegiertes Wissen am Kapitalmarkt auszunutzen bzw. dieses Wissen weiterzugeben. Das auf der europäischen Insiderrichtlinie¹⁸ beruhende Zweite Finanzmarktförderungsgesetz¹⁹ schuf erstmals rechtliche Grundlagen, um effektiv gegen Insiderhandel vorgehen zu können. Die bis dahin geltende freiwillige Selbstkontrolle anhand der Insiderhandels-Richtlinien (IHR) sowie der Händler- und Beraterregeln (HBR) wurde durch das Verbot in § 14 WpHG a.F. abgelöst. Dieses Verbot blieb in den darauf folgenden zehn Jahren unverändert. Selbst größere Reformen, wie die durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, gingen am Insiderhandelsverbot alter Fassung vorbei. Bedingt durch die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie²⁰ wurden durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004 (AnSVG)²¹ erstmals wieder zentrale Normen des Insiderrechts geändert.

¹⁷ a.A. BGH, Urteil vom 6. 11. 2003 - 1 StR 24/03, NJW 2004, S. 302 der beim scalping grundsätzlich von einer Manipulation ausgeht.

¹⁸ Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, Abl. EG Nr. L 344 vom 18/11/1989 S. 0030 – 0032.

¹⁹ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl. I 1994, S. 1749.

²⁰ ABl. EG Nr. L 96, 12.04.2003, S. 16.

²¹ BGBl I, Nr. 56, S. 2630.

a) Insider

Der Handel mit Insiderpapieren unter Verwendung exklusiver Informationen ist sowohl Primär- als auch Sekundärinsidern verboten. Beiden Gruppen droht im Falle eines Verstoßes nach § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG eine Geldstrafe oder eine Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren. Insoweit hat sich gegenüber der alten Rechtslage nichts geändert. Neu ist, dass der Gesetzgeber in § 14 WpHG auf eine terminologische Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern verzichtet, während in § 14 Abs. 2 WpHG a.F. noch ausdrücklich von „Dritten“ (Sekundärinsidern) die Rede war. Demzufolge ist nun auch Sekundärinsidern nach § 14 Abs. Nr. 2 und 3 WpHG die Weitergabe von Insiderinformationen nicht mehr erlaubt.²² Letzteres ist jedoch lediglich eine Ordnungswidrigkeit im Sinne von § 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG.

Für Primärinsider gilt nach wie vor die Erweiterung des Straftatbestandes bei Weitergabe der Informationen, sodass eine Differenzierung zwischen beiden Insider-Typen notwendig bleibt.²³ Demzufolge wurde auch der vormals in § 13 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG a.F. enthaltene Katalog für Primärinsider übernommen. Die entsprechenden Qualifikationsmerkmale finden sich nunmehr in § 38 Abs. 1 Nr. 2 a) bis c) WpHG. Primärinsider ist immer noch derjenige, der aufgrund seiner Organ- bzw. Gesellschafterstellung oder wegen sonstiger beruflicher Nähe zum Kapitalmarkt über Informationen verfügt, die anderen Anlegern nicht zugänglich sind.

Eine Erweiterung des Adressatenkreises hat allerdings insoweit stattgefunden, als dass sich nun auch solche Personen durch das Mitteilen, Zugänglichmachen, Empfehlen oder Verleiten strafbar machen, die Insiderinformationen aufgrund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat erlangt haben.²⁴ Damit ist der Personenkreis der Insider erstmalig auch auf solche Personen erweitert worden, die nicht über eine spezielle Beziehung zum Emittenten oder zum Kapitalmarkt verfügen. Allerdings soll es nicht genügen, dass die Insiderinformation nur „bei Gelegenheit“ einer Straftat erlangt wurde, vielmehr kommt es darauf an, dass der Täter sie gezielt und „bestimmungsgemäß“ durch die Tat erhält.²⁵

Zu überlegen ist noch, ob § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG auch für solche Fälle Anwendung findet, in denen die Straftat selbst die Insidertatsache darstellt. Das wä-

²² Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).

²³ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).

²⁴ § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG.

²⁵ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 38 Rn. 10.

re insbesondere bei Terrorakten denkbar, die regelmäßig massive Kurseinbrüche zur Folge haben. Zweifellos ist das Ausnutzen solcher Informationen Insiderhandel im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 38 Abs. 1 Nr.1 WpHG. Aber auch das Weitergeben, Zugänglichmachen von Informationen über die Tat, oder das darauf basierende Empfehlen oder Verleiten durch Tatbeteiligte ist nach dem Wortlaut von § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG strafbar. Allerdings dürfte ein solches Verhalten schon aus Konkurrenzgründen kaum eigenständige Bedeutung gegenüber der zu Grunde liegenden Straftat erlangen.

b) Insiderpapier

Gemäß den Vorgaben der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie wurde der herkömmliche Begriff der Wertpapiere durch den der Finanzinstrumente ersetzt. Entsprechend § 2 Abs. 2b WpHG fallen unter den Begriff des Finanzinstruments nicht mehr nur die bisher in § 12 Abs. 1 und 2 WpHG aufgeführten Wertpapiere, Zeichnungsrechte und ausdrücklich erwähnten Derivate, sondern auch Geldmarktinstrumente, sonstige Derivate sowie alle anderen Instrumente, die zum amtlichen oder geregelten Markt in Deutschland oder einem vergleichbaren Börsensegment in der europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt worden ist. In Folge der Umsetzung von Art. 9 Satz 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie in deutsches Recht sind zudem nach § 12 S. 1 Nr. 3 WpHG auch solche Instrumente Insiderpapiere, die selbst zwar nicht an einem organisierten Markt zugelassen sind, deren Preis aber unmittelbar oder mittelbar von einem Börsen zugelassenen oder in den Freiverkehr einbezogenen Finanzinstrument abhängt.²⁶

Im Hinblick auf Finanzinstrumente, die in den Freiverkehr einbezogen sind, geht § 12 WpHG nach wie vor über die Anforderungen der Marktmissbrauchsrichtlinie hinaus. Die in den Freiverkehr einbezogenen Finanzinstrumente sind ebenfalls Insiderpapiere, obwohl es sich hierbei nicht um einen organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG handelt. Diese Notwendigkeit ergibt sich nach Ansicht des deutschen Gesetzgebers schon daraus, dass der Freiverkehr ein Handelssegment ist, in dem verhältnismäßig viele Insiderdelikte begangen werden.²⁷ Außerdem wäre die internationale Zusammenarbeit gefährdet, wenn der Freiverkehr sowie Teile des geregelten Marktes nicht mehr überwacht würden und zu dort gehandelten ausländischen Werten keine Untersuchungen mehr

²⁶ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (538).

²⁷ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

durchgeführt werden könnten.²⁸

Schließlich bleibt es auch bei der Gleichstellung von bestehender, beantragter und öffentlich angekündigter Zulassung bzw. Einbeziehung zu einem nationalen oder europäischen Markt oder in den Freiverkehr. Auch insoweit geht § 12 S. 2 WpHG weiter als die europäischen Vorgaben. Die Ausweitung der Insiderpapiere auf Finanzinstrumente, deren Zulassung oder Einbeziehung lediglich angekündigt ist, wurde beibehalten, da bereits von der Ankündigung ein verstärkter Anreiz zum Ausnutzen von Insiderinformationen ausgehen könne und der Anlegerschutz auf diese Weise in das Vorfeld der Börsennotierung verlagert werden solle.²⁹

c) Insiderinformation

Das exklusive und kursrelevante Wissen, das den Insider vom außen stehenden Anleger unterscheidet, bezeichnet § 13 Abs. 1 WpHG als Insiderinformation. Diese Bezeichnung ist neu und geht erheblich weiter als der ursprünglich verwendete Begriff der Insidertatsache.³⁰ Letzterer stand allerdings schon immer im Widerspruch zur europäischen Insiderrichtlinie, die sich von Anfang an auf Insiderinformationen bezog.³¹ Teilweise wurde deswegen auch vertreten, beide Begriffe als gleichbedeutend anzusehen.³²

Dem Gesetzgeber war aber ursprünglich daran gelegen, Tatsachen von Meinungen, Gerüchten, Empfehlungen etc. abzugrenzen.³³ So sollten Tatsachen eben nur der äußeren Wahrnehmung zugängliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt sein,³⁴ während Meinungen, Gerüchte und Empfehlungen gerade nicht dem Beweis zugänglich sind. Obwohl demnach die Beweisbarkeit das maßgebliche Abgrenzungskriterium ist,³⁵ vertrat man schon früher die Auffassung, dass unter besonderen Umständen bestimmte Meinungen oder Prognosen, etwa eines Vorstandsvorsitzenden, zu Tatsachen werden können.³⁶

²⁸ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

²⁹ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

³⁰ Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3450).

³¹ Art. 1 Nr. 1 der Insider-Richtlinie 89/592/EWG, EG-Amtsbl. Nr. L 334 vom 18.11.1989.

³² Für eine unterschiedliche Auslegung: Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 152; Benner-Heinacher, DB 1995, 765 (766); Assmann, AG 1997, 50 (51); Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 13 Rdnr. 37; für eine identische Auslegung: Geibel in: Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 15 Rdnr. 29; Baetge/Caspari, Insiderrecht und ad-hoc-Publizität, S. 67 (70); Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 14.

³³ RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46 ff.

³⁴ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 13 Rdnr. 33a.

³⁵ Assmann, AG 1998, 440; Maser, EwiR 1999, 281 (282); Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 13 Rdnr. 38; a.A. VGH Hessen, Beschl. v. 16.3.1998, AG 1998, 436.

³⁶ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 13 Rdnr. 33b; Schäfer, WpHG, § 13 Rdnr. 39; Cramer, FS Triffiterer, S. 323 (333).

Der Begriff der Insiderinformation schließt dagegen auch Werturteile, Empfehlungen und Prognosen mit ein.³⁷ Allerdings muss gemäß § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden können, dass der Umstand, auf den sich die Information bezieht, eintreten wird. Insofern bleibt es dabei, dass Gerüchte ohne Tatsachenkern insiderrechtlich nicht relevant sind.³⁸

Die Kurserheblichkeit einer Insiderinformation richtet sich nunmehr allein danach, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Entsprechend den europäischen Vorgaben wurde wegen der allgemein unvorhersehbaren Marktschwankungen auf die Festlegung bestimmter Schwellenwerte ausdrücklich verzichtet.³⁹ Hinzugekommen sind dafür die Regelbeispiele in § 13 Abs. 1 S. 3 Nr. 1 und 2 WpHG, die klarstellen, wann insbesondere eine Insiderinformation gegeben ist. Danach bestehen nun keine Zweifel mehr, dass Kundenaufträge an Wertpapierdienstleistungsunternehmen Insiderinformationen sind, und das Ausnutzen dieser Informationen (*frontrunning*) gegen das Insiderhandelsverbot verstößt.⁴⁰

d) Verwendung und Weitergabe von Insiderinformationen

Seit der Neufassung des § 14 WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz kommt es nicht mehr darauf an, dass ein Insider beim Handel mit Insiderpapieren Insiderinformationen ausnutzt. Es genügt bereits, dass er diese Informationen beim Erwerb oder bei der Veräußerung von Insiderpapieren verwendet.

Was hier zunächst den Eindruck einer Stilblüte erweckt, stellt tatsächlich eine erhebliche Ausweitung des Insiderhandelsverbotes dar.⁴¹ Der Gesetzgeber hat durch den Austausch beider Begriffe auf ein stark subjektiv geprägtes Merkmal auf der Tatbestandsseite verzichtet. Beweggrund dafür waren insbesondere die beträchtlichen Beweisschwierigkeiten im Zusammenhang mit dem Merkmal der Ausnutzung. Das Ausnutzen einer Insiderinformation war als zweckgerichtetes Handeln zum Nachteil anderer zu verstehen und entfiel mit der Folge der Straflosigkeit, wenn weitere Motive des Täters hinzutraten.⁴² Durch das Abstellen

³⁷ Art. 1 I der Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/124/EG, ABIEG Nr. L 339/70 v. 22.12.2003.

³⁸ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

³⁹ Kritisch Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3451).

⁴⁰ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

⁴¹ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).

⁴² RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

auf den Begriff der Verwendung kommt es auf eine Zweckrichtung beim Kauf oder Verkauf nicht mehr an. Allerdings impliziert die Verwendung von Insiderinformationen, dass der Insider die Information zumindest teilweise zur Grundlage seiner Entscheidung macht, indem er sie in sein Handeln mit einfließen lässt.⁴³ Der etwaige Zweck des Handelns, zum Beispiel in Form eines wirtschaftlichen Vorteils, findet nur noch bei der Straf- und Bußgeldzumessung Berücksichtigung.

Kein Verwenden im Sinne des Insiderhandelsverbotes sind der Handel mit eigenen Aktien oder Maßnahmen zur Kursstabilisierung soweit sie sich im Rahmen der hierzu erlassenen EU-Verordnung bewegen.⁴⁴ Diese Ausnahmeregelung in § 14 Abs. 2 WpHG ist zwar in Anbetracht der Ausweitung des Tatbestandes notwendig, lässt jedoch keine Systematik erkennen. Sie zeugt vielmehr von einer deutschen Gesetzen fremden Systematik, wonach ein zunächst extensiver Tatbestand durch konkrete Einzelfallregelungen wieder eingeschränkt wird. Dementsprechend verwundert es nicht, dass der nationale Gesetzgeber eine in Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie enthaltene weitere Ausnahme gar nicht erst übernommen hat. Diese Ausnahme war für Geschäfte vorgesehen, die getätigt werden, um eine vor Erhalt der Insiderinformation vertraglich eingegangene Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten zu erfüllen.⁴⁵ Da das Verwenden einer Insiderinformation aber ohnehin nur möglich ist, wenn sie bereits bei der Kauf- oder Verkaufsentscheidung mit einfließt, bedurfte es dieser Einzelfallregelung nicht mehr.⁴⁶ Letztlich ändert dies aber nichts daran, dass die Aufnahme einer konkreten Ausnahme in den Gesetzestext zum Verbot aller anderen insiderrechtlich irrelevanten Fälle des Verwendens führt.⁴⁷ Insofern wäre es wünschenswert gewesen, entweder sämtliche Ausnahmen in § 14 WpHG aufzuführen, oder gleich einen abstrakten Verbotstatbestand zu schaffen, der die unbedenklichen Konstellationen von vornherein ausschließt.

e) **Zivilrechtliche Haftung des Insiders**

Schadensersatzansprüche zugunsten von Anlegern, die durch Insiderhandel geschädigt wurden, lassen sich nur selten konstruieren. Die in Frage stehenden

⁴³ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34; kritisch zur Abgrenzung von zweckgeleitetem und neutralem Handeln siehe Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3451).

⁴⁴ Verordnung (EG) Nr. 2273/2003, AblEG Nr. L 336 v. 23.12.2003, S. 33.

⁴⁵ Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG, AblEG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

⁴⁶ So wohl auch Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539), die sich aber aus Gründen der Klarheit für eine Aufnahme in das Gesetz ausspricht.

⁴⁷ Zum Unternehmenskauf im Anschluss an eine Due-Diligence-Prüfung siehe Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (931); Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539 f.).

Szenarien sind zudem spezieller Natur und kaum massenkompatibel, so dass erfolgreiche Schadensersatzprozesse von Kleinanlegern im Zuge spektakulärer Insiderfälle wohl die Ausnahme bleiben werden. Vertragliche Ansprüche gegen den Insider sind insbesondere bei *face-to-face*-Geschäften denkbar, die ohne Einschaltung von Finanzintermediären außerhalb der Börse stattfinden.⁴⁸ Hierbei können unter bestimmten Voraussetzungen Gewährleistungsansprüche entstehen, die hier nicht thematisiert werden sollen, da sie ausschließlich die Übertragung unternehmerischer Beteiligungen betreffen.⁴⁹

aa) **Culpa in contrahendo**

Schließt der geschädigte Anleger einen Vertrag direkt mit dem Insider über den Kauf der Insiderpapiere, können vertragliche Schadensersatzansprüche entstehen. Nach einer Auffassung soll sich der Anspruch bereits daraus ergeben, dass der Insider das Geschäft trotz seines Wissensvorsprungs abschließt. Er hafte deswegen nach den Grundsätzen der *culpa in contrahendo* gemäß § 311 Abs. 2 i.V. mit §§ 241 Abs. 2, 280 Abs. 1 BGB.⁵⁰ Das pflichtwidrige Verhalten liegt danach also in dem eigentlichen Vertragsschluss, nicht etwa in der unterlassenen Aufklärung über das Insiderwissen. Dem kann nicht gefolgt werden. In der Rechtsprechung haben sich verschiedene Fallgruppen der *culpa in contrahendo* herausgebildet: Die Verletzung von Rechtsgütern des Anderen vor Vertragsschluss,⁵¹ die Behinderung der Wirksamkeit des angestrebten Vertrages,⁵² der grundlose Abbruch von Vertragsverhandlungen⁵³ oder der Verstoß gegen Aufklärungspflichten.⁵⁴

Denkbar wäre im Sinne der obigen Auffassung, dass der Insider wegen des Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot die Nichtigkeit des Vertrages nach § 134 BGB provoziert und deswegen eine Haftung aus c.i.c. auslöst oder dadurch, dass er den Vertragspartner über seinen Wissensvorsprung nicht aufklärt. Allerdings führt der Verstoß gegen § 14 WpHG durch den Insider keineswegs zur Nichtigkeit des Vertrages. Ein Verstoß im Sinne des § 134 BGB besteht schon deshalb nicht, weil sich das Insiderhandelsverbot nur gegen eine Vertragspartei, den In-

⁴⁸ Kaiser, WM 1997, S. 1557 (1558).

⁴⁹ Kaiser aaO.

⁵⁰ Sethe in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalmarktrechts, § 12 Rn. 132; Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14 Rn. 211.

⁵¹ BGH NJW 1986, S. 2757; unter den Voraussetzungen des Vertrages mit Schutzwirkung zugunsten Dritter siehe BGHZ 66, 51.

⁵² BGHZ 99, 101, 106 = NJW 1987, 639 = WM 1987, 135.

⁵³ BGH NJW-RR 2001, S. 381.

⁵⁴ BGH NJW 2007, S. 3057 (3059).

sider, richtet.⁵⁵ Auch ist das Rechtsgeschäft nicht sittenwidrig im Sinne des § 138 Abs. 1 BGB. Dazu müsste dessen *Inhalt* gegen die guten Sitten verstoßen.⁵⁶ Gegen den Kauf bzw. Verkauf von Finanzinstrumenten bestehen aber prinzipiell keine Bedenken. Die Tatsache, dass eine Partei über einen Wissensvorsprung verfügt, lässt bestenfalls Zweifel aufkommen, ob das Geschäft einwandfrei zustande gekommen ist. Sittenwidrige Umstände beim Zustandekommen von Rechtsgeschäften machen dieses aber grundsätzlich nicht nichtig, sondern nur anfechtbar.⁵⁷ Aber auch eine Täuschung durch den Insider bei oder vor Vertragsabschluss ist nicht ersichtlich. Weil das Insiderhandelsverbot insbesondere auch für die Weitergabe der Insiderinformation gilt, lassen sich keine Aufklärungspflichten gegenüber der anderen Vertragspartei konstruieren.⁵⁸ Andernfalls würde die Aufklärung des Vertragspartner immer auch ein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG bedeuten.⁵⁹

bb) Positive Vertragsverletzung

Befreit man sich von dem Gedanken, dass der Anleger einen Schaden nur deswegen erleidet, weil er die Finanzinstrumente vom Insider zu teuer erwirbt oder ihm zu günstig verkauft, lässt sich ein Schadensersatzanspruch aus positiver Vertragsverletzung konstruieren. Voraussetzung dafür ist, dass der Insider nicht Vertragspartner in Bezug auf den Kauf der Insiderpapiere ist, sondern aufgrund eines Beratungs- oder Vermittlungsvertrages in Beziehung zum Anleger steht. Beauftragt der Anleger den Berater/Vermittler mit einer Order von kursbeeinflussendem Umfang, wird Letzterer zum Insider. Nutzt der Berater/Vermittler dieses Wissen über die Auftragserteilung zum Zweck eigener Geschäfte, erfüllt er den Tatbestand des *frontrunnings*.⁶⁰

Durch ein solches Verhalten verstößt der Berater/Vermittler gegen eine Nebenpflicht des Beratungs- bzw. Vermittlungsvertrages. Hinsichtlich der Ausgestaltung dieser Nebenpflicht kann auf § 31 Abs. 1 Nr. 1 in Verbindung mit § 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG zurückgegriffen werden, wonach ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen sicherzustellen hat, dass Informationen im Zusammenhang mit noch nicht ausgeführten Kundenaufträgen nicht missbraucht werden. Bereits vor Umsetzung der MiFID war allgemein anerkannt, dass die §§ 31, 32 WpHG

⁵⁵ So auch Sethe in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalmarktrechts, § 12 Rn. 131 m.w.N.

⁵⁶ BGHZ 110, 156, 174 aE.

⁵⁷ So schon RGZ 115, 378, 383.

⁵⁸ Sethe in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 12 Rn. 132.

⁵⁹ Kaiser, WM 1997, S. 1558 (1559).

⁶⁰ Sethe in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 12 Rn. 132.

a.F. das zivilrechtliche Haftungsverhältnis beeinflussen, indem sie die vor- und nebenvertraglichen Pflichten des Beratungsvertrages konkretisieren.⁶¹ An der anlegerschützenden Funktion der nunmehr geltenden und erheblich erweiterten Verhaltens- und Organisationspflichten hat sich indessen nichts geändert.⁶²

Ein Schaden entsteht dem Anleger, wenn sich aufgrund der zeitlich vorgelagerten oder parallel ausgeführten Order der Kurs des Finanzinstruments zu seinem Nachteil entwickelt. Dabei könnte es im Einzelfall schwierig sein, den Nachweis zu erbringen, dass es tatsächlich die Order des Insiders war, die sich negativ auf den Kurs ausgewirkt hat. Gerade bei Publikumsgesellschaften, deren Papiere täglich in hohem Umfang gehandelt werden, dürfte die Ursächlichkeit des *frontrunnings* für den Schaden des Anlegers kaum nachzuweisen sein. In diesen Fällen kann aber eine Orientierung an dem Preis erfolgen, den der Insider erzielt hat. Wäre dieser Preis für den Anleger günstiger gewesen als der eigene, besteht der Schaden in der Differenz. Die Kausalität des *frontrunnings* für den Schaden lässt sich dann zumindest vermuten, da der Insider anstelle der eigenen Order ebenso gut den Auftrag für seinen Kunden hätte ausführen können.

cc) **Deliktische Ansprüche**

Fraglich ist, inwieweit sich deliktische Ansprüche gegen Insider konstruieren lassen. Als Grundlage hierfür kommen nur § 826 BGB und § 823 Abs. 2 BGB in Betracht. Ansprüche aus § 823 Abs. 1 BGB scheiden aus, da der Insider keines der dort aufgeführten Rechtsgüter beim Anleger verletzt.⁶³

Bei Geschäften über die Börse fehlt es zudem an der Kausalität zwischen Insiderhandel und Schaden beim Anleger. Denn der Anleger war zum Kauf oder Verkauf des Papiers sowieso entschlossen und ist nur zufällig an den Insider auf der Marktgegenseite geraten. Wäre es nicht der Insider gewesen, hätte er den Vertrag mit einer anderen Person geschlossen. Der aus dem Erwerb oder der Veräußerung der Finanzinstrumente entstandene Schaden des Anlegers wäre daher auch ohne den Insiderhandel eingetreten.⁶⁴ Der Anleger kann allerdings den Nachweis erbringen, dass der Insider zum Zeitpunkt des Vertragsabschlus-

⁶¹ BGH NJW 2002, S. 62 (63); BGHZ 142, 345, 356 = NJW 2000, S. 359; Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31 Rn. 19; Roth, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl., § 12 Rn. 14; Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135 (160).

⁶² Zur anlegerschützenden Funktion siehe Erwägungsgrund 2 der Richtlinie 93/22/EWG vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, deren Artikel 11 und 12 durch §§ 31, 32 WpHG a.F. umgesetzt wurden.

⁶³ Steinhauer, Insiderhandel, S. 82 f.

⁶⁴ Assmann/Cramer in: Assmann/Schneider, WpHG, 3. Auflage, § 14 Rn. 108; Sethe in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 12 Rn. 133; a.A. Schimansky/Bunte/ Lwowski/ Hopt, Bankrechts-Handbuch, § 107 Rn. 76; Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 14 WpHG, Rn. 4,

ses der einzige Kontrahent am Markt war und damit die Kausalität ausnahmsweise belegen, weil in diesem Fall das Geschäft ohne das Verhalten des Insiders nicht zustande gekommen wäre.⁶⁵ In dieser eher unwahrscheinlichen Konstellation muss der Anleger jedoch belegen können, dass er die Papiere später hätte günstiger kaufen oder verkaufen können.⁶⁶

(1) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 14 WpHG

Inwiefern bei einem *face-to-face*-Geschäft ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB entstehen kann, hängt davon ab, ob sich das passende Schutzgesetz finden lässt. § 14 WpHG fehlt es an dieser Eigenschaft.⁶⁷ Die Vorschrift soll in erster Linie die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte gewährleisten und nur mittelbar als Rechtsreflex dem Anleger zu Gute kommen, da sich – so zumindest die Theorie – potentielle Täter schon von der Strafandrohung abschrecken lassen. Die entsprechende Intention des Gesetzgebers ergibt sich aus den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz. Dort macht der Gesetzgeber keinen Hehl daraus, dass er mit dem WpHG in erster Linie die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als wesentlichen Teil der gesamten Volkswirtschaft schützen wollte.⁶⁸ Zwar sollte durch das Insiderhandelsverbot auch das Vertrauen der Anleger gestärkt werden, jedoch nur als Reaktion auf gleichberechtigten und schnellen Zugang zu den kursrelevanten Unternehmensinformationen.⁶⁹ Das Anlegervertrauen ist dementsprechend kein selbstständig geschütztes Rechtsgut, sondern lediglich funktionaler Bestandteil eines effizienten Kapitalmarkts.⁷⁰ Dafür spricht auch die Begründung zum Entwurf des § 264a StGB: Da heißt es, dass § 264a StGB in erster Linie dem „Schutz des individuellen Vermögens“ dienen soll und darüber hinaus *auch* dem Vertrauen der Anleger in das Funktionieren des Kapitalmarkts.⁷¹ Eine vergleichbare Formulierung fehlt in den Gesetzesmaterialien zu § 14 WpHG.

(2) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. §§ 31 Abs. 1 Nr. 1, 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG

Es ist außerdem denkbar, dass sich Ansprüche gegen einen Insider aus § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit §§ 31 ff. WpHG ergeben. Im Zentrum einer solchen Überlegung steht wiederum das *frontrunning*, das als Tathandlung in § 32

⁶⁵ Kaiser, WM 1997, S. 1558 (1561); ausführlich Steinhauer, Insiderhandel, S. 87 f.

⁶⁶ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 12 Rn. 209.

⁶⁷ Kaiser, WM 1997, S. 1558 (1559f.).

⁶⁸ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33.

⁶⁹ BT-Drucks. 12/6679 aaO.

⁷⁰ Bruski in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Vor § 104 Rn. 124; AG München NJW-RR 2001, 1707, 1708 f; Spindler in: Bamberger/Roth, BeckOK BGB, § 823 Rn. 218.

⁷¹ RegE zum 2. WiKG, BT-Drucks. 10/318, S. 22.

Abs. 1 Nr. 3, Abs. 2 Nr. 2 WpHG a.F. explizit aufgeführt war. Vor Inkrafttreten der MiFID war allerdings streitig, ob es sich bei den §§ 31 ff. WpHG a.F. überhaupt um Schutzgesetze handelte. Während die wohl herrschende Meinung die Qualifikation der §§ 31, 32 WpHG als Schutzgesetze bejahte,⁷² trat dem eine starke Meinung entgegen,⁷³ der sich zuletzt auch der BGH in Bezug auf die Verletzung von Informationspflichten anschloss.⁷⁴

Das Verbot des *frontrunning* zum Nachteil der Kunden nach § 32 Abs. 1 Nr. 3 und Abs. 2 Nr. 2 WpHG a.F. ergibt sich seit der Umsetzung der MiFID aus § 31 Abs. 1 Nr. 1 in Verbindung mit § 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG.⁷⁵ Danach muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen sicherstellen, dass Informationen im Zusammenhang mit noch nicht ausgeführten Kundenaufträgen nicht missbraucht werden. Der neue Wortlaut ist allgemeiner gehalten und soll eine missbräuchliche Informationsverwendung nicht nur bei Eigengeschäften erfassen, sondern auch beim Handeln zugunsten von Kunden.⁷⁶ Allerdings gibt die Neufassung der Vorschrift keinen Aufschluss darüber, ob es sich um ein Schutzgesetz handelt oder nicht. Es gelten daher nach wie vor jene Grundsätze, die schon zu § 32 Abs. 1 Nr. 3 und Abs. 2 Nr. 2 WpHG a.F. herangezogen wurden. Eine Norm ist Schutzgesetz, wenn sie wenigstens auch den Schutz von Individualinteressen über einen bloßen Reflex hinaus bezweckt, selbst wenn dieser Schutz nur neben dem Interesse der Allgemeinheit verwirklicht wird.⁷⁷ Darüber hinaus stellt die Rechtsprechung darauf ab, ob die Schaffung eines individuellen Schadensersatzanspruches, auch soweit sie nicht schon erkennbar vom Gesetz erstrebt wird, in diesen Fällen sinnvoll und im Lichte des haftpflichtrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheint.⁷⁸

Die §§ 31 Abs. 1 Nr. 1, 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG haben zumindest auch anleger-schützende Funktion⁷⁹ und erfüllen damit immerhin die Grundvoraussetzung für das Bestehen eines individuellen Schadensersatzanspruches.⁸⁰ Nicht unbedingt

⁷² Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135 (160); Horn, ZBB 1997, S. 139 (150); Köndgen, ZBB 1996, S. 361; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.423; Koller in: Assmann/Schneider, WpHG, vor § 31 Rn. 17; Schäfer in: ders., WpHG, vor § 31 Rn. 8; Schwark in: ders., vor § 31 WpHG Rn. 9.

⁷³ Fischer/Klanten, Bankrecht, 3. Aufl. (2000) Rn. 7.45; Möllers in: KölnKomm WpHG, § 31 Rn. 10; Leisch, Informationspflichten nach § 31 WpHG, S. 86 ff.;

⁷⁴ BGH, Urteil v. 19. 2. 2008 - XI ZR 170/07, NJW 2008, S. 1734; BGH, Urteil v. 19. 12. 2006 - XI ZR 56/05, BKR 2007, S. 161 (162), NJW 2007, S. 1876, WM 2007, S. 487 („Kickbacks“);

⁷⁵ RegE zum FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 47 (Begründung).

⁷⁶ Grundmann in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, Handelsgesetzbuch, WpHG § 31 e, Rn. VI 285.

⁷⁷ BGHZ 100, 13, 18 = NJW 1987, S. 1818; BGHZ 89, 383, 400 f = NJW 1984, S. 1226 (1230); BGHZ 106, 204, 206 f = NJW 1989, S. 974; BGHZ 125, 366, 374 = NJW 1994, S. 1801 (1803).

⁷⁸ BGHZ 125, 366 = NJW 1994, S. 1801 (1803); BGHZ 66, 388, 390 = NJW 1976, S. 1740 (1741);

⁷⁹ Koller in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31 Rn. 17; Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135 (160).

⁸⁰ BGH NJW 1994, S. 1801 (1803).

für einen deliktischen Schadensersatzanspruch spricht jedoch, dass der Gesetzgeber sich an keiner Stelle zur Schutzgesetzeigenschaft der Vorschriften äußert, eine explizite Einordnung in den Gesetzesmaterialien mithin fehlt. Auch die Formulierung der Normen, die sich an die Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Adressaten wenden und sie verpflichten, konkrete Vorkehrungen zugunsten ihrer Kunden zu treffen, hilft nicht weiter. Mehr Aufschluss bringt hingegen die Auseinandersetzung mit der Frage, ob ein individueller Schadensersatzanspruch gegen den Insider unter Berücksichtigung des haftungsrechtlichen Gesamtsystems geboten und angemessen ist. Der BGH hat im Zusammenhang mit dem Verstoß gegen Informationspflichten zur Vermeidung von Interessenkonflikten einen Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F. verneint. Der zivilrechtliche Schutzzweck einer solchen Informationspflicht gehe nicht weiter als die Aufklärungs- und Beratungspflichten aus einem Beratungsvertrag oder aus §§ 241 II, 311 II BGB.⁸¹ Dem ist zuzustimmen. Für eine Ausweitung des deliktsrechtlichen Vermögensschutzes auf Informationspflichten innerhalb eines Beratungsvertrages besteht kein Anlass. Der Anleger hat einen vertraglichen Schadensersatzanspruch aus positiver Vertragsverletzung, der sich meist leichter durchsetzen lässt, weil eine vorsätzliche Fehlinformation des beratenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens keine Voraussetzung ist.⁸² Da der Kunde somit in ausreichender Weise durch einen vertraglichen Anspruch abgesichert ist, bedarf es auch keines deliktischen Anspruchs mehr.⁸³ Nicht anders ist das *frontrunning* durch Berater oder Vermittler zu bewerten. Auch hier steht dem Anleger ein Anspruch aus positiver Vertragsverletzung zu.⁸⁴ Eine Ausweitung deliktischer Ansprüche ist nicht notwendig, da der Kunde hinreichend durch den vertraglichen Anspruch abgesichert ist. Ein Anspruch aus § 823 Abs. 2 i.V.m. §§ 31 Abs. 1 Nr. 1, 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG ist im Ergebnis daher weder geboten noch angemessen.

(3) § 826 BGB

(a) Frontrunning

Schadensersatzansprüche des Insiders können sich aus § 826 BGB ergeben. Relativ unproblematisch ist ein solcher Anspruch zu bejahen, wenn zwischen dem Insider und dem Anleger ein Beratungs- oder Vermittlungsvertrag besteht und

⁸¹ BGH NJW 2007, S. 1876 (1878).

⁸² Siol in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 43 Rn. 60.

⁸³ BGHZ 84, 317; 116, 14.

⁸⁴ Siehe oben S. 13.f

der Insider sein Wissen um eine bevorstehende Order des Kunden für Eigengeschäfte ausnutzt (*frontrunning*). Die Sittenwidrigkeit ergibt sich dadurch, dass der Insider von den verbotenen Eigengeschäften zum Nachteil des Kunden profitiert, obwohl durch die individuelle privatrechtliche Rechtsbeziehung eines Beratungs- oder Vermittlungsvertrages ein gesteigertes Vertrauensverhältnis zwischen beiden Vertragsparteien besteht.⁸⁵ Ein Schaden entsteht dem Anleger, wenn der Insider kausal durch die frühere oder parallel erteilte Order den Kurs des Wertpapiers zum Nachteil des Kunden beeinflusst.

(b) Insiderhandel bei Börsengeschäften

Weitaus schwieriger gestaltet sich die Konstruktion eines Ersatzanspruches, wenn der Insider als Vertragspartner des Anlegers auftritt. Auch dann soll unter bestimmten Voraussetzungen ein Anspruch aus § 826 BGB bestehen. Schon die Ermittlung des Geschädigten ist kompliziert, wenn das Geschäft über die Börse durch Finanzintermediäre abgewickelt wurde. Um bei einer Insidertransaktion erkennen zu können, wer Käufer und wer Verkäufer war, ist es erforderlich, dem Börsenmakler die Depotnummer der Kunden und deren Order mitzuteilen, um dem Makler die Auftragsstruktur offenzulegen.⁸⁶ Da inzwischen der Großteil des Börsenhandels direkt zwischen den Marktteilnehmern unter Zuhilfenahme elektronischer Handelssysteme stattfindet, sind die Schwierigkeiten, die Geschädigten einer Insidertransaktion ausfindig zu machen, eher weniger geworden.⁸⁷

Ungeachtet dessen bleibt das Problem der fehlenden Kausalität zwischen dem Insidergeschäft und dem beim Anleger eintretenden Schaden. Das Argument, der geschädigte Anleger hätte das für ihn nachteilige Geschäft ohnehin abgeschlossen, wiegt schwer. Lässt man den Einwand des hypothetischen Kausalverlaufes beiseite und gewährt dem Anleger einen Ersatzanspruch, käme man denn auch zu einem seltsamen Ergebnis, wie folgende Szenario zeigt: Eine Vielzahl von Anlegern erwirbt über die Börse ein Wertpapier zum zuletzt festgestellten Preis. Unter den Verkäufern befindet sich ein Insider, der aufgrund seiner Stellung über Informationen verfügt, wonach der Kurs des Wertpapiers in nächsten Tagen erheblich sinkt. Unterstellt man, die Verkaufsoorder des Insiders kann konkret einer Kauforder eines Anlegers zugeordnet werden, dann hätte nur dieser Käufer einen Anspruch auf Schadenersatz nach § 826 BGB während alle an-

⁸⁵ LG Berlin, Beschluss vom 20.05.2008 - 514 AR 1/07, WM 2008, S. 1470 (1472f.) zur Sittenwidrigkeit des Scalpings.

⁸⁶ Kaiser, WM 1997, S. 1558 (1560).

⁸⁷ manager-magazin.de vom 18.12.2003, „Der Parketthandel schläft ein“.

deren, die schlichtweg die falsche Investitionsentscheidung getroffen haben, leer ausgingen. Die Entstehung eines Schadensersatzanspruches wäre somit vom Zufall abhängig. Dieses absichtlich abstrakt gehaltene Beispiel zeigt, wie unbillig das Ergebnis im Einzelfall sein kann und wie wenig geeignet das Deliktsrecht ist, um Ersatzansprüche aus Insidergeschäften abzuleiten, die über eine Börse oder vergleichbare Handelsplattformen abgeschlossen wurden.

(c) Insiderhandel bei *face-to-face*-Geschäften

Kausalität liegt hingegen vor, sofern der Anleger nachweisen kann, dass ihm außer dem Insider kein anderer Vertragspartner zur Verfügung stand. Eine solche Konstellation dürfte aber nur bei *face-to-face*-Geschäften denkbar sein oder beim Kontrahieren mit *Market Maker* bzw. *Designated Sponsors* in wenig oder gar nicht liquiden Wertpapieren. Spätestens dann stellt sich die Frage, ob der Abschluss eines nach § 14 WpHG rechtswidrigen Insidergeschäfts auch sittenwidrig ist. *Kaiser* bejaht dies wegen der allgemeinen Missbilligung des Insiderhandels in den beteiligten Verkehrskreisen.⁸⁸ Maßgeblicher Gesichtspunkt sei das unfaire Ausnutzen eines Informationsvorsprungs durch Personen, die aufgrund ihrer Insiderstellung Zugang zu kursrelevanten Informationen haben, im Hinblick auf den Schutz des einzelnen Anlegers vor Benachteiligung sowie auf das öffentliche Vertrauen in die Chancengleichheit des Wertpapierhandels.⁸⁹

Allein diese Begründung vermag jedoch nicht zu überzeugen. Denn grundsätzlich darf jedermann in einer freien Wettbewerbsgesellschaft bei der Ausübung seiner Rechte eigene Interessen verfolgt, selbst wenn Dritte dadurch Schaden erleiden.⁹⁰ Käufer und Verkäufer gehen bei ihren Investitionsentscheidungen zwangsläufig von unterschiedlichen Preisentwicklungen in der Zukunft aus. Beiden Parteien ist bewusst, dass der Gewinn des einen aus dem Geschäft naturgemäß zum Verlust des anderen führt und dass der Sieger dieses Wettstreites regelmäßig derjenige sein wird, der über die besseren Informationen verfügt. Der Umstand, dass der Insider Informationen nutzt, die der anderen Partei nicht zur Verfügung standen, ist letztlich nur die konsequente – wenn auch unerlaubte – Fortführung dieses Gedankens. Dementsprechend niedrig ist das Unrechtsbewusstsein beim Insiderhandel,⁹¹ die Dunkelziffer der Insiderdelikte blieb selbst nach Einführung des Straftatbestandes hoch.⁹² Ein Verstoß gegen das rechtsethi-

⁸⁸ WM 1997, S. 1558 (1560).

⁸⁹ *Kaiser*, WM 1997, S. 1558 (1560).

⁹⁰ Palandt/Thomas, BGB, § 826 Rn. 2.

⁹¹ Fischer, *Wirtschaftspsychologie* 4/2003, S. 74 (79).

⁹² Handelsblatt v. 07.05.2003 „Finanzjongleure haben leichtes Spiel“.

sche Minimum ist Insiderhandel nach heutigen Maßstäben jedenfalls nicht.⁹³ Stattdessen scheint das Ausnutzen von Insiderinformationen eine durchaus breite Akzeptanz zu genießen.⁹⁴ Das Ausnutzen von Insiderinformationen im Rahmen eines *face-to-face*-Geschäfts ist aus heutiger Sicht nicht sittenwidrig, ein entsprechender Schadensersatzanspruch mithin zu verneinen.

2. Manipulationsverbot, § 20a WpHG

Gesetzliche Regelungen, die manipulativen Praktiken entgegenwirken sollen, haben in Deutschland über mehr als ein Jahrhundert hinweg nur eine untergeordnete Rolle gespielt oder wurden teils sogar für überflüssig gehalten.⁹⁵ Dabei war sich der Gesetzgeber des Problems durchaus bewusst. Bereits 1884 verbot Art. 249 d ADHGB die betrügerische Einwirkung auf Aktienkurse unter Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel. Nachdem diese Vorschrift in verallgemeinerter Form als § 75 Abs. 1 in das Börsengesetz von 1896 aufgenommen wurde, blieb sie, durch verschiedene Reformen modifiziert und konkretisiert, bis jetzt in ihren Grundzügen nahezu unverändert erhalten.⁹⁶ Letztmalig erfolgte eine Novellierung durch das Zweite Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität⁹⁷ in der Form, die bis in das Jahr 2002 als § 88 BörsG a.F. Bestand hatte und schließlich durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz gestrichen wurde. Tatsächlich aber hat die über einhundert Jahre alte Regelung, die als einzige Norm Kursmanipulation ausdrücklich unter Strafe stellte, in der Praxis keine Bedeutung erlangen können. Eine weiterführende Rechtsprechung zu § 88 BörsG a.F. existierte lange Zeit überhaupt nicht, und erst in der jüngeren Vergangenheit versuchten sich vereinzelt Gerichte zur Konstruktion einer zivilrechtlichen Haftung an der ungeliebten Vorschrift.⁹⁸

Die Notwendigkeit einer Reform war zuletzt schon im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes offensichtlich.⁹⁹ Zunächst hatten rechtswissenschaftliche Vorarbeiten die erheblichen Mängel des § 88 BörsG

⁹³ So wohl auch Ekkenga in: MünchKomm HGB, Anh. I (Effektengeschäft), Rn. 198. Karsten Schmidt (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 5, 2. Auflage, München 2009

⁹⁴ Laut einer Umfrage des US-amerikanischen *Money Magazine* vom 18.03.2004 würden 32 Prozent der US-Bürger wichtige Unternehmensinformationen vor der Veröffentlichung für Insidergeschäfte nutzen.

⁹⁵ Lenzen, ZBB 2002, S. 279 (280).

⁹⁶ Lenzen aaO.

⁹⁷ BGBl. I 1986, S. 721.

⁹⁸ LG Kassel, Teilurteil vom 14.08.2002 - Az: 4 O 46/02, NZG 2003, S. 136; LG Augsburg, Urteil vom 24.09.2001 - Az: 3 O 4995/00, NJW-RR 2001, S. 1705; BGH, Urteil vom 19.07.2004 - Az: II ZR 217/03, NJW 2004, S. 2668.

⁹⁹ RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 1.

festgestellt.¹⁰⁰ Ein Blick auf andere Rechtsordnungen offenbarte die Rückständigkeit des deutschen Börsen- und Kapitalmarktrechts.¹⁰¹ Zudem arbeitete der europäische Gesetzgeber schon seit 2001 an einer einheitlichen Vorgehensweise gegen Marktmissbrauch,¹⁰² so dass dem hiesigen Kapitalmarktrecht ohnehin massive Änderungen bevorstanden.

Der deutsche Gesetzgeber hatte den Erlass der Marktmissbrauchsrichtlinie gar nicht erst abgewartet, sondern bereits 2002 Teile des Entwurfs der EG-Kommission in Form des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes in nationales Recht umgesetzt.¹⁰³ Zu den eingeführten Neuerungen gehörte insbesondere das seither in § 20a WpHG geregelte Manipulationsverbot, das infolge der eigentlichen Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie nun noch einmal durch das AnSVG erweitert wurde.¹⁰⁴

a) § 88 BörsG a.F.

Nach Vorstellung des Gesetzgebers sollte § 88 BörsG allgemein die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an den Börsen und Märkten gewährleisten. Dass die Norm diesen Ansprüchen während ihres gesamten Bestehens nie gerecht werden konnte, hatte unterschiedliche Gründe.

Augenscheinlich ist zunächst die Kritik an der abstrakten Formulierung des Tatbestandes. Die Tathandlung wird in § 88 Nr. 1 BörsG a.F. mit „unrichtigen Angaben über kursrelevante Maßnahmen“ und der Anwendung „sonstiger auf Täuschung berechneter Mittel“ in § 88 Nr. 2 BörsG a.F. umschrieben. Während die erste Tatbestandsalternative nicht einmal annähernd die zahlreichen unterschiedlichen Möglichkeiten der Kurs- und Marktpreismanipulation abdeckt, ist Nr. 2 der Vorschrift so allgemein gehalten, dass bis heute nicht geklärt werden konnte, welche Verhaltensweisen darunter zu verstehen sind.¹⁰⁵ Unklar blieb demnach auch, ob tatsächliche Handelsaktivitäten „auf Täuschung berechnete Mittel“ im Sinne der zweiten Tatbestandsalternative sein können. Die daraus resultierende Unsicherheit, ob und inwieweit Maßnahmen der Kurspflege, Rückkäufe eigener Aktien oder Leerverkäufe als Manipulation einzustufen sind, führte schließlich zu der Erkenntnis, dass die ohnehin häufig umstrittenen Abgrenzungen zwischen den unterschiedlichen Handlungen kaum durch eine abs-

¹⁰⁰ Fleischer, NJW 2002, S. 2977 (2978) m.w.N.

¹⁰¹ Vgl. dazu Hopt, Börsenreform, S. 438 ff.

¹⁰² Kommissionsvorschlag für eine Marktmissbrauchs-Richtlinie, EG-Abl. Nr. C 240 E vom 28.8.2001.

¹⁰³ 4. FFG, BGBl. I 2002, S. 2010.

¹⁰⁴ RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 27.

¹⁰⁵ Lenzen, ZBB 2002, S. 279 (280).

trakte gesetzliche Regelung zu bewältigen sind.¹⁰⁶

Ein weiteres Manko des § 88 BörsG a.F. war dessen subjektiver Tatbestand. Dieser verlangte sowohl Vorsatz bezüglich aller objektiven Tatbestandsmerkmale als auch die Absicht, auf den Börsen- oder Marktpreis des Vermögensgegenstandes einzuwirken. Während der Täter die übrigen Sachverhaltsumstände also kennen und zumindest billigend in Kauf nehmen musste, war hinsichtlich der Einflussnahme auf den Preis zudem direkter Vorsatz ersten Grades erforderlich. Das hatte zur Konsequenz, dass Handlungen aus dem Tatbestand des § 88 BörsG a.F. heraus fielen, bei denen es dem Täter nicht auf eine Manipulation ankam, sein Verhalten gleichwohl geeignet war, den Preis von Wertpapieren zu beeinflussen.¹⁰⁷ Darüber hinaus war eine Einwirkungsabsicht des Täters in den meisten Fällen nur schwer nachweisbar. Am ehesten war eine solche Feststellung möglich, wenn es zu auffälligen Kursausschlägen kam, die sich zweifelfrei auf das Verhalten des Täters zurückführen ließen. So konnte dann der bewiesene objektive Geschehensablauf und der Beweis des Kausalzusammenhanges in Verbindung mit weiteren Anhaltspunkten Indizwirkung für das Vorliegen des subjektiven Tatbestandes entfalten.¹⁰⁸ Blieben außergewöhnliche Preisbewegungen hingegen aus, war eine Einwirkungsabsicht praktisch nicht zu beweisen. Obwohl der objektive Tatbestand des § 88 BörsG a.F. keinen Erfolgseintritt voraussetzte, war in der Praxis eine tatsächliche Einflussnahme unverzichtbar, um dem Täter den erforderlichen Vorsatz nachzuweisen.

Ferner erwies sich die Durchsetzung des Manipulationsverbotes als uneffektiv. Aufgrund der Ausgestaltung als Strafnorm, waren für die Überwachung und Durchsetzung des § 88 BörsG a.F. ausschließlich die Staatsanwaltschaften zuständig. Zwar existierten mit dem 1994 neu geschaffenen Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel und den Börsenaufsichtsbehörden der Länder weitere Aufsichtsinstanzen. Beiden Institutionen waren jedoch in punkto Kurs- und Marktpreismanipulation weitgehend die Hände gebunden. Das Aufsichtsamt hatte durch das Wertpapierhandelsgesetz einen klar umrissenen Zuständigkeitsbereich, in den die Überwachung des Verbots nach § 88 BörsG a.F. nicht fiel. Solange nicht gerade eine Beeinflussung des Börsenkurses durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen vorlag, die gleichzeitig einen Verstoß gegen die in §§ 31, 32 WpHG festgelegten Verhaltensregeln darstellte, kam das BAWe mit

¹⁰⁶ Möller, WM 2002, S. 309.

¹⁰⁷ Kaiser, WM 1997, S. 1557 (1563).

¹⁰⁸ ohne Autor, Bundesverband der Wertpapierhandelsfirmen, <http://www.bv-wertpapierhandel.de/news/berichte/marktpreismanipulation.html> (23.7.2003).

dem Problem der Kursmanipulation nicht einmal in Kontakt.

Die Aufsicht der Börsenaufsichtsbehörden bzw. der ihnen unterstellten Handelsüberwachungsstellen beschränkt sich heute wie damals ausschließlich auf die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse.¹⁰⁹ Neben der Überwachung der börsenrechtlichen Vorschriften, Geschäftsbedingungen und Anordnungen, fällt darunter ebenfalls die Überwachung der ordnungsgemäßen Preisbildung.¹¹⁰ Sofern sich Missstände innerhalb dieses Bereiches abzeichnen, sind Aufsichtsbehörde bzw. Handelsüberwachungsstelle im Rahmen des Börsengesetzes befugt, Ermittlungen anzustellen und Manipulationen zu unterbinden. Diese Kompetenzen enden allerdings dort, wo die Zuständigkeit der Staatsanwaltschaften beginnt oder wo von Außenstehenden unerlaubt Einfluss auf die Preisbildung genommen wird. Ermittlungen oder gar Sanktionen beschränken sich daher ausschließlich auf die jeweilige Börse bzw. auf deren Teilnehmer.¹¹¹ Ergeben sich schließlich Hinweise auf einen Verstoß gegen § 88 BörsG a.F., reduzierte sich das weitere Vorgehen auf eine Anzeige bei der jeweils zuständigen Staatsanwaltschaft.

Es oblag somit allein den Strafverfolgungsbehörden sich in einem Bereich Informationen zu beschaffen, der für Außenstehende nur schwer zugänglich ist und ein hohes Maß an Fachkenntnis verlangt. Gerade die Justiz verfügte in aller Regel jedoch weder über die sachlichen noch die personellen Voraussetzungen, um Verstöße gegen das Manipulationsverbot effektiv zu verfolgen.¹¹² Sofern die zuständige Staatsanwaltschaft Strafanzeigen wegen des Verdachts der Kursmanipulation nicht nachging oder aus strafprozessualen Gründen nicht nachgehen konnte, war weiteren Ermittlungen ein schnelles Ende gesetzt.

Schließlich wurde § 88 BörsG a.F. seine Untauglichkeit in punkto Anlegererschutz zum Verhängnis. Nach ganz herrschender Meinung war das Manipulationsverbot kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB.¹¹³ Ein zivilrechtlicher Anspruch ließ sich deswegen nicht konstruieren, mit der Folge, dass potentielle Manipulatoren nicht durch drohende Schadensersatzklagen abgeschreckt wurden. Darüber hinaus sahen geschädigte Anleger keine Veranlassung, Anzeige bei der Staatsanwaltschaft zu erstatten, um sich so deren

¹⁰⁹ §§ 1 Abs. 4, 4 Abs. 1 und 3 BörsG.

¹¹⁰ Reg.E zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 60.

¹¹¹ Vgl. §§ 2 Abs. 1, 4 Abs. 3 BörsG.

¹¹² Benner, ZRP 2001, S. 450 (452).

¹¹³ Groß, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., § 88 BörsG Rn. 1; Schwark, BörsG 2. Aufl., § 88 Rn.1; Ledermann in: Schäfer, WpHG, BörsG, VerkProspG, § 88 BörsG Rn. 1; a.A. LG Augsburg, NJW-RR 2001, S. 1705.

Ermittlungsergebnisse für das eigene Verfahren zunutze zu machen.¹¹⁴

b) Die Neuregelung des Manipulationsverbotes in § 20a WpHG

Bereits durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde § 88 BörsG a.F. aufgehoben und durch § 20a und § 20b WpHG a.F. ersetzt. Schon die Herauslösung der Vorschrift aus dem Börsengesetz und die Einfügung der Neuregelung in das Wertpapierhandelsgesetz machten deutlich, dass neben den Manipulationshandlungen an Börsen nun auch außerbörsliche Transaktionen vom Manipulationsverbot umfasst sind.¹¹⁵ Im Gegensatz zu der ursprünglich strafrechtlichen Ausgestaltung des § 88 BörsG a.F., handelt es sich bei den in § 20a WpHG beschriebenen Tathandlungen zunächst um Ordnungswidrigkeiten.¹¹⁶ Erst wenn dadurch auf den inländischen Börsen- und Marktpreis eines Vermögenswertes eingewirkt wird, stellt § 38 Abs. 2 WpHG klar, dass eine Straftat vorliegt. Die durch das AnSVG vorgenommenen Änderungen dienen der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie, gehen teilweise aber noch darüber hinaus.¹¹⁷ Das Bundesministerium der Finanzen hat inzwischen von seiner Verordnungsbefugnis Gebrauch gemacht und die Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung¹¹⁸ zur näheren Bestimmung des Manipulationstatbestandes erlassen. Außer Kraft getreten ist damit die bis dahin gültige Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation.¹¹⁹

aa) Sachlicher Anwendungsbereich des § 20a WpHG

§ 20a WpHG verbietet die Manipulation des Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten. Der ursprünglich verwendete Begriff des Vermögenswertes wurde in Anpassung an die Terminologie der Marktmissbrauchsrichtlinie in den Begriff des Finanzinstrumentes geändert. Die in § 20a Abs. 1 S. 2 WpHG a.F. enthaltene Legaldefinition des Vermögenswertes war somit weitgehend überflüssig. Lediglich Waren und ausländische Zahlungsmittel im Sinne des § 63 Abs. 2 BörsG fallen nicht unter die allgemeine Begriffsbestimmung des Finanzinstrumentes in § 2 Abs. 2b WpHG, so dass diese in § 20a Abs. 4 WpHG gesondert aufgeführt werden.

¹¹⁴ Lenzen, ZBB 2002, S. 279 (280).

¹¹⁵ Lenzen, ZBB 2002, S. 279 (281).

¹¹⁶ § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 2 Nr. 11 WpHG.

¹¹⁷ Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (937).

¹¹⁸ MaKonV vom 1.3.2005, BGBl. I, S. 515.

¹¹⁹ KuMaKaV vom 18.11.2003, BGBl. I, S. 2300.

Nach wie vor unerlässlich für den Manipulationstatbestand ist die Zulassung des Finanzinstruments an einer inländischen Börse bzw. dessen Einbeziehung in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr. Dahinter steht der Gedanke, ausschließlich die Funktionsfähigkeit der überwachten Wertpapiermärkte zu schützen, wobei unerheblich ist, ob das Geschäft mit dem zugelassenen oder einbezogenen Finanzinstrument an der Börse oder außerbörslich abgeschlossen wurde.¹²⁰ Das Verbot erstreckt sich auf beide Fälle, da auch außerbörslich vorgenommene Manipulationen die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte beeinträchtigen können. Neu hingegen ist die bereits für Insiderpapiere geltende Erweiterung auf solche Finanzinstrumente, deren Zulassung oder Einbeziehung lediglich beantragt wurde. Da dem wiederum die öffentliche Ankündigung des Antrages gleichgestellt ist, geht § 20a Abs. 1 WpHG ebenfalls weiter als die Vorgabe der Marktmissbrauchsrichtlinie.¹²¹

Das Manipulationsverbot betrifft auch Finanzinstrumente, die an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Gemeinschaft oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind. Demzufolge sind auch Manipulationen in ausländischen Finanzinstrumenten erfasst, sofern mindestens ein Teil der Handlung im Inland vorgenommen wurde.¹²² Weiterhin bleibt aber auch eine Tatbegehungen im Ausland strafbar. Die dynamische Verweisung auf ein dem deutschen Recht entsprechendes ausländisches Verbot ist in § 38 Abs. 5 WpHG geregelt.¹²³

bb) Manipulationshandlungen gemäß § 20a Abs. 1 WpHG

Der Tatbestand des § 20a WpHG enthält mittlerweile drei Handlungsalternativen. Neben den bereits in § 20a Abs. 1 WpHG a.F. aufgeführten informationsgestützten sowie sonstigen Täuschungshandlungen sind nunmehr auch die handelsgestützten Manipulationen ausdrücklich aufgeführt. Die informationsgestützte Manipulation ist die klassische Form der Kurs- und Marktpreismanipulation.¹²⁴ Sie beruht auf der Verbreitung von zumeist falschen Informationen und führt im Erfolgsfall zu einer Täuschung anderer Anleger, deren Kaufs- oder Verkaufsaufträge sich auf den Kurs oder Preis des jeweiligen Finanzinstruments auswirken.

¹²⁰ RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 89 zu § 20a WpHG a.F.

¹²¹ Siehe oben S. 8.

¹²² RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 89 zu § 20a WpHG a.F.

¹²³ Zum Streit über den Sinn dieser Verweisung siehe Cramer/Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG, § 38 Rn. 15.

¹²⁴ Watter, SZW 1990, S. 193 (196).

Voraussetzung für die Tatbestandsalternative des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG ist, dass sich die falschen oder irreführenden Angaben auf bewertungserhebliche Umstände beziehen. Nach der Legaldefinition in § 2 Abs. 1 Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung handelt es sich hierbei um Tatsachen oder Werturteile, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. § 2 Abs. 2 bis 4 MaKonV enthält darüber hinaus einen Katalog von bewertungserheblichen Umständen. Dazu gehören beispielsweise Unternehmensverflechtungen, Liquiditätsprobleme oder Gerichts- und Kartellverfahren von besonderer Bedeutung. Da sich das Manipulationsverbot inzwischen auch auf solche Finanzinstrumente erstreckt, deren Zulassung bzw. Einbeziehung im Sinne des § 20a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 und 2 WpHG erst beantragt oder angekündigt ist, können auch Neuemissionsprospekte Mittel zur Täuschung sein.¹²⁵

Nicht mehr erforderlich ist, dass die veröffentlichten Informationen tatsächlich falsch sind. Es reicht allein, dass der Manipulator durch die Verbreitung von Angaben über bewertungserhebliche Umstände Anleger in die Irre führt. Es sind demnach auch Angaben umfasst, die zwar inhaltlich richtig sind, allerdings aufgrund ihrer Darstellung beim Empfänger der Information eine falsche Vorstellung über den geschilderten Sachverhalt nahe legen.¹²⁶ Fraglich war zunächst, welche Anforderungen an die Person des Anlegers zu stellen sind. Es ist konsequent, sich auch hier am durchschnittlich erfahrenen und durchschnittlich vorsichtigen Anleger unter Berücksichtigung des jeweiligen Marktes zu orientieren, da sich dieser Anlegertypus bereits als Maßstab für die sonstigen Täuschungshandlungen im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG anbietet.¹²⁷ In der Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung ist nunmehr ausdrücklich vom verständigen Anleger die Rede,¹²⁸ was im Ergebnis dem vorstehenden Anlegertypus entsprechen dürfte.

Für Journalisten, die in Ausübung ihres Berufes handeln, gilt die Privilegierung des § 20a Abs. 6 WpHG, wonach geäußerte unrichtige oder irreführende Angaben unter der Berücksichtigung der berufsständischen Regeln zu beurteilen sind. Der Wortlaut des Absatz 6 entspricht Satz 2 des Artikels 1 Nr. 2c) S. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie. Er wurde jedoch erst auf Vorschlag des Finanzaus-

¹²⁵ anders noch Vogel zur alten Rechtslage in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, Vor § 20a Rn. 21.

¹²⁶ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 37.

¹²⁷ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 20a Rn. 166.

¹²⁸ §§ 2 Abs. 1, 4 Abs. 1 MaKonV.

schusses in die überarbeitete Fassung des Gesetzentwurfes zum AnSVG übernommen.¹²⁹ Die Privilegierung ist Ausdruck des Spannungsfeldes zwischen Presse- und Medienfreiheit einerseits und Schutz der Kapitalmarktintegrität und der Anlegerinteressen andererseits.¹³⁰ Von den Medien darf zwar erwartet werden, dass sie wirtschaftsjournalistische Sorgfaltspflichten einhalten und zumutbare Anstrengungen unternehmen, zweifelhafte Angaben auf ihren Wahrheitsgehalt zu überprüfen, gleichwohl soll die Sorgfaltspflicht mit Blick auf das Aktualitätserfordernis nicht überspannt werden.¹³¹ Von vornherein ausgenommen von der Privilegierung sind unrichtige oder irreführende Angaben von Journalisten, wenn sie daraus direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne schöpfen. Davon wäre grundsätzlich auszugehen, wenn der Journalist vorsätzlich täuscht und dabei mit Gewinnerzielungsabsicht handelt.¹³² Hat der Journalist dagegen ordnungsgemäß recherchiert und verspricht sich aber zugleich einen Nutzen für das Finanzinstrument im eigenen Portefeuille, wird man eine Manipulation verneinen müssen.¹³³

Mit der ausdrücklichen Aufnahme der handelsgestützten Manipulationen in § 20a WpHG wurde eine zweite Handlungsalternative näher bestimmt. Sie dient der Umsetzung von Art. 1 Nr. 2 Buchstabe a Marktmissbrauchsrichtlinie. Während der Richtlinienvorschlag der EG-Kommission im Anhang noch die verschiedenen geschäftlichen Manipulationshandlungen enthielt,¹³⁴ führt die Richtlinie nur noch wenige Beispiele für handelsgestützte Manipulationen auf.¹³⁵ Dem europäischen Gesetzgeber war vor allem daran gelegen, eine abstrakte Regelung zu schaffen, die sich auch neuen Handlungsmustern anpassen konnte.¹³⁶ In § 3 Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung finden sich mittlerweile einige der gängigen Methoden wieder, wobei auch diese nur beispielhaft aufgeführt sind. Genannt werden unter anderem Geschäfte bzw. Handelsaufträge, die einzig und allein dem Zweck dienen, den jeweiligen Preis des Wertpapiers zu verändern oder einfach nur den Eindruck von Handelsaktivitäten vermitteln sollen.

Keine Manipulation sind nach § 20a Abs. 2 WpHG Handlungen, die zwar den

¹²⁹ Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 15/3493 S. 25.

¹³⁰ Spindler, NZG 2004, S. 1138 (1139).

¹³¹ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 20a Rn. 106.

¹³² Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 20a Rn. 110.

¹³³ Je nach Zeitpunkt des Erwerbs des Finanzinstruments durch den Journalisten kann aber Insiderhandel in Form von scalping vorliegen.

¹³⁴ Kommissionsvorschlag KOM/2001/0281, ABIEG Nr. C 240 E vom 28.8.2001, S. 26 f.

¹³⁵ Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003, EG-ABl. L 96/16 (20).

¹³⁶ Vgl. Marktmissbrauchsrichtlinie Art. 1 Nr. 2 a.E.

Tatbestand des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 2 erfüllen, aber dennoch legitime Marktpraktiken sind. Welche Marktpraxis im Einzelfall zulässig ist, entscheidet letztlich die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Das entsprechende Verfahren zur Anerkennung einer zulässigen Marktpraxis ist inzwischen detailliert in den §§ 7 ff. Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung geregelt. Die Bundesanstalt kann bestimmte Praktiken auch im Nachhinein anerkennen, tut sie dies jedoch nicht, trägt der Marktteilnehmer das Risiko, dass er den Tatbestand des § 20a Abs.1 Nr. 2 WpHG verwirklicht.¹³⁷ Kein Risiko besteht dagegen bei Rückkaufprogrammen oder Stabilisierungsmaßnahmen im Sinne des § 20a Abs. 3 WpHG. Soweit diese Maßnahmen in Einklang mit der EGDurchführungsverordnung Nr. 2237/2003¹³⁸ erfolgen, stellen sie in keinem Fall ein Verstoß gegen das Manipulationsverbot dar.

Schließlich untersagt § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG Manipulationen durch sonstige Täuschungshandlung. Diese Regelung sollte nach altem Recht keineswegs ein Auffangtatbestand sein, da sie vor allem die handelsgestützten Manipulationen umfasste.¹³⁹ Mit der Aufnahme der handelsgestützten Manipulationen in § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist den sonstigen Täuschungshandlungen eine ausschließliche Auffangfunktion jedoch nicht mehr zu nehmen. Das ergibt sich auch aus der Definition in § 4 Abs. 1 MaKonV, die offensichtlich allgemein gehalten ist, um weitere Handlungsalternativen zu erfassen. In Frage kommen Maßnahmen, die auf den inneren Wert eines Finanzinstruments abzielen¹⁴⁰ oder auch das Ausstreuen von Gerüchten, die als unverbürgte Nachrichten nicht zu den Angaben im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG gehören sollen.¹⁴¹ Die Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung nennt als Beispiele für sonstige Täuschungshandlungen die Weitergabe unrichtiger oder irreführender Informationen, das Erstellen oder Weitergeben fehlerhafter oder nicht objektiver Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen.¹⁴² Außerdem führt sie geschäftliche Handlungen auf, die der Verknappung eines bestimmten Finanzinstrumentes und somit der Erlangung einer marktbeherrschenden Stellung dienen und nennt das so genannte *frontrunning*. Bei Letzterem macht der Manipulator durchaus ernst gemeinte Empfehlungen der Öffentlichkeit zugänglich, nicht ohne aber selbst über das

¹³⁷ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 37; kritisch zur hinreichenden Bestimmtheit Meyer, AG 2004, S. 289 (295); Spindler, NJW 2004, S. 3450 (3453).

¹³⁸ EG-Abl. Nr. L 336 vom 23.12.2003 S. 0033 – 0038 (Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen).

¹³⁹ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG, § 20a Rn. 87.

¹⁴⁰ dazu Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 20a Rn. 26.

¹⁴¹ RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 90.

¹⁴² Vgl. § 4 Abs. 2 und 3 MaKonV.

betreffende Papier zu verfügen, wobei der Interessenkonflikt nicht offenbart wird.

cc) **Objektive Eignung zur Preiseinwirkung statt Einwirkungsabsicht**

Die Manipulationshandlung muss objektiv geeignet sein, auf den Preis eines Finanzinstruments einzuwirken. Gegenstand der Einwirkung in den Handlungsalternativen des § 20a Abs. 1 Nr. 1 und 3 WpHG sind entweder der inländische Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder der Preis eines Finanzinstruments auf einem organisierten Markt in der EU bzw. im EWiR.¹⁴³ Handelsgestützte Maßnahmen müssen sich dagegen zur Herbeiführung falscher oder irreführender Signale für das Angebot, die Nachfrage bzw. den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten oder zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus eignen. Eine solche Eignung ist beim Vortäuschen von Umsätzen oder beim Abschluss fiktiver Geschäfte ohne weiteres zu bejahen. Gleiches gilt für Geschäfte, die zu einer Verknappung des Wertes führen oder die gezielt kurz vor der Feststellung von Einheits- oder Schlusskursen getätigt werden.

Endgültig verabschiedet hat sich der Gesetzgeber von der Voraussetzung der Einwirkungsabsicht. Unter dem Eindruck erheblicher Beweisschwierigkeiten, welche die in § 88 BörsG a.F. geforderte Einwirkungsabsicht mit sich brachte, war man schon früher geneigt, vollständig auf dieses Tatbestandsmerkmal zu verzichten.¹⁴⁴ Angesichts der Unsicherheiten, die im Zusammenhang mit Manipulationen durch tatsächliche Handelsaktivitäten bestanden, war ein solcher Verzicht jedoch umstritten.¹⁴⁵ Die endgültige Fassung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes hatte schließlich noch die Bedenken hinsichtlich der Abgrenzung von erlaubtem Handel und handelsgestützten Manipulationen berücksichtigt, und für die Manipulation durch sonstige Täuschungshandlungen nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a.F. Einwirkungsabsicht vorausgesetzt. Mit der dem AnSVG zugrunde liegenden europäischen Richtlinie, die für den Manipulationstatbestand nur noch eine objektive Eignung im obigen Sinne vorgab, war das Erfordernis einer Einwirkungsabsicht nicht mehr zu vereinbaren.

c) **Zivilrechtliche Haftung des Manipulators**

aa) **§§ 37b, 37c WpHG**

Die Haftung nach §§ 37b, 37c WpHG wird zutreffend dem Deliktsrecht zuge-

¹⁴³ ausführlich zur Preiseinwirkung siehe Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG, § 20a Rn. 70 ff.

¹⁴⁴ RegE zum 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 27.

¹⁴⁵ Lenzen, ZBB 2002, S. 279 (284) m.w.Nachw.

ordnet.¹⁴⁶ Beide Vorschriften gewähren Anlegern erstmals Ansprüche gegen Emittenten gelisteter Finanzinstrumente, soweit sie grob fahrlässig oder vorsätzlich gegen die in § 15 WpHG statuierten Informationspflichten verstoßen haben. § 37b WpHG knüpft an das Unterlassen einer Ad-hoc-Mitteilung an, § 37c WpHG räumt Geschädigten einen Ersatzanspruch ein, wenn der Emittent eine falsche Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht.

(1) Haftung für informationsgestützte Manipulationen

Die beiden in §§ 37 b, 37c WpHG erfassten Verstöße gegen § 15 WpHG sind Begehungsvarianten einer informationsgestützten Marktmanipulation.¹⁴⁷ Das Unterlassen einer gesetzlich vorgeschriebenen Veröffentlichung von Insiderinformationen nach § 37b WpHG entspricht dem Unterlassungstatbestand in § 20a Abs. 1 S. 1, 2. Alt WpHG, der ein Verschweigen von bewertungserheblichen Umständen entgegen bestehender Rechtsvorschriften voraussetzt. Insidertatsachen sind in der Lage, den Preis eines Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpHG), für sie besteht daher eine Veröffentlichungspflicht (§ 15 Abs. 1 WpHG). Wer diese Informationen der Allgemeinheit vorenthält, verschweigt bewertungserhebliche Umstände, wirkt dadurch auf den Preis des Finanzinstruments ein und begeht mithin eine Preismanipulation. Einen Verstoß gegen das Manipulationsverbot begeht ebenso, wer falsche Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht.¹⁴⁸

Beide Ersatzansprüche sind durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz in das Wertpapierhandelsgesetz eingefügt worden und schließen eine empfindliche Lücke im Anlegerschutz.¹⁴⁹ Während der Hochphase des Neuen Marktes trieben verschiedene Unternehmen, deren Aktien in diesem populären Marktsegment gelistet waren, den Kurs der eigenen Papiere durch falsche oder übertriebene Ad-Hoc-Meldungen in die Höhe.¹⁵⁰ Haftungsrechtliche Konsequenzen hatten diese Manipulationen wegen der hohen Anforderungen, die das allgemeine Deliktsrecht an einen Schadensersatzanspruch knüpft, nur selten. Die Einführung spezialgesetzlicher Anspruchsgrundlagen war daraufhin im Sinne eines

¹⁴⁶ Sethe in: Assmann/Schneider, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 23; Möllers/Leisch, KölnKomm WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 13; Möllers in: Möllers/Rotters, Ad-Hoc-Publizität, §13 Rn. 12; Baums, ZHR 167 (2003), 139 (165 f.); Köndgen FS Druey, S. 791 (805f.); für eine Vertrauenshaftung Schwark/Zimmer, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 6; Veil, BKR 2005, S. 91 (92, 97); Casper, BKR 2005, S. 83 (85).

¹⁴⁷ Lenzen, ZBB 2002, S. 279 (283); Mock/Stoll/Eufinger in: KölnKomm WpHG § 20a Rn. 423.

¹⁴⁸ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG § 20a Rn. 42.

¹⁴⁹ Sethe in: Assmann/Schneider, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 5.

¹⁵⁰ Zu den Skandalen im Detail: Tilp, ZIP 2002, S. 1729

verbesserten Anlegerschutzes begrüßt worden,¹⁵¹ dennoch sind die §§ 37b, 37c WpHG nur eine Teillösung auf dem Weg hin zu einem effizienten Anlegerschutz.¹⁵²

(2) Ausschließliche Haftung des Emittenten

Einer der Hauptkritikpunkte in Bezug auf §§ 37b, 37c WpHG ist, dass sich die Ersatzansprüche ausschließlich gegen den Emittenten richten, jedoch keine persönliche Haftung der Organmitglieder vorsehen. Durch eine Haftung der Gesellschaft anstelle der verantwortlichen Organmitglieder werde der Schaden nämlich lediglich auf andere Aktionäre umgelegt.¹⁵³ Führt man diesen Gedanken radikal zu Ende, müsste man sich gänzlich gegen eine Haftung der Gesellschaft und ausschließlich für eine persönliche Haftung der Organmitglieder aussprechen. Immerhin hätte man dann den zu Recht kritisierten Widerspruch zum Kapitalerhaltungsprinzip¹⁵⁴ und zum darin enthaltenen Gläubigerschutz gelöst. Die Erfahrungen aus dem Niedergang des Neuen Marktes lehren zudem, dass Ansprüche gegen die Emittenten wegen deren Insolvenz häufig ins Leere gehen, weswegen Schadensersatzansprüche gegen die Organe womöglich mehr wert sein können als Ansprüche gegen die Gesellschaft.¹⁵⁵ Da allerdings die Vermögensschadenhaftpflichtversicherungen für Organmitglieder nicht bei grober Fahrlässigkeit oder gar Vorsatz für den Schaden eintreten,¹⁵⁶ sind auch dem haftbaren Vermögen der Organe naturgemäß Grenzen gesetzt. Für eine persönliche Außenhaftung hatten sich neben einigen Stimmen in der Literatur¹⁵⁷ auch der 64. Deutsche Juristentag¹⁵⁸ sowie die damalige Bundesjustizministerin Däubler-Gmelin stark gemacht.¹⁵⁹ Eine entsprechende und durchaus wünschenswerte Reaktion des Gesetzgebers ist jedoch ausgeblieben.¹⁶⁰

(3) Kausalität

Ein weiteres Manko teilen die §§ 37b, 37c WpHG mit anderen deliktischen An-

¹⁵¹ Fleischer, BB 2002 S. 1869; Möllers/Leisch, NZG 2003, S. 112; Rössner/Bolkart, ZIP 2002, S. 1471 (1477)

¹⁵² Baums, ZHR 167 (2003), S. 139 (146); Möllers/Leisch in KölnKomm WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 58; Engelhardt, BKR 2006, S. 443 (445).

¹⁵³ Baums, ZHR 166 (2002), S. 375 (379).

¹⁵⁴ Rieckers, BB 2002, S 1213 (1220).

¹⁵⁵ Sethe in: Assmann/Schneider, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 24.

¹⁵⁶ Spindler, DStR 2002, S. 1576 (1580).

¹⁵⁷ Spindler, DStR 2002, S. 1576 (1580); Fleischer, Gutachten zum 64. DJT, S. 99; ders. NJW 2002, S. 2977 (2979).

¹⁵⁸ Beschlüsse des 64. DJT 2002, NJW 2002, 3073, 3082, Nr. 1.11.

¹⁵⁹ FAZ v. 7.8.2002, S. 13.

¹⁶⁰ Zum Diskussionsentwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) siehe Möllers/Leisch in KölnKomm WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 60.

sprüchen: Der Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität. Erwirbt der Aktionär Aktien des Emittenten, muss seine Investitionsentscheidung auf der unwahren Information oder der Unterlassung der Veröffentlichung der Insiderinformation beruhen.¹⁶¹ Die zivilprozessualen Grundsätze geben die Richtung vor, wonach der Kläger grundsätzlich für sämtliche anspruchsbegründenden Tatsachen die Darlegungs- und Beweislast trägt.¹⁶² Im Hinblick auf die Ersatzansprüche nach §§ 37b, 37c WpHG ist allerdings streitig, ob und ggf. wem der Nachweis des Kausalzusammenhanges obliegt. Das Meinungsspektrum reicht von einer Darlegungs- und Beweislast des Anlegers¹⁶³ über verschiedene Beweiserleichterungen¹⁶⁴ bis hin zu einer Beweislastumkehr¹⁶⁵ und sogar zu einer gänzlichen Verneinung einer Nachweispflicht.¹⁶⁶

Dass es des Nachweises eines Kausalzusammenhanges zwischen Investitionsentscheidung und Informationspflichtverletzung gar nicht bedarf, ergibt sich nach einer Ansicht bereits aus der Gesetzesbegründung zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz.¹⁶⁷ Danach komme es dem Gesetzgeber bei der Anspruchsbeurteilung darauf an, dass der Anleger seine Wertpapiere „zu teuer“ gekauft oder „zu billig“ verkauft habe.¹⁶⁸ Dementsprechend müsse der Anleger nur darlegen, dass die Preisbildung fehlerhaft war. Praktisch als eine Art Automatismus ergibt sich die haftungsbegründende Kausalität durch die verfälschte Darstellung des Kurses, da Anleger üblicherweise den Preis zur Grundlage ihrer Investitionsentscheidung machen.¹⁶⁹ In der Konsequenz führt der Verzicht auf einen Nachweis der Kausalität zwischen fehlerhafter oder unterlassener Ad-hoc-Mitteilung und Investitionsentscheidung dazu, dass dieser Umstand keine dem Beweis zugängliche Tatsache mehr ist, mithin von Beklagtenseite auch nicht das Fehlen des Zusammenhanges bewiesen werden kann, wenn eine Einwirkung auf den Preis bereits feststeht. Die Auffassung tendiert wegen dieser Einschränkung zu stark in Richtung eines individuellen Anlegerschutzes. Eine derart erleichterte Beweisführung durch den Kläger ist im Hinblick auf die zivilprozessualen Beweislastregeln bedenklich.

¹⁶¹ Möllers/Leisch in KölnKomm WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 319.

¹⁶² Prütting in: MünchKomm ZPO, § 286, Rn. 111.

¹⁶³ Möllers/Leisch in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, § 14 Rn. 112 f.¹⁶⁴ Spindler, AcP 208 (2008), S. 331 (337);

¹⁶⁴ Spindler, AcP 208 (2008), S. 331 (337);

¹⁶⁵ Rössner/Bolkart, ZIP 2002, S. 1471 (1476).

¹⁶⁶ Sethe in: Assmann/Schneider, WpHG, §§ 37b, 37c Rn 83 f.; ders. EWiR 2006, S. 739 (740).

¹⁶⁷ Sethe in: Assmann/Schneider, WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 83.

¹⁶⁸ RegE zum 4. FFG, BR-Drucks. 936/01 v. 14.11.2001, S. 261.

¹⁶⁹ Schwark/Zimmer, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 90; Sethe, EWiR 2006, S. 739 (740).

Eine andere Auffassung empfiehlt eine Beweislastumkehr zugunsten des Anlegers und argumentiert hierbei mit der inhaltlichen Nähe der §§ 37b, 37c WpHG zu den §§ 44 ff. BörsG.¹⁷⁰ Für fehlerhafte Börsenprospekte hatte die Rechtsprechung wegen der Schwierigkeiten, die Anlegern beim Nachweis des Kausalzusammenhangs entstehen,¹⁷¹ zunächst eine Beweiserleichterung in Form des Anscheinsbeweises entwickelt.¹⁷² Sofern sämtliche Informationen über ein Unternehmen vor einer Neuemission im Prospekt enthalten sind, gehen die Gerichte davon aus, dass die Anlageentscheidung unmittelbar oder mittelbar auf den Prospekt zurückzuführen ist.¹⁷³ Die gesamte Berichterstattung über das Unternehmen anlässlich des Börsenganges beruhe auf Angaben des Prospekts. Der Prospekt schaffe somit eine Anlagestimmung, weswegen es auch nicht darauf kommt, ob der Anleger den Prospekt gelesen oder gekannt hat.¹⁷⁴ Mit der Neuordnung des Börsenrechts griff der Gesetzgeber diese Rechtsprechung nicht nur auf, sondern ging noch weiter und führte in § 45 Abs. 1 BörsG eine Beweislastumkehr zugunsten des Anlegers ein. Weil darüber hinaus nach § 45 Abs. 2 Nr. 4 BörsG die Möglichkeit besteht, einen unrichtigen Zulassungsprospekt durch eine Ad-hoc-Mitteilung zu korrigieren, seien die Publizitätswirkungen, die das Gesetz an Ad-hoc-Mitteilungen und Zulassungsprospekte knüpft, vergleichbar.¹⁷⁵ Daraus sei zu schließen, dass Ad-hoc-Mitteilungen ebenso wie Zulassungsprospekte eine Anlagestimmung erzeugen. Folgerichtig müsste die vom Gesetzgeber in § 45 Abs. 1 BörsG festgeschriebene Beweislastumkehr auch für das Kausalitätserfordernis bei Verstößen gegen Ad-hoc-Pflichten gelten.¹⁷⁶

Nicht ganz so weit geht die Ansicht, die mittels des Anscheinsbeweises versucht, dem Anleger aus seiner Beweisnot zu helfen. Als Grundlage dient hier die *fraud-on-the-market*-Theorie.¹⁷⁷ Ähnlich wie bei der Annahme einer Anlagestimmung wird die Kausalität zwischen Fehlinformation und Investitionsentscheidung widerlegbar vermutet, wenn der Anleger auf die Integrität der sich im Aktienkurs widerspiegelnden Informationen vertraut hat.¹⁷⁸ Die Falschinformation des Emittenten ist dann mindestens mit ursächlich für seinen Aktienerwerb.

¹⁷⁰ Rössner/Bolkart, ZIP 2002, S. 1471 (1476).

¹⁷¹ Spindler, AcP 208 (2008), S. 331 (332); Möllers/Leisch in: Möllers/Rotter, Ad-Hoc-Publizität, § 14 Rn. 111.

¹⁷² BGHZ 139, 225 (232); OLG Frankfurt, WM 1996, 1216.

¹⁷³ Unzicker, WM 2007, S. 1596 (1598).

¹⁷⁴ BGHZ 139, 225 (232); OLG Frankfurt, WM 1996, S. 1216.

¹⁷⁵ Rössner/Bolkart, ZIP 2002, S. 1471 (1476).

¹⁷⁶ Rössner/Bolkart, ZIP 2002, S. 1471 (1476).

¹⁷⁷ U.S. Supreme Court, *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988); Cox/Hillman/Langevoort, *Securities Regulation*, 4th ed. 2004, 681 ff.; Eisenberg, *Corporations and other Business Organizations*, 9th ed. 2005, 756 ff., 789.

¹⁷⁸ Findeisen/Backhaus, WM 2007, S. 100, 106; Sauer, Haftung für Falschinformationen des Sekundärmarktes, S. 72; Fleischer, DB 2004, S. 2031 (2034).

Der Emittent kann allerdings die Vermutung mittels einfachem Gegenbeweis widerlegen.

Die Rechtsprechung¹⁷⁹ und Teile der Literatur¹⁸⁰ lehnen eine Beweiserleichterung mittels Anscheinsbeweis ab. Der BGH hat diesbezüglich klargestellt, dass die von der Rechtsprechung zur Prospekthaftung nach der alten Fassung des Börsengesetzes entwickelten Grundsätze über den Anscheinsbeweis bei Vorliegen einer Anlagestimmung nicht ohne weiteres auf die Deliktshaftung in Folge von fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen übertragbar sind.¹⁸¹ Der Informationsgehalt der Ad-hoc-Mitteilung beschränke sich im Allgemeinen ausschnittartig auf wesentliche aktuelle, neue Tatsachen aus dem Unternehmensbereich, die zu meist für eine individuelle zeitnahe Entscheidung zum Kauf oder Verkauf der Aktien relevant sein können, jedoch in der Regel nicht geeignet seien, eine so genannte Anlagestimmung hervorzurufen.¹⁸² Die Darlegungs- und Beweislast für die Transaktionskausalität im Rahmen der deliktischen Haftung verbleibt somit weiterhin bei den Anlegern.

Die Entscheidung des BGH orientiert sich sehr konsequent an den Voraussetzungen des prima-facie-Beweises. Nur wenn sich unter Berücksichtigung aller unstrittigen und festgestellten Einzelumstände und besonderen Merkmale des Sachverhalts ein für die zu beweisende Tatsache nach der Lebenserfahrung typischer Geschehensablauf ergibt, darf von einer feststehenden Ursache auf einen bestimmten Erfolg oder umgekehrt geschlossen werden.¹⁸³ Die irrationalen Erwägungen, von denen sich Anleger bei ihren Investitionsentscheidungen häufig leiten lassen, erlauben nur begrenzt Rückschluss auf einen typischen Geschehensablauf. Soweit ist der Entscheidung zuzustimmen. Allerdings bleibt die Frage, wie der Anleger die Tatsache beweisen soll, dass nicht sonstige Faktoren für seine Investitionsentscheidung maßgeblich waren, sondern eben jene fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung. Tatsächlich dürfte ein solcher Beweis über die innere, nach außen nicht erkennbare Willensbildung nicht zu führen sein.¹⁸⁴ Einen Ausweg aus diesem Dilemma bietet ungeachtet der dargestellten Schwierigkeiten nur der Anscheinsbeweis. Dogmatisch kann die Kausalitätsvermutung über die *fraud-on-the-market*-Theorie bzw. über die Anlagestimmung begründet werden. Einer ausufernden Haftung wirken Haftungsbegrenzungen wie die Be-

¹⁷⁹ BGH NJW 2008, S. 76 (77) (ComROAD IV); BGHZ 160, 134 (144ff.) = NJW 2004, 2664 (Infomatec I).

¹⁸⁰ MöllersLeisch in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, § 14 Rn. 112 f.

¹⁸¹ BGH NJW 2008, S. 76 (77) mit Verweis auf BGHZ 160, 134 (144ff.) = NJW 2004, 2664.

¹⁸² BGH NJW 2008, S. 76 (77).

¹⁸³ BGH NJW 1996, 1828; 2001, 1140; 1997, 528.

¹⁸⁴ Spindler, AcP 208 (2008), S. 331 (336).

schränkung auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz entgegen.¹⁸⁵

(4) Schaden

Streitig war lange der Inhalt eines etwaigen Schadensersatzanspruchs.¹⁸⁶ Der BGH hatte sich in zwei der drei *Infomatec*-Entscheidungen auf die Erstattung des gezahlten Kaufpreises gegen Übertragung der erworbenen Aktien festgelegt.¹⁸⁷ Inzwischen ist jedoch nach einhelliger Meinung auch der Kursdifferenzschaden ersatzfähig.¹⁸⁸ Der Anleger kann danach auswählen, ob er gemäß § 249 BGB den von ihm gezahlten Kaufpreis gegen Herausgabe der Aktien erstattet bekommen will oder stattdessen die Differenz zwischen dem bezahlten bzw. erlösten Preis und dem Preis, der ohne Informationspflichtverletzung zum Transaktionszeitpunkt gezahlt bzw. erlöst worden wäre, herausverlangt.¹⁸⁹

bb) § 826 BGB

Kurs- und Marktpreismanipulationen können zudem Ansprüche auf Schadensersatz wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung auslösen.¹⁹⁰ Auf der Grundlage von § 826 BGB hatte der BGH Anlegern bereits vor Anwendbarkeit der §§ 37b, 37c, 20a WpHG Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen zugestanden und die entsprechenden Voraussetzungen konkretisiert.¹⁹¹ Mit Blick auf die unterschiedlichen Begehungsvarianten einer Marktmanipulation sowie den in Frage kommenden Täterkreis bietet § 826 BGB erweiterte Möglichkeiten: Während §§ 37b, 37c WpHG lediglich einen Anspruch gegen den Emittenten begründen, ermöglicht § 826 BGB einen Durchgriff auf Vorstandsmitglieder¹⁹² und mittels § 31 BGB auch eine gesamtschuldnerische Haftung des Unternehmens.¹⁹³ Darüber hinaus erfasst die Vorschrift Manipulationen Dritter sowie informationsgestützte und sonstige Manipulationshandlungen. Schließlich können sich nicht nur Anleger auf § 826

¹⁸⁵ Spindler, AcP 208 (2008), S. 331 (337).

¹⁸⁶ Zum damaligen Meinungsstand Möllers/Leisch, BKR 2002 S. 1071.

¹⁸⁷ BGH NJW 2004, S. 2971 (2972); BGH NJW 2004, S. 2668 (2669); in der dritten *Infomatec*-Entscheidung obsiegte der Beklagte, auf den Inhalt eines Schadensersatzanspruches kam es mithin nicht an (BGH NJW 2004 S. 2664); ebenso Möllers/Leisch, WM 2001, S. 1648 (1655 f.)

¹⁸⁸ „EM.TV“ BGH, NJW 2005, S. 2450 (2453f.); Fleischer, BB 2002, S. 1869 (1872); ders. DB 2004 S. 1928 (2035); Möllers, NZG 2008 S. 413 (414); Fuchs/Dünn, BKR 2002, 1063 (1069); Rützel, AG 2003, 69 (76f.), Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. §§ 37b, 37c Rn. 60ff.

¹⁸⁹ BGH, NJW 2005, S. 2450 (2452f.)

¹⁹⁰ Ekkenga, ZIP 2004 S. 781 (783);

¹⁹¹ „*Infomatec*“ BGH Urteil v. 19.7.2004 - II ZR 402/02 = BGHZ 160, 149 = DB 2004 S. 1931 = NJW 2004, S. 2971; BGH Urteil v. 19. 7. 2004 - II ZR 218/03 = BGHZ 160, 134 = DB 2004, 1928 = NJW 2004, 2664.

¹⁹² Baums, ZHR 167 (2003), S. 139 (171); Spindler in: BeckOK BGB § 826 Rn. 71; Wagner in: MünchKomm BGB. § 826 Rn. 73.

¹⁹³ „EM.TV“ BGH NJW S. 2450.

BGB berufen, die aufgrund der Manipulation Aktien gekauft oder verkauft haben, sondern auch solche, die ihre Finanzinstrumente wegen der Manipulation gehalten haben.

(1) Sittenwidrigkeit und Vorsatz

Herausragende Bedeutung innerhalb des Tatbestandes des § 826 BGB haben das Merkmal der Sittenwidrigkeit sowie das Vorsatzerfordernis. Der BGH sah im Fall *Infomatec* die Verwerflichkeit bereits durch die direkt vorsätzliche unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch eine grob unrichtige Ad-hoc-Mitteilung indiziert.¹⁹⁴ Darin erkannte das Gericht einen Verstoß gegen die Mindestanforderungen im Rechtsverkehr auf dem Kapitalmarkt.¹⁹⁵ Darüber hinaus kann sich die besondere Verwerflichkeit auch aus dem verfolgten Ziel ergeben. Der BGH rügt in diesem Zusammenhang ausdrücklich die von den Beklagten verfolgten eigenen Zwecke. Die Beklagten hielten selbst beträchtliche Aktienpakete des Emittenten und profitierten somit von den Kurssteigerungen.¹⁹⁶ Letzteres spielte im betreffenden Verfahren zwar keine Rolle mehr, da bereits die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung für sich allein die Sittenwidrigkeit begründete.¹⁹⁷ Mit Blick auf die anderen Tatbestandsvarianten der Kurs- und Marktpreismanipulation ist dieser Aspekt jedoch von Bedeutung.

Hinsichtlich des notwendigen Eventualvorsatzes kommt es darauf an, dass sich der Schädiger die Richtung vorstellen kann, in die sich sein Verhalten zum Schaden anderer auswirkt und die Art des möglicherweise eintretenden Schadens billigend in Kauf nimmt.¹⁹⁸ Der Nachweis der Schädigungsabsicht ist unter Umständen schwierig und – da es sich um eine innere Tatsache handelt – bisweilen unmöglich.¹⁹⁹ Bei der Veröffentlichung falscher Ad-hoc-Mitteilungen durch die Organe des Emittenten ist Eventualvorsatz jedoch evident, weil die Verursacher die Marktmechanismen genau kennen.²⁰⁰

Der Anspruch auf Schadensersatz aus vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung richtet sich gegen jedermann und ist nicht auf die Verbreitung falscher Ad-hoc-

¹⁹⁴ BGH NJW 2004, S. 2971 (2973).

¹⁹⁵ BGH aaO.

¹⁹⁶ BGH aaO.

¹⁹⁷ BGH aaO; „Comroad“ OLG München NZG 2005, 679; zweideutig OLG München NZG 2005 S. 518, das im Zusammenhang mit der Sittenwidrigkeit auch die Bereicherungsabsicht des Bekl. erwähnt; a.A. Fleischer DB 2004 S. 2031 (2034), der Sittenwidrigkeit annimmt, wenn zur wissentlichen Falschmitteilung die Förderung eigener Interessen hinzukommt.

¹⁹⁸ BGH NJW 1991 S. 634 (636); NJW 1989 S. 3277 (3279).

¹⁹⁹ „Infomatec II“ OLG München AG 2003 S. 106 (107).

²⁰⁰ Fleischer, DB 2004 S. 2031 (2034).

Mitteilungen beschränkt. Allerdings ist hinsichtlich jeder Begehungsvariante der Marktmanipulation zu prüfen, ob auch Sittenwidrigkeit besteht. Unproblematisch sind diejenigen Fälle, in denen Organmitglieder jenseits der Ad-Hoc-Publizitätspflicht bewusst unrichtige oder irreführende Angaben verbreiten. Dann ist ebenso wie bei der wissentlichen Veröffentlichung falscher Ad-hoc-Mitteilungen von einer sittenwidrigen Schädigung auszugehen.

Ob die von Dritten verbreiteten Fehlinformationen einen ähnlichen Stellenwert im Markt haben wie Ad-hoc-Mitteilungen des Emittenten, ist fraglich. Gleichwohl dürfte das bei Ad-hoc-Mitteilungen anderer Marktteilnehmer ohne weiteres zu bejahen sein. Gleiches gilt für Informationen, die von Analysten oder Journalisten gezielt in den Markt eingeführt werden, um die Kurse zu beeinflussen. Aber auch die unprofessionelle oder gar dilettantische Verbreitung von Falschinformationen etwa durch Internet-Foren oder per Spam-Mails wird regelmäßig eine Haftung nach § 826 BGB begründen. Zwar verstößt der Manipulator hier nicht auch noch gegen die Ad-Hoc-Pflicht, sondern „nur“ gegen das Manipulationsverbot, aber auch die Einhaltung des Manipulationsverbotes muss man als eine „Mindestanforderung im Rechtsverkehr auf dem Kapitalmarkt“ einordnen. Denn anders als etwa beim bloßen Ausnutzen von Insiderinformationen kommt bei der Kurs- und Marktpreismanipulation eine aktive und durchweg verwerfliche Täuschungshandlung des Manipulators hinzu. Demzufolge ist bei Manipulationen durch Außenstehende das Merkmal der Sittenwidrigkeit ebenso erfüllt, wie bei der gezielten Veröffentlichung fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen durch Organe des Emittenten. Auch hier muss der Kläger aber darlegen und beweisen, dass der Beklagte Kursverluste der Anleger als Folge seines manipulativen Verhaltens gewollt oder zumindest billigend in Kauf genommen hat.²⁰¹

Auch bei handelsgestützten Manipulationshandlungen wird zu Recht Sittenwidrigkeit bejaht, wenn die Geschäfte ausschließlich darauf abzielen, falsche oder irreführende Signale oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen.²⁰² Im Falle von sonstigen Manipulationshandlungen sollen dagegen erhöhte Anforderungen an die Sittenwidrigkeit zu stellen sein, weil die sonstigen Manipulationshandlungen qualitativ meistens hinter der Kundgabe grob unrichtiger Ad-hoc-Mitteilungen zurückbleiben.²⁰³ Dem ist zuzustimmen. Bestimmte sonstige Täuschungshandlungen müssen nicht einmal mehr einen kommunikativen

²⁰¹ Ekkenga, ZIP 2004 S. 781 (784).

²⁰² Mock/Stoll/Eufinger in: MünchKomm WpHG, § 20a Rn 439.

²⁰³ Mock/Stoll/Eufinger in: MünchKomm WpHG, § 20a Rn 440.

ven Erklärungswert haben.²⁰⁴ Es genügt bereits, dass bei einem verständigen Anleger Fehlvorstellungen über Angebot und Nachfrage in Bezug auf ein Finanzinstrument entstehen.²⁰⁵ Hierin bereits Sittenwidrigkeit zu erblicken, schießt über das Ziel hinaus. Ebenso kann das Erlangen einer marktbeherrschenden Stellung (etwa in Bezug auf eine gelistete Aktie) ohne weiteres eine Marktmanipulation begründen, wenn dadurch nicht mehr marktgerechte Handelsbedingungen geschaffen werden.²⁰⁶ Allein daraus lässt sich jedoch ebenfalls noch keine Sittenwidrigkeit ableiten. Vielmehr muss hier zusätzlich auf den angestrebten Zweck, den der Schädiger mit der sonstigen Manipulationshandlung verfolgt, abgestellt werden. Nur wenn hier durch die sonstige Manipulationshandlung eigene Vorteile angestrebt werden und hinsichtlich des Schadens mindestens Eventualvorsatz besteht, wird man eine besondere Verwerflichkeit annehmen können.

(2) Kausalität

Die im Zusammenhang mit §§ 37b, 37c WpHG bestehenden Probleme beim Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität gelten auch uneingeschränkt für Ansprüche aus sittenwidriger vorsätzlicher Schädigung. Es ist nicht zu erwarten, dass die Rechtsprechung von ihrer bisherigen restriktiven Linie abweichen wird, die sie im Zusammenhang mit der Haftung fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen eingeschlagen hat.²⁰⁷ Bezogen auf die anderen Manipulationshandlungen wird sie vom geschädigten Anleger erwarten, dass er den Kausalzusammenhang zwischen Manipulationshandlung und Anlageentscheidung darlegt und beweist. Im Sinne eines effektiven Anlegerschutzes sind derlei Anforderungen hingegen nicht. Gerade bei handelsgestützten und sonstigen Manipulationen ist der Erklärungswert mitunter sehr gering. Anleger, die darlegen, sie hätten wegen des vorgetauschten Umsatzes die Finanzinstrumente erworben, werden besondere Schwierigkeiten haben, diesen Entschluss zu beweisen. Allein der Verweis auf die Umsätze an dem betreffenden Datum dürften dabei kaum genügen, das Gericht zu überzeugen. Orientiert man sich an der verstrichenen Zeit zwischen Täuschungshandlung und Anlageentscheidung,²⁰⁸ wird man bei handelsgestützten Manipulationen nur eine sehr kurze Spanne als Indiz für die haftungsbe-

²⁰⁴ Bisson/Kunz, BKR 2005 S. 186 (188).

²⁰⁵ § 4 Abs. 1 MaKonV

²⁰⁶ § 4 Abs. 3 Nr. 1 MaKonV

²⁰⁷ BGHZ 160, 149 = NJW 2004, S. 2971; BGH, NZG 2004, S. 811 = NJW 2004, 2668; BGHZ 160, 134 = NJW 2004, S. 2664; BGH, NZG 2005, S. 672 = NJW 2005, S. 2450; BGH, NZG 2007, S. 269; BGH, NZG 2007, S. 345; BGH NZG 2007, S. 346.

²⁰⁸ Fleischer, DB 2004 S. 2031 (2034).

gründende Kausalität werten dürfen. Anders als Ad-Hoc-Mitteilungen, die für den Kurs der Finanzinstrumente langfristig von Bedeutung sein können, werden Kursbewegungen immer nur ein Abbild des Augenblicks darstellen. Ein Erwerb oder Verkauf der Finanzinstrumente am Tag der Kursmanipulation kann daher noch auf einen Kausalzusammenhang hindeuten, späterer Handel des Anlegers lässt einen solchen Schluss dagegen nicht mehr zu.

(3) Schaden

Hinsichtlich der Schadensproblematik ist auf die Ausführungen zu den Ansprüchen aus §§ 37b, 37c WpHG zu verweisen.²⁰⁹ Eine Übertragung der Aktien auf den Manipulator gegen Herausgabe des Kaufpreises oder gar die Wiederbeschaffung täuschungsbedingt verkaufter Finanzinstrumente erscheint wenig pragmatisch. Auch in den sonstigen Fällen der Marktmanipulation bietet sich deswegen die Zahlung des Differenzschadens an.

cc) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG

Ob § 823 Abs. 2 i.V.m. § 20a WpHG eine Anspruchsgrundlage für Geschädigte einer Kurs- bzw. Marktpreismanipulation ist, hängt vor allem davon ab, ob man § 20a WpHG Schutzgesetz anerkennt. Die Zurückhaltung des Gesetzgebers diesbezüglich in der Begründung zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz stieß auf wenig Verständnis.²¹⁰ Äußerungen über eine entsprechende Zielrichtung der Norm, mit denen sich in Verbindung mit § 823 Abs. 2 BGB zweifelsfrei ein zivilrechtlicher Schadensersatzanspruch konstruieren ließe, fehlen. Die daraufhin entbrannte Diskussion ist mittlerweile in eine Sackgasse geraten.²¹¹ Die Befürworter und Gegner eines Individualschutzes per § 823 Abs. 2 BGB verharren auf ihren Standpunkten. Die bisher spärlichen Entscheidungen der Instanzengerichte zu § 20a WpHG lehnen, ebenso wie zu § 88 BörsG a.F.,²¹² einen Schutzgesetzcharakter ab.²¹³

Die Frage nach der Schutzgesetzeigenschaft des § 20a WpHG hängt maßgeblich davon ab, wie man dessen Zweck beurteilt. Ein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB liegt dann vor, wenn eine Norm nicht allein dem Schutz der Allgemeinheit dient, sondern auch einen schadensersatzrechtlichen Schutz des einzelnen durch den Normverstoß Betroffenen bezweckt oder wenigstens

²⁰⁹ Siehe S. 35

²¹⁰ Fleischer, NJW 2002, S. 2977 (2979); Lenzen, FB 2001, S. 603 (608).

²¹¹ Ekkenga, ZIP 2004, S. 781 (784).

²¹² BVerfG ZIP 2002, 1986, 1988; BGH WM 2004, 1726 (1727); OLG München AG 2003, 106 (107).

²¹³ LG Berlin Beschl. vom 20.05.2008, Az. 514 AR 1/07, WM 2008, 1470 (1472);

mitbezweckt.²¹⁴ Das Schutzgesetz ist demnach eine Norm, die nach Zweck und Inhalt mindestens auch auf den Schutz von Individualinteressen vor einer näher bestimmten Art ihrer Verletzung ausgerichtet ist, wobei es nicht ausreichend ist, dass der Individualschutz durch Befolgung der Norm als ihr Rechtsreflex objektiv erreicht werden kann; er muss vielmehr im Aufgabenbereich der Norm liegen.²¹⁵ Es genügt aber, dass der Individualschutz eines der gesetzgeberischen Anliegen der Norm ist, selbst wenn auf die Allgemeinheit gerichtete Zwecke im Vordergrund stehen.²¹⁶ Der Gesetzgeber hat in der Entwurfsbegründung zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz einerseits klargestellt, dass der Gesetzesentwurf auf eine Stärkung des Anlegerschutzes abzielt.²¹⁷ Andererseits soll insbesondere § 20a WpHG die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte schützen.²¹⁸ Die Ambivalenz dieser Äußerungen führte dazu, dass sich Befürworter und Gegner der Schutzgesetzeseigenschaft gleichermaßen bestätigt sahen.

Die Befürworter begründen die Schutzgesetzqualität des § 20a WpHG anhand einer teleologischen Auslegung der Vorschrift. Danach soll das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation gerade den Anleger davor schützen, über sein Vermögen unmanipuliert verfügen zu können und sei daher individual-schützend.²¹⁹ Zudem dient der Wortlaut der Gesetzesbegründung zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz²²⁰ als Argument: Anders als noch im Entwurf zum Zweiten Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität²²¹ bezwecke § 20a WpHG nicht wie § 88 BörsG nur "mittelbar den Schutz des Kapitalanlegers".²²² Durch das hervorgehobene Ziel des Anlegerschutzes gehe es nicht mehr nur um den Schutz der "Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung", sondern darum, den einzelnen Anleger vor der Unrichtigkeit und Unvollständigkeit von Informationen über eine Anlage zu schützen.²²³

Dieser Auffassung stehen jedoch eine Reihe gewichtiger Argumente entgegen. Zunächst kann auch hier der Wortlaut der Gesetzesbegründung zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz ins Feld geführt werden. Der Gesetzgeber erwähnt an keiner Stelle, dass eine Schutzgesetzfunktion des § 20a WpHG beabsichtigt

²¹⁴ BGH NJW 1966, 2014; NJW 1980, 1792; NJW 1982, 2780 (2781); NJW 1987, 1818.

²¹⁵ Mertens in: MünchKomm BGB, 3. Auflage, § 823 Rn. 162.

²¹⁶ Mertens aaO

²¹⁷ RegE. zum 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 1.

²¹⁸ RegE zum 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 89.

²¹⁹ Mock/Stoll/Eufinger in KölnKomm WpHG, § 20a Rn. 429; Altenhain, BB 2002, 1874 (1875); Leisch, ZIP 2004, 1573 (1578)

²²⁰ BGBl. I 2002, S. 2010.

²²¹ BGBl. 1986 I, 721, 725.

²²² BT-Drucks. 10/318, S. 46.

²²³ Altenhain, BB 2002, S. 1874 (1875)

ist. Da die Norm aber als Nachfolgevorschrift des § 88 BörsG a.F. konzipiert ist, hätte man erwarten dürfen, dass der Gesetzgeber einen so erheblichen Kurswechsel wie die Änderung der Schutzfunktion explizit erwähnt. Der Umstand, dass er sich nicht ausdrücklich zur Schutzgesetzqualität des § 20a WpHG äußert,²²⁴ lässt darauf schließen, dass die Vorschrift nach wie vor als ein überindividueller Schutz der Funktionsfähigkeit der Märkte gedacht ist.²²⁵

In zweierlei Hinsicht sprechen auch die durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz eingeführten Schadensersatzansprüche im siebten Abschnitt des Wertpapierhandelsgesetzes gegen eine Schutzgesetzqualität des § 20a WpHG. Sowohl § 37b WpHG, als auch § 37c WpHG beschreiben spezielle Varianten der Marktpreismanipulation.²²⁶ Hätte der Gesetzgeber gewollt, dass die widerrechtliche Einflussnahme auf Kurse und Preise ganz allgemein einen Schadensersatzanspruch auslöst, dürften entweder die Begehungsvarianten der §§ 37b, 37c WpHG nicht gesondert aufgeführt werden, oder aber es müssten eigenständige Anspruchsgrundlagen für sämtliche Varianten der Kurs- und Marktpreismanipulation bestehen. Hinzu kommt, dass die Einführung der §§ 37b, 37c WpHG mit dem bis dahin unzureichenden Schutz für die Anleger begründet wird.²²⁷ Im Umkehrschluss kann das nur bedeuten, dass in allen anderen Fällen der Irreführung oder Täuschung, Investoren durch die (überindividuelle) Verbotsnorm des § 20a WpHG als ausreichend geschützt angesehen werden.

Ob die Bejahung der Schutzgesetzeigenschaft auch zu Ungereimtheiten im haftungsrechtlichen Gesamtsystem führt,²²⁸ hängt davon ab, welchen Verschuldensmaßstab man für die Verwirklichung des Manipulationstatbestandes anwendet. Im Fall des § 20a WpHG ist das schwierig, da die Norm zwar allgemein ein bestimmtes Verhalten verbietet (nämlich Handlungen, die geeignet sind, auf den Preis eines Finanzinstruments einzuwirken), jedoch keine Anforderungen an die Pflichtwidrigkeit stellt. Die subjektiven Voraussetzungen legt erst § 39 WpHG fest. Demnach genügt bei informationsgestützten Täuschungshandlungen eine leichtfertige Begehungsweise, während handelsgestützte Manipulationen bzw. sonstige Täuschungshandlungen Vorsatz voraussetzen. Bezogen auf etwaige zivilrechtliche Ansprüche gilt dann Folgendes: Kann ein Schutzgesetz vorsätzlich und fahrlässig verletzt werden, während die besondere Sanktion

²²⁴ Daraus wohl ein Indiz für die Schutzgesetzqualität von § 20a WpHG ableitend Mock/Stoll/Eufinger in KölnKomm WpHG, § 20a Rn. 427

²²⁵ Fleischer, DB 2004, S. 2031 (2032f.)

²²⁶ Siehe oben S. 30.

²²⁷ RegE zum 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 93.

²²⁸ Fleischer, DB 2004, S. 2031 (2033).

(Bußgeld) nur bei Vorsatz (bzw. hier auch bei grober Fahrlässigkeit, siehe § 39 Abs. 2 Nr. 11 i.V. mit § 21 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) droht, haftet der Täter bereits auf Schadensersatz, wenn er den Tatbestand nur fahrlässig begeht.²²⁹ Würde man § 20a WpHG als Schutzgesetz anerkennen, ergäben sich Schadensersatzansprüche mithin schon bei einer leicht fahrlässigen Manipulation. Dagegen knüpfen §§ 37b, 37c WpHG die Rechtsfolge Schadensersatz für verspätete oder fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen ausdrücklich an grob fahrlässiges Verhalten oder Vorsatz. Ein solches Ergebnis wäre in der Tat schwer zu begründen und passt nicht in das haftungsrechtliche System des Gesetzes.

Eine Qualifizierung des § 20a WpHG als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB muss letztlich mit der herrschenden Meinung²³⁰ abgelehnt werden. Die in dieser Hinsicht nicht zu leugnende Zurückhaltung des deutschen wie europäischen Gesetzgebers kann nicht zugunsten einer Schutzgesetzqualität der Norm umgedeutet werden. Die Vorschrift in ihrer aktuellen Fassung, sowie die haftungsrechtliche Systematik, in die sie vom Gesetzgeber eingebettet wurde, lassen eine entsprechende Qualifizierung im Sinne der Anleger nicht zu. Aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a WpHG lässt sich somit weniger denn je ein zivilrechtlicher Anspruch für Opfer einer Marktmanipulation konstruieren.

B. Die Notwendigkeit staatlicher Überwachung

Die klassische Staatsaufgabe der Wirtschaftsüberwachung versteht sich als Korrelat der Wirtschaftsfreiheit.²³¹ Je offener und freiheitlicher eine Wirtschaftsordnung ausgestaltet ist, umso eher müssen Wirtschaftsgesetzgebung und Wirtschaftsverwaltung in der Lage sein, das Wirtschaftsgeschehen mit den Mitteln des Polizei- und Ordnungsrechts zu kontrollieren, um von der wirtschaftlichen Betätigung ausgehende Schäden und Gefahren abzuwenden.²³² Vorrangige Aufgabe der Wirtschaftsüberwachung ist es daher, das Wirtschaftsverwaltungsrecht durchzusetzen, also insbesondere dafür Rechnung zu tragen, dass dessen Bestimmungen eingehalten und Maßnahmen der Wirtschaftsverwaltungsbehörden befolgt werden.²³³

Mit dem damaligen Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel schuf der Gesetzgeber 1995 erstmals eine Verwaltungsbehörde, deren vorrangiges Ziel die

²²⁹ Deutsch/Ahrens, Deliktsrecht, § 15 Rn. 224; Wagner in: MünchKomm BGB, 4. Aufl. § 823 Rn. 46;

²³⁰ BGH WM 2004, 1726; Spindler, WM 2004 S. 2089 (2091); Schwark, FS Kümpel, 2003, S. 485 (498 f.); Schwark, § 20a WpHG Rn. 5.

²³¹ ausführlich dazu Schuppert, DÖV 1998, S. 831 f.

²³² Stober, Allg. Wirtschaftsverwaltungsrecht, S. 258.

²³³ Stober, Allg. Wirtschaftsverwaltungsrecht, S. 258.

Überwachung der nationalen Kapitalmärkte ist. Dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht seit 1. Juli 2002 zudem für die Durchsetzung des Manipulationsverbotes zuständig ist, macht deutlich, wie wichtig eine effektive Überwachung für den Erfolg staatlicher Regelungen ist. Der Gesetzgeber hat sowohl das Zweite als auch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz mit der Funktions- bzw. Wettbewerbsfähigkeit der Finanzmärkte und einem verbesserten Anlegerschutz gerechtfertigt und damit keine Zweifel daran gelassen, welche Gefahren für die Wirtschaftsordnung von marktmissbräuchlichem Verhalten ausgehen und folglich eine Überwachung durch den Staat erforderlich machen.²³⁴

I. Aufsicht und Überwachung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes

Mit dem Begriff der Überwachung beschreibt das Wertpapierhandelsgesetz die eigentliche Tätigkeit der Bundesanstalt bei der Bekämpfung von Marktmissbrauch. Nach § 4 Abs. 2 WpHG hat die Bundesanstalt die Einhaltung der Verbote und Gebote des Wertpapierhandelsgesetzes zu überwachen. Demgegenüber legt § 4 Abs. 1 WpHG ganz allgemein fest, dass es die Aufsicht ist, die von der Bundesanstalt nach den Vorschriften dieses Gesetzes ausgeübt werden soll. Die Verwendung beider Begriffe im selben Zusammenhang ist zwar problematisch, aber nicht unüblich, weil das Wirtschaftsverwaltungsrecht gerade diesbezüglich in einer Tradition fehlender begrifflicher Klarheit steht.²³⁵

Konkret ergeben sich Unstimmigkeiten in zweierlei Hinsicht: Zunächst irritiert die Verwendung des Begriffs der Aufsicht in einem gewerbepolizeilichen Zusammenhang. Unter Aufsicht wird im Allgemeinen die staatsinterne Kontrolle über behördliches Tätigwerden verstanden, während Überwachung nur gegenüber solchen Subjekten möglich ist, die eine gesellschaftliche und individuelle Freiheit vom Staat aufweisen.²³⁶ Eine Beaufsichtigung im Sinne einer verwaltungsinternen Kontrolle scheitert jedoch schon daran, dass es keine der Bundesanstalt nachgeordnete Behörde gibt.

Das zweite Problem liegt in der widersprüchlichen Definition des Überwachungsbegriffs. Bei unvoreingenommener Betrachtung stellt § 4 Abs. 2 WpHG klar, dass es ausschließlich Aufgabe der Bundesanstalt ist, unter anderem den Handel mit Insiderpapieren bzw. das Manipulationsverbot zu überwachen.²³⁷

²³⁴ Vgl. RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 1; RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 1.

²³⁵ Schliesky, Öffentliches Wirtschaftsrecht, S. 111.

²³⁶ Schliesky, Öffentliches Wirtschaftsrecht, S. 111; Stober, Allg. Wirtschaftsverwaltungsrecht, S. 304.

²³⁷ ursprünglich §§ 16 I, 20b I WpHG a.F.

Damit wird zunächst nur die Zuständigkeit der Behörde begründet. Legt man ferner den verwaltungsrechtlichen Überwachungsbegriff zugrunde, so fallen darunter neben der Auswertung allgemeiner Informationen auch die Maßnahmen der Eingriffsverwaltung, die im konkreten Einzelfall der Informationsbeschaffung dienen.²³⁸ Diese Maßnahmen werden folgerichtig im weiteren Verlauf von § 4 WpHG aufgeführt. Einer Verwendung des Überwachungsbegriffes in diesem verwaltungsrechtlichen Sinne widerspricht jedoch die Entwurfsbegründung zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz. Darin ging man offensichtlich von einem Überwachungsbegriff aus, der sich wie im allgemeinen Sprachgebrauch auf eine Kontrolle durch ständiges Beobachten beschränkt und weitergehende Maßnahmen ausschließt.²³⁹ Danach bestünde die Überwachungstätigkeit der Behörde darin, Informationen auszuwerten, die ihr aufgrund bestehender Pflichten mitzuteilen sind, freiwillig mitgeteilt werden oder die allgemein zugänglich sind. Auskünfte oder die Vorlage von Unterlagen, die auf eine weitergehende Informationsbeschaffung im konkreten Einzelfall ausgerichtet sind, werden im weiteren Verlauf der Gesetzesbegründung nur schlicht als Maßnahmen bezeichnet, die der Bundesanstalt aufgrund der aus der Überwachung gewonnenen Erkenntnisse zur Verfügung stehen.²⁴⁰

Ein derart restriktiver Überwachungsbegriff lässt sich aus dem Gesetz aber nicht ableiten. Vielmehr lässt die Anordnung des § 4 Abs. 3 WpHG darauf schließen, dass es sich bei den Auskunfts- und Nachschaurechten seitens der Behörde nicht um Maßnahmen handelt, die über eine Überwachung hinausgehen, sondern dass es sich vielmehr um die eigentliche Überwachung handelt. Ganz konkrete Eingriffe zur Erlangung von Individualinformationen wie sie der Bundesanstalt gemäß § 4 Abs. 3 und 4 WpHG zustehen, gehören daher ebenso zu einer Überwachung im Sinne des Gesetzes wie die routinemäßige Auswertung der Meldungen nach § 9 WpHG. Im Interesse einer einheitlichen Begriffsbezeichnung ist demzufolge von einem verwaltungsrechtlichen Überwachungsbegriff auszugehen, der neben der ständigen Kontrolle bestehender Informationspflichten sowie der Kenntnisnahme zugeführter und allgemein zugänglicher Informationen auch solche Instrumente beinhaltet, die im konkreten Einzelfall die weitere Aufklärung bereits verdächtiger Sachverhalte bezwecken.²⁴¹

Eine dogmatisch sinnvolle Abgrenzung der Begriffe „Aufsicht“ und „Überwa-

²³⁸ Jarass, *Wirtschaftsverwaltungsrecht*, S. 183 ff.

²³⁹ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 49.

²⁴⁰ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 12/6679, S. 49.

²⁴¹ Jarass/Reidt, *Wirtschaftsverwaltungsrecht*, S. 183 ff.; Stober, *Allg. Wirtschaftsverwaltungsrecht*, S. 308.

chung“ erscheint dagegen unerreichbar. Die begriffliche Gleichstellung hat auch vor dem Wertpapierhandelsgesetz nicht Halt gemacht, so dass im Ergebnis nur festzuhalten bleibt, dass beide Begriffe im Gesetz sinnverwandt angewendet werden. Abweichend von der oben aufgeführten verwaltungsrechtlichen Definition einer behördeninternen Kontrolle, aber zu Gunsten der einheitlichen Begriffsverwendung, ist Aufsicht im Sinne des § 4 Abs. 1 WpHG als Oberbegriff der eigentlichen Tätigkeit der Bundesanstalt zu verstehen. Eine solche Einordnung entspricht auch der Systematik des Gesetzes, das zunächst ganz allgemein von einer Ausübung der Aufsicht spricht und im weiteren Verlauf die Aufgaben der Bundesanstalt konkretisiert, zu denen unter anderem die Überwachung der Marktmissbrauchsverbote gehört.²⁴²

II. Die Mängel der freiwilligen Insiderüberwachung

Die Notwendigkeit einer konsequenten staatlichen Überwachung der Kapitalmärkte zeigt sich besonders deutlich an den Unzulänglichkeiten der freiwilligen Insiderüberwachung. Während das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation immerhin seit jeher als Straftatbestand ausgestaltet war, erfolgte die Insiderüberwachung bis zur Verabschiedung des Wertpapierhandelsgesetzes im Wege einer freiwilligen Selbstkontrolle. Anstelle eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes existierten lediglich die von der Börsensachverständigenkommission beim Bundesfinanzministerium 1970 beschlossenen Insiderhandels-Richtlinien (IHR) sowie die Händler- und Beraterregeln (HBR).²⁴³ Die Ineffektivität dieser Regeln wurde schon früh kritisiert.²⁴⁴ Die Insiderhandels-Richtlinien untersagten zwar Insidern das Ausnutzen und die Weitergabe von Insiderinformationen, da sie jedoch weder Gesetz noch Handelsbrauch waren, erlangten sie nur bei ausdrücklicher vertraglicher Anerkennung Geltung.²⁴⁵

Die zur Durchsetzung der Insider-Regeln an den jeweiligen Börsen gegründeten Prüfungskommissionen waren nach § 2 der Verfahrensordnung für Insider-Regeln²⁴⁶ für die Prüfung etwaiger Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot zuständig. Die Voraussetzungen für ein Eingreifen der Kommissionen waren allerdings kurios hoch. Undenkbar waren Ermittlungen, die der Konkretisierung

²⁴² Dem entspricht auch die Verwendung des Begriffs der Gewerbeaufsicht, deren Aufgabe es u.a. ist, die Einhaltung der immissionsschutzrechtlichen Vorschriften zu „überwachen“, § 52 BImSchG.

²⁴³ abgedruckt in WM 1988, S. 1105 ff.

²⁴⁴ Vgl. Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht, S. 56 f., 64f., 111 ff.; Horn, ZHR 136, S. 369 (383 ff.); Leistner, ZRP 1973, S. 201 ff.; Schwark, DB 1971, S. 1605 (1608 f.).

²⁴⁵ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 12 Rn. 6.

²⁴⁶ WM 1988, S. 1105 (1110 f.).

eines bloß allgemeinen, auf ungewöhnlichen Kursausschlägen o.ä. beruhenden Verdachts dienen sollten.²⁴⁷ Hielt die Prüfungskommission eine Untersuchung aber dennoch für erforderlich, konnte sie im Rahmen ihrer Vorermittlungen Auskünfte von den in Betracht kommenden Gesellschaften und Kreditinstituten nur dann einholen, wenn die des Insiderhandels verdächtige Person die Insider-Regeln anerkennt, oder ihre Unterwerfungserklärung nicht noch im Prüfungsverfahren widerrufen hatte. Andernfalls endete hier die Kompetenz der Kommission, den Insiderverdacht weiter zu verfolgen.²⁴⁸

Leitete die Prüfungskommission per Beschluss das eigentliche Prüfungsverfahren ein, weil ihr ein Verstoß gegen die Insider-Regeln schlüssig erschien, wurden die weiteren Ermittlungen nicht von der Kommission vorgenommen. Stattdessen übertrug sie die Untersuchung den betroffenen Unternehmen und Kreditinstituten selbst, bestenfalls einem Abschluss- oder Wirtschaftsprüfer, der das Ergebnis seiner Untersuchung der Prüfungskommission schriftlich mitzuteilen hatte.²⁴⁹

Kam man schließlich zu dem Ergebnis, dass gegen die Insider-Regeln verstoßen worden war, waren die Möglichkeiten der Ahndung beschränkt. § 4 Nr. 1 IHR sah zwar eine Abführungspflicht für die durch das Insidergeschäft erzielten Gewinne vor, die tatsächliche Höhe der abzuführenden Gewinne war aber aufgrund des unbekanntes Kausalzusammenhanges zwischen Insiderinformation und Kursveränderung nur schätzbar.²⁵⁰ Weitergehende Sanktionen im Rahmen der IHR scheiterten an dem Freiwilligkeitsprinzip, auf dem die Insider-Regeln beruhten.²⁵¹ Letzteres galt zwar nicht für das Zivil- oder Strafrecht, dennoch fehlten auch hier adäquate Regelungen, die ernsthafte Konsequenzen für einen überführten Insider hätten bedeuten können.²⁵²

III. Institutionelle Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte

Das primäre Regelungsziel der meisten kapitalmarktrechtlichen Regelungen ist der Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz zufolge, ist diese Funktionsfähigkeit ein Schutzgut, das ausschließlich dem öffentlichen Interesse an effizienten

²⁴⁷ Hueck, Verbot des Insiderhandels, S. 17.

²⁴⁸ Rauscher, Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, S. 26.

²⁴⁹ Vgl. § 4 der Verfahrensordnung für Insider-Regeln, WM 1988, S. 1105 (1113); kritisch Hueck/Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, Verbot des Insiderhandels, S. 17 f.

²⁵⁰ Schwark, BörsG, Anh. II, S. 512.

²⁵¹ Anmerkung zu § 4 IHR.

²⁵² ausführlich zur Sanktionierung siehe Rauscher, Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, S. 27 ff.

Märkten dient.²⁵³ Dabei ist es Aufgabe der Verwaltung, das öffentliche Interesse zu wahren und zu fördern.²⁵⁴ Das Interesse an der Veranstaltung funktionsfähiger Kapitalmärkte lässt deren Schutz demnach zu einer staatlichen Aufgabe werden.

Ein öffentliches Interesse des Staates an möglichst effizienten Kapitalmärkten besteht in vielerlei Hinsicht. So kann die internationale Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Volkswirtschaft nur gewährleistet werden, wenn der Finanzierungsbedarf kapitalmarktfähiger Unternehmen gesichert ist. Darüber hinaus dient der Kapitalmarkt inzwischen dem Erwerb von Aktien und Schuldverschreibungen für die unterschiedlichen Formen der privaten Altersvorsorge, die in Zukunft die staatliche Sozialversicherung ergänzt.²⁵⁵ Schließlich hat der Staat selbst ein ganz überragendes Interesse an einem funktionierenden Kapitalmarkt. Das Finanzierungsbedürfnis der öffentlichen Hand lässt sich oft nur durch breit gestreute Emissionen von Anleihen befriedigen, deren Platzierung durch die Einführung an börsenmäßig organisierten Märkten erheblich vereinfacht wird.²⁵⁶

Die Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes hängt von seiner allokativen, seiner operationalen und ganz besonders von seiner institutionellen Effizienz ab. Die allokativen Funktion des Kapitalmarktes gewährleistet eine gewinnbringende und volkswirtschaftlich effiziente Vermittlung des nur im beschränkten Umfang verfügbaren Investitionskapitals. Die knappen Ressourcen der verfügbaren Ersparnisse fließen typischerweise dorthin, wo der Anleger für seinen Kapitaleinsatz die besten Konditionen erhält. Sofern bei gleicher Rendite das Risiko einer alternativen Anlage geringer ist, oder sich andere Vorteile z.B. hinsichtlich der Verfügbarkeit ergeben, muss das Investitionskapital dieser Anlage zugeführt werden.²⁵⁷ Die operationale Effizienz berücksichtigt hingegen die Kosten der Anlagevermittlung. Mit dem Sinken dieser Kosten steigt gleichzeitig die Effizienz des Marktes.²⁵⁸ Unterschieden wird dabei regelmäßig zwischen den Transaktionskosten, die mit der Anlageentscheidung, der Verwaltung und der Rückabwicklung entstehen und den Kosten für die Informationsbeschaffung. In beiden Fällen handelt es sich um Aufwendungen, die wirtschaftlich verloren sind, da ihnen kein entsprechender Investitionswert gegenübersteht. Die Folge ist, dass der Wert der Anlage nicht nur für den individuellen Anleger, sondern

²⁵³ Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 102.

²⁵⁴ Wolff/Bachof/Stober, Verwaltungsrecht I, § 29 Rn. 1.

²⁵⁵ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.396.

²⁵⁶ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.397.

²⁵⁷ Horst, Kapitalanlegerschutz, S. 218.

²⁵⁸ Kübler, AG 1977, S. 85 (89).

auch für die Allgemeinheit sinkt, da das verlorene Kapital nicht anderweitig investiert werden kann.²⁵⁹

Maßnahmen der Marktaufsicht gegen Marktmissbrauch dienen ausschließlich der institutionellen Funktionsfähigkeit, unter der vor allem die Grundvoraussetzungen eines wirksamen Marktmechanismus zu verstehen sind.²⁶⁰ Ein ganz wesentliches Merkmal der institutionellen Effizienz ist das Vertrauen der Investoren in die Stabilität und Integrität der Kapitalmärkte. Dieses Vertrauen soll insbesondere durch die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes geschützt werden.²⁶¹ Eine dieser vertrauensbildenden Maßnahmen ist das Verbot von Insidergeschäften, dessen Zweck die Sicherung des Anlegervertrauens in eine ordnungsgemäße Abwicklung der Wertpapiergeschäfte ist.²⁶² Insidergeschäfte erwecken beim Anleger den Eindruck fehlender Chancengleichheit. Der Schutz vor der unrechtmäßigen Verwendung von Insiderinformation muss demnach gewährleistet sein, um Anleger zu Investitionen am Kapitalmarkt zu bewegen. Entsprechendes gilt nunmehr für das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation. Sowohl die Verbreitung unrichtiger Informationen als auch geschäftsbezogene Täuschungen zerstören das Vertrauen des Anlegers in eine korrekte Preisbildung am Markt. Die Marktaufsicht hat daher unbedingt dafür Sorge zu tragen, dass der Preis ausschließlich aus dem ungestörten Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage resultiert, da andernfalls, ebenso wie beim Insiderhandel, der potenzielle oder bereits geschädigte Anleger den Wertpapiermärkten in Zukunft fern bleiben wird.

IV. Rechtsökonomische Gründe für eine staatliche Aufsicht

Beim Ruf nach einer staatlichen Aufsicht ist grundsätzlich Vorsicht geboten. Nur dann, wenn der Markt versagt, soll der Staat in den Markt eingreifen.²⁶³ Zudem hat die Selbstregulierung durch Private durchaus Vorteile gegenüber einer starren und hierarchisch aufgebauten staatlichen Aufsichtsverwaltung. Private selbstregulierende Körperschaften (*Self-regulatory organizations*, „SROs“) verfügen naturgemäß über mehr Nähe zum Markt. Durch ihr Wissen über dessen Funktionsweise sind sie eher in der Lage, eine angemessene Regulierung zu gewährleisten.²⁶⁴ Sie können flexibler auf veränderte Marktbedingungen reagieren,

²⁵⁹ Horst, Kapitalanlegerschutz, aaO.

²⁶⁰ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.400.

²⁶¹ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.403.

²⁶² Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 95.

²⁶³ Köndgen, AcP 206 (2006), S. 477, 511.

²⁶⁴ Niemeyer, An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision, S. 46

werden von den Marktteilnehmern eher akzeptiert und agieren kosteneffizienter.²⁶⁵

Dennoch führt an einer staatlichen Aufsicht kein Weg vorbei. Das hat seinen Grund vor allem darin, dass private Selbstregulierung zwar einerseits über die Möglichkeiten einer effizienten und praxisnahen Überwachung der Kapitalmärkte verfügt, andererseits von diesen Möglichkeiten nicht im notwendigen Maße Gebrauch macht.²⁶⁶ Während der Zeit, in der die Börsen für die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Informations- und Unterlassungspflichten verantwortlich waren, fand eine Beaufsichtigung der Marktteilnehmer praktisch nicht statt. Soweit Verstöße dennoch aufgedeckt wurden, hatte dies nur selten Konsequenzen.²⁶⁷ Die unzureichende Beaufsichtigung der Märkte führt dazu, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen Interessenkonflikte zwischen ihnen und ihren Kunden zu Lasten des Anlegers lösen.²⁶⁸ Zwar hat der Niedergang des Neuen Marktes gezeigt, dass sich ein solches Fehlverhalten langfristig nachteilig auf die Unternehmen selbst auswirkt, der Anreiz der kurzfristigen Gewinnmaximierung, etwa durch das Ausnutzen von Informationsasymmetrien, besteht aber nach wie vor.²⁶⁹

Soweit Anleger überhaupt noch gewillt sind, auf einem unzureichend überwachten Kapitalmarkt zu investieren, wären sie gezwungen, dieses Defizit an Aufsicht durch eigenes Tun auszugleichen. Die Überwachung der Märkte durch die Anleger ist allerdings nur beschränkt möglich und insgesamt unverhältnismäßig kostspielig.²⁷⁰ Der Staat kann hingegen eine günstigere, effizientere und konsequentere Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften gewährleisten.²⁷¹ Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt – anders als Anleger – über die notwendigen Ressourcen und kann Verstöße unabhängiger sanktionieren. Während Börsen in einem ständigen Wettbewerb zueinander stehen und daher nur bedingt gegen die Interessen ihrer Mitglieder handeln werden, ist die BaFin frei von solcherlei wirtschaftlichen Erwägungen. Staatliche Überwachung trägt daher dazu bei, die gesamtwirtschaftlichen Folgekosten zu senken, indem sie Anlegern ermöglicht, kostengünstige Investitionsentscheidungen zu treffen,

<http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf> (7.4.2009)

²⁶⁵ Niemeyer aaO S. 47.

²⁶⁶ Möllers, AcP 208 (2008), S. 1 (15 f.).

²⁶⁷ Möllers aaO S. 11 f.

²⁶⁸ Niemeyer, An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision, S. 25
<http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf> (7.4.2009).

²⁶⁹ Bumke, Die Verwaltung 2008, S. 227 (231).

²⁷⁰ Posner, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 15.10, S. 484.

²⁷¹ Möllers, AcP 208 (2008), S. 1 (15 f.).

die gleichzeitig ein gewisses Maß an Sicherheit gewähren.

V. Anlegerschutz als Rechtsreflex

Konkrete Verbesserungen im Bereich des Anlegerschutzes bzw. dessen Stärkung waren unter anderem die Beweggründe dafür, dass der Gesetzgeber Mitte der Neunziger Jahre, im Jahr 2002, im Jahr 2004 und zuletzt mit dem Gesetz zur Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie wichtige Teile des nationalen Kapitalmarktrechts reformierte.²⁷² Als Rechtsprinzip hatte sich der Anlegerschutz bereits 1969 mit dem Inkrafttreten des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften durchgesetzt. Seither sind immer wieder Regelungen im Namen des Anlegerschutzes geschaffen worden. Neben kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten, wie sie sich nunmehr in § 30 Abs. 3 Nr. 2 und § 40 Abs. 1 BörsG finden, schuf man den Straftatbestand des § 264a StGB und individuelle Schadensersatzansprüche wie die §§ 37b, 37c WpHG. Während der Gesetzgeber dabei ganz allgemein von Anlegerschutz spricht, hat die kapitalmarktrechtliche Literatur ein differenzierteres Bild entwickelt. Danach ist innerhalb des Anlegerschutzes grundsätzlich zwischen einem Individualschutz und dem Schutz des Anlegerpublikums zu unterscheiden.²⁷³ Individualschützenden Charakter entfalten hierbei ausschließlich jene Normen, die dem Anleger ausdrücklich oder als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB einen Ersatzanspruch gewähren. Die Mehrheit der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften enthält dagegen Maßregeln für die Marktteilnehmer und dient daher dem Schutz des Anlegerpublikums. Dieser überindividuelle Anlegerschutz ist bei genauer Betrachtung ein wesentlicher Aspekt des Funktionsschutzes der Kapitalmärkte.²⁷⁴

Weder das Insiderhandelsverbot noch der Kursbetrug in seiner alten Fassung des Börsengesetzes sind bzw. waren Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB.²⁷⁵ Ob das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation davon abweicht, darf bezweifelt werden.²⁷⁶ Regelungen für die staatliche Marktaufsicht, die eine Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote zum Gegenstand haben, können dementsprechend nur den Belangen der Anleger in ihrer Gesamtheit Rechnung tragen. Der Nutzen für den einzelnen Anleger ist dennoch unbestritten. Daher lässt sich trotz fehlender individualschützender Wirkung die Notwendigkeit ei-

²⁷² RegE zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33; RegE zum 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 1; RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 1; RegE zum FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 4 der Begründung.

²⁷³ Bruski in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Auflage 2007, § 104, Rn 93.

²⁷⁴ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.389.

²⁷⁵ Schwark, BörsG, § 88 Rn. 1; Assmann/Cramer in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14 Rn. 4b.

²⁷⁶ Siehe oben S. 39

ner staatlichen Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote ohne weiteres mit dem Regelungsziel des Anlegerschutzes im Sinne eines überindividuellen Schutzes darstellen.

1. Begriff des Anlegerschutzes

Bereits während der aufkommenden Anlegerschutzdebatte Mitte des letzten Jahrhunderts wurde der Begriff des Anlegerschutzes häufig als ordnungspolitische Kurzformel benutzt, ohne dass Einigkeit über Notwendigkeit, Art und Umfang des Schutzes bestand.²⁷⁷ Obwohl es an der Notwendigkeit des Anlegerschutzes inzwischen keine Zweifel mehr gibt, handelt es sich immer noch um einen schillernden Ausdruck mit unterschiedlicher Bedeutung, dessen Verwendung leicht zu Missverständnissen führen kann.²⁷⁸

Unabhängig von einer Einteilung in Individual- und Publikumsschutz wird Anlegerschutz als ein Interessenschutz privater Personen verstanden, die sich durch Vermittlung des öffentlichen Kapitalmarktes mittelbar oder unmittelbar an Unternehmen oder anderen Sondervermögen zu Investitionszwecken beteiligen.²⁷⁹

Im Zentrum des Anlegerschutzes befinden sich die Interessen der Anleger, die sich in dem Bedürfnis an einer sachgerechten Anlageentscheidung, an der Erhaltung der Vermögensanlage, im Ertrags- und schließlich im Liquidationsinteresse zusammenfassen lassen.²⁸⁰ Dem gegenüber stehen fünf Arten von Risiken, denen der Anleger typischerweise ausgesetzt ist. Dazu gehören das Risiko der Substanzerhaltung, das Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko, das Interessenvertretungsrisiko, das Informationsrisiko und schließlich das Konditionenrisiko. Während sich die ersten drei Risikoarten als Anlagerisiken zusammenfassen lassen, handelt es sich beim Informations- bzw. Konditionenrisiko um vorkonstitutive Entscheidungsrisiken.²⁸¹

Wo letztendlich Anlegerschutz ansetzen sollte, ist allerdings nach wie vor unklar. Insbesondere im Hinblick auf das Informationsrisiko stellt sich die Frage, ob Anleger lediglich Zugang zu den notwendigen Informationen haben müssen, oder ob sie eines Schutzes vor den eigenen irrationalen Entscheidungen bedürfen.²⁸² Im deutschen Rechtssystem finden sich mittlerweile beide Ansätze. Wäh-

²⁷⁷ Schwark, Anlegerschutz, S. 7.

²⁷⁸ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.432.

²⁷⁹ Wiedemann, Gesellschaftsrecht I, S. 475; Schwark, Anlegerschutz, S. 6.

²⁸⁰ Schwark, Anlegerschutz, S. 10 f.

²⁸¹ Ekkenga, Anlegerschutz, S. 27.

²⁸² Für den am Informationsmodell orientierten Anlegerschutz: Schwark, Anlegerschutz, S. 11; Assmann, Prospekthaftung, S. 29 f.; a.A. Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 288 ff.

rend man ursprünglich von einem sachkundigen Anlegertyp ausging, dem die Wahrnehmung aller relevanten Daten selbst überlassen war, wird der Kapitalanleger von der Rechtsprechung inzwischen als Verbraucher im Sinne des § 13 BGB angesehen.²⁸³

Die Klassifizierung des Anlegers als Verbraucher ist allerdings umstritten.²⁸⁴ Insbesondere im Zusammenhang mit dem Beitritt natürlicher Personen zu geschlossenen Immobilienfonds wird immer wieder auch auf dogmatische Probleme verwiesen, die entstehen, wenn man Anlegern Verbrauchereigenschaft zubilligt.²⁸⁵ So stellt sich etwa die Frage, ob der Erwerb einer Beteiligung an einem geschlossenen Fonds ein Vertrag über eine entgeltliche Leistung im Sinne des § 13 BGB ist.²⁸⁶ Der BGH hatte das mit Blick auf den im Vordergrund stehenden Kapitalanlagezweck²⁸⁷ mehrfach bejaht.²⁸⁸ Das OLG Karlsruhe²⁸⁹ sah hingegen keinen Raum für die Anwendung des seinerzeit gültigen Haustürwiderrufgesetzes, weil der Beitritt zu einer BGB-Gesellschaft nicht vom Schutzbereich des Gesetzes umfasst sei. Ein weiteres Problem besteht darin, dass der Beitrittsvertrag nicht mit einem Unternehmer, sondern mit den bisherigen Gesellschaftern des Fonds geschlossen wird. Bei Letzteren handelt es sich neben einigen institutionellen Anlegern höchstwahrscheinlich auch um Verbraucher, weswegen es an einem Vertrag zwischen einem Verbraucher und (ausschließlich) einem Unternehmer fehlt. Gegen die Verbrauchereigenschaft des Kapitalanlegers sprechen aber auch ganz allgemeine normative Gesichtspunkte: Gemäß der Wertung in § 491 Abs. 3 Nr. 2 BGB ist ein Verbraucher, der ein Darlehen aufnimmt, um damit Spekulationsgeschäfte zu tätigen, weniger schutzbedürftig als ein Verbraucher, der mit dem Kredit ein Konsumgut erwerben will.²⁹⁰ Ähnliches gibt auch Art. 3 Abs. 2 lit. e der Haustürwiderrufsrichtlinie vor, wonach etwa Wertpapiergeschäfte aus dem Schutzbereich der Richtlinie herausfallen.²⁹¹ Und schließlich hat der Europäische Gerichtshof entschieden, dass nur solche Verträge unter die Vorschriften zum Schutz des Verbrauchers fallen, die eine

²⁸³ BGH NJW 2002, S. 368; NJW-RR 2005, S. 627; Pfeiffer, Der Schutz des (Klein-)Anlegers im Rahmen der Verhaltensregeln der §§ 31, 32 WpHG, S. 11 ff., 79 ff.

²⁸⁴ Kritisch Armbrüster, ZIP 2006, S. 406 ff.; Wagner, BKR 2003 S. 649 (656); Lenenbach, WM 2004 S. 501 (508)

²⁸⁵ Edelmann in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, § 3 Rn. 10 ff.

²⁸⁶ Armbrüster, ZIP 2006, S. 406 (408)

²⁸⁷ BGH ZIP 2005, S. 254 (255); BGH ZIP 2004, S. 2319 (2320).

²⁸⁸ BGH NJW 1996, S. 3414 (3415); BGH NJW 2001, 2718.

²⁸⁹ OLG Karlsruhe WM 2003, S. 1218.

²⁹⁰ Edelmann in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, § 3 Rn. 4; Lenenbach, WM 2004, S. 501 (504).

²⁹¹ Edelmann in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, § 3 Rn. 4.

Einzelperson zur Deckung ihres Eigenbedarfs zum privaten Verbrauch schließt.²⁹² Darunter lässt sich der Erwerb von Gesellschaftsanteilen kaum subsumieren.

Die höchstrichterliche Rechtsprechung haben derlei Argumente nicht beeindrucken können. Weder eine dauerhafte Gewinnerzielungsabsicht noch sehr hohe Anlagebeträge, gewohnheitsmäßige Spekulation eines Privatmannes oder die Absicht, durch das finanzierte Geschäft auch steuerliche Vorteile zu erlangen,²⁹³ konnten den BGH dazu bewegen, dem Kapitalanleger den Schutz eines Verbrauchers zu entziehen. Das ist aus den aufgeführten Gründen bedenklich, auch wenn teilweise nur dogmatische Argumente gegen einen Verbraucherschutz für Anleger sprechen.

2. Kein staatlicher Schutz von Individualinteressen

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nimmt gemäß § 4 Abs. 4 FinDAG ihre Aufgaben und Befugnisse ausschließlich im öffentlichen Interesse wahr. Durch die staatliche Durchsetzung der bestehenden Marktmissbrauchsverbote wird nur den Belangen der Anleger in ihrer Gesamtheit Rechnung getragen.²⁹⁴ Der Schutz des einzelnen Anlegers ist daher bloßer Rechtsreflex.²⁹⁵

Geschädigte Anleger können von Seiten der Bundesanstalt keine Unterstützung bei der Durchsetzung bestehender oder behaupteter Schadensersatzansprüche erwarten. Eine Tatsache, die häufig für Unverständnis bei den Anlegern sorgt und zudem auch nicht gerade die Effektivität der behördlichen Durchsetzung fördert. Mit Verweis auf die in § 8 Abs. 1 WpHG statuierte Schweigepflicht ist es der Bundesanstalt nämlich nicht erlaubt, die Ergebnisse ihrer Untersuchungen gegenüber Privatleuten offen zu legen. Ebenso wenig kann die Behörde in Form von Gutachten, Beweissicherung oder gar durch Zahlungsanweisungen an Kreditinstitute privaten Beschwerdeführern Hilfe leisten.²⁹⁶ Die Konsequenz ist, dass Beschwerden über marktmissbräuchliches Verhalten für Privatpersonen so gut wie keinen Anreiz bieten, da sie persönlich keinen Nutzen mehr daraus ziehen können. Ein Umstand der umso schwerer wiegt, weil die Bundesanstalt verstärkt auf Beschwerdeeingaben angewiesen ist, um überhaupt Kenntnis von Sachverhalten zu erlangen, die womöglich nicht den gesetzlichen Vorgaben ent-

²⁹² EuGH Urt. v. 03.07.1997, Az. C-269/95.

²⁹³ BGH BB 1996, S. 2431 (2433)

²⁹⁴ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 8.217.

²⁹⁵ Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 100.

²⁹⁶ Dreyling, Die Bank 2002, S. 16 (17).

sprechen.²⁹⁷ Allein der Hinweis auf den altruistischen Wert der Beschwerden, anhand derer Missstände durch die Bundesanstalt weitgehend abgestellt werden können, dürfte insoweit nicht ausreichen, solange der Anleger mit seinem Schaden alleine bleibt.

3. Unterlassene private Durchsetzung mangels wirtschaftlicher Anreize

Selbst wenn Anleger Haftungsansprüche z.B. gegenüber dem Emittenten geltend machen könnten, werden sie häufig davon absehen, weil die daraus resultierenden Risiken in keinem Verhältnis zum möglichen Gewinn stehen. Der Schaden, den ein Aktionär etwa durch eine Verletzung von Publizitätsvorschriften erleidet, ist, gemessen am Gesamtschaden, häufig gering. In dieser Situation steht ein begrenzter Schadensersatz einem signifikanten Prozessrisiko gegenüber. Die Beweisführung auf Seiten des Klägers ist enorm aufwendig und kostspielig aber deswegen nicht zwangsläufig auch erfolgreich.²⁹⁸ Die Gefahr, durch eine Niederlage vor Gericht weitere finanzielle Einbußen zu erleiden, hat auf einzelne Anleger eine abschreckende Wirkung. Diese auch als „Apathie des Anlegers“ bezeichnete Reaktion ist rational.²⁹⁹ Allerdings büßen dadurch die kapitalmarktrechtlichen Haftungsnormen einen Großteil ihrer ordnungspolitischen Steuerungsfunktion ein, nämlich Abschreckungs- und Schadensvermeidungsfunktion.³⁰⁰

Der Gesetzgeber hat im Jahr 2005 mit der Verabschiedung des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes auf das Problem reagiert.³⁰¹ Das Gesetz ermöglicht Musterverfahren bei falschen, irreführenden oder unterlassenen öffentlichen Kapitalmarktinformationen sowie bei vertraglichen Erfüllungsansprüchen in Bezug auf ein Angebot nach dem WpÜG.³⁰² Unter den vorstehenden Voraussetzungen verbessert die Einführung von Musterverfahren die Möglichkeit des einzelnen Anlegers zur effizienten Rechtsverfolgung. Neben der sich durch die Musterverfahren ergebenden Prozessökonomie verlieren vor allem die dargestellten Prozessrisiken ihre abschreckende Wirkung, wenn der Anleger zwar nach wie vor eine Individualklage erheben muss, zumindest im erstinstanzlichen Musterverfahren vor dem OLG aber in Bezug auf die Kosten erheblich privilegiert wird.³⁰³

²⁹⁷ Dreyling, Die Bank 2002, S. 16 (17).

²⁹⁸ Reuschle, NZG 2004 S. 590.

²⁹⁹ Schmidt/Spindler, Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, S. 60.

³⁰⁰ Reuschle, NZG 2004 S. 590.

³⁰¹ Ausführlich zum KapMuG siehe unten S. 133.

³⁰² Schneider, BB 2005 S. 2249.

³⁰³ Schneider, BB 2005 S. 2249 (2254 f.).

4. Ausgleich des Informationsdefizits durch staatliche Überwachung

Auch wenn man der Tätigkeit der Bundesanstalt jede individualschützende Funktion absprechen muss, lässt sich ihre Bedeutung für den überindividuellen Anlegerschutz nicht bestreiten. Anknüpfend an die oben dargestellte Definition, ist Anlegerschutz insbesondere Interessenschutz. Ein solches schützenswertes Interesse ist eben insbesondere das Bedürfnis des Anlegers nach einer sachgerechten Anlageentscheidung.³⁰⁴ Der Anleger ist bei seiner Entscheidung jedoch dem Informationsrisiko ausgesetzt, das sich aus einer ungleichmäßigen Verteilung persönlicher Fachkompetenz oder durch die situationsbedingte Kenntnis entscheidungsrelevanter Daten ergibt.³⁰⁵ Inwieweit der Anleger vor der eigenen Unerfahrenheit zu schützen ist, hängt, wie bereits dargestellt, von den jeweiligen Marktdefiziten ab. Dem Anleger kann nicht jegliches Risiko der Kapitalanlage abgenommen werden. Vielmehr soll er lediglich in die Lage versetzt werden, das Risiko für sich persönlich abschätzen zu können.³⁰⁶

Nicht mehr abschätzbar ist das Risiko für den Anleger, wenn durch Marktmissbrauch ein Informationsdefizit entsteht. Sowohl Insiderhandel als auch Kurs- und Marktpreismanipulation setzen auf künstliche Informationsungleichgewichte zwischen dem Täter und den anderen Marktteilnehmern.³⁰⁷ Der Insider verfügt über einen Informationsvorsprung aufgrund seiner Nähe zum preisrelevanten Ereignis, der Manipulator ist anderen Anlegern voraus, weil er weiß, dass der durch ihn erzeugte Preis nicht der tatsächlichen Marktlage entspricht. Im Gegensatz zu jenen Defiziten, die ihre Ursachen schlichtweg in der Unerfahrenheit des Anlegers haben, lässt sich im Falle des Marktmissbrauchs ohne weiteres ein konkreter und objektiver Maßstab hinsichtlich der Schutzwürdigkeit aufstellen. Danach sind Informationsdefizite von staatlicher Seite ohne Ausnahme auszugleichen, wenn ihre Existenz dem Gebot der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer widerspricht.³⁰⁸ Wenn Insider und Manipulatoren exklusive Informationen ausnutzen, entsteht ein unverhältnismäßig hohes Informationsrisiko, das dem Interesse der gesamten Anlegerschaft widerspricht und demzufolge durch die Marktaufsicht beseitigt werden muss.

³⁰⁴ Schwark, Anlegerschutz, S. 10.

³⁰⁵ Ekkenga, Anlegerschutz, S. 27.

³⁰⁶ Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 10.

³⁰⁷ Kaiser, WM 1997, S. 1557 (1563).

³⁰⁸ A.A. Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 58, wonach staatliche Aufsicht dem Substanzerhaltungsinteresse dient.

2. Kapitel: Die deutsche Wertpapieraufsicht

A. Das Erfordernis einer zentralen Marktaufsichtsbehörde

Marktaufsicht bedeutet, das Verhalten der am Kapitalmarkt agierenden Dienstleistungsunternehmen auf Recht- und Ordnungsmäßigkeit zu kontrollieren.³⁰⁹

Die Erweiterung der staatlichen Aufsicht folgte aus der Erkenntnis, dass das deutsche Aufsichtssystem im Vergleich mit den international üblichen Standards nicht mehr zeitgemäß war. Insbesondere ausländische Investoren zweifelten zunehmend an der Effektivität des deutschen Systems. Bereits im April 1991 blockierte die *Securities and Exchange Commission* die Einführung sämtlicher Investmentprodukte, die an den DAX gekoppelt waren, an den Börsen von New York und Chicago mit Hinweis auf die nach ihrer Meinung unzureichenden deutschen Börsenkontrollen. Im Oktober des folgenden Jahres wurde zudem die Zulassung deutscher Aktien zum Handel an der New Yorker Wertpapierbörse abgelehnt, weil die deutsche Wertpapieraufsicht nicht den Anforderungen der Wall Street genüge.³¹⁰

Um diesem drohenden Vertrauensverlust und den damit verbundenen Nachteilen im internationalen Wettbewerb entgegenzuwirken, bedurfte es nachhaltiger Änderungen. Eine dieser Änderungen war der Ausbau der Rechtsaufsicht der Länder zu einer Rechts- und Handelsaufsicht. Bis dahin konnten die mit der Aufsicht betrauten obersten Landesbehörden lediglich das Verhalten der Börsenorgane, insbesondere des Börsenvorstandes, in Bezug auf Recht- und Ordnungsmäßigkeit beaufsichtigen. Die unmittelbare Überwachung der Marktteilnehmer fiel in die Zuständigkeit der Börsen selbst, die im Rahmen ihres Selbstverwaltungsrechts zur Marktüberwachung befugt waren. Die Frage, wer tatsächlich den Handel überwachte, war daher gesetzlich auch nicht ausdrücklich geklärt. Die Antwort ergab sich vielmehr aus der „nur schwach konturierter“ Funktion des Börsenvorstandes als Leitungsorgan.³¹¹ Dem Börsenvorstand übertrugen die einzelnen Börsenordnungen Zuständigkeiten, die nach damaligem Verständnis sinnvollerweise nur die Börsenleitung wahrnehmen konnte, und deren Grenzen vom Umfang des Selbstverwaltungsrechts festgelegt wurden. Dazu gehörten eben auch die Zuständigkeiten, die mit dem Handelsverkehr an der Börse zusammenhängen und sicherstellen sollten, dass dieser sich rechtlich

³⁰⁹ Kümpel, WM 1994, S. 229.

³¹⁰ Hopt in: FS für Beusch, S. 393 (395).

³¹¹ Schwark, Börsengesetz, § 3 Rn. 7.

einwandfrei und nach den Maßstäben eines ordentlichen Geschäftsverkehrs vollzog. Tatsächlich erschöpfte sich die Aufsicht durch den Börsenvorstand jedoch größtenteils auf die Ordnungsmäßigkeit der amtlichen Notierungen. Mit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz blieb es im Grundsatz bei dem Prinzip, nach dem sowohl Staat und Selbstverwaltung die Börsen beaufsichtigten. Neben der Schaffung neuer Aufsichtsinstanzen wurden die Kompetenzen auf staatlicher Seite allerdings erheblich erweitert, indem nun zu der bereits bestehenden Rechtsaufsicht eine umfassende Marktaufsicht hinzukam.

Durch die Gründung staatlicher Aufsichtsinstanzen sollte diese Effizienz und damit die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen gewährleistet werden.³¹² Marktaufsicht bedeutet die Sicherstellung des Anlegerschutzes sowie der Transparenz und Integrität des Kapitalmarktes.³¹³ Dementsprechend ist es eine vorrangige Aufgabe staatlicher Aufsichtsinstanzen, das Verhalten der am Markt agierenden Kreditinstitute und Börsenmakler zu überwachen.³¹⁴ Diese Aufsicht beschränkt sich nicht nur auf den Kapitalmarkt als den Ort, an dem der Wertpapierhandel stattfindet, sondern umfasst auch das bankmäßige Effektengeschäft, also die Geschäftsbeziehungen der Banken zu ihren Effektenkunden.³¹⁵

B. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)

Mit der Verabschiedung des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes schuf der Gesetzgeber eine umfassende Reform des damaligen Aufsichtsrechts. Die deutschen Börsen waren bis zu diesem Zeitpunkt vom Gedanken der Selbstverwaltung geprägt. Ihnen oblag es in eigener Verantwortung, den stattfindenden Handel zu beaufsichtigen. Die mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz eingeführten Neuerungen bedeuteten eine radikale Abkehr von diesem Prinzip und verdeutlichten, wie sehr das Vertrauen in die sich selbst beaufsichtigenden Börsen geschwunden war.³¹⁶

I. Vorgaben des Europäischen Gemeinschaftsrechts

Auch wenn weite Teile des Wertpapierhandelsgesetzes lediglich eine Umsetzung europarechtlicher Vorgaben sind, enthielt die EG-Insider-Richtlinie von 1989 keine ausdrückliche Anweisung für die Erschaffung einer staatlichen Auf-

³¹² Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1189.

³¹³ Informationsblatt des BAWe (Stand: 14. Januar 1999), abgedruckt in Kümpel/Hamman/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, Kz 631/2, S. 2.

³¹⁴ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1189.

³¹⁵ Kümpel, WM 1994, S. 229.

³¹⁶ Verlautbarung des BMF vom 16.1.1992, WM 1992, S. 420.

sichtsbehörde. Art. 8 Abs. 1 der Insider-Richtlinie sah lediglich vor, dass nicht näher bestimmte Verwaltungsstellen innerhalb der Mitgliedstaaten den Insiderhandel überwachen, und nach Absatz 2 über entsprechende Kompetenzen verfügen sollten. Zwar legt die Verwendung des Begriffs „Verwaltungsstelle“ nah, dass es sich hierbei um eine administrative Einrichtung handeln müsse, doch unter Berücksichtigung einiger nachträglicher Korrekturen in der deutschen Fassung der Richtlinie war davon in diesem Fall nicht unbedingt auszugehen.³¹⁷ Insbesondere auf Kritik von deutscher Seite wurde der üblicherweise staatliche Stellen kennzeichnende Begriff der „Behörde“ in „Verwaltungsstelle“ geändert. Darüber hinaus stellte Erklärung Nr. 6 der als Anlage beigefügten Erklärungen für das Ratsprotokoll klar, dass Artikel 8 der Insider-Richtlinie die Mitgliedstaaten zu keiner Aufteilung der Befugnisse auf die zuständigen Stellen verpflichtete.³¹⁸ In Anbetracht der seinerzeit in Deutschland praktizierten freiwilligen Insiderüberwachung durch die Prüfungskommissionen der Börsen, konnte dies nur die ausdrückliche Einbeziehung rein privatrechtlicher Aufsichtsmodelle bedeuten.³¹⁹ Demnach wäre es durchaus im Sinne der Insider-Richtlinie gewesen, privaten Personen als Beliehene die Aufsicht über die Wertpapiermärkte zu übertragen.³²⁰ Dass derartige Gedanken jedoch ausschließlich theoretischer Natur blieben, hatte seine Ursache vor allem in den schlechten Erfahrungen, die man mit der freiwilligen Insiderüberwachung gemacht hatte. Mit Blick auf das Ausland wurde sehr schnell deutlich, dass eine freiwillige Marktaufsicht in keiner Weise mehr internationalen Standards genügte.³²¹ Ebenso wie auf den anderen bedeutenden Börsenplätzen der Welt verblieb daher die staatliche Kapitalmarktaufsicht als einzige Alternative.

Ebenso wenig wie eine staatliche Marktaufsicht, sah Artikel 8 der Insider-Richtlinie die Errichtung einer zentralen Aufsichtsbehörde vor. Die Gründe für ein zentrales Amt waren jedoch offensichtlich: Regelungsziel der Insider-Richtlinie war es, nicht nur den börslichen, sondern auch den außerbörslichen Insiderhandel in den Mitgliedstaaten zu unterbinden. Da demnach der gesamte nationale Wertpapiermarkt überwacht werden musste, war eine Aufteilung der Kompetenzen auf die Länder bzw. auf die einzelnen Börsen unzweckmäßig. Zudem erfolgten Transaktionen zunehmend über standortunabhängige, vollelektronische Handelssysteme, was für die effektive Ermittlung etwaiger Verstöße

³¹⁷ Rauscher, Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, S. 41.

³¹⁸ Abgedruckt in WM 1989, S. 1397 (1399 f.).

³¹⁹ Rauscher, Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, S. 42.

³²⁰ Hopt, ZGR 1991, 17 (69) in Fn. 170; Rosen, ZKW 92, 276 mit Verweis auf das niederländische Recht.

³²¹ Hopt in: FS für Beusch, S. 393 (395).

ebenfalls eine zentrale Stelle voraussetzt, die alle verfolgungsrelevanten Daten zusammenführen und länderübergreifend auswerten kann.³²² Außerdem entsprach eine zentrale Aufsichtsbehörde den Standards nahezu aller bedeutenden Finanzplätze. Gerade im Ausland war das deutsche System mit Hinweis auf die unübersichtliche Kompetenzverteilung zunehmend in die Kritik geraten. Durch die Schaffung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel stand ausländischen Behörden erstmals ein zentraler und weitestgehend zuständiger Ansprechpartner gegenüber.

Rückwirkend betrachtet war die Gründung des Bundesaufsichtsamtes auch sonst ein Akt der Weitsicht. Schon der Vorschlag für die Marktmissbrauchsrichtlinie durch die EG-Kommission 2001 gab die neue Richtung bezüglich etwaiger Überwachungsbehörden innerhalb der Gemeinschaft vor. Statt den Mitgliedstaaten weiterhin freie Hand bei der Organisation der überwachenden Institutionen zu lassen, favorisierte die Kommission unmissverständlich eine zentrale nationale Aufsichtsbehörde.³²³ Als die Marktmissbrauchsrichtlinie schließlich im Oktober 2004 in nationales Recht umzusetzen war, entstand für die Mitgliedstaaten spätestens nun die Verpflichtung, zentrale Behörden zur Überwachung der Kapitalmärkte zu schaffen.³²⁴ Letztere Pflicht bestand für den deutschen Gesetzgeber aber eben nicht mehr, da dieser durch das Zweite und Vierte Finanzmarktförderungsgesetz den europäischen Vorgaben bereits vorgegriffen hatte.

II. Absage an eine zentrale EG-Aufsichtsbehörde

Ganz im Sinne der europäischen Rechtsangleichung wäre ein EG-einheitliches Aufsichtsrecht sowie die Errichtung einer zentralen europaweiten Marktaufsichtsbehörde gewesen.³²⁵ Derartige Bestrebungen erwiesen sich jedoch bereits in Bezug auf ein EG-einheitliches Bankaufsichtsrecht als nicht realisierbar.³²⁶

Statt einer umfassenden Rechtsangleichung sollte seinerzeit eine „minimale Koordinierung“ als Grundlage für die gegenseitige Anerkennung der jeweiligen einzelstaatlichen Gesetzesvorschriften dienen.³²⁷ Eine Rechtsangleichung sollte nur noch in dem unbedingt erforderlichen Maße erfolgen, um eine Anerkennung der behördlichen Geschäftserlaubnis und des Aufsichtssystems des Heimatlan-

³²² Rauscher, Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, S. 44.

³²³ EG-Abl. Nr. C 240 E vom 28.8.2001 S. 0265-0271 (S. 10).

³²⁴ Art. 11 Marktmissbrauchsrichtlinie.

³²⁵ Kümpel, WM 1994, S. 229 (230).

³²⁶ Horn, ZBB 1989, S. 107 (111).

³²⁷ Jentsch, WM 1993, S. 2189 (2190).

des durch die anderen Mitgliedstaaten zu ermöglichen.³²⁸ Die Regelungen über die Zulassungen zum Wertpapiergeschäft und die laufende Überwachung wurden dementsprechend nur in ihren Grundstrukturen angepasst, um so die Voraussetzungen für eine Beaufsichtigung der zum Wertpapiergeschäft zugelassenen Unternehmen durch das Heimatland zu gewährleisten. So sah die 1996 umgesetzte Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie³²⁹ in Anlehnung an die Gesetzgebung zur Koordinierung des Bankrechts³³⁰ einen Europa-Pass für die europäischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor. Nach der Zulassung im Heimatland konnten die Wertpapierfirmen von nun an überall in der Gemeinschaft rechtlich selbstständige Niederlassungen gründen bzw. ihre Dienstleistungen grenzüberschreitend erbringen.

Dieser Strategie treu folgend, blieb es auch hinsichtlich der organisationsrechtlichen Grundstruktur der Marktaufsicht bei Minimalregelungen. Es genügte demnach, wenn die einzelnen Mitgliedstaaten die für die Marktaufsicht zuständigen Stellen benannten und diese mit Befugnissen ausstatteten, die zur Wahrnehmung ihrer Aufsichtsfunktionen nötig waren. Dem nationalen Gesetzgeber eröffneten sich so weitgehende Freiheiten bei der staatlichen Organisationsgewalt, insbesondere bei der Befugnis zur Errichtung neuer Verwaltungsträger.³³¹ Diese Errichtungsbefugnis beinhaltet sowohl die organisatorische Ausgestaltung des Verwaltungsträgers in den Grundzügen als auch die Festlegung seiner Zuständigkeit.³³²

III. Verfassungsbedingte Aufsplitterung der Marktaufsicht

Das Ergebnis der „minimalen Koordinierung“ ist in Deutschland immer noch gut sichtbar. Da den einzelnen EG-Mitgliedstaaten zunächst fast unbegrenzt Gestaltungsspielraum bei der Schaffung der Aufsichtsinstanzen zugebilligt wurde, herrscht in der Bundesrepublik nach wie vor eine rege Instanzenvielfalt.³³³

Die Fülle von Aufsichtsinstanzen ist von Anfang an nicht als Ideallösung angesehen und teilweise scharf kritisiert worden.³³⁴ Angedacht war vielmehr, eine einzige zentrale Bundesbehörde nach dem Vorbild der Banken- und Versiche-

³²⁸ Kumpel, WM 1994, S. 229 (230).

³²⁹ EG-ABl. Nr. L 141 vom 10.5.1993 S. 27.

³³⁰ EG-ABl. Nr. L 332 vom 15.12.1989 S. 30.

³³¹ Kumpel, WM 1994, S. 229 (230).

³³² Maurer, Allg. Verwaltungsrecht, § 21 Rdnr. 57 f.

³³³ Claussen, DB 1994, S. 969 zählte schon damals fünf Aufsichtsinstanzen.

³³⁴ Claussen aaO; Weisgerber/Jütten, 2. Finanzmarktförderungsgesetz, S. 13.

rungsaufsicht zu gründen.³³⁵ Nur eine zentral ausgestaltete Aufsicht sei in der Lage, ihren länderübergreifenden Funktionen nachzukommen, die Einheitlichkeit der Aufsicht zu gewährleisten, und aufgrund der zunehmenden internationalen Zusammenarbeit als Ansprechpartner zu dienen.³³⁶ Dass letztlich ein dreigliedriges System von Bund, Ländern und Börsenselbstverwaltung geschaffen wurde, hat seine Ursache insbesondere darin, dass sowohl Bund als auch Länder jeweils für sich Aufsichtsfunktionen und Kompetenzen im Börsenrecht beanspruchten.³³⁷

Die einzelnen durch das Wertpapierhandelsgesetz bestimmten Aufgaben des Bundesaufsichtsamtes waren solche, die sinnigerweise nur bundeseinheitlich wahrgenommen werden konnten.³³⁸ Über die Vorgaben des Wertpapierhandelsgesetzes hinaus war das Bundesaufsichtsamt jedoch nicht weiter zuständig; vielmehr bestand eine strikt einzuhaltende Grenze zu den Kompetenzen der Länder bzw. der Börsenselbstverwaltung, die den Handel an den Börsen vor Ort überwachen.³³⁹ Vor diesem Hintergrund entstand der Eindruck, der Gesetzgeber sei bei der Schaffung einer zentralen Aufsichtsbehörde auf halben Weg stecken geblieben. Grundsätzlich stellt sich aber die Frage, ob nach der Gründung einer solchen Behörde - nicht schon alleine aus praktischen Erwägungen - auch sämtliche anderen, die Marktaufsicht betreffenden Aufgaben vom Bundesaufsichtsamt hätten übernommen werden können. Die Begrenzung der Kompetenzen des Bundesaufsichtsamtes war jedoch nicht willkürlich, sondern hat ihre Ursachen eben in der föderalen Struktur der Bundesrepublik.

Nach dem in Art. 83 GG verankerten Grundsatz der Organisationsgewalt der Länder sind Letztere für die Ausführung von Bundesgesetzen zuständig. Dem Bund ist es aber dennoch möglich, in einem bestimmten Rahmen Bundesbehörden zu schaffen, die sachlich für bestimmte Verwaltungsaufgaben und örtlich für das gesamte Bundesgebiet zuständig sind.³⁴⁰ Neben verschiedenen in den Art. 86 ff. GG ausdrücklich erwähnten Ausnahmefällen, kann der Bund gemäß Art. 87 III S. 1 GG selbstständige Bundesoberbehörden errichten, wenn ihm in diesen Angelegenheiten die Gesetzgebungskompetenz zusteht. Auf dem Gebiet des Bank- und Börsenwesens ist der Bund zwar zur Gesetzgebung berechtigt

³³⁵ Verlautbarung des BMF vom 16.1.1992, WM 1992, S. 420.

³³⁶ Verlautbarung des BMF vom 16.1.1992, aaO.

³³⁷ Claussen, DB 1994, S. 969 (972).

³³⁸ GesEntw. der BReg. BT-Drucks. 12/6679, S. 39.

³³⁹ Claussen, DB 1994, S. 969 (970); Weigerber/Jütten, 2. Finanzmarktförderungsgesetz, S. 23, 51; Schäfer, WpHG, § 4 Rdnr. 3.

³⁴⁰ Maurer, Allg. VerwaltungR, S. 549.

(Art. 74 I Nr. 11 GG), da es sich hierbei jedoch lediglich um eine konkurrierende Gesetzgebungskompetenz handelt, beschränkt sich die Bundeszuständigkeit nach Art. 72 Abs. 2 GG auf die Bereiche, in denen die Herstellung gleichwertiger Lebensverhältnisse im Bundesgebiet bzw. die Wahrung der Rechts- und Wirtschaftseinheit eine bundesgesetzliche Regelung erforderlich macht. Demzufolge musste sich das Bundesaufsichtsamt als Bundesoberbehörde im Sinne des Art. 87 Abs. 3 S. 1 GG auf Bereiche beschränken, die der Sache nach nur bundeseinheitlich wahrgenommen werden können.³⁴¹ Diese Voraussetzung mag auf die dem Bundesaufsichtsamt zugewiesenen Aufsichts- und Überwachungskompetenzen zugetroffen haben, nicht aber auf die Überwachung der Börsen als regional organisierte Märkte.

Nach überwiegender Meinung stellte die mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz gefundene Regelung einen Kompromiss zwischen dem Zentralisierungsinteresse des Bundes und den Interessen der Länder, ihre Kompetenzen zu wahren, dar;³⁴² teilweise wurde ihnen sogar vorgeworfen, diese Kompetenzen entgegen jeglicher Vernunft einzufordern.³⁴³ Soweit allerdings allgemein die Auffassung vertreten wird, die beschriebenen Aufgabenfelder des Bundesaufsichtsamtes sind abschließend solche, die im Sinne des Art. 72 Abs. 2 GG erforderlich sind, konnte es sich bei der Aufteilung der Aufsichtsinstanzen nicht nur um einen Kompromiss handeln, sondern war sie vielmehr eine zwingende Vorgabe des Grundgesetzes.³⁴⁴

³⁴¹ Schäfer, WpHG, § 3 Rdnr. 2.

³⁴² Weisgerber/Jütten, 2. Finanzmarktförderungsgesetz, S. 13; Groß, Kapitalmarktrecht, BörsG, §§ 1-2c Rdnr. 6; Schäfer, BörsG, Vor §§ 1 ff. Rdnr. 4.

³⁴³ Claussen, DB 1994, S. 969 (972).

³⁴⁴ Ebenso Kurth, WM 1998, S. 1715.

C. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Sieben Jahre nach seiner Gründung ist das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel zusammen mit den ehemaligen Aufsichtsämtern für das Bank- und Versicherungswesen zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verschmolzen worden. Durch das Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG) vom 22.4.2002 hat der Gesetzgeber mit Wirkung vom 1.5.2002 somit erstmalig eine zentralisierte Finanzaufsicht geschaffen. Die neue Bezeichnung verdeutlicht zum einen, dass ein Wechsel der Rechtsform stattgefunden hat, andererseits stellt die Anlehnung an die Bezeichnung der früheren Aufsichtsämter klar, dass der Rechtsformwechsel nicht auch zu einer materiellen Änderung der Aufsichtsaufgaben bzw. zu einer anderen Prioritätensetzung bei diesen Aufgaben führt.³⁴⁵

I. Rechtsstellung und Anstaltsträger

Gemäß § 1 Abs. 1 FinDAG ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts. Durch die Ausstattung mit einer eigenen Rechtspersönlichkeit ist nunmehr ein selbstständiger Verwaltungsträger entstanden, der kraft seiner rechtlichen Verselbstständigung berechtigt und verpflichtet ist, die ihm obliegenden Aufgaben eigenverantwortlich wahrzunehmen. Typischerweise errichtet der Gesetzgeber solche selbstständigen Verwaltungseinheiten dort, wo die Erledigung bestimmter Verwaltungsaufgaben besondere Fachleute und Betriebsmittel erfordert.³⁴⁶ Durch die mit dem Anstaltsstatus verbundene Lösung vom Bundeshaushalt gewinnt die Anstalt somit auch mehr Unabhängigkeit im budgetären, organisationsrechtlichen und personellen Bereich. Ein Umstand, der sich laut Gesetzesbegründung auch auf den operativen Bereich auswirkt.³⁴⁷

Der neben dem Präsidenten als weiteres Organ geschaffene Verwaltungsrat kann jedoch aufgrund der ihm übertragenen Kompetenzen und Aufgaben die nötige Kontrolldichte nicht gewährleisten.³⁴⁸ Die Bundesanstalt ist daher gemäß § 2 FinDAG nicht nur der Rechtsaufsicht, sondern auch der Fachaufsicht ihre Anstaltsträgers, des Bundesministeriums der Finanzen, unterstellt. Die Notwendigkeit einer effizienten Rechts- und Zweckmäßigkeitkontrolle ergibt sich

³⁴⁵ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 32.

³⁴⁶ Maurer, Verwaltungsrecht AT, S. 594.

³⁴⁷ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 33.

³⁴⁸ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 33.

insbesondere im Hinblick auf die umfangreichen und oft mit weit reichenden Folgen verbundenen hoheitlichen Aufgaben der Bundesanstalt, die auch unter politischen Gesichtspunkten ins Gewicht fallen können.³⁴⁹ Ebenso wie gegenüber den ehemaligen Aufsichtsämtern beinhaltet die Fachaufsicht ein Auskunfts- und Weisungsrecht des Bundesministers der Finanzen, der auch die Tätigkeit der Anstalt parlamentarisch zu verantworten hat.³⁵⁰

II. Aufbau, Organisation und Finanzierung

Die Bundesanstalt ist laut § 1 Abs. 2 ihrer Satzung in Geschäftsbereiche, Abteilungen, Gruppen und Referate unter Berücksichtigung der spezifischen Erfordernisse der Bereiche der Finanzsektoren Banken, Versicherungen und Wertpapierhandel untergliedert. Geleitet wird sie gemäß § 6 Abs. 1 FinDAG vom Präsidenten bzw. von dessen Vertreter, dem Vizepräsidenten. Die darunter rangierenden drei Ersten Direktoren sind jeweils für die Geschäftsbereich Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht zuständig. Der in Form der Präsidialverfassung gewählte Organisationsaufbau wird somit auch dem Umstand gerecht, dass die bisherigen drei Bereiche der Aufsicht weiter bestehen.³⁵¹

Aus Gründen der Effizienz wurden weit reichende organisatorische Veränderungen durchgesetzt. So wurden den ehemaligen Aufsichtsämtern die Zentralverwaltungen entnommen und zu einer einzigen Abteilung unter der Leitung des Vizepräsidenten zusammengefasst.³⁵² In dieser neuen so genannten Z-Abteilung befinden sich nunmehr sieben Referate für Bereiche wie Haushalt, Controlling, Organisation oder Personalwesen. Darüber hinaus ist ein Querschnittsbereich eingerichtet worden, in dem sich die drei übergeordneten Abteilungen für „Finanzmarkt und Internationales“, „Integrität des Finanzsystem“ sowie „Verbraucher- und Anlegerschutz“ befinden. Letztere führt auch jene Referate, die Beschwerden und Anfragen geschädigter oder getäuschter Anleger entgegen nehmen.

Von besonderer Bedeutung ist der Verwaltungsrat der Bundesanstalt. Dieses Organ ist dem Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft nachgebildet, überwacht die Geschäftsführung der Anstalt und stellt den Haushalt fest.³⁵³ Im Detail werden die Aufgaben des Verwaltungsrats durch die Satzung der Bundesanstalt geregelt

³⁴⁹ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 33.

³⁵⁰ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, Vor § 3 Rn. 2.

³⁵¹ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 34.

³⁵² Siehe Organigramm der Bundesanstalt, abrufbar unter <http://www.bafin.de> (15.4.2009).

³⁵³ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 35.

und umfassen Befugnisse wie die Feststellung des Jahresabschlusses, die Entlastung des Präsidenten oder Anhörungsrechte im Falle der Änderung der Kostenverordnung. Dem Verwaltungsrat steht insoweit ein Auskunfts- und Anhörungsrecht zu, anhand dessen der Präsident jederzeit zum Bericht über die Angelegenheiten der Anstalt verpflichtet werden kann.³⁵⁴

Der Verwaltungsrat besteht nach § 7 Abs. 3 FinDAG aus insgesamt 21 Mitgliedern. Neben vier Mitgliedern, die vom Bundesfinanzministerium entsandt werden und von denen zwei den Vorsitzenden bzw. dessen Stellvertreter stellen, setzt sich der Rat ferner aus je einem Vertreter des Wirtschafts- bzw. Justizministeriums, fünf Vertretern des Bundestages und schließlich aus zehn Vertretern der beaufsichtigten Unternehmen zusammen. Die Zahl von 21 Mitgliedern war nach Ansicht des Gesetzgebers notwendig, um einerseits die Arbeitsfähigkeit des Gremiums gewährleisten zu können, und um andererseits sicherzustellen, dass die teilweise nicht deckungsgleichen Interessen der Sektoren der Finanzwirtschaft angemessen vertreten sind.³⁵⁵ Lediglich beratende Funktion hat der nach § 8 Abs. 1 FinDAG zu bildende Fachbeirat. Seine Aufgabe ist es, für eine umfassende Beteiligung der Finanzwissenschaft, der Wirtschaft und ihren Interessenverbänden sowie den Verbraucherschutzverbänden zu sorgen. Dazu berät der Fachbeirat die Organe der Bundesanstalt in den speziellen Fragen ihres Aufgabenkreises und spricht über einen konkreten Auftrag hinaus auch Empfehlungen zur Weiterentwicklung der Aufsichtspraxis aus.³⁵⁶

Die Kosten der Bundesanstalt werden vollständig auf die beaufsichtigten Institute und Versicherungsunternehmen umgelegt. Das ist notwendig, weil sie keine Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt erhält und somit sämtliche Ausgaben durch eigene Einnahmen decken muss.³⁵⁷ Bereits die finanzielle Beteiligung am ehemaligen Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel wurde mit den Vorteilen begründet, die sich für die am Markt agierenden Unternehmen durch eine effiziente Aufsicht ergeben.³⁵⁸ Als Gegenleistung wurde durch die verbesserte Aufsicht über den deutschen Kapitalmarkt die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland für in- und ausländische Investoren gesteigert. Zudem haben sich die Zutrittsmöglichkeiten für deutsche Marktteilnehmer hinsichtlich der US-

³⁵⁴ § 4 Abs. 2 der Satzung der BaFin, abrufbar unter <http://www.bafin.de> (15.4.2009).

³⁵⁵ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 35.

³⁵⁶ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 35.

³⁵⁷ <http://www.bafin.de> (15.4.2009).

³⁵⁸ Dreyling in Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, Vor. § 3 (§§ 13-16 FinDAG) Rn. 1.

amerikanischen Märkte deutlich verbessert.³⁵⁹

Weil diese Fortschritte vor allem im Interesse der Marktteilnehmer des Finanzplatzes Deutschland liegen, ist es nur konsequent, die beaufsichtigten Unternehmen an den Kosten der Aufsicht zu beteiligen. Da § 51 KWG und § 101 Versicherungsaufsichtsgesetz entsprechende Regelungen für die Finanzierung der Banken- und Versicherungsaufsicht vorsahen, hat sich auch nach Errichtung der Bundesanstalt am Grundsatz der Kostentragung durch die Beteiligten nichts geändert. Vielmehr soll die Bundesanstalt komplett aus dem Bundeshaushalt herausgelöst werden, um ihr einen größeren finanziellen Spielraum einzurichten. In diesem Sinne ist auch der frühere zehnpromtente Selbstbehalt des Bundes weggefallen, so dass mittlerweile die gesamten Kosten der Bundesanstalt von den Beaufsichtigten zu tragen sind.³⁶⁰

Unter den umlagefähigen Kosten sind nach der Legaldefinition in § 5 FinDAGKostV die tatsächlichen Aufwendungen eines Haushaltsjahres für Personal und Sachmittel, einschließlich der von der Anstalt zu tragenden Versorgungslasten, Abschreibungen, Rückstellungen und Rücklagen sowie sonstige Aufwendungen zu verstehen. Die Kosten werden je nach Entstehung für die einzelnen Geschäftsbereiche errechnet und der Umlage zugrunde gelegt, soweit sie nicht durch Gebühren gedeckt sind. Für bestimmte Einzelentscheidungen kann die Bundesanstalt gemäß § 14 Abs. 1 FinDAG Gebühren von bis zu 500.000 Euro erheben. Eine genaue Bestimmung der Gebührensätze ist aber schon wegen des unterschiedlichen Geschäftsumfanges der Institute und Versicherungsunternehmen nicht möglich.³⁶¹ Allerdings enthält § 2 Abs. 1 und 2 FinDAGKostV die wesentlichen Gebührentatbestände nebst Höhe der Gebühren.

Innerhalb des Aufsichtsbereichs des Wertpapierhandels richtet sich der Kostenanteil der aufsichtspflichtigen Unternehmen nach dem Verteilungsschlüssel in § 6 Abs. 2 Nr. 3 a) bis d) FinDAGKostV. Danach tragen die inländischen Kreditinstitute sowie die deutschen Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute den Hauptanteil von 76 Prozent der Kosten. Fünf Prozent entfallen auf die Börsenmakler, inländische Finanzdienstleistungsinstitute bzw. die Zweigstellen ausländischer Unternehmen werden mit neun Prozent beteiligt. Schließlich sind zehn Prozent der Kosten durch jene Emittenten mit Sitz im Inland zu erstatten, deren Wertpapiere an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder mit ihrer

³⁵⁹ Dreyling aaO.

³⁶⁰ Dreyling aaO.

³⁶¹ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 37.

Zustimmung in den Freiverkehr einbezogen sind. Für die Kreditinstitute und Wertpapierdienstleistungsunternehmen kommt es ausschließlich darauf an, ob sie eine Erlaubnis besitzen, im Inland Wertpapierdienstleistungen im Sinne des § 2 Abs. 3 Nr. 1, 2 oder 5 WpHG zu erbringen. Inwieweit dem dann tatsächlich nachgegangen wird, ist für die Umlegung der Kosten nicht relevant.³⁶²

III. Zuständigkeit in Fällen des Marktmissbrauchs

Die Befugnis der Bundesanstalt, in Fällen des Insiderhandels und der Kursmanipulation einzugreifen, ergibt sich aus § 4 Abs. 1 S. 1 WpHG in Verbindung mit §§ 14, 20a WpHG. Insbesondere die Aufdeckung und Verfolgung von Insiderverstößen ist seit 1995 das zentrale Betätigungsfeld der Wertpapieraufsichtsbehörde.³⁶³ Genau genommen verdankt das seinerzeit gegründete Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel dieser Aufgabe sogar seine Existenz, weil der deutsche Gesetzgeber durch die Neuregelung des Insiderrechts erstmals die Chance sah, dem zersplitterten Aufsichtssystem eine zentrale Behörde entgegenzusetzen.

Anders verhielt es sich dagegen mit der Bekämpfung von Kurs- und Marktpreismanipulationen. Da hier schon die Bundesanstalt als zentrale Aufsichtsbehörde existierte, lag es auch nah, dieser die Kompetenzen für die Verfolgung entsprechender Verstöße zu übertragen. Neben dem vom Gesetzgeber aufgeführten Argument, wonach Manipulationen auch außerbörslich, bundesland- und staatenübergreifend vorgenommen werden können,³⁶⁴ sollten es vor allem die Parallelen zum Insiderhandel sein, die die Bundesanstalt mit ihrer umfangreichen Datensammlung und den bestehenden Erfahrungen zur einzigen adäquaten Institution zur Bekämpfung der Kurs- und Marktpreismanipulation machten.³⁶⁵

Bis zur Änderung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz waren die Befugnisse zur Durchsetzung einzelner, im Wertpapierhandelsgesetz aufgeführter Verbote separat geregelt.³⁶⁶ In Fällen des Marktmissbrauchs bestimmten § 16 WpHG a.F. und § 20b WpHG a.F., ob und wie die Bundesanstalt gegen Verstöße vorgehen konnte, wodurch § 4 WpHG a.F. aber praktisch keine eigenständige Bedeutung hatte. Mit den durch das AnSVG vorgenommenen Ergänzungen ist nunmehr § 4 WpHG zur Generalbefugnisnorm für die Durchsetzung grundsätz-

³⁶² Vgl. § 6 Abs. 2 Nr. 3 a) und c) FinDAGKostV.

³⁶³ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 40.

³⁶⁴ RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 64.

³⁶⁵ Möller, WM 2002, S. 309 (311).

³⁶⁶ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 29.

lich aller Ge- und Verbote des Wertpapierhandelsgesetzes geworden. Die expliziten Einzelbefugnisse im Bereich des Marktmissbrauchs wurden – ebenso wie in allen anderen Bereichen – gestrichen.³⁶⁷

IV. Weitere Aufgaben im Bereich der Wertpapieraufsicht

Anstaltszweck ist die Wahrnehmung jener Aufgaben, die bislang den früheren Aufsichtsämtern für das Kreditwesen, für das Versicherungswesen und für den Wertpapierhandel zugewiesen waren.³⁶⁸ Für den Bereich des Wertpapierhandels richtet sich die Aufsichtstätigkeit der Bundesanstalt grundsätzlich nach den Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes. Entsprechendes bestimmt die Generalnorm des § 4 WpHG, wobei sich die Kompetenzen nur insoweit auf das WpHG beschränken, als dass der Bundesanstalt nicht durch andere Gesetze eine weitergehende Zuständigkeit zugewiesen wird. Solche weitergehenden Kompetenzen erhält die Anstalt durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und das Wertpapierprospektgesetz (WpPG). Durch die vom Geschäftsbereich Bankenaufsicht übernommene Investmentabteilung bildet das Investmentgesetz (InvG) eine weitere rechtliche Grundlage im Bereich des Asset-Managements.

Im Gegensatz zu den Geschäftsbereichen Banken- und Versicherungsaufsicht, die für Zulassung und Solvenz zuständig sind, übt der Bereich Wertpapieraufsicht überwiegend Marktaufsicht aus. Gegenstand der Marktaufsicht sind sowohl der börsliche als auch der außerbörsliche Handel mit Wertpapieren. Die Bundesanstalt übernimmt dabei jedoch nicht die Funktion der Börsenaufsichtsbehörden. Letztere unterstehen den Ländern und beaufsichtigen die ordnungsgemäße Durchführung des Handels nach den Vorschriften des Börsengesetzes.³⁶⁹ Überschneidungen finden lediglich bei der Überwachung des Insiderhandels bzw. des Manipulationsverbotes statt. Sobald derartige Verstöße im Rahmen des Börsenhandels festgestellt werden, verpflichtet § 4 Abs. 5 S. 5 BörsG die Handelsüberwachungsstellen zu einer unverzüglichen Unterrichtung der Bundesanstalt.

1. Kontrolle der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG

Eng mit der Bekämpfung des unerlaubten Insiderhandels verbunden ist die Kontrolle der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG. Eine konsequente Durchsetzung der Meldepflicht für kursrelevante Tatsachen steuert dem Insiderhandel nämlich

³⁶⁷ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 29.

³⁶⁸ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/7033, S. 33.

³⁶⁹ Dreyling in Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, Vor § 3 (§§ 1, 2 FinDAG) Rn. 10.

gleich in zweierlei Hinsicht entgegen: Einerseits entfaltet § 15 WpHG erhebliche Präventivwirkung, da mit der öffentlichen Bekanntgabe der Tatsache deren exklusiver Charakter wegfällt und Insiderhandel dementsprechend nicht mehr möglich ist.³⁷⁰ Darüber hinaus können Ad-hoc-Mitteilungen aber auch als Erklärung für unnatürliche Kursbewegungen der jüngeren Vergangenheit dienen und den Mitarbeitern der Bundesanstalt über den meldenden Emittenten den Kreis möglicher Insider aufzeigen.³⁷¹

Es verwundert daher nicht, dass der Gesetzgeber die ursprünglich in § 44a BörsG normierte Meldepflicht 1995 mit in das Wertpapierhandelsgesetz übernommen hat.³⁷² Während sich § 44a BörsG als nicht praxistauglich erwies, weil Verstöße nicht überwacht wurden und das maximale Bußgeld zu gering war,³⁷³ kontrolliert nun die Bundesanstalt, ob die Unternehmen ihren Ad-hoc-Publizitätspflichten nachkommen. Stellt sich heraus, dass ein Unternehmen ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsachen gar nicht, verspätet, unrichtig oder unvollständig veröffentlicht, kann nach § 39 Abs. 4 WpHG ein Bußgeld von bis zu eineinhalb Millionen Euro gegen den Emittenten verhängt werden.

2. Überwachung der Veröffentlichungen und Mitteilungen nach § 15a WpHG (Director's Dealings)

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde der Bundesanstalt zusätzlich die Aufgabe übertragen, die Veröffentlichungen und Mitteilungen nach § 15a WpHG zu überwachen.³⁷⁴

§ 15a WpHG legt die Zuständigkeit der Bundesanstalt bei der Überwachung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nicht ausdrücklich fest. Stattdessen bestimmt § 15a Abs. 4 WpHG, dass sie von den nach Absatz 1 Verpflichteten und den beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen Auskünfte sowie die Vorlage von Unterlagen verlangen kann, soweit sie „zur Überwachung“ der Mitteilungs- und Meldepflicht notwendig sind. Bei vorsätzlichen oder leichtfertigen Verstößen gegen § 15a WpHG sieht § 39 Abs. 2 Nr. 1 c), Abs. 4 WpHG Geldbußen von bis zu hunderttausend Euro vor.

³⁷⁰ Schäfer in Dreyling/Schäfer, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Rn. 315.

³⁷¹ Carl/Klos, wistra 1995, S. 10 (14).

³⁷² 2. FMFG vom 26.7.1994, BGBl I S. 1749 (1753).

³⁷³ Schäfer in Dreyling/Schäfer, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Rn. 313.

³⁷⁴ 4. FMFG vom 21.6.2002, BGBl I S. 2010 (2030).

3. Überwachung der Veröffentlichungen und Mitteilungen nach § 21 WpHG (Veränderung von Stimmrechtsanteilen)

Die Bundesanstalt wacht über die Einhaltung der Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten, die sich bei der Verschiebung bedeutender Stimmrechtsanteile ergeben. § 21 WpHG geht insoweit auf das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz zurück, hätte allerdings als Bestandteil der Transparenz-Richtlinie bereits zum 1.1.1991 in nationales Recht umgesetzt werden sollen.³⁷⁵ Die Verzögerung war im Wesentlichen auf die geringe Akzeptanz gegenüber einer gesetzlichen Offenlegungspflicht zurückzuführen sowie auf Streitigkeiten hinsichtlich der Frage, ob die Umsetzung im Rahmen des Aktienrechts oder als eigenständige kapitalmarktrechtliche Grundlage erfolgen sollte.³⁷⁶

§ 21 Abs. 1 WpHG verpflichtet natürliche und juristische Personen, der Bundesanstalt und der börsennotierten Gesellschaft innerhalb von sieben Kalendertagen die Höhe ihrer Stimmrechtsanteile mitzuteilen, wenn diese durch Kauf, Verkauf oder auf andere Weise einen der Schwellenwerte von 5, 10, 25, 50 oder 75 Prozent erreichen, über- oder unterschreiten. Eine entsprechende Verpflichtung trifft nach Absatz 1a auch solche Personen, die zum Zeitpunkt der Erstzulassung der Aktien an einem organisierten Markt 5 Prozent oder mehr Stimmrechte halten. Die Gesellschaft wiederum hat die Mitteilung nach § 25 Abs. 1 WpHG unverzüglich, spätestens aber neun Kalendertage nach Zugang der Mitteilung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen. Zweck der Vorschrift ist eine verbesserte Transparenz für Anleger und Gesellschafter im Wertpapierhandel. Die Aktionärsstruktur eines börsennotierten Unternehmens und die Veränderung maßgeblicher Aktienbeteiligungen sind wichtige Kriterien für Anlageentscheidungen der Investoren.³⁷⁷ Die Bundesanstalt stellt den Anlegern aus diesem Grund die veröffentlichten Meldungen auf ihrer Homepage zur Verfügung.³⁷⁸

Der Überwachungsauftrag der Bundesanstalt ergab sich seit jeher nicht aus der Offenlegungspflicht selbst, sondern schon immer aus § 4 WpHG. Deswegen ließ sich § 21 WpHG nach der Umwandlung des § 4 WpHG auch nahtlos in die neue Systematik des Wertpapierhandelsgesetzes einfügen. Bei der Überwachung der Offenlegungspflicht kommt der Bundesanstalt eine überwiegend passive Rolle

³⁷⁵ Art. 17 I Transparenz-Richtlinie, EG-ABl. Nr. L 348 vom 17.12.1988, S 62.

³⁷⁶ Schneider in Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, Vor § 21 Rn. 2 f.; Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 96.

³⁷⁷ Gesetzentwurf der BReg. zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 52.

³⁷⁸ <http://www.bafin.de> (15.4.2009).

zu, da sie die Meldungen nach § 21 Abs. 1 WpHG lediglich entgegennimmt.³⁷⁹ Nicht eingehende oder nicht veröffentlichte Mitteilungen sind jedoch Verstöße im Sinne des § 4 Abs. 2 WpHG mit der Folge, dass die besonderen Eingriffsbefugnisse ausgelöst werden. Verstöße gegen die Mitteilungspflicht können gemäß § 39 Abs. 4 WpHG mit einem Bußgeld von 200.000 Euro und gegen die Veröffentlichungspflicht mit 50.000 Euro sanktioniert werden.

4. Aufsicht über die Einhaltung von Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach §§ 31 ff. WpHG

Einen wesentlichen Schwerpunkt im Rahmen der Marktaufsicht stellt die Überwachung der Einhaltung der Pflichten nach §§ 31 ff. WpHG dar. Wie die meisten Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes haben auch die Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihren Ursprung in der europäischen Gesetzgebung; erste Aktivitäten diesbezüglich gehen bis in das Jahr 1977 zurück.³⁸⁰ Die sechzehn Jahre später verabschiedete Wertpapierdienstleistungsrichtlinie hatte insbesondere den Schutz des privaten, nicht-institutionellen Anlegers im Sinn. Angestrebt war, den unterschiedlichen Schutzbedürfnissen der einzelnen Gruppen von Anlegern und ihrer unterschiedlichen fachlichen Erfahrung gerecht zu werden.³⁸¹

Die aus den §§ 31 ff. WpHG hervorgehenden Verhaltens- und Organisationspflichten beschränken sich dementsprechend nicht bloß auf die Herausgabe von Informationen gegenüber dem Kunden, sondern sehen weitgehende Aufklärungs- und Beratungspflichten vor. Grundsätzlich gilt, dass Unternehmen ihre Dienstleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse des Kunden erbringen müssen. Im Falle etwaiger Interessenkonflikte sind die eigenen Interessen denen des Kunden unterzuordnen. Schutzobjekte der Verhaltens- und Organisationspflichten sind nicht mehr nur die rational agierenden Anleger, sondern auch jene Personen, die ihre Anlageentscheidungen mangels rationaler Fähigkeiten abseits jeglicher Vernunft treffen.³⁸² Die Durchsetzung der Verhaltens- und Organisationspflichten nach §§ 31 ff. WpHG ist deswegen auch ein Stück weit Verbraucherschutz, der erst dort auf seine Grenzen stößt, wo Kunden trotz entsprechender Aufklärung widersinnige

³⁷⁹ Dreyling in Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, § 4 Rn. 1.

³⁸⁰ Empfehlungen der EG-Kommission betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, EG-Abl. L 212/37 vom 20.8.1977.

³⁸¹ Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen, EG-Abl. Nr. L 141 S. 27 (29).

³⁸² Bliesener, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, S. 47 ff.

Aufträge erteilen.³⁸³

Über die Einhaltung der Melde- und Verhaltenspflichten wacht die Bundesanstalt gemäß § 35 WpHG. Der Maßnahmenkatalog, der ihr zur Durchsetzung der §§ 31 ff. WpHG zu Verfügung steht, unterscheidet danach, ob es sich um ein in- oder ausländisches Wertpapierdienstleistungsunternehmen handelt. Von inländischen Unternehmen kann die Anstalt Auskünfte sowie die Vorlage von Unterlagen verlangen. Hinzu kommen Prüfungen, die ohne jeden Anlass vorgenommen werden dürfen. Letztere wurden durch das Umsetzungsgesetz zur Harmonisierung bankrechtlicher Vorschriften in die Norm eingefügt, da den turnusmäßig stattfindenden Prüfungen nach § 36 Abs. 1 WpHG das Überraschungsmoment fehlt.³⁸⁴ Gegenüber ausländischen Unternehmen, die Dienstleistungen gegenüber inländischen Kunden erbringen, beschränken sich die Befugnisse nur auf Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen. Eine Durchsetzung scheitert zudem am Territorialprinzip, so dass die Bundesanstalt auf die Amtshilfe der ausländischen Aufsichtsbehörde angewiesen ist.³⁸⁵

Schließlich hat die Bundesanstalt nach § 35 Abs. 3 WpHG auch gegen solche Unternehmen einen Auskunfts- bzw. Vorlageanspruch, die lediglich im Verdacht stehen, Wertpapierdienstleistungen zu erbringen. Diese Befugnis wird dem Umstand gerecht, dass die Bundesanstalt im Rahmen des § 35 Abs. 1 und 2 WpHG die Beweislast dafür trägt, dass das Unternehmen, von dem es Auskünfte etc. anfordert, tatsächlich ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist.³⁸⁶ Der Auskunfts- bzw. Vorlageanspruch besteht jedoch ausschließlich gegenüber Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten sowie gegen deren inländischen Zweigstellen, wenn es sich um Unternehmen mit Sitz im Ausland handelt. Rechtsmittel gegen die Maßnahmen der Bundesanstalt haben nach § 35 Abs. 5 WpHG keine aufschiebende Wirkung, so dass sie unverzüglich im Wege des Verwaltungszwangs durchgesetzt werden können.

5. Prüfung von Wertpapierverkaufsprospekten nach § 21 WpPG

Der Bundesanstalt obliegt ferner die Überwachung der nunmehr im Wertpapierprospektgesetz geregelten Verpflichtung, für im Inland öffentlich angebotene Wertpapiere bzw. für solche, die an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, einen Prospekt zu veröffentlichen. Das Wertpapierprospektgesetz

³⁸³ Pfeiffer, Der Schutz des (Klein-)Anlegers im Rahmen der Verhaltensregeln der §§ 31, 32 WpHG, S. 202.

³⁸⁴ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 13/7142, S. 111.

³⁸⁵ Koller in Assmann/Schneider, WpHG (4. Auflage), § 35 Rn. 5.

³⁸⁶ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 13/7142, S. 111.

löst dabei in weiten Teilen die Regelungen des Verkaufsprospektgesetzes ab.³⁸⁷ Die entsprechende europäische Vorgabe erfolgte durch die Wertpapierprospektrichtlinie, deren Zweck die Vereinheitlichung der Zulassungskriterien für das Angebot von Wertpapieren in den einzelnen Mitgliedsstaaten war.³⁸⁸ Im Zuge dessen hat der europäische Gesetzgeber die Vorgaben der bis dahin geltenden Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie³⁸⁹ sowie die Emissionsprospektrichtlinie³⁹⁰ zusammengefasst.³⁹¹

Mit der nationalen Umsetzung durch das Wertpapierprospektgesetz werden die bisher unterschiedlich geregelten Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekte sowie Unternehmensberichte einem einheitlichen Regelungssystem unterstellt.³⁹² Dabei sind bereits bestimmte Emissionen durch § 1 Abs. 2 WpPG aus dem Anwendungsbereich des Gesetzes herausgenommen; ausdrückliche Ausnahmen von der Prospektspflicht bestehen in § 3 Abs. 2 und § 4 WpPG.

Da nach neuem Recht eine Unterscheidung zwischen Börsenzulassungsprospekt und Verkaufsprospekt nicht mehr stattfindet, ist nunmehr die Bundesanstalt ausschließliche Prüfstelle für alle Wertpapierprospekte. Die Bundesanstalt muss zunächst gemäß § 13 Abs. 1 S. 1 WpPG den ihr vorgelegten Prospekt billigen, bevor dieser veröffentlicht werden kann. Während sich die Prüfung der im Prospekt enthaltenen Angaben in der Vergangenheit ausschließlich auf deren formelle Richtigkeit bezog,³⁹³ prüft die Bundesanstalt nun auch die Kohärenz und Verständlichkeit der vorgelegten Informationen. Das weitergehende Zulassungsverfahren der Börsen bleibt im Übrigen aber unberührt.³⁹⁴

Die Kompetenzen zur Durchsetzung der Prospektspflicht enthält § 21 WpPG. Die Befugnisse der Bundesanstalt ähneln dabei überwiegend denen des Verkaufsprospektgesetzes alter Fassung, sind praktischerweise aber in einer Norm zusammen gefasst. Zum Schutz des Anlegerpublikums kann die Bundesanstalt vom Anbieter oder Zulassungsantragsteller zunächst die Aufnahme weiterer Angaben in den zur Billigung eingereichten Prospekt verlangen. Darüber hinaus kann sie von denselben Personen sowie vom Emittenten Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen, wenn dies zur Ein-

³⁸⁷ Im Rahmen des verbliebenen Anwendungsbereichs ist die Bundesanstalt gemäß § 8i VerkProspG immer noch Hinterlegungsstelle.

³⁸⁸ Wertpapierprospektrichtlinie vom 31.12.2003, EG-Abl. L 345/64.

³⁸⁹ Richtlinie 2001/34/EG vom 6.7.2001, EG-ABl. L 184/18.

³⁹⁰ Richtlinie 89/298/EWG vom 17.4.1989, EG-ABl. L 124/8.

³⁹¹ Wertpapierprospektrichtlinie vom 31.12.2003, EG-Abl. L 345/64.

³⁹² Holzborn/Israel, ZIP 2005, S. 1668.

³⁹³ Lenz in: Assmann, VerkProspG, § 8a Rn. 2.

³⁹⁴ Holzborn/Israel, ZIP 2005, S. 1668 (1670).

haltung der Prospektpflicht erforderlich ist. Entsprechendes gilt gegenüber etwaigen Konzerngesellschaften, Personen, bei denen Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass sie Anbieter im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes sind, sowie gegenüber Abschlussprüfern und Mitgliedern von Aufsichts- oder Geschäftsführungsorganen des Emittenten, Anbieters oder Zulassungsantragstellers. Schließlich können sich die Auskunftsrechte der Bundesanstalt auch noch gegen die die Emission begleitenden Kreditinstitute richten.

Bei massiven Verstößen gegen die Prospektpflicht hat die Bundesanstalt nach § 21 Abs. 4 WpPG ein öffentliches Angebot zu untersagen. Das gilt insbesondere, wenn überhaupt kein Prospekt veröffentlicht wird oder eine Veröffentlichung ohne vorausgehende Billigung erfolgt. Gerade wenn überhaupt kein Prospekt veröffentlicht wurde, erfährt die Bundesanstalt nicht zwangsläufig von dem öffentlichen Angebot. Zum Schutz der Anleger beschränkt sich die Bundesanstalt daher nicht nur auf die Kontrolle der bei ihr eingereichten Prospekte, sondern recherchiert selbst nach Verstößen gegen die Prospektpflicht, indem sie die üblichen Absatzwege, insbesondere das Internet und die einschlägigen Annoncen in den Zeitungen kontrolliert.³⁹⁵ Liegen der Bundesanstalt lediglich Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen die Prospektpflicht vor, kann sie anordnen, das Angebot für einen Zeitraum von bis zu zehn Tagen auszusetzen.

Die Prospekttrichtlinie sah darüber hinaus die Möglichkeit vor, dass die für die Billigung des Prospekts zuständige Behörde gleichsam die Befugnis haben müsse, den Handel an einem geregelten Markt zeitweise auszusetzen oder sogar vollständig zu untersagen.³⁹⁶ Der Gesetzgeber hat die Bundesanstalt nicht mit derlei Befugnissen ausgestattet, weil bereits die Geschäftsführungen der Börsen über entsprechende Kompetenzen verfügen und aufgrund der in § 21 Abs. 5 WpPG enthaltenen Möglichkeit zur Datenübermittlung von etwaigen Verstößen durch die Bundesanstalt in Kenntnis gesetzt werden.³⁹⁷ Gleiches gilt für die in Art. 21 Abs. 4 Prospekttrichtlinie vorgesehenen Befugnisse gegenüber den Emittenten der Wertpapiere. Da sich diese ausschließlich auf den Handel an den geregelten Märkten beziehen, werden sie wiederum von den Geschäftsführungen der Börsen bzw. von den Zulassungsstellen ausgeübt.³⁹⁸ Stattdessen kann die Bundesanstalt gemäß § 21 Abs. 8 WpPG das öffentliche Angebot vorläufig oder endgültig untersagen bzw. die Billigung des Prospekts widerrufen, wenn sie im

³⁹⁵ Lenz in Assmann, VerkProspG, § 8b Rn. 3.

³⁹⁶ Art. 21 Abs. 3 g) h) Prospekttrichtlinie 2003/71/EG vom 4.11.03, EG-ABl. L 345/64.

³⁹⁷ RegE zum Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 15/4999 S. 39.

³⁹⁸ RegE zum Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 15/4999 S. 39.

Nachhinein von der inhaltlichen Unrichtigkeit des Prospekts erfährt, da eine inhaltliche Prüfung im Billigungsverfahren nach wie vor nicht erfolgt.

Sämtliche Maßnahmen nach § 21 WpPG unterliegen nach § 26 WpPG der sofortigen Vollziehung. Ebenso wenig haben weder Widerspruch noch Anfechtungsklage aufschiebende Wirkung gegen die Androhung oder Festsetzung von Zwangsmitteln. Die zeitnahe Durchsetzung der Entscheidungen der Bundesanstalt dient vor allem dem Schutz des Anlegerpublikums.³⁹⁹

6. Überwachung von Unternehmensübernahmen nach §§ 4 ff., 40 WpÜG

Eine erhebliche Erweiterung des Aufgabenspektrums der Bundesanstalt hatte das am 1.1.2002 in Kraft getretene Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen zur Folge.⁴⁰⁰ Seither überwacht sie die Übernahmen von inländischen Publikumsgesellschaften, deren Aktien an einem organisierten Markt in Deutschland oder einem anderen Staat des europäischen Wirtschaftsraums gehandelt werden. Durch die Umsetzung der europäischen Übernahme-Richtlinie wurde nunmehr der Versuch unternommen, die nationalen Regelungen anzugleichen.⁴⁰¹

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ist nicht zuletzt vor dem Eindruck schwindender Akzeptanz der bis dahin geltenden unverbindlichen Übernahmeregeln entstanden. Weder die bis Mitte der Neunziger Jahre geltenden Wohlverhaltensregeln, noch der sich anschließende Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission konnten sich wirklich durchsetzen.⁴⁰² Gerade ausländische Unternehmen sahen keinen Anlass, sich dem Übernahmekodex zu unterwerfen, was im Jahre 2000 bei der zunächst feindlichen Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone Airtouch plc. besonders deutlich wurde.

Die Zuständigkeit und die Befugnisse der Bundesanstalt ergeben sich aus §§ 4 Abs. 1 S. 1, 40 Abs. 1 und 2 WpÜG. Sie trägt Sorge dafür, dass bei der Abgabe öffentlicher Angebote im Sinne des § 2 Abs. 1 WpÜG die gesetzlichen Vorgaben eingehalten werden. Dazu enthält § 4 Abs. 1 S. 3 WpÜG seit jeher eine allgemeine Anordnungs-kompetenz, aufgrund derer die Bundesanstalt Verwaltungsakte erlassen kann, um Missstände zu beseitigen oder zu verhindern. Der Maßnahmenkatalog gemäß § 40 Abs. 1 und 2 WpÜG ist dagegen

³⁹⁹ RegE zum Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 15/4999, S. 40.

⁴⁰⁰ BGBl. 2001 I, S. 3822.

⁴⁰¹ Näher dazu van Kann/Just, DStR 2006, S. 328 ff.

⁴⁰² Zinser, NZG 2001, S. 391 (392); Liebscher, ZIP 2001, S. 853 (854).

durch das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz überarbeitet worden. Angelehnt an die Befugnisse des Wertpapierhandelsgesetzes kann die Bundesanstalt nun von jedermann Auskünfte und Unterlagen verlangen und hat zudem das aus § 4 Abs. 4 WpHG bekannte Recht auf Nachschau. Diese Angleichung an das Wertpapierhandelsgesetz ist eine erhebliche Erweiterung der Kompetenzen im Vergleich zur alten Fassung, die lediglich Auskunftsbefugnisse gegen Bieter, Zielgesellschaft und inländische Börsen vorsah.⁴⁰³ Bestehen geblieben sind die weiteren Eingriffsbefugnisse, wie etwa die Untersagung von Angeboten oder das Verbot bestimmter Werbung.⁴⁰⁴ Die besonderen Befugnisse sind für ihren Bereich abschließend und gehen der allgemeinen Anordnungskompetenz aus § 4 Abs. 2 S. 3 WpÜG vor.⁴⁰⁵

Im Sinne der in Art. 19 Abs. 4 GG verbürgten Rechtsweggarantie sind sämtliche Verfügungen der Bundesanstalt nach § 48 Abs. 1 WpÜG beschwerdefähig und gerichtlich nachprüfbar.⁴⁰⁶ Um unnötige Verzögerungen beim Übernahmeverfahren zu verhindern, war der Gesetzgeber jedoch bemüht, das Rechtsschutzverfahren zu beschleunigen. Zum einen begründet § 48 Abs. 4 WpÜG eine Eingangszuständigkeit des Oberlandesgerichtes Frankfurt a.M., zum anderen schreibt § 6 Abs. 1 WpÜG die Bildung eines Widerspruchsausschusses vor, der ausschließlich über Widersprüche gegen Anordnungen der Bundesanstalt entscheidet. Dabei ist der überwiegende Teil der durch die BaFin ergriffenen Maßnahmen ohnehin sofort vollziehbar. Lediglich die Beschwerde eines Beteiligten nach § 48 Abs. 2 WpÜG hat unter den in § 49 WpÜG aufgeführten Voraussetzungen aufschiebende Wirkung, wobei auch hier die sofortige Vollziehung durch die Bundesanstalt angeordnet werden kann, wenn dies im öffentlichen Interesse bzw. im überwiegenden Interesse eines Beteiligten geboten ist.⁴⁰⁷

Schließlich ist die Bundesanstalt wiederum zuständige Behörde im Sinne des § 36 Abs. 1 Nr. 1 OWiG. Aufgrund der diversen Änderungen und Einfügungen durch das Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz ist das Spektrum der Ordnungswidrigkeiten noch einmal erweitert worden.⁴⁰⁸ Die Bundesanstalt kann dabei je nach Verstoß Geldbußen bis zu einer Million Euro verhängen.

⁴⁰³ Die Erweiterung begrüßen van Kann/Just, DStR 2006, S. 328 (332) insbesondere im Hinblick auf das sog. acting in concert.

⁴⁰⁴ Vgl. §§ 15 Abs. 1 und 2, 28 Abs. 1, 40 Abs. 1 bis 4 WpÜG.

⁴⁰⁵ Schwennicke in: Geibel/Stüßmann, WpÜG, § 4 Rn. 9.

⁴⁰⁶ Liebscher, ZIP 2001, S. 853 (854).

⁴⁰⁷ RegE zum Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen BT-Drucks. 14/7034, S. 65.

⁴⁰⁸ RegE zum Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/1003, S. 23.

7. Internationale Zusammenarbeit

Mit dem Wertpapierhandelsgesetz entstanden auch Regelungen darüber, wie die Bundesanstalt im Umgang mit den anderen europäischen Aufsichtsbehörden zu verfahren hat. Für den Insiderhandel war das bis zum Inkrafttreten des AnSVG in § 19 WpHG geregelt; mit der Einführung des § 20a WpHG galt die Norm seit 2002 auch für die Kurs- und Marktpreismanipulation.⁴⁰⁹ Darüber hinaus enthielten die §§ 30, 36c WpHG a.F. ähnliche Befugnisse hinsichtlich der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 21 WpHG und der Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Inzwischen ersetzt § 7 WpHG als Generalnorm sämtliche Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes soweit sie die europäische Zusammenarbeit betreffen.⁴¹⁰ Die Regelung setzt Artikel 16 der Marktmissbrauchsrichtlinie um, wobei sie gegenüber der alten Rechtslage keine wesentliche Erweiterung darstellt. Eine Verpflichtung, auf gegenseitiges Ersuchen tätig zu werden, bestand insbesondere in Fällen des Marktmissbrauchs schon früher.⁴¹¹ Allerdings besteht nunmehr die Möglichkeit, Bedienstete der beteiligten Behörden an der durchzuführenden Untersuchung der jeweils anderen Behörde teilnehmen zu lassen.⁴¹² Die Übermittlung von Informationen erfolgt nach wie vor nur zweckbegrenzt und umfasst Tatsachen und personenbezogene Daten.⁴¹³ Ebenfalls keine Änderung ist die Entpflichtung der Bundesanstalt in den nach § 7 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 und 2 WpHG vorgegebenen Fällen, wobei nun eine unverzügliche Begründung gegenüber der ersuchenden Behörde abzugeben ist.

Neu ist allerdings die in § 7 Abs. 5 WpHG enthaltene Unterrichtungspflicht, mit der Artikel 16 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt wird. Danach hat die Bundesanstalt Verdachtsmomente hinsichtlich eines Verstoßes gegen das Wertpapierhandelsgesetz oder entsprechender ausländischer Vorschriften auf dem Gebiet eines anderen Staates diesem unverzüglich anzuzeigen. Im umgekehrten Fall ist der anzeigenden ausländischen Behörde Bericht über die Ergebnisse der eingeleiteten Untersuchung zu erstatten.

Die Zusammenarbeit mit Drittstaaten ist in § 7 Abs. 7 WpHG geregelt. Die Vorschrift erlaubt es der Bundesanstalt, die Vorgaben für die gemeinschaftsinterne Zusammenarbeit auch auf die Zusammenarbeit mit Drittstaaten anzuwenden.

⁴⁰⁹ Vgl. § 20b Abs. 7 S. 2, 2. Var. WpHG a.F.

⁴¹⁰ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 31.

⁴¹¹ Art. 10 Insiderrichtlinie, EG-Abl. L 334 vom 18.11.1989, S. 0030 – 0032.

⁴¹² Vgl. § 7 Abs. 2 und 4 WpHG.

⁴¹³ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG, § 19 Rn. 5.

Der Gesetzgeber hat es hier aber bei einer Ermessensnorm belassen, um etwaige abweichende rechtliche Standards der Drittstaaten angemessen berücksichtigen zu können.⁴¹⁴

⁴¹⁴ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 32.

3. Kapitel: Die Durchsetzung der Verbote nach § 14 und § 20a WpHG

Die Überwachung der Ge- und Verbote des Wertpapierhandelsgesetzes versteht sich vor allem als deren Durchsetzung. Das Verfahren der Bundesanstalt zur Verfolgung marktmissbräuchlichen Verhaltens gliederte sich bereits vor dem Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes in verschiedene Abschnitte.⁴¹⁵ Da die neu geschaffene generelle Befugnisnorm des § 4 WpHG eine Zusammenfassung der bisherigen Zuständigkeits- und Ermächtigungsregelungen ist, ergeben sich die verschiedenen Abschnitte der Überwachung nach wie vor aus der Systematik des Wertpapierhandelsgesetzes. Als eine Art Dauerzustand betreibt die Bundesanstalt eine Überwachung im engeren Sinn, in deren Verlauf die Daten und Informationen von mitteilungspflichtigen Personen gesammelt und ausgewertet werden. Die Sammlung und Auswertung von Daten und Informationen ist allerdings nicht allein darauf beschränkt. Seit jeher soll die Aufsichtsbehörde auch solchen Informationen nachgehen, die sie von dritter Seite freiwillig erhält oder die sie öffentlich zugänglichen Quellen entnehmen kann.⁴¹⁶

Im Rahmen dieses ersten Abschnitts geht es zunächst darum, Auffälligkeiten im Handelsgeschehen zu entdecken und womöglich zu erklären.⁴¹⁷ Erst wenn sich daraus Anhaltspunkte für einen Verstoß im Sinne der §§ 14, 20a WpHG ergeben, erlaubt § 4 Abs. 2 WpHG den Beginn des zweiten Abschnitts der Untersuchung, in dessen Verlauf die Aufklärung des Sachverhalts mittels der erweiterten Auskunftsbefugnisse nach § 4 Abs. 2 und 3 WpHG vorangetrieben werden soll.

Je nachdem zu welchem Ergebnis die Bundesanstalt in ihrer Untersuchung kommt, kann sie in einem dritten Verfahrensabschnitt ggf. Bußgelder verhängen. Bestätigt sich der Verdacht des marktmissbräuchlichen Verhaltens, liegt aber lediglich eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG vor, ist die Bundesanstalt gemäß § 40 WpHG die für die Ahndung des Verstoßes sachlich zuständige Verwaltungsbehörde.

In den dargestellten Verfahrensablauf lässt sich die Verpflichtung der Bundesanstalt zur Anzeige gegenüber der Staatsanwaltschaft gemäß § 4 Abs. 5 WpHG nicht so recht einordnen. Entsprechendes gilt für die Befugnis nach § 4 Abs. 2 S.

⁴¹⁵ Vgl. Organigramm des BAWe abgedruckt bei: Dreyling/Schäfer, Insiderrecht, S. 87.

⁴¹⁶ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 49.

⁴¹⁷ Dreyling in: Dreyling/Schäfer, Insiderrecht, S. 57.

2 WpHG, zur Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote den Handel mit bestimmten Finanzinstrumenten zu untersagen. Diese Schritte kann die Bundesanstalt prinzipiell zu jedem Zeitpunkt unternehmen. Da die Anzeige an die Staatsanwaltschaft einen gewissen Kenntnisstand voraussetzt und die Untersagung des Handels nur als Ultima Ratio eingesetzt werden soll,⁴¹⁸ liegt es jedoch nahe, dass beide Maßnahmen erst dann ergriffen werden, wenn sich die Untersuchung der Bundesanstalt bereits in einem fortgeschrittenen Stadium befindet.

A. Allgemeine Daten- und Informationssammlung

Obwohl die Bundesanstalt nach § 4 S. 2 WpHG Missständen bereits präventiv entgegenwirken soll, liegt der Schwerpunkt in der nachträglichen Aufdeckung von Insiderverstößen und somit im repressiven Bereich.⁴¹⁹ Die ununterbrochene Sammlung von Daten über Geschäftsabschlüsse sowie sonstiger Informationen stellt sicher, dass die Bundesanstalt von verdächtigen Geschäften erfährt. Allerdings wäre eine Abhängigkeit von zufällig erlangten Informationen völlig unzureichend, so dass der Bundesanstalt aufgrund der umfangreichen Meldepflichten für Marktteilnehmer zusätzlich eine Vielzahl von Daten und Informationen übermittelt werden.⁴²⁰

Die Auswertung der eingehenden Mitteilungen ist als rein interner Vorgang kein Verwaltungsverfahren im Sinne des § 9 VwVfG. Andernfalls müsste das Handeln der Behörde als eine nach außen wirkende Tätigkeit final auf den Abschluss eines Verwaltungsaktes oder Verwaltungsvertrages gerichtet sein. Solange betroffene Unternehmen aber nicht gegen die vorstehenden Meldepflichten des Wertpapierhandelsgesetzes verstoßen, beschränken sich die Maßnahmen der Bundesanstalt auf die Auswertung und Analyse der erlangten Informationen. Diese Handlungen sind rein interne Vorgänge, die etwaige Zwangsmaßnahmen, d.h. das Verwaltungsverfahren im Sinne des § 9 VwVfG, lediglich vorbereiten.

I. Meldepflicht für sämtliche Geschäfte, § 9 WpHG

Weichen Kursverlauf, Umsätze oder Marktanteile vor Bekanntgabe der Information nicht nur unwesentlich vom üblichen Handelsverlauf ab, liegen Anhalts-

⁴¹⁸ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 30.

⁴¹⁹ Auf die Verfolgung von Insiderverstößen bezogen: Rauscher, Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, S. 82 f.

⁴²⁰ Carl/Klos, wistra 1995, S. 10 (13).

punkte vor, dass gegen das Insiderhandelsverbot verstoßen wurde.⁴²¹ Zur Beaufsichtigung des Wertpapierhandels und insbesondere zur Verhinderung von Insidergeschäften hatte der Gesetzgeber mit dem Zweiten Finanzmarktförder-Finanzmarktförderungsgesetz⁴²² die Meldepflicht nach § 9 WpHG eingeführt. Die Vorschrift geht nicht wie der Großteil des Wertpapierhandelsgesetzes auf die Insiderrichtlinie, sondern auf Art. 20 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zurück und trat entsprechend den europäischen Vorgaben erst zum 1.1.1996 in Kraft.⁴²³ Bis dahin war die Entdeckung von Insidergeschäften mit einem hohen manuellen Aufwand verbunden.⁴²⁴ So musste sich das damalige Bundesaufsichtsamt auf die Tagebücher der Skontro führenden Makler verlassen oder war auf die Auskünfte der Handelsüberwachungsstellen angewiesen.⁴²⁵ Auf diese Weise konnte man sich lediglich einen Überblick verschaffen, in welchem Umfang die Marktteilnehmer bestimmte Wertpapiere oder Derivate handelten. Unklar blieb aber, ob Händler im Kundenauftrag oder auf eigene Rechnung tätig wurden; außerbörsliche Geschäfte wurden überhaupt nicht erfasst.⁴²⁶ Mit der Einführung der Meldepflicht entfiel dieser hohe Aufwand. Die Wertpapieraufsicht verfügt seither über nahezu alle Daten von abgeschlossenen Transaktionen auf dem gesamten Wertpapiermarkt und kann zudem Eigengeschäfte der Marktintermediäre von Kundengeschäften sofort unterscheiden.

§ 9 WpHG ist inzwischen mehrfach geändert und ergänzt worden, weil seine Durchsetzung häufig mit Verweis auf die nicht allumfassende Regelung unterlaufen wurde.⁴²⁷ Erstmals wurde die Norm durch das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 durch Einführung des § 9 Abs. 1a WpHG dem praktischen Aufsichtsbedarf angepasst, zuletzt erfolgte eine Änderung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz.

1. Meldepflichtige Personen

Sinnvollerweise trifft die Meldepflicht nicht jeden Kapitalmarktteilnehmer, insbesondere nicht den einzelnen Anleger. Einbezogen sind stattdessen nur die in § 9 Abs. 1 WpHG bestimmten Institute und Unternehmen. Durch das Umset-

⁴²¹ Süßmann, AG 1997, S. 63.

⁴²² BGBl. I 1994, S. 1749.

⁴²³ Art. 31 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, ABLEG Nr. L 141/27 vom 11.6.1993; § 41 Abs. 1 WpHG in der Fassung vom 26.7.1994, BGBl. I 1994, S. 1749 i.V.m. § 18 Abs. 1 WpHMGV.

⁴²⁴ Süßmann, WM 1996, S. 937 (938).

⁴²⁵ Süßmann, WM 1996, S. 937 (938).

⁴²⁶ Süßmann, WM 1996, S. 937 (938).

⁴²⁷ Kritisch zum daraus resultierenden Regelungsperfektionismus Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG, § 9 Rn. 3.

zungsgesetz vom 22.10.1997 wurde die Meldepflicht sowohl eingegrenzt als auch erweitert. Seither erstreckt sich die Meldepflicht auch auf Eigenhandel betreibende Finanzdienstleistungsinstitute.⁴²⁸

Ferner umfasst die Meldepflicht inländische Kreditinstitute, inländische Zweigstellen ausländischer Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie andere Unternehmen mit Sitz im Inland, die an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind. Darüber hinaus verpflichtet § 9 Abs. 1 S. 3 WpHG inländische Clearing-Stellen, Satz 4 zudem alle Unternehmen, die ihren Sitz im Ausland haben, aber an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind.

Die seit dem Umsetzungsgesetz enthaltenen Ausnahmen von der persönlichen Meldepflicht für beispielsweise Bausparkassen ergeben sich aus dem Sinn und Zweck einer Vorschrift, die vorrangig den Insiderhandel bekämpfen soll.⁴²⁹

Grundsätzlich gilt, dass Unternehmen, die zwar aufgrund ihrer Tätigkeit als meldepflichtig einzuordnen sind, aus der Meldepflicht herausfallen, wenn sie naturgemäß nicht mit Insiderinformationen in Berührung kommen oder die einschlägigen Geschäfte nur über selbst meldepflichtige Unternehmen abwickeln können.

2. Meldepflichtige Geschäfte

Ebenso wenig wie die persönliche Meldepflicht sämtliche Marktteilnehmer umfasst, bezieht sich die sachliche Meldepflicht auf den gesamten Handel der betroffenen Unternehmen. Stattdessen sieht § 9 WpHG vor allem dann eine Meldung an die Bundesanstalt vor, wenn das Geschäft aus insiderrechtlicher Sicht relevant ist.

Erste Voraussetzung ist demzufolge, dass das Geschäft im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung oder als Eigengeschäft abgeschlossen wurde. Ausgenommen von der Meldepflicht sind daher Botengeschäfte und Geschäfte für das Sondervermögen von Kapitalanlagegesellschaften, da es sich hierbei um keine Wertpapierdienstleistungen handelt.⁴³⁰ Weitere, im Gesetz nicht explizit aufgeführte Ausnahmen ergeben sich wiederum aus dem Sinn und Zweck der Meldepflicht. So sind echte Wertpapierpensionsgeschäfte ebenso wenig relevant wie die Wertpapierleihe, da in diesen Fällen eine Rücknahmevereinbarung zu

⁴²⁸ Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997, BGBl. I S. 2518 (2561).

⁴²⁹ RegE zum Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142, S. 105.

⁴³⁰ Süßmann, WM 1996, S.937 (939); a.A. im Hinblick auf die in der Praxis vorherrschende Miteigentumskonstruktion des Sondervermögens Köndgen in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 2. Auflage, § 113 Rdnr. 43.

einem festen Preis besteht und Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot faktisch nicht möglich sind. Davon streng zu unterscheiden sind Leerverkäufe. Aufgrund des terminspezifischen Risikos, das solchen Geschäften innewohnt, besteht aus insiderrechtlicher Sicht ein hohes Interesse an der Dokumentation derartiger Transaktionen.⁴³¹

Für ausländische Unternehmen mit Börsenzulassung an einer inländischen Börse ist die Meldepflicht auf Geschäfte beschränkt, die an einer inländischen Börse oder im Freiverkehr abgeschlossen wurden.⁴³² Dass ausländische Unternehmen – abweichend vom Herkunftslandprinzip – zur Meldung verpflichtet werden können, geht auf Artikel 20 Abs. 5 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie zurück, nach der die Meldepflicht in den Mitgliedsstaaten auch an den Ort des Geschäftsabschluss geknüpft werden kann. Umgekehrt müssen meldepflichtige Geschäfte inländischer Unternehmen an organisierten Märkten in einem EG-Mitgliedsland oder einem EWR-Staat gemäß § 9 Abs. 3 Nr. 5 WpHG i.V.m. § 17 Abs. 2 WpHMG dann nicht gemeldet werden, wenn in diesen Ländern entsprechende Anforderungen an die Meldepflicht bestehen. Möglich macht diese Ausnahme Artikel 20 Abs. 2 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, wobei sich die Befreiung des § 17 Abs. 2 WpHMG wiederum ausschließlich auf börsliche Geschäfte bezieht. Daher sind außerbörsliche Geschäfte unabhängig von den vorherrschenden Bedingungen des jeweiligen Landes der Bundesanstalt zu melden.

Nach wie vor nicht meldepflichtig sind Depotübertragungen. Eine entsprechende Änderung hatte der Gesetzentwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz vorgesehen, da sich insbesondere durch eine Übertragung der Wertpapiere zwischen Kauf und Verkauf auf ein anderes eigenes Depot oder allgemein durch Übertrag auf das Depot dritter Personen Insiderhandel verschleiern ließe.⁴³³ Das angeführte Hauptargument einer schnelleren und effektiveren Überprüfung wurde allerdings vom Finanzausschuss verworfen und dem erheblich höheren finanziellen Aufwand der meldepflichtigen Institute gegenübergestellt.⁴³⁴

Die zu meldenden Geschäfte müssen Wertpapiere oder Derivate zum Gegenstand haben, die an einem Markt im Sinne des § 9 Abs. 1 S. 1 WpHG zugelassen oder einbezogen sind.⁴³⁵ Die Erweiterung auf Wertpapiere und Derivate, die in

⁴³¹ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 9 Rn. 17.

⁴³² Vgl. § 9 Abs. 1 S. 4 WpHG.

⁴³³ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/8017, S. 86.

⁴³⁴ Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/8601, S. 18.

⁴³⁵ Gleiches gilt gemäß Satz 2 für bestimmte Papiere, für die bereits entsprechende Anträge auf Zulassung oder

den geregelten Markt einbezogen sind oder einbezogen werden sollen, berücksichtigt eine Neuerung im Börsengesetz.⁴³⁶ Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurde § 49 Abs. 1 BörsG dahingehend erweitert, dass Wertpapiere nicht mehr ausschließlich der Zulassung am geregelten Markt bedürfen, sondern auch auf Antrag eines Marktteilnehmers einbezogen werden können, sofern sie eine der in § 56 Abs. 1 BörsG aufgestellten Bedingungen erfüllen.

Ausdrücklich ausgenommen von der Meldepflicht sind nach § 9 Abs. 1a S. 2 WpHG Fondsanteile an Investmentvermögen in- und ausländischer Kapitalgesellschaften, sofern eine Rücknahmeverpflichtung seitens der Gesellschaft besteht. Da Letztere die Rücknahmepreise festlegt, spielt die Markteinschätzung bei Fondsanteilen regelmäßig keine Rolle, so dass unerlaubter Insiderhandel hierbei unwahrscheinlich ist.⁴³⁷ Ebenfalls nicht meldepflichtig sind Derivate nach § 2 Abs. 2 Nr. 2 und 4 WpHG, da in beiden Fällen ein unmittelbarer Wertpapierbezug fehlt.

3. Meldepflichtige Daten

Den Inhalt des zu übermittelnden Datensatzes bestimmt § 9 Abs. 2 WpHG. Im Hinblick auf die etwaigen Verstöße, deren Verhinderung Zweck des Wertpapierhandelsgesetzes ist, enthält der Meldedatensatz Angaben über Zeitpunkt, Wertpapiergattung samt Kennnummer, Kurs, Stückzahl und Nennwert, die an der Transaktion beteiligten meldepflichtigen Unternehmen, ggf. die Börse oder das Handelssystem, sowie ein Identifikationsmerkmal für die Transaktion. Letzteres ist notwendig, um die Transaktionen in den Unterlagen der Meldepflichtigen zu lokalisieren.

Eine bemerkenswerte Ausweitung hinsichtlich des zu meldenden Inhalts enthalten § 9 Abs. 2 Nr. 7 und 8 WpHG. Beide Vorschriften sind bereits durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz eingefügt worden aber erst am 1.4.2003 in Kraft getreten, um den Meldepflichtigen einen ausreichenden organisatorischen Vorlauf einzuräumen.⁴³⁸ Der Datensatz muss nunmehr auch ein Merkmal zur Identifikation des Depotinhabers oder des Depots enthalten, sofern der Depotinhaber nicht selbst meldepflichtig ist. Handelt eine vom Depotinhaber abweichende Person, so ist auch für die Stellvertretung ein Kennzeichen zu melden.

Einbeziehung gestellt bzw. öffentlich angekündigt wurden. Zur Kritik an der Vorverlagerung der Meldepflicht siehe Geibel in: Schäfer/Geibel, WpHG, § 9 Rn. 51 f.; Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG, § 9 Rn. 10; Süßmann, WM 1996, S. 937 (939).

⁴³⁶ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/8017, S. 86.

⁴³⁷ BR-Drucks. 963/96, S. 106.

⁴³⁸ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG, § 9 Rn. 17a.

Nach wie vor nicht zu übermitteln ist jedoch der Name des Depotinhabers.

Diese Ergänzungen hinsichtlich des Meldeinhalts fördern einerseits die effiziente Verfolgung von Insidergeschäften und verringern zugleich die Anzahl belastender Eingriffe in die Rechte unbeteiligter Personen. Aufgrund der Kennzeichnungspflicht in Nummer 7 kann die Bundesanstalt mehrere Geschäfte einer Person zuordnen, wenn etwa erworbene Insiderpapiere nach bekannt werden der Insidertatsache vom selben Depotinhaber wieder abgestoßen wurden. Die vormals notwendige Abfrage sämtlicher Depotinhaber entfällt und ermöglicht nun gezielte Depotabfragen. Daraus ergibt sich nicht nur ein erheblich geringerer Zeit- und Kostenaufwand, sondern auch ein Schutz derjenigen Kunden, die das betroffene Wertpapier ohne Insiderwissen gehandelt haben, deren Identität aber gezwungenermaßen auch abgefragt werden musste.

Entsprechendes gilt für die Kennzeichnungspflicht solcher Geschäfte, für die nicht der Depotinhaber selbst, sondern ein Bevollmächtigter Auftraggeber ist. Nach dem Wortlaut des Regierungsentwurfs sollten die Kreditinstitute ursprünglich ein individuelles Kennzeichen für einen vom Depotinhaber abweichenden Auftraggeber verwenden.⁴³⁹ Auf Anregung des Finanzausschusses wurde die Vorschrift des § 9 Abs. 2 Nr. 8 WpHG jedoch insoweit abgeändert, dass aus der Kennzeichnung lediglich die Stellvertretung ersichtlich wird, um den zusätzlichen Aufwand für die Kreditinstitute möglichst gering zu halten.⁴⁴⁰ Aber auch so lässt sich weitaus schneller ein Zusammenhang zwischen einem ermittelten Insider und dem betroffenen Depot erkennen. Während vormals weiterführende Nachforschungen nach § 16 Abs. 2 S. 5 WpHG unumgänglich waren, ist nun im Vorhinein feststellbar, ob der Depotinhaber selbst oder ein Dritter Auftraggeber des Geschäfts ist.

4. Meldeverfahren

Geschäfte, die unter die Meldepflicht fallen, sind gemäß § 9 Abs. 1 S. 1 WpHG spätestens an dem auf den Tag des Geschäftsabschlusses folgenden Werktag, der kein Samstag ist, mitzuteilen. Dabei sind aus Vereinfachungsgründen regionale Feiertage wie bundeseinheitliche zu behandeln.⁴⁴¹ Auf lokale arbeitsfreie Zeiten ist hingegen keine Rücksicht zu nehmen. Aufgrund der eindeutigen Formulierung des Art. 20 Abs. 1 b) WpDiRL ist eine Verlängerung der Meldefrist

⁴³⁹ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 14/8017, S. 26, 87.

⁴⁴⁰ Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/8600, S. 55; Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/8601, S. 18.

⁴⁴¹ Süßmann, WM 1996, S. 937 (940).

nicht möglich. Vielmehr ist mit der vorstehenden deutschen Regelung der Meldezeitpunkt bereits so weit wie möglich nach hinten gesetzt worden.

Hinsichtlich der Form der Meldungen ist zu berücksichtigen, dass täglich eine Vielzahl von Meldungen bei der Bundesanstalt eingehen. Daher ist für das Meldeverfahren nur eine Meldung durch Datenträger oder über beleglose Datenfernübertragung möglich. Wegen der Standardisierung des Verfahrens muss ein Meldesatz nach Maßgabe des vorgegebenen Meldebogens und einer vorgegebenen Felddescription erstellt werden. Weitere Einzelheiten, insbesondere zu den einzuhaltenden Dateiformaten regelt die Wertpapierhandel-Meldeverordnung.⁴⁴²

Die grundsätzlich beleglose Übermittlung der Daten an die Bundesanstalt bestimmt § 9 Abs. 2 WpHG. Eine Übermittlung in schriftlicher Form ist nicht möglich. Selbst mobile Datenträger dürfen nur in Einzelfällen bei technischen Übertragungsschwierigkeiten zum Austausch der Informationen verwendet werden. Grundsätzlich hat die Übermittlung über eine Standleitung oder im Mailboxverfahren der Deutschen Telekom zu erfolgen.⁴⁴³ Die Kosten, die der Bundesanstalt durch die Einrichtung einer Festverbindung zur Datenfernübertragung oder durch das Mailboxverfahren entstehen, sind ausschließlich von den Meldepflichtigen zu tragen.

Die Kosten, die der Bundesanstalt aus der Benutzung der Standleitung oder im Mailboxverfahren entstehen, werden dagegen nicht nach dem Verursacherprinzip berechnet. § 13 Abs. 2 WpHMGV legt fest, dass ausschließlich die Einrichtung entsprechender Technik zu Lasten des jeweiligen Unternehmens geht. Die Einrichtung einer solchen Technik kann hingegen abgelehnt werden, wenn sich aus diesen Übertragungswegen unverhältnismäßig hohe Kosten für die Bundesanstalt ergeben. Im Umkehrschluss kann das nur bedeuten, dass die Kosten für die Benutzung von der Behörde zunächst selbst zu tragen sind und ggf. nach § 16 FinDAG auf sämtliche Unternehmen, die der Wertpapieraufsicht unterliegen, umgelegt werden.⁴⁴⁴

§ 9 Abs. 3 Nr. 3 WpHG i.V.m. § 14 WpHMGV enthält eine generelle Erlaubnis, die Meldung durch Dritte vornehmen zu lassen. Diese Erlaubnis ermöglicht es, dass Kreditinstitute, die über eine Anbindung an die Bundesanstalt, die Deutsche

⁴⁴² WpHMGV vom 21. Dezember 1995, BGBl. I S. 2094, 1996 I S. 220.

⁴⁴³ Süßman, WM 1996, S. 937 (941).

⁴⁴⁴ ebenso mit anderer Begründung Geibel in: Schäfer, WpHG, § 9 Rn. 69; a.A. Süßmann, WM 1996, S. 937 (941).

Wertpapierdaten-Zentrale GmbH (DWZ) oder die Deutsche Börse Clearing AG (DBC) verfügen, die Meldungen für andere meldepflichtige Unternehmen, die nicht mit der entsprechenden Technik ausgestattet sind, mit zu erledigen. Sofern Dritte zur Übermittlung eingeschaltet werden, stellt § 14 Abs. 2 WpHMG klar, dass die Mitteilungspflicht erst mit der vollständigen, richtigen und fristgerechten Übertragung des Meldesatzes an die Bundesanstalt erfüllt ist. Diese Regelung ist hinsichtlich der Durchsetzung der Meldepflicht sowie bußgeldrechtlicher Maßnahmen von besonderer Bedeutung.

5. Überwachung und Prüfung der Meldepflicht

Die Überwachung und Prüfung der Meldepflicht war bis zum AnSVG in den §§ 35, 36 WpHG a.F. geregelt. Die ungewöhnliche Platzierung dieser Befugnisnorm hatte ihre Ursache offenbar darin, dass der Regierungsentwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes zunächst keine entsprechende Vorschrift zur Durchsetzung der Meldepflicht enthielt. Diese Lücke wurde erst durch den Beschluss des Finanzausschusses geschlossen, der sich allerdings auf die Empfehlung einer jährlichen Prüfung durch das damalige Bundesaufsichtsamt beschränkte.⁴⁴⁵

Mit der Umwandlung von § 4 WpHG in eine Generalbefugnisnorm durch das AnSVG wurde auch die wenig systematische Platzierung der Kontroll- und Eingriffsbefugnisse hinfällig. Zwar enthält § 36 WpHG nach wie vor die Vorgaben für die turnusmäßige Prüfung der Meldepflicht durch externe Prüfer, die spezielle Befugnisnorm für die laufende Überwachung der Meldepflicht in § 35 Abs. 4 i.V.m. Abs. 1 WpHG a.F. besteht jedoch nicht mehr. Da es sich bei der Meldepflicht nach § 9 WpHG um ein Gebot im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes handelt, stehen der Bundesanstalt auch die Eingriffsbefugnisse aus § 4 Abs. 3 WpHG zu. Allerdings sind die Voraussetzungen an die Eingriffsbefugnisse in § 4 Abs. 3 WpHG höher. Während es nach § 35 Abs. 4 i.V.m. Abs. 1 WpHG a.F. ausschließlich darauf ankam, dass die Person, an die ein Auskunftsverlangen gerichtet wurde, zu den Normadressaten gehörte,⁴⁴⁶ verlangt § 4 Abs. 3 WpHG immerhin Anhaltspunkte, die weitere Nachforschungen erforderlich erscheinen lassen. Spontane Auskunftsersuchen sowie außerplanmäßige Prüfungen, die der Gesetzgeber vormals zur Einhaltung der Meldepflicht für notwendig hielt,⁴⁴⁷ fehlt nunmehr die rechtliche Grundlage.

⁴⁴⁵ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, S. 31, 107.

⁴⁴⁶ Koller in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, § 35 Rn. 2.

⁴⁴⁷ RegE zum Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142, S. 111.

II. Mitteilungspflicht für Insiderinformationen, § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 WpHG

Eine weitere Informationsquelle für die Bundesanstalt sind die nach § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 WpHG eingehenden Ad-hoc-Mitteilungen. Auch die Veröffentlichungspflicht wurde durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz erheblich ausgeweitet. Änderungen ergeben sich hinsichtlich des nunmehr einheitlich geregelten Begriffs der Insiderinformation, der veröffentlichungspflichtigen Personen, sowie des Zeitpunkts und der Modalitäten der Veröffentlichung.

Schutzgut des § 15 WpHG ist jedoch immer noch die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und nicht die Individualinteressen der Anleger.⁴⁴⁸ Die Ad-hoc-Publizität dient ausschließlich der Markttransparenz und der Preiswahrheit durch die Beseitigung von Informationsasymmetrien.⁴⁴⁹ Daran hat auch die Einführung von Ersatzansprüchen für Schäden aus falschen oder verspäteten Ad-hoc-Meldungen nichts geändert. Vielmehr bestätigt die durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vorgenommene Änderung den vorstehenden Normzweck, da die Gesetzesformulierung eine Ersatzpflicht ausdrücklich nur unter den Voraussetzungen des § 37b oder § 37c WpHG vorsieht.⁴⁵⁰

1. Veröffentlichungs- und mitteilungspflichtige Personen

Ursprünglich unterlagen ausschließlich Emittenten der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht, deren Wertpapiere an einer inländischen Börse zugelassen waren. Dem Wortlaut von § 15 Abs. S. 1 WpHG zufolge hat sich daran, zumindest im Hinblick auf die Emittenten, nichts geändert. Allerdings kann der in der Umsetzung von Art. 6 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie neu eingefügte § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG nur so interpretiert werden, dass nun auch Beauftragte oder Vertreter des Emittenten zur Veröffentlichung verpflichtet sind, wenn sie Insiderinformationen im Rahmen ihrer Befugnis an Dritte weitergeben.⁴⁵¹ Demzufolge ist die Auffassung, dass Emissionsbegleiter, Emissionsgaranten oder sonstige im Rahmen einer Emission eingeschaltete Personen von § 15 WpHG ausgenommen sind,⁴⁵² nicht mehr haltbar.

Ebenfalls erledigt haben dürfte sich die Frage, ob börsennotierte Muttergesellschaften sich Ereignisse der Konzerntochter zurechnen lassen müssen. Solche

⁴⁴⁸ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

⁴⁴⁹ BT-Drucks. 127918, S. 96; Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135 (147).

⁴⁵⁰ Assmann in: Schneider/Assmann, WpHG 4. Auflage, § 15 Rn. 28.

⁴⁵¹ so wohl auch Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3451).

⁴⁵² Schäfer in: Dreyling/Schäfer, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Rn. 350.

Ereignisse sind nunmehr Insiderinformationen, die das Mutterunternehmen unmittelbar betreffen.⁴⁵³ Somit rückt das Mutterunternehmen automatisch in die Stellung eines Emittenten im Sinne des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG.⁴⁵⁴

Der Publizitätspflicht unterliegen auch auslandsansässige Emittenten, wenn sie veröffentlichungspflichtige Finanzinstrumente emittieren. Das gilt selbst dann, wenn der auslandsansässige Emittent in seinem Sitzstaat Ad-hoc-Publizitätspflichten nachzukommen hat, weswegen es auch nicht darauf ankommt, ob diese Pflichten denen des § 15 WpHG entsprechen.⁴⁵⁵

Veröffentlichungspflichtige Unternehmen sind schließlich nur solche, die Finanzinstrumente ausgeben, die an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die sie eine derartige Zulassung beantragt haben. Darin steckt eine Änderung in zweierlei Hinsicht: Zum einen wurde der Begriff „Wertpapiere“ in Anpassung an das Insiderhandelsverbot gegen den Begriff „Finanzinstrumente“ ausgetauscht. Zum anderen sind nun nicht mehr nur jene Papiere umfasst, die an einer inländischen Börse gehandelt werden, sondern auch Finanzinstrumente aus dem Freiverkehr. Damit hat der deutsche Gesetzgeber zu den Vorgaben aufgeschlossen, die bereits in der EG-Insiderrichtlinie⁴⁵⁶ enthalten waren.⁴⁵⁷

Die Erweiterung auf inländische organisierte Märkte wird die Untersuchung von Insiderfällen insbesondere dann erleichtern, wenn sich der Verdacht auf Umsätze im Freiverkehr bezieht. Zwar waren die dort gehandelten Wertpapiere seit jeher Insiderpapiere, so dass entsprechende Geschäftsabschlüsse der Bundesanstalt nach § 9 WpHG gemeldet wurden. Die Zuordnung verdächtiger Umsätze zu einer kurserheblichen Neuigkeit war aber nicht ohne weiteres möglich, da gerade keine Veröffentlichungs- bzw. Mitteilungspflicht für Emittenten bestand, deren Papiere im Freiverkehr gehandelt wurden.⁴⁵⁸ Die Bundesanstalt konnte daher nicht davon ausgehen, automatisch von einer kursrelevanten Tatsache in Kenntnis gesetzt zu werden, und war so auf andere Informationsquellen jenseits der gesetzlichen Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten angewiesen.

⁴⁵³ Kuthe, ZIP 2004, S. 883 (885).

⁴⁵⁴ schon nach alter Rechtslage die h.M.: Geibel in: Schäfer, WpHG/BörsG/VerkProspG, § 15 WpHG Rn. 45; Gehrt, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, S. 142 f.; Cahn, ZHR 162 (1998), S. 1 (31); Wölk, AG 1997, S. 73 (77).

⁴⁵⁵ Kümpel/Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG § 15 Rn. 32.

⁴⁵⁶ EG-Abl. Nr. L 334 vom 18.11.1989, S. 0030 – 0032.

⁴⁵⁷ Kritisch zur Vereinbarkeit mit EG-Insiderrichtlinie Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135 (151) m.w.N.

⁴⁵⁸ Kümpel/Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG § 15 Rn. 31; Geibel in: Schäfer, WpHG/BörsG/VerkProspG, § 15 WpHG Rn. 20.

2. Veröffentlichungs- und mitteilungspflichtige Informationen

Entsprechend der Vorgabe der Marktmissbrauchsrichtlinie ist nun jede Insiderinformation publizitätspflichtig, die den Emittenten unmittelbar betrifft. Die ursprüngliche Unterscheidung zwischen ad-hoc-pflichtigen Tatsachen einerseits und Insidertatsachen andererseits, entfällt ebenso wie die Frage nach deren Auswirkung oder Kursrelevanz.⁴⁵⁹

Die Einführung des Begriffs der Insiderinformation innerhalb der Veröffentlichungs- und Meldepflicht ist eine erhebliche Ausweitung gegenüber der alten Rechtslage. Nicht nur, dass nunmehr Planungen und Absichten umfasst sind, die nach altem Recht zwar Insider- aber eben keine Ad-hoc-Tatsachen waren, hinzukommen auch Werturteile, Empfehlungen und Prognosen, die als Informationen im Sinne von § 13 Abs. 1 WpHG über den Tatsachenbegriff hinausgehen. Außerdem ist es unerheblich, ob sich die zu veröffentlichende Information aus irgendeinem Grund auf den Kurs des Finanzinstruments auswirkt. Entscheidend ist auch hier, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.⁴⁶⁰

Eingeschränkt wird die Ad-hoc-Pflicht dadurch, dass die Insidertatsache den Emittenten unmittelbar betreffen muss. Auch diese Eingrenzung ist letztlich aber eine Ausweitung gegenüber dem nach altem Recht geforderten Kriterium des Emittentenbezugs. Diesem lag der Gedanke zu Grunde, dass der Emittent von bestimmten Vorgängen, die außerhalb seiner unternehmerischen Sphäre entstehen, keine Kenntnis haben kann und dementsprechend auch nicht zur Veröffentlichung gezwungen werden sollte.⁴⁶¹

Auf seine unternehmerische Sphäre kann sich der Emittent inzwischen nicht mehr berufen. Nach der Legaldefinition des § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG betrifft eine Insiderinformation den Emittenten insbesondere dann, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Diese Formulierung schließt gerade nicht aus, dass auch Informationen außerhalb seines Tätigkeitsbereiches den Emittenten unmittelbar betreffen können.⁴⁶² Dadurch wurde im Hinblick auf die Übermittlung von Übernahmeangeboten eine Kehrtwende vollzogen.⁴⁶³ Obwohl Übernahmeangebote schon früher äußerst kursensible Tatsachen waren, entstand für die Zielgesellschaft keine

⁴⁵⁹ Vgl. § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG a.F.

⁴⁶⁰ Vgl. § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG.

⁴⁶¹ Schäfer in: Dreyling/Schäfer, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Rn. 386f.

⁴⁶² Kritisch zur Formulierung Ziemons, NZG 2004, S. 537 (538).

⁴⁶³ Auch zum squeeze-out Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (934).

Veröffentlichungspflicht, weil das Übernahmeangebot außerhalb ihres Tätigkeitsbereiches liegt.⁴⁶⁴ Gleiches galt für die Bietergesellschaft, wenn die Akquisition zu keiner wesentlichen Kursveränderung führte, weil sie womöglich nur eine Übernahme von mehreren innerhalb eines großen Konzerns war.⁴⁶⁵ Inzwischen hat der Gesetzgeber allerdings klargestellt, dass die Übermittlung eines Übernahmeangebotes zwar ein externer aber dennoch den Emittenten betreffender Umstand ist, ebenso wie Herabstufung durch eine auswärtige Ratingagentur.⁴⁶⁶

3. Veröffentlichungs- und Mitteilungsverfahren

Bisher enthielt insbesondere § 15 Abs. 3 WpHG a.F. detaillierte Angaben darüber, wie Ad-hoc-Meldungen zu veröffentlichen bzw. mitzuteilen sind. Mit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie hat der Gesetzgeber in § 15 Abs. 7 WpHG eine Verordnungsermächtigung zu Gunsten des Bundesfinanzministeriums eingeführt, um die modifizierte Publizitätspflicht zu konkretisieren. Die nationalen Vorschriften sollen auf diese Weise flexibler an die europäischen Durchführungsrichtlinien zur Ad-hoc-Pflicht angepasst werden.⁴⁶⁷

Das Bundesministerium der Finanzen hat inzwischen durch den Erlass der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV)⁴⁶⁸ von seiner Ermächtigung nach § 15 Abs. 7 WpHG Gebrauch gemacht. Hinsichtlich der Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformation setzt die Verordnung Art. 2 und 3 der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG⁴⁶⁹ um. Wie der Titel der Verordnung aber bereits andeutet, sind darin auch gleich die Modalitäten bezüglich der Führung von Insiderverzeichnissen, die Veröffentlichung und Mitteilung von *directors' dealings* und der Anzeige von Verdachtsfällen nach § 10 WpHG geregelt.⁴⁷⁰

a) Mitteilungen nach § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 3 WpHG

Die Insiderinformation ist bereits vor der Veröffentlichung der Bundesanstalt sowie den Geschäftsführungen derjenigen organisierten Märkte mitzuteilen, an denen die Finanzinstrumente des Emittenten zugelassen sind oder sich darauf

⁴⁶⁴ Kümpel/Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 46.

⁴⁶⁵ BAWe/Deutsche Börse AG, Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, S. 35.

⁴⁶⁶ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

⁴⁶⁷ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 35 f.

⁴⁶⁸ vom 13.12.2004, BGBl. I S. 3376.

⁴⁶⁹ AbIEG Nr. L 339/70 v. 24.12.2003.

⁴⁷⁰ § 1 WpAIV.

beziehende Derivate gehandelt werden.⁴⁷¹ Den Geschäftsführungen der Börsen soll die Möglichkeit gegeben werden, vor der Veröffentlichung über eine Kursaussetzung zu entscheiden, und dadurch den Insiderhandel mit dem betroffenen Finanzinstrument von vornherein zu verhindern.⁴⁷² Der Bundesanstalt dienen die Mitteilungen zur Überwachung der Ad-hoc-Publizität selbst sowie zur Erfüllung ihrer allgemeinen Überwachungsaufgaben.⁴⁷³

Die Mitteilung des Emittenten hat nach § 8 Abs. 1 Nr. 1 WpAIV den Wortlaut der vorgesehenen Veröffentlichung zu enthalten. Daneben sind der geplante Zeitpunkt der Veröffentlichung und ein Ansprechpartner des Emittenten mit Rufnummer anzugeben. Geht die Mitteilung einer „Ad-hoc-Berichtigung“ voraus, ist ferner darzulegen, wie es zu der unwahren Veröffentlichung kommen konnte. Eine Pflicht zur Selbstbeichtigung ist allerdings schon hier ausdrücklich ausgeschlossen.⁴⁷⁴

Wurde die Veröffentlichungspflicht durch die wissentliche Weitergabe oder Zugänglichmachung der Insiderinformation an Dritte ausgelöst, ist ausschließlich der Bundesanstalt die Identität der Person anzugeben, der die Information mitgeteilt bzw. zugänglich gemacht wurde. Im Falle der unwissentlichen Weitergabe oder Zugänglichmachung sind darüber hinaus die Umstände der Informationspreisgabe mitzuteilen, wobei auch hier gilt, dass der Mitteilungspflichtige solche Angaben verweigern kann, die ihn oder einen Angehörigen der strafgerichtlichen Verfolgung oder eines OWiG-Verfahrens aussetzen würden.⁴⁷⁵

Gemäß § 9 Abs.1 WpAIV sind die Mitteilungen per Telefax zu übermitteln. Auf Verlangen der Bundesanstalt ist zudem ein eigenhändig unterschriebenes Exemplar der Mitteilung auf dem Postweg nachzureichen, was auf die zweifelsfreie Ermittlung der Identität der für die Mitteilung verantwortlichen Person abzielen dürfte. § 9 Abs. 2 WpAIV hält der Bundesanstalt die Möglichkeit offen, eine Übersendung der Mitteilungen im Wege der Datenfernübertragung zuzulassen. Die Vorschrift erlaubt eine solche Datenübermittlung allerdings nur, wenn durch entsprechende Sicherungsmaßnahmen die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der Daten gewährleistet wird.

⁴⁷¹ Eine Ausnahme besteht gemäß § 15 IV S. 3 WpHG für ausländische Emittenten, die mit Zustimmung der BaFin Mitteilung und Veröffentlichung zeitgleich vornehmen können.

⁴⁷² Hopt, ZHR 159 (1995), S. 149.

⁴⁷³ So auch BAWe/Deutsche Börse AG, Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem WpHG, S. 40.

⁴⁷⁴ Vgl. § 8 II S. 2 WpAIV, der auf § 4 IX S. 1 WpHG verweist.

⁴⁷⁵ Vgl. § 8 III S. 2 WpAIV.

b) Veröffentlichungen nach § 15 Abs. 1 und 2 S. 2 WpHG

§ 4 WpAIV gibt vor, welche Angaben eine Ad-hoc-Veröffentlichung zu enthalten hat. Geregelt sind neben dem Fall der Veröffentlichung auch die Änderungseingabe sowie die Berichtigung einer veröffentlichten unwahren Insiderinformation. Neben der Überschrift „Ad-hoc-Meldung nach § 15 WpHG“ hat die Veröffentlichung in der Kopfzeile als Betreff ein aussagekräftiges Schlagwort zu enthalten, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung wiedergibt.

Der Emittent ist unter Nennung seines Namens, seiner Adresse, den Wertpapierkennnummern seiner ausgegebenen Aktien und Schuldverschreibungen sowie der Börsen und Handelssegmente, für die eine Zulassung besteht oder beantragt wurde, aufzuführen. Im Anschluss an die eigentliche Insiderinformation sind deren Entstehungszeitpunkt und die ihr zugrunde liegenden Umstände anzugeben. Soweit es sich nicht schon aus der Insiderinformation ergibt, ist zu erläutern, inwieweit die Information den Emittenten betrifft und worin die Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung besteht.

Erfolgt die Veröffentlichung nach § 15 Abs. 1 S. 3 und 4 WpHG durch eine beauftragte oder auf Rechnung des Emittenten handelnde Person, hat diese ihre Urheberschaft durch Nennung ihres Namens und ihrer Anschrift deutlich zu machen. Zudem hat sie den Emittenten unverzüglich über die Veröffentlichung zu informieren.

Änderungseingaben sind abweichend von der erstmaligen Veröffentlichung mit „Ad-hoc-Aktualisierung nach § 15 WpHG“ zu überschreiben. Außerdem müssen sie den Zeitpunkt der ursprünglichen Veröffentlichung und das dafür genutzte Informationsverbreitungssystem benennen. Die Korrektur unwahrer Ad-hoc-Meldungen ist unter der Überschrift „Ad-hoc-Berichtigung nach § 15 WpHG“ zu veröffentlichen. Zusätzlich zu den üblichen Angaben sind der Inhalt der unwahren Information, der Zeitpunkt und das Medium der Veröffentlichung sowie schließlich die wahre Information mit den zugrunde liegenden Umständen anzugeben.

Die Veröffentlichung der Insiderinformation hat nach § 5 Abs. 1 WpAIV durch ein elektronisch betriebenes und bei Banken und Versicherungen weit verbreitetes Informationsverbreitungssystem zu erfolgen, sowie über die Website des Emittenten, soweit er über eine solche verfügt. § 15 Abs. 3 WpHG a.F. verlangte lediglich alternativ eine Veröffentlichung im Informationsverbreitungssystem oder einem überregionalen Börsenpflichtblatt und sah sich damit dem Vorwurf

ausgesetzt, hinter Artikel 102 Abs. 1 der EG-Börsenzulassungsrichtlinie⁴⁷⁶ zurückzubleiben.⁴⁷⁷ Danach musste die Veröffentlichung durch eine oder mehrere landesweit verbreitete Zeitungen erfolgen, was im Falle der ausschließlichen Veröffentlichung durch ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem sicher nicht zuträfe.

Dass das Publikum durch die nun vorgeschriebene Bekanntgabe über das Internet einen schnellen Zugang zur Insiderinformation erhält und eine adäquate Bewertung der Lage vornehmen kann, wie es Artikel 2 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG fordert, ist anzunehmen. Unverständlich ist allerdings die Einschränkung für Emittenten, die über keine Website zur Veröffentlichung verfügen. Besser wäre es gewesen, auf diese Einschränkung zu verzichten und so indirekt eine Verpflichtung zur Internet-Präsenz des Emittenten zu begründen.

Die vorgenommene Veröffentlichung ist unverzüglich schriftlich oder elektronisch den Geschäftsführungen der organisierten Märkte, an denen die Finanzinstrumente des Emittenten oder sich darauf beziehende Derivate gehandelt werden, sowie der Bundesanstalt zu übersenden. Da insoweit bereits eine Mitteilung nach § 15 Abs. 4 S.1 WpHG durch den Emittenten vorgenommen worden sein sollte, erleichtert sich der Abgleich beider Eingaben für die Bundesanstalt bzw. für die Aufsichtsgremien an den Märkten.

c) Aufschiebung der Veröffentlichung, § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG

aa) Neuregelung durch das AnSVG

Die Veröffentlichung von Insiderinformationen und demzufolge auch deren Mitteilung an die Bundesanstalt, hat grundsätzlich unverzüglich, d.h. ohne schuldhaftes Zögern⁴⁷⁸ zu erfolgen.⁴⁷⁹ Seit der Neufassung der Ad-hoc-Pflicht durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz besteht für Emittenten unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit, die Veröffentlichung der Information zeitlich nach hinten zu verschieben. Während es nach alter Rechtslage die Bundesanstalt war, die den Emittenten von der Veröffentlichungspflicht befreite, muss der Emittent nun auf eigenes Risiko entscheiden, ob die Voraussetzungen für einen

⁴⁷⁶ Vgl. EG-Abl. Nr. L 217/18 vom 28.5.2001 S. 52.

⁴⁷⁷ Assmann, AG 1994, S. 196 (237, 252).

⁴⁷⁸ Kümpel/Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 217.

⁴⁷⁹ Zur vorausgehenden Prüfung der Veröffentlichungspflichtigkeit einer Tatsache siehe RegE. zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; BAWe/Deutsche Börse AG, Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem WpHG, S. 44.

Aufschub der Veröffentlichung vorliegen.⁴⁸⁰ Die Veröffentlichung einer Insiderinformation kann der Emittent eigenverantwortlich aufschieben, wenn es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, die unterlassene Veröffentlichung nicht irreführend ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Information gewährleisten kann.⁴⁸¹ Alle drei Voraussetzungen müssen nunmehr kumulativ vorliegen. Allerdings enthält § 6 WpAIV nur eine Konkretisierung des Begriffs der „berechtigten Interessen“ des Emittenten für eine verzögerte Veröffentlichung. Ein berechtigtes Interesse liegt demnach vor, wenn die Interessen des Emittenten an einer Geheimhaltung der Insiderinformation gegenüber den Interessen des Kapitalmarktes an einer Veröffentlichung überwiegen. Zum besseren Verständnis führt § 6 WpAIV zwei Regelbeispiele auf, die allerdings über die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/3/EG und der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG hinausgehen.⁴⁸² Zu Gunsten des Emittenten ist gemäß § 6 S. 2 Nr. 1 und 2 WpAIV abzuwägen, wenn (1) das Ergebnis oder der Gang laufender Verhandlungen über kurs- oder preisrelevante Geschäftsinhalte von der Veröffentlichung wahrscheinlich erheblich beeinträchtigt würden und eine Veröffentlichung die Interessen der Anleger ernsthaft gefährden würde, oder (2) bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, wenn die erforderliche Zustimmung des anderen Organs noch aussteht und dies die sachgerechte Bewertung der Information durch die Anleger gefährden würde. Eine Gefährdung laufender Verhandlungen wird etwa bei Übernahme- oder Sanierungsverhandlungen des Emittenten oder damit verbundenen Umständen angenommen.⁴⁸³ Ursprünglich stellten laufende Verhandlungen über eine Unternehmenstransaktion mangels ausreichender Konkretisierung noch keine zu veröffentlichende Tatsache dar.⁴⁸⁴ Während bisher die überwiegende Meinung eine Veröffentlichungspflicht erst angenommen hatte, wenn die Transaktion feststand,⁴⁸⁵ ist der Zeitpunkt für eine Ad-hoc-Pflicht mittlerweile vorverlegt worden. Verhandlungen sind danach veröffentlichungspflichtig, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit mit einem Vertragsschluss zu rechnen ist, wobei der Stand der Verhandlungen je nach Einzelfall zu beurteilen ist. Ein Anhaltspunkt für eine ausreichende Konkretisierung kann gegeben sein, wenn sich die Parteien in einem *letter of intend* oder einem *memorandum of understanding* auf die Grundzüge der Transaktion geeinigt ha-

⁴⁸⁰ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (542).

⁴⁸¹ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

⁴⁸² Kritisch Möllers, WM 2005 S. 1393 (1396).

⁴⁸³ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

⁴⁸⁴ Veith, NZG 2005 S. 254 (255).

⁴⁸⁵ Kümpel/Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 15 Rn. 59, 61ff. m.w.Nachw.

ben.⁴⁸⁶ Dagegen ist die Durchführung der Transaktion noch nicht hinreichend wahrscheinlich, wenn eine umfangreiche *due diligence* oder eine Bewertung des Zielunternehmens noch ausstehen.⁴⁸⁷ Ob die Veröffentlichung darüber hinaus auch noch die Interessen der Anleger ernsthaft gefährden muss, wie es § 6 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpAIV fordert, ist jedoch fraglich. Wegen der Diskrepanz zur Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG und der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG, wird teilweise eine europarechtskonforme Auslegung gefordert, nach der das Erfordernis der Anlegerinteressengefährdung zu ignorieren ist.⁴⁸⁸

Weiterhin darf die unterlassene Veröffentlichung nicht irreführend sein. Das Merkmal der Nicht-Irreführung ist weder vom deutschen noch vom europäischen Gesetzgeber konkretisiert worden. Nach einer Auffassung ist zwischen positiven und negativen Informationen zu differenzieren und das Verschweigen von negativen Nachrichten eher als irreführend zu erachten.⁴⁸⁹ Teilweise wird auch vertreten, die Nichtweitergabe der Insiderinformation an das Anlegerpublikum sei immer irreführend, weil der Kapitalmarkt nicht über alle relevanten Informationen verfüge.⁴⁹⁰ Beide Auffassungen sind abzulehnen. Eine Abgrenzung zwischen guten und schlechten Nachrichten ist häufig nicht möglich bzw. es stellt sich erst im Nachhinein heraus, ob der Markt sie als positiv oder negativ aufnimmt.⁴⁹¹ Will man in jeder Nichtweitergabe eine Irreführung sehen, wäre die Möglichkeit der aufgeschobenen Veröffentlichung komplett genommen.⁴⁹²

Von einer Irreführung der Öffentlichkeit ist indessen nur auszugehen, wenn der Markt konkrete Informationen hat, die mit der zu veröffentlichenden Insiderinformation in Widerspruch stehen. Nur wenn solche Informationen bereits auf eine völlig gegensätzliche Entwicklung hindeuten, findet eine Irreführung der Öffentlichkeit statt. Das ist etwa anzunehmen, wenn der Vorstand Gespräche mit einem potentiellen Übernahmekandidaten ausdrücklich verneint, die Gespräche jedoch wieder aufgenommen werden und sich soweit konkretisiert haben, dass vom Vorliegen einer Insiderinformation auszugehen ist.⁴⁹³ Davon abzugrenzen sind allerdings Gerüchte, die von dritter Seite gestreut werden. Diese reichen nicht aus, um aktiv an die Öffentlichkeit gehen zu müssen, da andernfalls Dritte

⁴⁸⁶ Veith, NZG 2005 S. 254 (255).

⁴⁸⁷ Veith, aaO.

⁴⁸⁸ Möllers, WM 2005 S. 1393 (1396).

⁴⁸⁹ Ziemons, NZG 2004, S. 537 (543).

⁴⁹⁰ Simon, Der Konzern 2005 S. 13 (20).

⁴⁹¹ Möllers, WM 2005 S. 1393 (1396).

⁴⁹² Veith, NZG 2005 S. 254 (257).

⁴⁹³ Veith aaO.

es in der Hand hätten, Fusionsgespräche vorzeitig zum Scheitern zu bringen.⁴⁹⁴

Während des Aufschubs der Veröffentlichung hat der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation sicherzustellen. Artikel 3 Abs. 2 b) der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG sieht diesbezüglich vor, dass Personen die notwendigerweise Zugang zu der Insiderinformation haben, die daraus resultierenden Pflichten anerkennen und über die Sanktionen für missbräuchliche Verwendung und unrechtmäßige Weitergabe in Kenntnis gesetzt werden. Kann der Emittent die Vertraulichkeit jedoch nicht mehr gewährleisten, ist er zur sofortigen Veröffentlichung sämtlicher in diesem Zusammenhang bestehenden Insiderinformationen verpflichtet.⁴⁹⁵ Diese Verpflichtung besteht schließlich auch dann, wenn die Gründe für die Befreiung von der Ad-hoc-Pflicht wegfallen.⁴⁹⁶ Die Mitteilung an die Bundesanstalt hat in diesem Fall die Gründe für die Befreiung von der Veröffentlichungspflicht zu enthalten sowie die Zeitpunkte der Entscheidung über den Aufschub der späteren Termine, in denen der Fortbestand der Gründe überprüft wurde und der Entscheidung über die nunmehr vorzunehmende Veröffentlichung.⁴⁹⁷ Außerdem sind der Bundesanstalt sämtliche Personen mit Anschrift und Rufnummer anzugeben, die an der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung beteiligt waren. Nicht notwendig ist hingegen, dass der Emittent die Bundesanstalt vorab über den Aufschub der Veröffentlichung in Kenntnis setzt. Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz hat eine entsprechende Ermächtigung aus Artikel 6 Abs. 2 S. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie nicht umgesetzt. Danach können die Mitgliedstaaten zwar eine unverzügliche Unterrichtung der zuständigen Behörde über den Aufschub verlangen, um aber die Erleichterungen des wegfallenden Befreiungsantrages nicht wieder aufzuheben, wurde auf diese Anzeigepflicht verzichtet.⁴⁹⁸

Die Darlegungs- und Beweislast für das Vorliegen der Voraussetzungen nach § 15 Abs. 3 WpHG trägt der Emittent. Damit geht ein erheblicher Mehraufwand einher, weil der Emittent sinnvollerweise die Umstände dokumentieren muss, die ihn zu einer verzögerten Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung berechtigen; ebenso machen zeitliche Verzögerungen bei der Veröffentlichung das Führen der Insiderverzeichnisse aufwendiger.⁴⁹⁹

⁴⁹⁴ Möllers, WM 2005 S. 1393 (1397).

⁴⁹⁵ Kuthe, ZIP 2004, S. 883 (885).

⁴⁹⁶ Zum Fortbestehen des berechtigten Interesses bei gescheiterten Übernahmeverhandlungen siehe Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (935); Kuthe, ZIP 2004, S. 883 (885); Ziemons, NZG 2004, S. 537 (543).

⁴⁹⁷ Vgl. § 8 Abs. 5 Nr. 1 und 2 WpAIV.

⁴⁹⁸ Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (935).

⁴⁹⁹ Möllers, WM 2005 S. 1393 (1398).

bb) Gestreckte Sachverhalte – Die Rechtsprechung im Fall „DaimlerChrysler/Schrempp-Rücktritt“

Durch die Neufassung des § 15 WpHG im Anlegerschutzverbesserungsgesetz schien es zunächst, als hätte sich der Streit über die Ad-hoc-Pflicht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen erübrigt. Die bis dato herrschende Endgültigkeitstheorie sah bei gestaffelten Entscheidungsprozessen erst nach dem Zustimmungsbeschluss des Aufsichtsrates eine Ad-hoc-Pflicht vor, während nur wahrscheinliche Tatsachen noch nicht publizitätspflichtig sein sollten.⁵⁰⁰ Die Gegenansicht mit den Vertretern der Wahrscheinlichkeitstheorie ließ es für eine Ad-hoc-Pflicht genügen, wenn nach dem normalen Verlauf der Dinge mit dem Eintritt des Umstandes zu rechnen sei,⁵⁰¹ der Zustimmungsbeschluss des Aufsichtsrates also wahrscheinlich ist. Mit der Ausdehnung des Begriffs der Insiderinformation auf zukünftige Umstände war die Endgültigkeitstheorie kaum mehr zu vertreten.⁵⁰² Aufgrund der nun sehr viel früher einsetzenden Publizitätspflicht schienen mehrstufige Entscheidungsprozesse die Hauptanwendungsfälle der aufgeschobenen Ad-hoc-Mitteilung zu werden.

Dem mochte die Rechtsprechung aber nicht ohne weiteres folgen. Nach Auffassung des BGH entsteht bei gestreckten Sachverhalten die Ad-Hoc-Pflicht erst dann, wenn die endgültige Zustimmung des Aufsichtsrates vorliegt.⁵⁰³ In dem betreffenden Musterverfahren hatten ehemalige Aktionäre die *Daimler AG* (damals *DaimlerChrysler AG*) auf Schadensersatz gemäß § 37b Abs. 1 WpHG verklagt, weil die Gesellschaft die Öffentlichkeit erst nach dem Aufsichtsratsbeschluss über die Trennung vom damaligen Vorstandsvorsitzenden *Schrempp* informiert hätte. Die Bekanntmachung über den Wechsel an der Konzernspitze der *Daimler AG* hatte Ende Juli 2005 für einen erheblichen Kursprung der Daimleraktie an den Börsen gesorgt, an dem die Kläger nicht mehr partizipieren konnten, weil sie ihre Aktien zuvor verkauft hatten.

Das OLG Stuttgart sah in der einvernehmlichen Aufhebung des Arbeitsverhältnisses mit Nachfolgeregelung eine konkrete Information über zukünftige Umstände, die jedoch erst dann im Sinne von § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG hinreichend wahrscheinlich wurde, als der Aufsichtsrat der vorgeschlagenen Aufhebungsre-

⁵⁰⁰ Hopt, ZHR 159 (1995), S. 135 (152); ders., ZGR 2002, S. 333 (342); Cahn, ZHR 162 (1998), S. 1 (23); siehe dazu auch Möllers WM 2005 S. 1393 (1394) m.w.Nachw.

⁵⁰¹ Kümpel/Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 3. Aufl. 2003, § 15 Rn. 69; Braun in: Möllers/Rotter, Adhoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 22, 78 ff.; siehe dazu auch Möllers WM 2005 S. 1393 (1394) m.w.Nachw.

⁵⁰² Möllers WM 2005 S. 1393 (1395).

⁵⁰³ BGH Beschl. v. 25.2.2008, Az. II ZB 9/07 = WM 2008, S. 641 = NZG 2008, S. 300.

gelung zustimmte.⁵⁰⁴ Der BGH hat die Entscheidung zwar aus prozessualen Gründen aufgehoben, weil das OLG über die Einvernehmlichkeit der Aufhebung Beweis hätte erheben müssen, die Rechtsauffassung des OLG Stuttgart hat der Zweite Zivilsenat jedoch – Einvernehmlichkeit vorausgesetzt – per obiter dictum bestätigt.⁵⁰⁵

Die Entscheidungen des OLG Stuttgart und des BGH sind zu Recht kritisiert worden. Im Zentrum der Diskussion über eine verspätete Ad-hoc-Verpflichtung stand die Frage, wann der Eintritt eines kurserheblichen Umstandes als hinreichend wahrscheinlich gilt, so dass man von einer mitteilungspflichtigen Insiderinformation ausgehen musste. Teilweise wird bereits die Tatbestandvoraussetzung der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ in Frage gestellt.⁵⁰⁶ Letztere ist lediglich in der deutschen Fassung der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG enthalten. Deswegen sei die enge Auslegung des BGH europarechtswidrig und der Senat in der Sache zur Vorlage nach Art. 234 Abs. 3 EG an den EuGH verpflichtet gewesen.⁵⁰⁷

Das AG Frankfurt muss ebenfalls Bedenken gehabt haben, als es jüngst über den von der BaFin verhängten Bußgeldbescheid zu entscheiden hatte.⁵⁰⁸ Es wäre dem Gericht ein Leichtes gewesen, sich der Argumentation des BGH/OLG Stuttgart anzuschließen und den Freispruch mit der fehlenden Ad-hoc-Verpflichtung im Vorfeld der Aufsichtsratssitzung zu begründen. Stattdessen spricht es den Betroffenen frei, weil dieser sich in einem unvermeidbaren Verbotsirrtum befunden habe.⁵⁰⁹ Bedenkt man, dass der Verbotsirrtum in der Praxis eher selten vorkommt und der BGH beachtliche Voraussetzungen an das Vorliegen der Unvermeidbarkeit knüpft,⁵¹⁰ ist die Entscheidung bemerkenswert aufwendig begründet. Es entsteht der Eindruck, dass das AG Frankfurt den Vorgaben des BGH partout nicht folgen wollte. In diesem Kontext passt auch die Andeutung des Gerichts, dass das kurze Zeitfenster, innerhalb dessen die Ablösung *Schrempps* und seine Nachfolge durch den Aufsichtsrat beschlossen wurde, die Vermutung nahelege, dass es sich hierbei lediglich noch um den formellen Beschluss einer bereits im Vorfeld getroffenen Entscheidung handelte.⁵¹¹

⁵⁰⁴ Beschl. v. 15.2.2007, Az. 901 Kap 1/06 = WM 2007 S. 595 (600) = NZG 2007, S. 352 (356).

⁵⁰⁵ BGH WM 2008, S. 641 (644) = NZG 2008, S. 300 (303).

⁵⁰⁶ Möllers NZG 2008 S. 330 (332).

⁵⁰⁷ Möllers aaO, der in WM 2005 S. 1393 (1398) allerdings noch einen Aufsichtsratsbeschluss für maßgeblich hält, da der Aufsichtsrat andernfalls zum bloßen „Abnickverein“ degradiert würde (1396).

⁵⁰⁸ AG Frankfurt, Beschl. v. 15.8.2008, Az. 943 OWi 7411 Js 233764/07 = ZIP 2008, S. 2313.

⁵⁰⁹ AG Frankfurt ZIP 2008, S. 2313 (2314).

⁵¹⁰ BGHSt 4, 236 = NJW 1953 S. 1151.

⁵¹¹ AG Frankfurt aaO.

cc) Auswirkungen auf die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG

Die Entscheidung des BGH bzw. des OLG Stuttgart im Fall der *Daimler AG* beleuchten nur einen kleinen Ausschnitt der weiten Ad-hoc-Problematik. Es lassen sich dennoch einige Rückschlüsse auf die Vorgehensweise bei aufzuschiebenden Ad-hoc-Veröffentlichungen ziehen. Zunächst geben die Entscheidungen Aufschluss darüber, wie das Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden zu bewerten ist. Das OLG Stuttgart lässt insoweit durchblicken, dass sowohl ein einseitiger Rücktritt als auch der wahrscheinlichere Fall eines einvernehmlichen Ausscheidens eine Insiderinformation im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG darstellen.⁵¹² *Fleischer* weist zwar zu Recht darauf hin, dass das Merkmal der Kurserheblichkeit je nach Anlass und Vorhersehbarkeit der Ablösung entfallen kann,⁵¹³ allerdings dürfte eine Differenzierung nach den jeweiligen Begleitumständen in der Praxis wenig hilfreich sein. Das Unternehmen wäre bei einem Wechsel an der Unternehmensspitze jedes Mal gezwungen, die nachfolgende Kursreaktion an den Märkten einzuschätzen. In Grenzfällen, in denen eine Vorhersage nur bedingt oder gar nicht möglich ist, bliebe dem Unternehmen nur die vorsorgliche Ad-hoc-Veröffentlichung bzw. die vorsorgliche Selbstbefreiung. Beide Maßnahmen drücken jedoch vor allem Rechtsunsicherheit bei den Beteiligten aus. Klarheit entstünde – zugegebenermaßen auf Kosten einer sauberen Dogmatik –, wenn der Wechsel an der Unternehmensspitze grundsätzlich als Insiderinformation behandelt würde.

Weiterhin geben die Entscheidungen Aufschluss darüber, wann der Eintritt eines kurserheblichen Umstandes hinreichend wahrscheinlich im Sinne des § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG ist. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass den Beschlüssen der Gerichte kein mehrstufiger Entscheidungsprozess im engeren Sinne zu Grunde lag, sondern ein „einfacher“ gestreckter Geschehensablauf.⁵¹⁴ Danach führt bei eben solchen gestreckten Geschehensabläufen die dem Aufsichtsratsbeschluss vorausgehende innere Willensbildung und Willensäußerung eines Vorstandsvorsitzenden (in diesem Fall der Wunsch, das Unternehmen zu verlassen) noch nicht mit hinreichender Wahrscheinlichkeit zur Realisierung seines Willens. Schließlich könnte er bis zur Aufsichtsratssitzung seine Meinung noch ändern.⁵¹⁵

Bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen verhält es sich dagegen anders. Da

⁵¹² OLG Stuttgart, WM 2007 S. 595 (598f.).

⁵¹³ *Fleischer*, NZG 2007 S. 401 (403).

⁵¹⁴ *Fleischer*, NZG 2007 S. 401 (403f.).

⁵¹⁵ *Möllers* WM 2005 S. 1393 (1394).

hier bereits Fakten in aller Regel durch den Vorstand geschaffen wurden, ist von einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit der Umsetzung durch den Aufsichtsrat auszugehen. Der Gesetzgeber hat diesen Gedanken in der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung zum Ausdruck gebracht. So beruft sich die BaFin in ihrem Emittentenleitfaden zutreffend auf einen Umkehrschluss zu § 6 Nr. 2 WpAIV, wenn sie klarstellt, dass bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen spätestens mit der Entscheidung des Geschäftsführungsorgans eine Insiderinformation vorliegt und damit eine Veröffentlichungspflicht entstanden ist.⁵¹⁶ Zwar ist der Emittentenleitfaden nur eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift,⁵¹⁷ die Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung ist jedoch mehr als das und verdient daher Beachtung. Wenn also § 6 Nr. 2 WpAIV bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen eine Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG ermöglicht, setzt das zwangsläufig eine Ad-hoc-Verpflichtung schon vor der abschließenden Aufsichtsratsitzung voraus. Mithin ist bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen davon auszugehen, dass die vorangehenden Entscheidungen eines Geschäftsführungsorgans zukünftige Umstände sind, deren Realisierung hinreichend wahrscheinlich ist.

Mit Blick auf die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG ergibt sich nunmehr folgendes Bild: Die Absicht/Äußerung eines Vorstandvorsitzenden, das Unternehmen verlassen zu wollen, löst noch keine Veröffentlichungspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG aus. Dies geschieht erst nach der Zustimmung des Aufsichtsrates. Eine Aufschiebung der Ad-hoc-Veröffentlichung ist demnach nicht angebracht. Bei klassischen mehrstufigen Entscheidungsabläufen löst die Entscheidung auf der früheren Ebene dagegen eine Veröffentlichungspflicht aus. Gleiches gilt für Verträge, die vom Vorstand mit Dritten geschlossen wurden und noch der Zustimmung des Aufsichtsrates bedürfen.⁵¹⁸ Oder anders formuliert: Wurden Fakten geschaffen, die ein Minimum rechtlicher Relevanz enthalten und deren Rückgängigmachung daher eines gewissen Aufwandes bedarf, muss wegen der bestehenden Ad-hoc-Pflicht eine Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG bis zur Entscheidung des Aufsichtsrates erfolgen.

4. Überwachung und Sanktionen

a) Überwachung durch die BaFin

Die Überwachung der Ad-hoc-Publizität obliegt wie bei allen anderen Vor-

⁵¹⁶ Emittentenleitfaden der BaFin, S. 46.

⁵¹⁷ BGH WM 2008, S. 641 (644) = NZG 2008, S. 300 (303).

⁵¹⁸ Siehe § 6 Abs. 1 Nr. 2, 1. Alt. WpAIV.

schriften des WpHG der Bundesanstalt. Ihre Befugnisse waren vor dem Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes noch in § 15 Abs. 5 WpHG a.F. geregelt, sind inzwischen aber auch in der zentralen Eingriffsnorm des § 4 Abs. 3 WpHG enthalten.⁵¹⁹ Auch für die Überwachung der Ad-hoc-Publizität gilt, dass die BaFin vom Emittenten Auskünfte sowie die Vorlage von Unterlagen verlangen kann. Sie darf darüber hinaus Grundstücke und Geschäftsräume des Emittenten während der üblichen Arbeitszeiten betreten, sofern dies zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist.⁵²⁰ Voraussetzung für ein Auskunftersuchen der Bundesanstalt sind Anhaltspunkte, die einen Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizität als möglich erscheinen lassen, und dass die Auskunft geeignet ist, derartige Pflichtverletzungen festzustellen oder auszuschließen.⁵²¹ Die Vorgehensweise weist insofern Parallelen zur Insideruntersuchung auf. Die Bundesanstalt prüft die eingehenden Ad-hoc-Mitteilungen formell und materiell. Zunächst kontrolliert sie, ob der formale Ablauf der Veröffentlichung den Vorgaben des WpHG entspricht. Insbesondere wird geprüft, ob die erforderliche Reihenfolge der Mitteilungen und Veröffentlichungen eingehalten wurde.⁵²² Daran schließen sich materielle Überprüfungen an. Zur Prüfung der Mitteilung hinsichtlich ihrer zeitlichen Entstehung und ihres Wahrheitsgehaltes werden öffentlich zugängliche Quellen wie Zeitungsberichte oder Nachrichtenmeldungen herangezogen.⁵²³ Zur Kontrolle der Mitteilung auf ihre Übereinstimmung mit der erfolgten Veröffentlichung dient schließlich die Übersendung der Veröffentlichungsbestätigung durch die Emittenten unverzüglich im Anschluss an die Veröffentlichung.

Bei den Auskunfts- und Vorlagebefugnissen ergibt sich die Besonderheit, dass anders als nach den allgemeinen verwaltungsverfahrenrechtlichen Bestimmungen in § 26 Abs. 2 VwVfG die Behörde eine Mitwirkung des Beteiligten erzwingen kann.⁵²⁴ Der in § 24 Abs. 2 S. 1 VwVfG statuierte Amtsermittlungsgrundsatz wird dadurch jedoch nicht berührt, ebenso hat die BaFin die sich aus §§ 35 ff. VwVfG ergebenden formellen Erfordernisse zu beachten.⁵²⁵ Dazu zählen insbesondere das Bestimmtheitserfordernis nach § 37 Abs. 1 VwVfG und das Begründungsgebot in § 39 VwVfG. Das Auskunftsverlangen der BaFin muss auf die Ermittlung von Tatsachen gerichtet sein. Ähnlich

⁵¹⁹ Versteegen in: KölnKomm WpHG, § 15 Rn. 138.

⁵²⁰ § 4 Abs. 4 WpHG.

⁵²¹ Kümpel/Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 15 Rn. 234.

⁵²² Noch zu § 15 WpHG a.F. Wittich, AG 1997, S. 1 (4).

⁵²³ Wittich aaO.

⁵²⁴ Kümpel/Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 15 Rn. 235.

⁵²⁵ Kümpel/Assmann aaO.

den strafprozessualen Durchsuchungs- und Beschlagnahmeanordnungen⁵²⁶ hat das Auskunftsverlangen den Auskunftsgegenstand konkret zu bezeichnen und in einem Zusammenhang mit der Pflicht zu stehen, deren Einhaltung die BaFin überwacht.⁵²⁷ Darüber hinaus hat sich das Auskunftsverlangen auf Umstände zu beziehen, die im Bereich des Auskunftspflichtigen liegen, weil der Adressat des Auskunftsverlangens nicht verpflichtet sein kann, seinerseits Ermittlungen anstellen zu müssen und so Ermittlungsaufgaben der BaFin zu übernehmen.⁵²⁸ Schließlich ist ein Auskunftsbegehren der Bundesanstalt auch nicht deshalb unzulässig, weil die Auskunft auf die Offenlegung eines Geschäftsgeheimnisses oder einer Insidertatsache hinausliefe. Das Geheimhaltungsinteresse kann aufgrund der Verschwiegenheitspflicht der BaFin nach § 8 WpHG hinter dem Interesse an einer funktionsfähigen Überwachung der Ad-hoc-Pflicht zurücktreten. Daran hat sich auch durch das Informationsfreiheitsgesetz nichts geändert. § 3 Nr. 4 IFG verneint einen Anspruch auf Informationszugang Dritter, „*wenn die Information einer durch Rechtsvorschrift oder durch die Allgemeine Verwaltungsvorschrift zum materiellen und organisatorischen Schutz von Verschluss-sachen geregelten Geheimhaltungs- oder Vertraulichkeitspflicht oder einem Berufs- oder besonderen Amtsgeheimnis unterliegt.*“ Allerdings hat die BaFin solch sensible Informationen entsprechend einzuordnen und zu kennzeichnen, wenn sie ein Auskunftsersuchen ablehnen will.⁵²⁹

Der Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit findet auch in Bezug auf die vorstehenden Ermittlungsmaßnahmen Anwendung.⁵³⁰ Der Adressat eines Auskunftsersuchens darf die Beantwortung einzelner Fragen verweigern, wenn er dadurch sich oder einen Angehörigen der Gefahr strafgerichtlicher Verfolgung oder eines OWiG-Verfahrens aussetzen würde; der Betroffene muss sich allerdings ausdrücklich auf sein Auskunftsverweigerungsrecht berufen und darf die belastenden Umstände nicht einfach nur verschweigen oder gar lügen.⁵³¹ Das Auskunftsverweigerungsrecht soll sich dagegen nicht auf die Herausgabe von Unterlagen beziehen, auch wenn dies letztlich einer Selbstbelastung gleichkommt.⁵³² Auch juristische Personen können Auskünfte verweigern, wenn die

⁵²⁶ Nack in: Karlsruher Kommentar StPO, § 98 Rn. 2.

⁵²⁷ Kümpel /Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 15 Rn. 236.

⁵²⁸ Kümpel /Assmann aaO.

⁵²⁹ Wilsing/Paul, BB 2009 S. 114 (115) m.w.Nachw.

⁵³⁰ Siehe § 4 IX WpHG.

⁵³¹ Altenhain in: KölnKomm WpHG, § 4 Rn 161.

⁵³² Kümpel/Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 15 Rn. 242; a.A. Altenhain in KölnKomm WpHG, § 4 Rn. 165; Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 20b Rn. 31.

Gefahr besteht, dass gegen sie Bußgelder verhängt werden.⁵³³ Das gilt jedoch nicht für Fragen, deren Beantwortung nur ihre Organe oder Angestellten belasten kann und umgekehrt.⁵³⁴ Angehörige im Sinne des § 4 IX WpHG sind Verlobte, Ehegatten sowie Personen, die mit dem Auskunftspflichtigen in gerader Linie bis zum dritten Grad verwandt, bis zum zweiten Grade verschwägert oder durch Adoption verbunden sind.⁵³⁵ Gesetzliche Verschwiegenheitsrechte enthält zudem § 4 Abs. 3 S. 3 WpHG. Diese betreffen insbesondere die einschlägigen Berufsträger wie Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer oder Steuerberater.⁵³⁶

Weder Widerspruch noch Anfechtungsklage haben gegen diese Verwaltungsakte der Aufsichtsbehörde aufschiebende Wirkung.⁵³⁷ So soll verhindert werden, dass Rechtsmittel die Sachverhaltsaufklärung unnötig verzögern und somit den Informationsinteressen des Publikums und der Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte zuwiderlaufen.⁵³⁸ Der Suspensiveffekt kann jedoch mittels des einstweiligen Rechtsschutzes gemäß § 80 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 VwGO wiederhergestellt werden.

b) Sanktionen

aa) Ordnungswidrigkeiten und Straftaten

Die Vorgängernorm § 44a BörsG a.F. hatte im Vergleich zu § 15 WpHG eine nur geringe Bedeutung, was nicht zuletzt auf die niedrige Bußgeldandrohung in Höhe von 100.000 DM zurückzuführen sein dürfte. Seit der Übernahme der Ad-hoc-Publizität in das Wertpapierhandelsgesetz erfasst § 39 Abs. 2 WpHG bestimmte Verstöße, die in einem abgestuften System entsprechend § 39 Abs. 4 WpHG mit Bußgeldern in unterschiedlicher Höhe bewehrt sind.

Wer nunmehr vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 15 Abs. 1 Satz 1, auch in Verbindung mit Satz 2, § 15 Abs. 1 Satz 4 oder 5 (jeweils in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach § 15 Abs. 7 Satz 1 Nr. 1 WpHG) WpHG eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt oder nicht oder nicht rechtzeitig nachholt, dem droht eine Geldbuße von bis zu einer Million Euro.⁵³⁹

Das gleiche Bußgeld droht demjenigen, der entgegen § 15 Abs. 5 S. 1 WpHG

⁵³³ RegE zum AnSVG, BT-Drs. 15/3174, S.31.

⁵³⁴ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 20b Rn. 23.

⁵³⁵ § 383 Abs. 1 Nr. 1-3 ZPO.

⁵³⁶ § 43a Abs. 2 BRAO; § 323 HGB; § 57 Abs. 1 StBerG.

⁵³⁷ § 4 VII WpHG.

⁵³⁸ Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zum 2. FMFG, BT-Druck. 12/7918, S. 102.

⁵³⁹ § 39 Abs. 2 Nr. 5 a) i.V. mit § 39 Abs. 4 WpHG.

Insiderinformationen vor der eigentlichen Veröffentlichung in einer anderen als der in § 15 Abs. 1 WpHG (i.V. mit einer Rechtsverordnung nach § 15 Abs. 7 Satz 1 Nr. 1 WpHG) vorgeschriebenen Weise publik macht.⁵⁴⁰

Bis zu 200.000 Euro kostet die entgegen § 15 Abs. 3 Satz 4, Abs. 4 Satz 1 oder Abs. 5 Satz 2 WpHG (jeweils auch i.V. mit einer Rechtsverordnung nach § 15 Abs. 7 Satz 1 Nr. 2 WpHG) vorsätzlich oder fahrlässig unterlassene bzw. unzureichende Vorabunterrichtung der Bundesanstalt oder der Börsengeschäftsführungen.⁵⁴¹ Ebenfalls mit 200.000 Euro kann die verspätete Übermittlung an das Unternehmensregister nach § 15 Abs. 1, 2. HS WpHG geahndet werden.⁵⁴²

Neben den dargestellten Ordnungswidrigkeiten kann je nach den Umständen eine Marktmanipulation gegeben sein. Durch falsche oder unterlassene Ad-hoc-Veröffentlichungen ist eine Manipulation mittels unrichtiger oder irreführender Angaben oder durch das Verschweigen bewertungserheblicher Umstände gemäß § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG denkbar.⁵⁴³ Ein Verstoß gegen das Manipulationsverbot ist bei erfolgter Kurseinwirkung gemäß § 38 Abs. 2 WpHG eine Straftat und mit einer Haftstrafe von bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bedroht.

Die Geldbußen können sowohl gegen natürliche Personen als auch gegen juristische Personen und Personenvereinigungen verhängt werden. Eine Verantwortlichkeit der Organe kann sich dabei insbesondere wegen § 130 Abs. 1 i.V. mit § 9 Abs. 1 OWiG ergeben. Danach handelt ordnungswidrig, wer als Organvertreter Aufsichtsmaßnahmen unterlässt, die erforderlich sind, um Pflichtenverstöße zu verhindern. Dazu zählen auch Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität.⁵⁴⁴ Aufgabe des Vorstandes ist es, durch geeignete organisatorische Vorkehrungen dafür Sorge zu tragen, dass vorhersehbare Missbräuche von Insiderinformationen unterbunden werden.⁵⁴⁵ Dazu gehört eine standardisierte Verfahrensweise der Veröffentlichung, die gemäß den gesetzlichen Vorgaben unverzüglich zur Publizität führt. Es muss zudem ein ausreichender Informationsfluss gewährleistet sein, damit die möglicherweise veröffentlichungspflichtigen Informationen den Verantwortlichen zur Kenntnis gebracht werden.⁵⁴⁶

Eine Strafbarkeit von Unternehmen gibt es in Deutschland grundsätzlich nicht. Jedoch kann gegen den Emittenten, dessen handelnde Personen gegen die Ad-

⁵⁴⁰ § 39 Abs. 2 Nr. 7 i.V. mit § 39 Abs. 4 WpHG.

⁵⁴¹ § 39 Abs. 2 Nr. 2 c) i.V. mit § 39 Abs. 4 WpHG.

⁵⁴² § 39 Abs. 2 Nr. 6 i.V. mit § 39 Abs. 4 WpHG.

⁵⁴³ Hellgardt, ZIP 2005 S. 2000 (2001f.).

⁵⁴⁴ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG § 15 Rn 292.

⁵⁴⁵ Assmann, AG 1994 S. 237 (257).

⁵⁴⁶ Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG § 15 Rn 295.

hoc-Pflicht verstoßen haben, gemäß § 30 Abs. 1 OWiG eine Geldbuße festgesetzt werden, wenn das vertretungsberechtigte Organ oder der Vorstand eine Straftat oder Ordnungswidrigkeit begangen haben, durch die entweder eine die juristische Person oder Personenvereinigung treffende Pflicht verletzt oder für diese eine Bereicherung eingetreten oder erstrebt worden ist. Selbst wenn gegen die verantwortlich handelnden natürlichen Personen ein Straf- oder Bußgeldverfahren nicht eingeleitet bzw. eingestellt oder von Strafe abgesehen wird, ermöglicht § 30 Abs. 4 OWiG die Verhängung einer selbstständig festsetzbaren Unternehmensgeldbuße, durch die die kollektive Verantwortlichkeit der leitenden Personen eines Unternehmens festgestellt werden kann.⁵⁴⁷

bb) **Zivilrechtliche Sanktionen**

Das ambivalente Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zu Schadensersatzansprüchen zeigt sich vor allem in § 15 Abs. 6 WpHG: Verletzt der Emittent eine oder mehrere der sich aus § 15 Abs. 1 bis 4 WpHG ergebenden Pflichten, ist er Anlegern ausschließlich unter den Voraussetzungen der §§ 37b, 37c WpHG zum Ersatz des Schadens verpflichtet.⁵⁴⁸ Zwar bleiben andere Rechtsgrundlagen unberührt, eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i.V. mit § 15 Abs. 1 bis 4 WpHG ist aber aufgrund der vorstehenden Formulierung ausgeschlossen.⁵⁴⁹ Der Gesetzgeber sah sich offenbar zu einer entsprechenden Klarstellung genötigt, obwohl der BGH § 15 WpHG schon in der Fassung vor dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz nicht mehr als Schutzgesetz angesehen hat.⁵⁵⁰

Durch § 15 Abs. 6 WpHG sind zivilrechtlichen Sanktionen enge Grenzen gesetzt. Freilich wird zu Recht angenommen, dass § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit anderen Schutzgesetzen anwendbar bleibt.⁵⁵¹ Diese Erkenntnis hilft aber nicht weiter, weil andere Schutzgesetze nicht auf die Verletzung von Ad-hoc-Pflichten anwendbar sind. Da Ad-hoc-Mitteilungen statt einer Gesamtübersicht nur punktuelle Einblicke gewähren, scheidet § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG in der Regel aus.⁵⁵² Der Annahme eines Betrugstatbestandes gemäß § 263 StGB steht die fehlende Stoffgleichheit zwischen Vermögensverfügung und erstrebtem Vorteil entgegen; der Kapitalanlagebetrug nach § 264a StGB entfällt, weil es an fehlerhaften Informationen in "Prospekten" oder "Darstellungen oder

⁵⁴⁷ Leipold, NJW-Spezial 2008, S. 216.

⁵⁴⁸ Zu §§ 37b, 37c WpHG siehe oben S. 29ff.

⁵⁴⁹ OLG Stuttgart, WM 2006, S. 616 (617).

⁵⁵⁰ „Infomatec“ BGH NJW 2004 S. 2664 (2665) m.w.Nachw.

⁵⁵¹ Versteegen in: KölnKomm WpHG § 15 Rn. 270.

⁵⁵² Longino, DStR 2008 S. 2068 (2074); zur Ausnahme siehe BGH Urt. v. 9. 5. 2005, II ZR 287/02, „EM.TV“, DStR 2005, S. 1326.

Übersichten über den Vermögensstand", sowie an einem Zusammenhang mit dem Vertrieb von Anlageobjekten oder dem Angebot einer Einlageerhöhung mangelt.⁵⁵³

Zu jenen weiteren Rechtsgrundlagen, die nach § 15 Abs. 6 WpHG unberührt bleiben, zählt nur noch § 826 BGB. Ebenso wie Ansprüche aus §§ 37b, 37c WpHG enthält auch § 826 BGB die deliktischen Ansprüchen innewohnenden hohen Voraussetzungen. Das gilt insbesondere für Beweisprobleme bei der Feststellung der haftungsbegründenden Kausalität, sowie für den Umfang des Schadensersatzes.⁵⁵⁴

III. Mitteilungen Dritter

1. Anzeige durch Verbraucher

Für die Bundesanstalt sind Beschwerden von Anlegern über marktmissbräuchliche Verhaltensweisen seit jeher von großer Wichtigkeit.⁵⁵⁵ Sie lenken die Aufmerksamkeit der Behörde auf bisher nicht bekannte Sachverhalte und tragen so zur Aufdeckung und Verfolgung von Marktmissbrauch bei. Die Bundesanstalt fordert daher Verbraucher ausdrücklich dazu auf, Anhaltspunkte für Verstöße gegen das Verbot der Kursmanipulation oder das Verbot des Insiderhandels mitzuteilen.⁵⁵⁶ Anleger können etwaige Zuwiderhandlungen unter Angabe der einschlägigen Kennnummer des betroffenen Finanzinstruments sowie möglichst konkreten Angaben zur verdächtigten Person und des Sachverhalts auf dem Postweg oder via E-Mail melden.

Trotz der großen Bedeutung, die Beschwerden für die Bundesanstalt haben, besteht weder eine mit § 10 Abs. 1 WpHG vergleichbare Anzeigepflicht für Privatpersonen, noch kann die Bundesanstalt dem Beschwerdeführer irgendwelche Anreize für seine Mitteilung bieten. Vielmehr ist es der Behörde aufgrund ihrer ausschließlichen Tätigkeit im öffentlichen Interesse verboten, Individualinteressen unmittelbar zu unterstützen.⁵⁵⁷ Die Bundesanstalt gibt selbst dem Beschwerdeführer keinerlei Auskunft über die Ergebnisse der auf die Anzeige hin eingeleiteten Untersuchung, geschweige denn unterstützt sie ihn bei der Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen. Die Motivation, verdächtige Sachverhalte mitzuteilen, dürfte sich daher gerade für geschädigte Anleger in Grenzen

⁵⁵³ Fleischer, DB 2004 S. 2031 (2033) m.w.Nachw.

⁵⁵⁴ Siehe oben S. 31ff.

⁵⁵⁵ Dreyling, Die Bank 2002, S. 16 (17).

⁵⁵⁶ <http://www.bafin.de> (15.4.2009).

⁵⁵⁷ § 4 Abs. 4 FinDAG; Dreyling, Die Bank 2002, S. 16 (17).

halten, zumal eine entsprechende Anzeige noch zusätzlich mit dem unangenehmen Eingeständnis verbunden ist, von einem anderen getäuscht worden zu sein.

2. Anzeigepflicht für Marktteilnehmer, § 10 Abs. 1 WpHG

Erstmalig ist durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz eine Anzeigepflicht für Privatpersonen eingeführt worden, die beruflich am Finanzmarkt tätig sind. Konkret haben Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kreditinstitute und Betreiber von außerbörslichen Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, Tatsachen, die den Verdacht des Marktmissbrauchs begründen, unverzüglich der Bundesanstalt mitzuteilen. Die Norm ist eine rechtssystematische Ausnahme, da bereits bei Verdacht des verbotswidrigen Verhaltens eine Anzeigepflicht Dritter ausgelöst wird. Sie ist aber dadurch gerechtfertigt, dass der Mitteilungspflichtige über einen erheblichen Wissensvorsprung verfügt, der auch durch eine verstärkte staatliche Überwachung nicht ausgeglichen werden kann und deshalb zur aktiven Mitwirkung verpflichtet.⁵⁵⁸

Dennoch war bereits die Fassung des Regierungsentwurfs verschiedenen Bedenken ausgesetzt. Kritik richtete sich insbesondere gegen den die Mitteilungspflicht auslösenden Verdachtsgrad. Darüber hinaus stellt sich Frage, ob die Anzeigepflicht lediglich für abgeschlossene Geschäfte zu gelten hat oder schon für verdächtige Aufträge.⁵⁵⁹ Letzteres war zudem mit der Befürchtung verbunden, dass die Ausführung verdächtiger Aufträge eine Strafbarkeit wegen Beihilfe bzw. Schadensersatzpflichten des Anzeigenden begründen könnte.⁵⁶⁰

Nach dem Wortlaut des Regierungsentwurfs zu § 10 Abs.1 WpHG sollten Tatsachen, die auf Insiderhandel oder Marktmanipulation „schließen lassen“ die Anzeigepflicht auslösen. Das entsprach in der Tat nicht Artikel 7 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG,⁵⁶¹ wonach ein begründeter Verdacht auf Verstöße gegen die Marktmissbrauchsverbote zu bestehen hatte. Andererseits deckte sich der Wortlaut der Entwurfsbegründung⁵⁶² sehr wohl mit der europäischen Richtlinie, so dass die gezogenen „Schlüsse“ im Sinne der Entwurfsfassung, ohnehin entsprechend einem „begründeten Verdacht“ auszulegen gewesen wären.

Interessanter dürfte auch die Frage sein, wann ein begründeter Verdacht nach § 10 Abs. 1 WpHG vorliegt. Die Entwurfsbegründung schließt bloße Vermutun-

⁵⁵⁸ Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (933) mit Verweis auf § 11 GWG, dazu Werner, Bekämpfung der Geldwäsche in der Kreditwirtschaft, S. 97.

⁵⁵⁹ Stellungnahme des zentralen Kreditausschusses zum RegE AnSVG, S. 11 f.

⁵⁶⁰ Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zu § 10 WpHG des RegE AnSVG.

⁵⁶¹ So die Stellungnahme des zentralen Kreditausschusses zum RegE AnSVG, S. 11.

⁵⁶² RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 32: „...ein durch Tatsachen begründeter Verdacht...“

gen ausdrücklich aus.⁵⁶³ Aus strafprozessualer Sicht wäre die nächste Verdachtsstufe der Anfangsverdacht, der auch die Staatsanwaltschaft zur Einleitung des Ermittlungsverfahrens verpflichtet. Eine entsprechende Anwendung auf § 10 WpHG erscheint aber gerade im Hinblick auf das Vertrauensverhältnis zwischen anzeigepflichtigem Unternehmen und seinem Kunden bedenklich, da eine Anzeige bereits dann zu erfolgen hätte, wenn nur die Möglichkeit des marktmissbräuchlichen Verhaltens besteht. Dementsprechend wird vertreten, Tatsachen nur dann als Verdacht begründend anzusehen, wenn aus ihnen ohne weiteres, d.h. ohne nähere Prüfung, auf ein marktmissbräuchliches Verhalten geschlossen werden kann.⁵⁶⁴ Diese Ansicht geht jedoch zu weit, da sie eine Anzeigepflicht nur annimmt, wenn der Auftraggeber seinen Verstoß gegenüber dem Anzeigepflichtigen offen zugibt. Tut er dies nicht, ließe sich immer noch irgendwie ein Zweifel an der Widerrechtlichkeit des Geschäfts konstruieren, durch den, ganz im Sinne des Kunden, die Notwendigkeit einer Anzeige entfällt.

Sinnvollerweise sollte eine Anzeige dann erfolgen müssen, wenn der Pflichtige von Tatsachen erfährt, die ein marktmissbräuchliches Verhalten im Sinne eines hinreichenden Tatverdachts wahrscheinlich sein lassen und die Nichtbeachtung einem „Augenverschließen“ gleichkäme. Die Bundesanstalt kann so darauf vertrauen, aussagekräftige Hinweise übermittelt zu bekommen, die sich als Ansatzpunkte für eine sich anschließende Untersuchung verwenden lassen, ohne dass die mitteilungspflichtigen Personen in die Rolle eines Gehilfen der Aufsichtsbehörde gedrängt werden.

Bemängelt wurde außerdem, dass keine Klarheit darüber bestünde, ob mit einem „Geschäft“ im Sinne des § 10 Abs.1 WpHG nur abgeschlossene Transaktionen oder auch schon die entsprechenden Aufträge dazu gemeint sind.⁵⁶⁵ Der Gesetzgeber hat diese Kritik nicht aufgenommen und den endgültigen Wortlaut der Vorschrift unverändert gelassen. In Anbetracht von Artikel 1 Abs. 2a der Marktmissbrauchsrichtlinie sowie der hierzulande üblichen Begriffsverwendung⁵⁶⁶ besteht allerdings auch kein Zweifel daran, dass ein Geschäft erst das Ergebnis von Aufträgen ist. Damit steht zudem fest, dass nur solche Verdachtsmomente angezeigt werden müssen, die sich nach dem Abschluss eines Geschäfts mit Finanzinstrumenten ergeben. Verdächtige Aufträge sind demnach nicht anzuzeigen, aber auch ebenso wenig auszuführen. Andernfalls wird völlig

⁵⁶³ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 32.

⁵⁶⁴ Stellungnahme des zentralen Kreditausschusses zum RegE AnSVG, S. 11.

⁵⁶⁵ Stellungnahme des zentralen Kreditausschusses zum RegE AnSVG, S. 11.

⁵⁶⁶ § 2 Abs. 1 Nr. 2 d) WpAIV.

zu Recht befürchtet, dass sich der die Order ausführende Mitarbeiter des Unternehmens der Beihilfe zum Marktmissbrauch strafbar bzw. zivilrechtlich haftbar macht.⁵⁶⁷

Die eigentliche Anzeige erfolgt schriftlich bzw. ist schriftlich nachzuholen, wenn sie zunächst per Telefax erfolgt.⁵⁶⁸ Die Bundesanstalt kann, wenn der Stand der Technik die nötige Vertraulichkeit gewährleistet, auch eine Übermittlung im Wege der Datenfernübertragung erlauben. Die Anzeige hat entsprechend § 2 Abs. 1 WpAIV zunächst Angaben zur anzeigepflichtigen Person und zur Person, die die Anzeige für die anzeigepflichtige Person vornimmt, zu enthalten. Es ist zudem eine Beschreibung des verdächtigten Geschäfts beizufügen, ebenso wie die Nennung der Verdacht begründenden Tatsache nebst einer Erklärung, warum die Tatsache auf einen Verstoß gegen ein Marktmissbrauchsverbot schließen lässt. Weiterhin müssen ausführliche Angaben zu allen am Geschäft beteiligten Personen gemacht werden. Insbesondere ist über deren Identität, Anschrift und Depotverbindung aufzuklären. Schließlich sind der Bundesanstalt auch alle sonstigen Angaben zu nennen, die für die Untersuchung des Sachverhalts von Belang sein können.

Außer der Bundesanstalt, anderen staatlichen Stellen oder Personen, die von Berufs wegen zur Verschwiegenheit verpflichtet sind, darf der Anzeigepflichtige niemanden über die Anzeige oder eine daraufhin eingeleitete Untersuchung informieren. Eine Lockerung des Schweigegebots dahingehend, dass auch Berater, die lediglich einer vertraglichen oder korporationsrechtlichen Verschwiegenheit unterliegen, in Kenntnis gesetzt werden dürfen, konnte sich nicht durchsetzen.⁵⁶⁹ Eine Haftungsfreistellung für leicht fahrlässige Falschanzeigen sieht § 10 Abs. 3 WpHG vor. Zweck ist die Erhöhung der Bereitschaft zur Erstattung von Anzeigen.

3. Unterrichtung durch Handelsüberwachungsstellen, § 4 Abs. 5 S. 5 BörsG

Schon vor dem Inkrafttreten des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes waren die Handelsüberwachungsstellen nach § 1b Abs. 5 S. 4 BörsG a.F. verpflichtet, die Bundesaufsichtsbehörden über Tatsachen zu unterrichten, die für deren Aufgabenerfüllung erforderlich waren. Mit der Neufassung des Börsengesetzes hat der Gesetzgeber noch einmal unmissverständlich klargestellt, dass damit insbe-

⁵⁶⁷ So die Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins zu § 10 WpHG des RegE AnSVG.

⁵⁶⁸ § 3 Abs. 1 WpAIV.

⁵⁶⁹ so gefordert in der Stellungnahme des zentralen Kreditausschusses zum RegE AnSVG, S. 12.

sondere solche Tatsachen gemeint sind, die den Verdacht der Kursmanipulation oder des Insiderhandels nahe legen. Inzwischen findet sich diese Regelung in § 4 Abs. 5 S. 4 und 5 BörsG wieder.

Die Verpflichtung zur Zusammenarbeit betrifft im Fall des Marktmissbrauchs ausschließlich die Handelsüberwachungsstellen. Eine Verpflichtung seitens der Bundesanstalt, bestimmte Tatsachen zu übermitteln, besteht nicht. Die Kompetenz der Länder im Bereich der Börsenaufsicht wird durch die Übermittlungspflicht nicht beeinträchtigt. Die Börsenaufsichtsbehörden sind auch weiterhin für die Markt- und Rechtsaufsicht über die einzelnen Börsen zuständig. Die grundsätzliche Autonomie der Landesbehörden kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Handelsüberwachungsstellen in den Fällen von Marktmissbrauch vorrangig die Funktion eines Informanten haben. Eines der Ziele des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes war es schließlich, die Bekämpfung der Kursmanipulation ausschließlich in die Hände der Bundesanstalt zu legen.⁵⁷⁰

Es bleibt die Frage, mit welchen Tatsachen die Handelsüberwachungsstellen typischerweise konfrontiert werden, aus denen sich Rückschlüsse auf missbräuchliche Machenschaften ziehen lassen. Aufgrund des gesetzlichen Auftrags, den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung zu überwachen, liegt es nah, dass die Handelsüberwachungsstellen primär von manipulativen Handelstätigkeiten Kenntnis erlangen. Selbstverständlich schließt die Formulierung des § 4 Abs. 5 S. 4 und 5 BörsG nicht aus, dass auch Erkenntnisse über verbreitete Gerüchte oder Falschinformationen an die Bundesanstalt weitergeleitet werden. Da sich aber die eigentliche Tätigkeit der Handelsüberwachungsstellen auf die Überwachung der Geschäftsabschlüsse unmittelbar an der Börse beschränkt, sind Manipulationen, die bereits im Vorfeld des Handels durch Falschinformationen auf die Anlageentscheidung Dritter abzielen, nicht ohne weiteres zu erkennen. Ähnlich wie bei der Meldepflicht nach § 9 WpHG sind bestenfalls verstärkt Umsätze wahrzunehmen, die nur deswegen verdächtig sind, weil es für sie aus objektiver Sicht keinen Anlass gibt. Die diesen Umsätzen zugrunde liegenden Falschnachrichten bleiben aber unter Umständen unentdeckt.

4. Unterrichtung durch ausländische Aufsichtsbehörden, Artikel 16 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie

Eine weitere Möglichkeit für die Bundesanstalt, Informationen über Insiderhandel oder manipulatives Verhalten auf dem hiesigen Kapitalmarkt zu erlangen,

⁵⁷⁰ BT-Drucks. 14/8017, S. 90.

sind die Mitteilungen ausländischer Aufsichtsbehörden. Mit der Neustrukturierung der europäischen Zusammenarbeit durch Artikel 16 der Marktmissbrauchsrichtlinie ist erstmals eine Anzeigepflicht für die Aufsichtsbehörden untereinander geschaffen worden. Soweit die Aufsichtsbehörde eines Mitgliedstaates überzeugt ist, dass auf dem Territorium eines anderen Mitgliedstaates gegen eines der Marktmissbrauchsverbote verstoßen wird oder dort gehandelte Finanzinstrumente von marktmissbräuchlichem Verhalten betroffen sind, hat sie dies der Behörde des anderen Mitgliedstaates mitzuteilen. In Deutschland ist die entsprechende Verpflichtung in § 7 Abs. 5 WpHG enthalten. Die Anzeige des Sachverhalts erfolgt formfrei, diesbezügliche Regelungen wurden nicht vorgegeben.

IV. Mitteilungspflicht für directors' dealings, § 15a Abs. 1 WpHG

Die erst mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz eingeführte Mitteilungspflicht schreibt Personen, die naturgemäß mit unternehmensbezogenen Umständen besser vertraut sind als andere Marktteilnehmer, vor, die von ihnen getätigten Geschäfte mit Wertpapieren des Emittenten offen zu legen.⁵⁷¹ Eine entsprechende Verpflichtung trifft zudem eine Reihe von Angehörigen, die in enger Beziehung zu der Person mit Führungsaufgaben stehen.⁵⁷² Um ein Umgehen dieser Verpflichtung zu verhindern, zählen dazu mittlerweile auch Gesellschaften, juristische Personen und sonstige Einrichtungen, die von der Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörigen abhängig sind.⁵⁷³ Der Emittent hat die Mitteilungen gemäß § 15a Abs. 4 WpHG unverzüglich zu veröffentlichen und die Veröffentlichung der Bundesanstalt zu übersenden.

§ 15a Abs. 1 WpHG dient einer verbesserten Markttransparenz.⁵⁷⁴ Anleger sollen davon in Kenntnis gesetzt werden, wenn Führungskräfte durch den Handel mit Aktien der eigenen Gesellschaft de facto Stellung zur Unternehmenssituation beziehen.⁵⁷⁵ Mittelbar soll die Mitteilungspflicht auch Insiderstraftaten verhindern bzw. aufdecken und somit einen Beitrag zur Überwachung der Marktmissbrauchsverbote leisten.⁵⁷⁶ Das erhöhte Entdeckungsrisiko für Insider entstände dadurch, dass einige Personen mit Führungsaufgaben ihrer Melde-

⁵⁷¹ Diekmann/Sustmann, NZG 2004, S. 929 (936).

⁵⁷² § 15a III 1 WpHG.

⁵⁷³ Sethe in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 15a Rn. 45.

⁵⁷⁴ Fleischer, NJW 2002, S. 2977 (2978).

⁵⁷⁵ RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

⁵⁷⁶ Erwägungsgrund Nr. 26 der Marktmissbrauchs-Richtlinie, EG-Abl. L96/18; RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 63.

pflicht zunächst einmal nachkommen. Im Dunstkreis dieser Meldungen könne die Bundesanstalt dann gezielt untersuchen, ob auch andere meldepflichtige Personen solche Geschäfte getätigt haben, und ob diese Geschäfte im Zusammenhang mit dem Wissen über Insiderinformationen stehen.⁵⁷⁷ Seine präventive Wirkung entfalte § 15a WpHG durch die Unwissenheit jeder Person mit Führungsaufgaben über das Verhalten der übrigen Meldepflichtigen.

Die Schlüssigkeit solcher Erklärungsversuche bleibt zumindest fraglich. Völlig zu Recht wird unterstellt, dass kaum ein Meldepflichtiger den eigenen unerlaubten Insiderhandel nach § 15a WpHG melden wird.⁵⁷⁸ Unterstellt man daher, dass nur solche (legalen) Geschäfte gemeldet werden, die allein auf der persönlichen Einschätzung oder Erwägung des Meldepflichtigen beruhen, ist auch für andere Personen mangels Insiderinformation gar kein Insiderhandel möglich.

Existiert dagegen doch eine Insiderinformation, und handelt der Meldepflichtige aber wiederum legal erst nach deren Veröffentlichung, ist die Meldung seines Geschäfts für die Aufdeckung unerlaubter Insidergeschäfte, die im Vorfeld der Veröffentlichung stattgefunden haben, unerheblich. Das Motiv, das dem gemeldeten Geschäft zugrunde liegt, ist durch die vorausgehende Ad-hoc-Meldung für jedermann ersichtlich und entspricht den Beweggründen der anderen Anleger. Wenn die Bundesanstalt daher untersuchen will, ob im Vorfeld der Ad-hoc-Veröffentlichung unerlaubter Insiderhandel stattgefunden hat, bringt ihr das Wissen um die typischen Anlegerreaktionen nach der Veröffentlichung nichts. Anknüpfungspunkte für eine Untersuchung können darum nur die Ad-hoc-Mitteilung und verdächtige, zeitlich vorgelagerte Umsätze sein.

Die Meldepflicht nach § 15a WpHG ist zweifellos ein Beitrag zur Verbesserung der Markttransparenz und der Anlegergleichbehandlung. Ebenso trägt sie zum Abbau des Informationsdefizits zwischen Emittent und Anleger bei. Inwieweit die Vorschrift aber auch der Prävention des Marktmissbrauchs dient, bleibt abzuwarten. Die Bundesanstalt hat die angebliche Präventivwirkung jedenfalls nie näher erläutert.⁵⁷⁹ Stattdessen wurde das betreffende Rundschreiben vom 27.6.2002 inzwischen aufgehoben.⁵⁸⁰ Alles in allem wird man somit gut beraten sein, keine allzu hohen Erwartungen an die Präventivwirkung des § 15a WpHG zu stellen.

⁵⁷⁷ Sethe in Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 15a Rn. 9.

⁵⁷⁸ Sethe in Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 15a Rn. 9.

⁵⁷⁹ Rundschreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 27. 6. 2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, NZG 2002, S. 711.

⁵⁸⁰ <http://www.bafin.de> (15.4.2009)

V. Sonstige Informationsquellen

Weitere Informationen zur Aufdeckung von Marktmissbrauch soll die Bundesanstalt durch den Zugriff auf die Daten der Deutschen Bundesbank erhalten. Beide Behörden sind nach § 6 Abs. 2 WpHG verpflichtet, entsprechende Beobachtungen und Feststellungen einander mitzuteilen. Insbesondere die Daten über Kreditvergaben sind von Bedeutung, da Kreditinstitute, die börsennotierten Emittenten hohe Kredite einräumen, naturgemäß über besonderes Insiderwissen verfügen.⁵⁸¹

Darüber hinaus kann die Bundesanstalt Unternehmensinformationen natürlich auch aus öffentlich zugänglichen Quellen wie Zeitungen, Fernsehen oder den elektronischen Informationsdiensten beziehen. Die Informationsbeschaffung über öffentlich zugängliche Quellen empfahl der Gesetzgeber bei Erlass des Wertpapierhandelsgesetzes sogar ganz konkret.⁵⁸² Das dürfte seinen Grund vor allem darin gehabt haben, dass längst nicht alle Insiderinformationen von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG umfasst waren. Dementsprechend hatten alternative Quellen einen höheren Stellenwert. Mit der massiven Ausweitung der Regelung ist allerdings anzunehmen, dass die Nutzung der Medien zur Informationssammlung an Bedeutung verlieren wird.

B. Untersuchung von Verdachtsfällen, § 4 Abs. 3 WpHG

Zentrale und nunmehr einzige Norm zur Regelung der Befugnisse und Aufgaben der Bundesanstalt ist § 4 WpHG. Die bis zum Inkrafttreten des AnSVG gültigen und vom Gesetzgeber offenbar selbst als unzulänglich empfundenen Einzelbefugnisse der §§ 16, 18, 20b, 29 und 35 WpHG sind nun in einer Norm zusammengefasst.⁵⁸³ § 4 Abs. 2 S. 1 WpHG enthält zunächst ganz allgemein die Befugnis, all jene Anordnungen zu treffen, die zur Durchsetzung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes geeignet und erforderlich sind. Satz 2 nennt diesbezüglich die Möglichkeit, den Handel mit Finanzinstrumenten vorübergehend zu untersagen bzw. die Aussetzung des Börsenhandels anzuordnen.⁵⁸⁴

Die allgemeine Befugnis wird durch die Vorschriften des § 4 Abs. 3 bis 6 S. 3 WpHG weiter konkretisiert, soll aber im Hinblick auf den Wortlaut von § 4 Abs. 2 S. 1 WpHG nicht abschließend sein.⁵⁸⁵ Keine eigenständige Bedeutung mehr

⁵⁸¹ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 6 Rn. 12.

⁵⁸² RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 49.

⁵⁸³ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 29.

⁵⁸⁴ Kritisch dazu die Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses, S. 7 f.

⁵⁸⁵ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 4 Rn. 29.

kommt hingegen § 4 Abs. 1 WpHG in der aktuellen Fassung zu. Während die Norm nach altem Recht neben den besonderen Eingriffsbefugnissen des Gesetzes stehen sollte,⁵⁸⁶ kann sie mittlerweile nur noch als deklaratorische Zuweisung von Aufgaben und Befugnissen verstanden werden, von denen Letztere in den darauf folgenden Absätzen konkretisiert werden.

I. Anhaltspunkte als Eingriffsvoraussetzung

Der Gesetzentwurf der Bundesregierung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz sah bei der Neufassung des § 4 Abs. 3 WpHG eine auf den ersten Blick unscheinbare Änderung vor, die sich bei einer Umsetzung jedoch als äußerst schwerwiegend erwiesen hätte. Danach sollten die Ermittlungsbefugnisse der Bundesanstalt an *konkrete* Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen ein Ge- oder Verbot des Wertpapierhandelsgesetzes geknüpft werden. Das hätte eine erhebliche Beschränkung gegenüber den Eingriffsermächtigungen in §§ 16 Abs. 2 und 21b Abs. 2 WpHG a.F. bedeutet. Deren Formulierung verzichtete für die Anwendung der Auskunfts- und Vorlagebefugnisse auf die Einschränkung „konkret“ und verlangte lediglich Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen die Marktmissbrauchsverbote.

Möglicherweise wollte der Gesetzgeber mit der ursprünglich geplanten Formulierung die Anforderungen für die Eingriffsbefugnisse der Bundesanstalt erhöhen, um so die Diskussion um die Umgehung strafprozessualer Vorschriften⁵⁸⁷ zu beenden. In der Vergangenheit wurde immer wieder kritisiert, dass die Bundesanstalt bereits beim Vorliegen bloßer Anhaltspunkte über Untersuchungskompetenzen verfüge, die den Staatsanwaltschaften erst bei einem Anfangsverdacht, d.h. bei zureichenden tatsächlichen Anhaltspunkten zustünden. Die Forderung nach *konkreten* Anhaltspunkten in der Entwurfsfassung hätte demnach nur den Schluss zugelassen, dass die Eingriffsvoraussetzungen der Bundesanstalt denen der Staatsanwaltschaften angepasst worden wären. Das hätte wiederum bedeutet, dass Bundesanstalt und Staatsanwaltschaften entweder parallel ermitteln dürfen, oder dass die Befugnisse der Bundesanstalt bei Verdacht einer Straftat gar nicht erst zur Geltung kommen, wenn man davon ausgeht, dass ihre Zuständigkeit mit Einleitung des strafrechtlichen Ermittlungsverfahrens endet.⁵⁸⁸

Letztlich hat es der Gesetzgeber in der Endfassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes

⁵⁸⁶ RegE. zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 40.

⁵⁸⁷ Dazu Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, Rn. 37 m.w.N.

⁵⁸⁸ Ausdrücklich für eine ausschließliche Zuständigkeit RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 30.

rungsgesetzes in Anlehnung an die §§ 16 Abs. 2 und 21b Abs. 2 WpHG a.F. bei „einfachen“ Anhaltspunkten belassen. Die Gesetzesbegründung zum Anleger-schutzverbesserungsgesetz ist insoweit aber unmissverständlich und bezieht die vorausgesetzten Anhaltspunkte weiterhin auf Verstöße gegen Ver- oder Gebote des Wertpapierhandelsgesetzes.⁵⁸⁹ Die Anforderungen sind somit nach wie vor niedriger als das beim Anfangsverdacht des strafrechtlichen Ermittlungsverfahrens der Fall ist.

II. Befugnisauslösende Anhaltspunkte

Da der Bundesanstalt weitergehende Ermittlungsmaßnahmen nur dann zustehen, wenn sie Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes hat, stellt sich die Frage, wann dieser Verdachtsgrad angenommen werden kann. Die im Zuge der allgemeinen Daten- und Informationssammlung erlangten Informationen sind für die Aufdeckung und Verfolgung marktmissbräuchlichen Verhaltens von unterschiedlichem Gewicht.

Die unterschiedliche Bedeutung, die bestimmte Informationen für die Aufdeckung bzw. Verfolgung für die beiden Formen des Marktmissbrauchs haben, rührt daher, dass sich der unerlaubte Insiderhandel und die Preismanipulation zwar ähneln, bei der Tatbestandsverwirklichung jedoch einige gewichtige Unterschiede aufweisen. Insbesondere der Umstand, dass der Manipulator sich eine frei erfundene Information zu Nutze macht, während der Insider tatsächliche Ereignisse verwertet, hat für die Untersuchung solcher Taten erhebliche Konsequenzen. Die Kurs- und Marktpreismanipulation ist praktisch durch jedermann zu verwirklichen und an keinen bestimmten Täterkreis gebunden. Ferner muss der Manipulator nicht innerhalb einer konkreten Zeitspanne handeln, sondern kann selbst entscheiden, wann er auf Preise einwirkt und die entsprechenden Finanzinstrumente erwirbt oder abstößt. Schließlich können die Motive des Manipulators weitaus differenzierter sein und müssen nicht unmittelbar auf den eigenen Gewinn gerichtet sein. Denkbar wären feindliche Übernahmen zu einem möglichst günstigen Preis, die Gestaltung besonders erfolgreicher Neuemissionen oder auch das Hochtreiben von Preisen bestimmter Werte zu einem Zeitpunkt, zu dem viele Anleger im Rahmen eines Investmentsparplanes ihre Anteile erwerben.

Informationen, die die Bundesanstalt im Zuge der Überwachung erlangt, können daher je nach verfolgtem Delikt bereits für sich Anhaltspunkte im Sinne des § 4

⁵⁸⁹ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 30.

Abs. 3 WpHG sein oder lediglich Indizwirkung haben, so dass erst im Zusammenhang mit weiteren Erkenntnissen von Anhaltspunkten ausgegangen werden kann.

1. Unnatürliche Kurs- und Umsatzentwicklung

Die Bundesanstalt verfolgt die Preis-, Umsatz- und Marktanteilsbewegungen anhand der Meldungen nach § 9 WpHG.⁵⁹⁰ Zweck der Meldepflicht war von Anfang an die Verhinderung und Aufdeckung von Insidergeschäften.⁵⁹¹ Jedoch sind die Informationen über die Kurs- oder Preisentwicklung für sich allein noch keine Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot. Insbesondere Kurs- und Umsatzverläufe können denen, die durch Insiderhandel entstehen, ähneln, obwohl sie in Wirklichkeit eine andere Ursache haben.⁵⁹² Das ist der Fall, wenn Anleger aus bereits veröffentlichten Informationen ihre eigenen Schlüsse auf etwaige neue kursrelevante Umstände ziehen. Ist das Vertrauen in die eigene Analyse so groß, dass daraufhin Käufe oder Verkäufe getätigt werden, ohne dass die vorausgesagte Entwicklung tatsächlich eintritt, entstehen Kurs- und Umsatzverläufe, für die es auch im Nachhinein keine Erklärung gibt.

Ein Anhaltspunkt für einen Verstoß ist deswegen erst dann anzunehmen, wenn die Auffälligkeiten bei Kursen, Umsätzen oder Marktanteilen im Zusammenhang mit einer Insiderinformation auftreten.⁵⁹³ Der klassische Anhaltspunkt für einen Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot besteht, wenn sich im Vorfeld der Bekanntgabe einer Insiderinformation anhand der mitgeteilten Geschäftsabschlüsse unnatürliche Kursbewegungen oder Umsätze feststellen lassen.⁵⁹⁴ Die üblicherweise im Wege der Ad-hoc-Meldung veröffentlichte Insiderinformation ist für sich allein ebenfalls kein Anhaltspunkt im obigen Sinne, da aus der Existenz von Insiderinformationen nicht allgemein auf deren Verwendung für unerlaubte Geschäfte geschlossen werden kann. Sinnvollerweise richtet sich die Aufmerksamkeit zunächst auf solche Werte, deren Preisentwicklung von der Norm abweicht. Wird der Bundesanstalt in der Folgezeit eine Insiderinformation mitgeteilt, die einen der beobachteten Werte betrifft, liegen schließlich Anhaltspunkte im Sinne des § 4 Abs. 3 und 4 WpHG vor.⁵⁹⁵

Für die Aufdeckung und Verfolgung von Kurs- oder Marktpreismanipulationen

⁵⁹⁰ Süßmann, AG 1997, S. 63.

⁵⁹¹ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 43.

⁵⁹² Schmidt/Wulff, ZBB 1993, S. 57 (58).

⁵⁹³ Süßmann, AG 1997, S. 63.

⁵⁹⁴ RegE zum 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 49.

⁵⁹⁵ Dreyling in: Dreyling/Schäfer, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, S. 57 (Rn. 207).

bieten unnatürliche Kurs- und Umsatzbewegungen ebenso wenig Anhaltspunkte wie bei der Überwachung des Insiderhandelsverbotes. Bei der Suche nach handelsgestützten Manipulationen wäre zumindest denkbar, dass die Meldung über abgeschlossene Geschäfte nach § 9 Abs. 1 WpHG Anhaltspunkte für manipulative Handlungen bietet. Jedoch enthalten die eingehenden Meldungen keine Angaben über die Auftraggeber, deren Identität insbesondere für die zügige Aufdeckung fiktiver Geschäfte bekannt sein muss. Allein aus dem Wissen über den Geschäftsabschluss zu einer bestimmten Stückzahl und einem bestimmten Kurs lassen sich deswegen noch keine Anhaltspunkte für eine Kurs- oder Marktpreismanipulation ableiten.

Auch im Hinblick auf informationsbezogene Manipulationen sind anhand von § 9 Abs. 1 WpHG festgestellte unübliche Kursschwankungen für sich allein noch kein Anhaltspunkt für das Vorliegen einer Manipulation.⁵⁹⁶ Auch hier wäre nicht auszuschließen, dass andere Ursachen für die Kursentwicklung verantwortlich sind. In Verbindung mit weiteren Erkenntnissen über verbreitete unrichtige Angaben bestünde allerdings nicht nur ein Anhaltspunkt für einen Verstoß gegen § 20a WpHG, sondern auch gleichzeitig Anhaltspunkte dafür, dass erfolgreich im Sinne des § 38 Abs. 2 WpHG auf den Preis eines Finanzinstruments eingewirkt wurde.

2. Ad-hoc-Mitteilungen

Während mitgeteilte Ad-hoc-Veröffentlichungen zusammen mit unnatürlichen Kurs- und Umsatzbewegungen Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot sind, geben sie noch keinen unmittelbaren Aufschluss darüber, ob Insiderinformationen illegal weitergegeben wurden. Bestenfalls erhält die Bundesanstalt anhand einer Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 Abs. 1 S. 3 und 4 WpHG Kenntnis von einer unwissentlich preisgegebenen Insiderinformation, was jedoch einen vorsätzlichen Verstoß gegen den Weitergabetatbestand schon ausschließt. Die Rekonstruktion eines unerlaubten Informationsflusses obliegt deswegen der sich anschließenden Untersuchung. Soweit Sekundärinsidern der vorsätzliche Handel mit Insiderpapieren nachgewiesen werden kann oder sonstige Dritte nachweislich zum Handel verleitet wurden, liegen jedenfalls Anhaltspunkte für die illegale Weitergabe von Insiderinformationen im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpHG vor.

Hinsichtlich der Verfolgung und Aufdeckung von Kurs- und Marktpreismanipu-

⁵⁹⁶ A.A. wohl Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, § 20b Rn. 13.

lationen sind Ad-hoc-Mitteilungen nur in bestimmten Fällen geeignet, Anhaltspunkte für manipulatives Verhalten zu liefern. Anders als bei den nach § 15 Abs. 1 WpHG zwingend zu veröffentlichenden Insiderinformationen, erfährt die Bundesanstalt nicht auch automatisch von Falschangaben, die von Dritten zum Zweck der Manipulation frei erfunden wurden. Dementsprechend lassen sich aus Ad-hoc-Mitteilungen nur dann Anhaltspunkte für Manipulationen ableiten, wenn die Veröffentlichung nach § 15 Abs. 1 WpHG selbst Mittel zur Täuschung war. Das ist zweifellos anzunehmen, wenn sich die Ad-hoc-Veröffentlichung später als falsch herausstellt, oder wenn der Ad-hoc-Pflichtige die eigene Veröffentlichung im Wege der Ad-hoc-Berichtigung korrigiert. Bei einer Berichtigung wird man jedoch unterscheiden müssen, ob es sich um die Korrektur eines unbedeutenden Schreibfehlers oder um die Änderung wesentlicher Inhalte handelt.

Schließlich bestehen auch dann Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Manipulationsverbot, wenn eine Ad-hoc-Veröffentlichung entgegen § 15 Abs. 1 WpHG gänzlich unterblieben ist, da der Tatbestand von § 20a Abs. 1 WpHG auch das Verschweigen bewertungserheblicher Umstände umfasst, wenn für die Veröffentlichung eine Rechtspflicht besteht. Zwar wird die Bundesanstalt auch hier vor dem Problem stehen, dass sie gerade nicht von der Insiderinformation in Kenntnis gesetzt wird, im Gegensatz zu einer frei erfundenen Falschangabe handelt es sich aber immerhin um eine existente Nachricht, deren Erfassung deswegen leichter fallen sollte.

3. Anzeigen von Privatpersonen

Hinweise aus der Bevölkerung haben den Vorteil, dass aus ihnen Anhaltspunkte für jede Form marktmissbräuchlichen Handelns abgeleitet werden können. Während die Mitteilungen von Insiderinformationen oder Geschäften nach § 9 WpHG vor allem darauf ausgerichtet sind, tatsächlich ausgeführte Insidergeschäfte nachzuweisen, können Anzeigen von Privatpersonen auch die unerlaubte Weitergabe von Insiderinformationen oder Manipulationen betreffen, die sich mangels Beachtung nicht auf den Preis ausgewirkt haben.

Andererseits wird man das Vorliegen von Anhaltspunkten verneinen müssen, wenn die in den Anzeigen enthaltenen Angaben nur allgemein sind oder gar den Eindruck vermitteln, andere Personen sollten dadurch denunziert werden. Grundsätzlich bietet es sich daher an, angezeigte Sachverhalte anhand bereits gesammelter Informationen zu überprüfen. Können die vorgetragenen Tatsachen durch die eigenen Erkenntnisse nicht bestätigt werden, sollte abweichend vom

Gesetzestext ein strafprozessualer Maßstab angewendet werden. Je nachdem, wie substantiiert die Eingabe ist, wird man das Vorliegen von Anhaltspunkten annehmen oder ablehnen müssen. Bloße Vermutungen dürfen dabei ebenso wenig genügen wie im Strafverfahren.⁵⁹⁷ Kein Anhaltspunkt für Insiderhandel kann deswegen die Mitteilung über hohe Gewinne sein, die ein anderer im Zuge eines spekulativen Geschäfts erzielt hat, selbst wenn es noch so riskant war. Maßgeblich ist, dass der von einer privaten Person angezeigte Sachverhalt eine Wahrscheinlichkeit begründet, die über die allgemeine theoretische Möglichkeit unrechtmäßigen Verhaltens hinausgeht.⁵⁹⁸

4. Anzeigen von Marktteilnehmern nach § 10 WpHG

Ebenso wie Anzeigen von Privatpersonen können sich die nach § 10 WpHG mitgeteilten Sachverhalte auf das gesamte Spektrum marktmissbräuchlichen Verhaltens beziehen. Der wesentliche Unterschied gegenüber privaten Anzeigerstattem besteht aber vor allem in der größeren Sachnähe der nach § 10 Abs. 1 WpHG anzeigepflichtigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Banken und Betreibern außerbörslicher Märkte.⁵⁹⁹ Deren Eingaben setzen zwar keine positive Kenntnis von einem Verstoß gegen das Manipulations- bzw. Insiderhandelsverbot voraus,⁶⁰⁰ jedoch sind nur solche Tatsachen mitzuteilen, aufgrund derer schon ein begründeter Verdacht des Marktmissbrauchs besteht.⁶⁰¹ Schon im Interesse des eigenen Kunden werden die anzeigepflichtigen Personen die Meldung offensichtlich unbegründeter Verdachtsmomente vermeiden, so dass keine Bedenken bestehen, in den nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpHG mitgeteilten Tatsachen Anhaltspunkte für marktmissbräuchliches Verhalten zu sehen.

5. Erkenntnisse der Handelsüberwachungsstellen nach § 4 Abs. 5 BörsG

Aufgrund der unmittelbaren Nähe zum Börsenhandel sind Berichte der Handelsüberwachungsstellen für die Aufdeckung und Verfolgung von Marktmissbrauch von besonderer Relevanz.⁶⁰² Zur Überwachung der Preisbildung können sie sämtliche Handelsdaten und alle Daten der Börsengeschäftsabwicklung erfassen und auswerten. Bei der Auswertung werden ihre Mitarbeiter von diversen

⁵⁹⁷ Meyer-Goßner, StPO, § 152 Rn. 4.

⁵⁹⁸ Beulke in: Löwe-Rosenberg, StPO, § 152 Rn. 23.

⁵⁹⁹ Eine entsprechende Begründung enthält allerdings weder die Marktmissbrauchsrichtlinie, noch der Regierungsentwurf zum AnSVG.

⁶⁰⁰ Siehe oben S. 20 ff.

⁶⁰¹ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 32.

⁶⁰² RegE zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 73.

Computersystemen unterstützt, die gezielt auf Preis- und Umsatzauffälligkeiten hinweisen.⁶⁰³ So verfügen die Handelsüberwachungsstellen in Bezug auf den börslich abgewickelten Handel über die umfassendere Datenbasis. Während die Bundesanstalt nur die Mitteilung nach § 9 WpHG über Geschäfte in Wertpapieren und Derivaten erhält, erfahren die Handelsüberwachungsstellen auch, welche Aufträge der Feststellung eines Börsenpreises zugrunde liegen. Das Wissen um die Auftragslage bei der Preisfeststellung kann insbesondere im Hinblick auf die Überwachung des Manipulationsverbotes von besonderer Bedeutung sein.⁶⁰⁴

Die Handelsüberwachungsstellen gehen Unregelmäßigkeiten zunächst selbst nach, so dass die Mitteilung an die Bundesanstalt im Normalfall bereits Untersuchungsergebnisse enthalten wird. Erfolgt schließlich die Unterrichtung der Bundesanstalt, weil Tatsachen festgestellt wurden, die die Annahme rechtfertigen, dass gegen das Marktmissbrauchsverbot verstoßen wurde, wird man wegen der bereits fundierten Erkenntnisse automatisch Anhaltspunkte im Sinne des § 4 Abs. 3 WpHG annehmen müssen.

III. Untersuchungsbefugnisse der Bundesanstalt

Sobald Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot vorliegen, beginnt das eigentliche Untersuchungsverfahren durch die Bundesanstalt. Die maßgebliche Ermächtigungsgrundlage hierfür ist § 16 WpHG.⁶⁰⁵ Die Norm berechtigt die Behörde zu Eingriffen gegenüber den am Markt handelnden Unternehmen, gegenüber den Emittenten selbst und schließlich gegenüber jenen Personen, die aufgrund gewonnener Erkenntnisse des unerlaubten Insiderhandels verdächtigt werden. Der Bundesanstalt stehen im Rahmen dieser Untersuchung die klassischen verwaltungsrechtlichen Befugnisse zur Informationsbeschaffung zur Verfügung. Dazu zählen das Auskunftsrecht, das Recht auf Vorlage von Unterlagen, sowie das Recht der behördlichen Nachschau.

1. Befugnisse gegenüber „jedermann“ gemäß § 4 Abs. 3 WpHG

Der Adressatenkreis, gegen den sich Maßnahmen der Bundesanstalt richten konnten, war in der Vergangenheit uneinheitlich. Je nachdem, welches Verbot im Wertpapierhandelsgesetz betroffen war, richteten sich die Ermittlungsbefug-

⁶⁰³ Beck in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar/BörsG, § 4 Rn. 11.

⁶⁰⁴ Beck in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar/BörsG, § 4 Rn. 19.

⁶⁰⁵ Schäfer, WpHG, § 16 Rdnr. 1.

nisse gegen verschiedene Personen.⁶⁰⁶ Mit der Neufassung des § 4 WpHG besteht inzwischen ein Auskunftsrecht der Bundesanstalt gegenüber jedermann. Diese Ausweitung der Auskunftsbefugnis ist nicht ohne Kritik geblieben. Sie sei angesichts des höchst unterschiedlichen Gewichts der Ge- und Verbote des Wertpapierhandelsgesetzes unangemessen, zumal sie sich nunmehr gegen jeden Bürger richten könne.⁶⁰⁷

Dem lässt sich allerdings zweierlei entgegenhalten: Zum einen hat der deutsche Gesetzgeber letztlich nur das umgesetzt, was ihm auf europäischer Ebene vorgegeben wurde. Denn Art. 12 Abs. 2 b) der Marktmissbrauchsrichtlinie sieht ausdrücklich vor, dass die zuständige Behörde befugt sein muss, Auskünfte von jedermann anzufordern. Zum anderen muss der Begriff „jedermann“ offenbar einschränkend im Sinne des § 20b Abs. 2 WpHG a.F. verstanden werden. Der Gesetzgeber weist in seiner Begründung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz darauf hin, dass der Anwendungsbereich des § 4 Abs.3 WpHG entsprechend der Vorschrift des § 20b Abs. 2 WpHG a.F. erweitert wurde.⁶⁰⁸

Bereits diese Norm führte im Rahmen der Überwachung des Manipulationsverbotes zu einer Erweiterung des Adressatenkreises. Erstmals richtete sich die Auskunftsbefugnis der Bundesanstalt nicht mehr nur gegen Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder gegen die Emittenten selbst, sondern ganz allgemein gegen die Beteiligten eines der Manipulation verdächtigten Geschäfts. Unabhängig vom Wortlaut des § 4 Abs. 3 WpHG dürfte die Vorschrift daher so zu lesen sein, dass jedermann auskunftspflichtig ist, soweit er beteiligt ist.

Der Begriff der Beteiligung war in § 20b WpHG a.F. weit gefasst und keinesfalls im Sinne des Strafrechts zu verstehen.⁶⁰⁹ Beteiligte waren nicht ausschließlich diejenigen Personen, die eine Manipulation als Täter oder Teilnehmer veranlasst hatten, sondern auch solche Personen, die schuldlos als Werkzeug einer Kurs- und Marktpreis manipulierenden Hinterperson mitwirkten.⁶¹⁰ Diese Ausweitung auf tاتفremde Personen ergab sich zwangsläufig aus § 20b Abs. 3 S. 2 WpHG a.F. Die Vorschrift sah das Betreten von Grundstücken zu Unzeiten oder Wohnungen nur bei solchen Beteiligten vor, bei denen Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Manipulationsverbot vorlagen. Im Umkehrschluss war damit klargestellt, dass es auch Beteiligte geben musste, gegen die kein Verdacht bestand.

⁶⁰⁶ Vgl. §§ 16 II, 29 I WpHG a.F.

⁶⁰⁷ Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses, S. 9.

⁶⁰⁸ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 30.

⁶⁰⁹ Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 20b Rn. 16.

⁶¹⁰ Vogel aaO.

Die gleiche Systematik enthält nunmehr auch § 4 Abs. 3 und 4 WpHG. Zu unterscheiden ist also immer noch zwischen auskunftspflichtigen Personen, gegen die sich der Verdacht eines Gesetzesverstößes richtet, und solchen, die bei den betroffenen Geschäften ohne Vorsatz und womöglich ohne Wissen mitgewirkt haben. Der Adressatenkreis des § 4 Abs. 3 WpHG umfasst demzufolge all jene Personen, die aufgrund ihrer Mitwirkung (Beteiligung) zum gegenwärtigen Stand der Ermittlungen zur Aufklärung etwaiger Gesetzesverstöße beitragen können. Im Ergebnis sind das nach wie vor Unternehmen, die Handelsaufträge entgegennehmen bzw. ausführen, aber eben auch Personen, die z.B. unrichtige Informationen im guten Glauben an die Öffentlichkeit gebracht haben, deren Auswirkung auf den Preis durch den Manipulator ausgenutzt wird.

2. Erteilung von Auskünften, § 4 Abs. 3 WpHG

Ebenfalls an § 20b WpHG a.F. angelehnt, aber noch darüber hinausgehend, ist der Umfang der Auskunftspflicht. Bereits § 20b Abs. 2 WpHG a.F. beschränkte sich nicht mehr auf bestimmte Informationen, wie dies im Rahmen der Insiderüberwachung noch vorgesehen war,⁶¹¹ sondern bezog sich bereits auf alle Auskünfte und Unterlagen, die für die Überwachung des Manipulationsverbotes erforderlich waren. Die Erforderlichkeit als einziges Relevanzkriterium hat der Gesetzgeber nun auch für § 4 WpHG übernommen. Da das Gebot der Erforderlichkeit verlangt, dass kein milderes Mittel mit gleicher Erfolgstauglichkeit vorhanden ist,⁶¹² kann die Bundesanstalt immer dann Auskünfte von den Betroffenen einholen, wenn die Erlangung der Information auf anderem Wege nicht oder nur unter erschwerten Umständen möglich ist.

Das dürfte insbesondere für die einwohnermelderechtliche Identität der Auftraggeber des verdächtigen Geschäfts gelten. Die Bundesanstalt kennt zwar aus den Meldungen nach § 9 WpHG die wesentlichen Merkmale der abgeschlossenen Geschäfte. Nicht bekannt sind hingegen die Identitäten der Auftraggeber. Soweit es sich um natürliche Personen handelt, sind deren Namen, Geburtsdaten und Anschriften von den nach § 9 WpHG meldepflichtigen Unternehmen festzustellen, aufzuzeichnen und auf Anfrage der Bundesanstalt mitzuteilen.⁶¹³

Als weiteres Beispiel für das Auskunftsverlangen der Bundesanstalt führt § 4 Abs. 3 WpHG die Identitäten der berechtigten oder verpflichteten Personen auf.

⁶¹¹ § 16 Abs. 2 WpHG a.F.

⁶¹² BVerfGE 19, 330 (337); 25, 1 (17f.).

⁶¹³ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 16 Rn. 17.

Eine solche Anfrage der Bundesanstalt zielt allerdings nicht auf etwaige Hintermänner ab, die sich z.B. als Primärinsider eines unverdächtigen Strohmannes zur Ausführung des Insidergeschäfts bedienen. Zwar ging der Gesetzgeber beim Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes davon aus, dass den Wertpapierdienstleistungsunternehmen ein möglicher Begünstigter, der hinter dem Auftraggeber steht, grundsätzlich bekannt ist.⁶¹⁴ Damit waren aber nicht vermeintliche Hintermänner gemeint, die sich naturgemäß gerade nicht nach außen zu erkennen geben, sondern vielmehr solche Kunden, die ihr Vermögen durch Dritte verwalten lassen. Soweit diese Vermögensverwaltungsstellen Aufträge für ihre Kunden erteilen, ist der Bundesanstalt neben der Vermögensverwaltungsstelle als Auftraggeber auch der Kunde als Berechtigter anzugeben.⁶¹⁵

Handelt es sich um Täter, die eine dritte Person von Anfang an nur deswegen einschalten, um ihre eigenen Identitäten zu verschleiern, kann die Bundesanstalt keine konkreten Angaben von Seiten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen erwarten; sie bleibt vielmehr auf ihre eigenen Nachforschungen beschränkt. Häufig sollen schon die Angaben über Alter und Anschrift des Auftraggebers Rückschlüsse darüber zulassen, ob er lediglich als Mittelsmann eingeschaltet wurde.⁶¹⁶ Von einer solchen Vorgehensweise wird man mit großer Wahrscheinlichkeit dann ausgehen können, wenn die erteilten Handelsaufträge deutlich dem Anlegerprofil des Auftraggebers widersprechen. So etwa, wenn risikoscheue Anlegergruppen im großen Umfang Wertpapiere mit hohem Verlustpotential ordern.

Schließlich kann sich das Auskunftsverlangen der Bundesanstalt auch insbesondere auf Bestandsveränderungen in Finanzinstrumenten beziehen. Gemeint ist damit, dass Depot führende Unternehmen zusätzlich Auskunft über den Handel ihrer Kunden mit anderen Finanzinstrumenten geben müssen, auch wenn diese nicht im Zusammenhang mit dem verdächtigen Geschäft stehen. Jene Möglichkeit bestand ursprünglich nur im Zusammenhang mit der Insiderverfolgung und nur bezüglich der betroffenen Insiderpapiere.⁶¹⁷ Durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz⁶¹⁸ wurde die Auskunftsbefugnis auf Bestandsveränderungen in sämtlichen Insiderpapieren des Auftraggebers erweitert, während § 20b Abs. 2 WpHG a.F. eine entsprechende Beschränkung ohnehin nie vorsah. Der Gesetz-

⁶¹⁴ RegE. zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 50.

⁶¹⁵ Süßmann, AG 1997, S. 63.

⁶¹⁶ Dreyling in: Assmann/ Schneider, WpHG 3. Aufl., § 16 Rn. 17.

⁶¹⁷ RegE zum 3. FFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 93.

⁶¹⁸ BGBl. I 1998, S. 529.

geber bezweckte mit dieser Ausweitung der Auskunftsbefugnis offenbar nicht zwangsläufig eine zusätzliche Repression des betroffenen Kontoinhabers. Vielmehr soll sie auch zu dessen Entlastung beitragen können. Durch die zusätzlich gewonnenen Erkenntnisse sei es seither möglich, ohne die sofortige Einschaltung der Strafverfolgungsbehörden zu klären, ob sich die bestehenden Anhaltspunkte zerstreuen oder zu einem Verdacht erhärten.⁶¹⁹ Aus den zusätzlichen Auskünften über sämtliche Bestandsveränderungen in Insiderpapieren könne beispielsweise herausgelesen werden, ob die verdächtige Transaktion nicht doch dem gewöhnlichen Anlageverhalten des Auftraggebers entspricht.⁶²⁰

3. Vorlage von Unterlagen

Zum Auskunftsrecht der Bundesanstalt gehört auch die Vorlage von Unterlagen durch den Auskunftspflichtigen, soweit dies erforderlich ist. Dadurch soll die Bundesanstalt einen Einblick in die einzelnen Transaktionen und in die Wertpapierkonten der Auftraggeber erhalten.⁶²¹ Da die Marktmissbrauchsrichtlinie zudem die Überlassung von Kopien vorsieht, enthält auch § 4 Abs. 3 WpHG eine entsprechende Verpflichtung, die allerdings dadurch ergänzt wird, dass die Kopien der Bundesanstalt im Rahmen der Verhältnismäßigkeit kostenlos zu überlassen sind.

Bemerkenswert ist, dass die Gesetzesbegründung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz erstmalig klarstellt, dass mit Unterlagen nicht nur Schriftstücke, sondern auch vorhandene elektronische Aufzeichnungen und Verbindungsdaten gemeint sind.⁶²² Dies entspricht nunmehr der europäischen Vorgabe und älteren Auffassungen des Schrifttums.⁶²³ Zudem kommt der Ausweitung des Unterlagenbegriffs entgegen, dass elektronische Daten, insbesondere nach Abschluss des Übertragungsvorgangs, zunehmend der Schutz durch Art. 1 Abs. 1 GG entzogen wurde.⁶²⁴

4. Nachschau beim Auskunftspflichtigen nach § 4 Abs. 4 WpHG

Das schon aus den ursprünglichen Überwachungsvorschriften bekannte Recht der Bundesanstalt, Grundstücke und Geschäftsräume zu betreten, ist nunmehr in § 4 Abs. 4 WpHG verankert. Die Nachschau bei den auskunftspflichtigen Per-

⁶¹⁹ RegE zum 3. FFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 93.

⁶²⁰ RegE zum 3. FFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 93 und Reg.Entwurf zum 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 88.

⁶²¹ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 50.

⁶²² RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 30.

⁶²³ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Auflage, § 20b Rn. 27 f.

⁶²⁴ BVerfG, Beschluß vom 12. 4. 2005 - 2 BvR 1027/02.

sonen zur üblichen Arbeitszeit setzt immer noch voraus, dass das Betreten durch die Bundesanstalt zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist. Der Gesetzgeber hatte bereits im Zuge der Überwachung des Insiderhandelsverbotes deutlich gemacht, dass die Nachschau der Kontrolle der Auskunftspflicht dienen sollte.⁶²⁵ Erforderlichkeit im vorstehenden Sinne ist demnach immer in den Fällen gegeben, in denen keine, nur unvollständige oder unklare Auskünfte oder Unterlagen erteilt oder vorgelegt wurden.

Zur Abwehr von dringenden Gefahren für die öffentliche Sicherheit und Ordnung hat die Bundesanstalt auch außerhalb dieser Zeiten ein Betretungsrecht bzw. darf auch allgemein Wohnungen betreten, sofern sich darin Geschäftsräume befinden. Diese Befugnis richtet sich ausdrücklich nur gegen jene Auskunftspflichtige, gegen die selbst der Verdacht des Gesetzesverstößes besteht. Andere Beteiligte, die lediglich zur Aufklärung des Sachverhaltes beitragen können, sind hiervon ausgenommen. Da nach allgemeiner Definition unter einer Gefahr eine Sachlage zu verstehen ist, bei der im Einzelfall die hinreichende Wahrscheinlichkeit besteht, dass in absehbarer Zeit ein Schaden für die öffentliche Sicherheit und Ordnung eintreten wird,⁶²⁶ hat die Bundesanstalt nur dann ein erweitertes Betretungsrecht, wenn sie den Gesetzesverstoß oder finanzielle Einbußen bei Anlegern noch abwenden kann. Ist die Tat dagegen schon beendet oder sind Vermögensschäden bereits eingetreten, bleibt es bei einer Nachschau in Geschäftsräumen und nur zu den üblichen Arbeitszeiten.

5. Ladung und Vernehmung von Auskunftspflichtigen, § 4 Abs. 3 WpHG

Völlig neu ist die Möglichkeit der Bundesanstalt, Personen zu laden und zu vernehmen. Diese zusätzliche Befugnis geht auf Art. 12 Abs. 2 b) a.E. der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie zurück, ohne dass durch den deutschen Gesetzgeber eine Konkretisierung des Vernehmungsrechts erfolgt wäre. Folgerichtig ist deswegen auch von einem Vernehmungsbegriff im Sinne der Strafprozessordnung auszugehen. Danach gehört zu einer Vernehmung, dass der Vernehmende der Auskunftsperson in amtlicher Funktion gegenübertritt und in dieser Eigenschaft von ihr Auskunft verlangt.⁶²⁷

Fraglich ist allerdings, welche Konsequenzen sich ergeben, wenn der Auskunftspflichtige der Ladung unentschuldigt nicht nachkommt bzw. ob das persönliche Erscheinen mittels Zwang durchsetzbar ist. Nach § 39 Abs. 3 Nr. 1 a)

⁶²⁵ RegE zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 50.

⁶²⁶ § 2 Nr. 1 Nds.SOG.

⁶²⁷ BGHSt 40, 211, 213.

WpHG handelt ordnungswidrig, wer vorsätzlich oder fahrlässig einer vollziehbaren Anordnung nach § 4 Abs. 3 S. 1 WpHG zuwiderhandelt. Da die Möglichkeit, Personen zu laden und zu vernehmen auch an dieser Stelle geregelt ist, müsste es sich bei der Ladung um eine vollziehbare Anordnung handeln. Darüber hinaus sieht § 17 FinDAG die Durchsetzung von Verfügungen der Bundesanstalt mittels des Verwaltungs-Vollstreckungsgesetzes vor.

Andererseits trifft gemäß § 26 Abs. 2 S. 2 VwVfG den Beteiligten insbesondere die Pflicht zum persönlichen Erscheinen bzw. zur Aussage nur, wenn sie durch Rechtsvorschrift besonders vorgesehen ist. Der Wortlaut des § 4 Abs. 3 WpHG gibt eine solche Verpflichtung jedoch nicht her. Die in § 26 Abs. 3 S. 2 VwVfG vorausgesetzten Rechtsvorschriften konkretisieren eine entsprechende Verpflichtung, indem die jeweilige Behörde das persönliche Erscheinen entweder anordnen kann oder indem sie ausdrücklich von einer Pflicht des Beteiligten zum Erscheinen spricht.⁶²⁸ § 4 Abs. 3 WpHG ist unverbindlicher formuliert. Die Bundesanstalt kann zwar laden und vernehmen, welche Pflichten und Konsequenzen sich im Falle der Verweigerung ergeben, sind jedoch nicht geregelt. Im Ergebnis ist daher die Ladung des Auskunftspflichtigen keine vollziehbare Anordnung und kann auch nicht mit Verwaltungszwang durchgesetzt werden.

6. **Auskunfts- und Aussageverweigerungsrechte**

Der ursprünglich in § 16 Abs. 6 WpHG a.F. geregelte Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit ist jetzt allgemein in § 4 Abs. 9 WpHG enthalten. In Anlehnung an § 55 Abs. 1 StPO kann der zur Auskunft Verpflichtete gemäß § 4 Abs. 9 WpHG die Auskunft auf Fragen verweigern, deren Beantwortung ihn oder einen Angehörigen der Gefahr repressiver staatlicher Maßnahmen aussetzen könnte. Ergänzt wurde die Vorschrift um die Pflichten der Bundesanstalt, den Auskunftspflichtigen entsprechend § 136 Abs. 1 StPO über sein Schweigerecht sowie die mögliche Hinzuziehung eines frei wählbaren Verteidigers zu belehren.

Im Gegensatz zu den strafprozessualen Regelungen steht dem zur Auskunft Verpflichteten aber lediglich ein Auskunftsverweigerungsrecht zu, selbst wenn sich der Verdacht der Behörde gegen ihn selbst oder einen Angehörigen im Sinne des § 52 Abs. 1 StPO richtet. Ein Recht, die Aussage gänzlich zu verweigern, hat der Auskunftspflichtige im Zuge des Verwaltungsverfahrens nicht. Allerdings bleiben nach § 4 Abs. 3 S. 3 WpHG gesetzliche Aussageverweigerungsrechte unberührt. Soweit der Auskunftspflichtige demnach Beschuldigter oder

⁶²⁸ z.B. §§ 93 Abs. 5 AO, 208 BauGB S.1 Nr. 1, 23 AsylVfG .

Betroffener eines Straf- bzw. OWiG-Verfahrens ist, geht § 136 Abs. 1 S. 2 StPO dem Wertpapierhandelsgesetz vor. Ebenso sind dann Angehörige nach § 52 Abs. 1 StPO zur Verweigerung des Zeugnisses berechtigt.

Mit der Neufassung des Wertpapierhandelsgesetzes wurde inzwischen auch die Frage beantwortet, ob Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer der Bundesanstalt Auskünfte hinsichtlich ihrer Klienten zu erteilen haben. Das damalige Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel verneinte bereits eine solche Verpflichtung mit Verweis auf § 53 StPO.⁶²⁹ Damit wurde auch dem Umstand Rechnung getragen, dass diese Berufsgruppen nicht nur zur Verweigerung des Zeugnisses in Straf- oder Zivilverfahren berechtigt, sondern gleichzeitig von Gesetzes wegen zur Berufsverschwiegenheit verpflichtet sind.⁶³⁰ Nach der Neufassung des § 4 Abs. 3 WpHG entbindet eben jene Verschwiegenheitspflicht nun ausdrücklich von der Auskunftspflicht. Dass damit auch die Verschwiegenheitspflichten der vorstehenden Berufsgruppen gemeint sind, stellt zudem die Gesetzesbegründung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz klar.⁶³¹

7. Verschwiegenheitspflicht der Beteiligten, § 4 Abs. 8 WpHG

Das Schweigegebot für Auskunftspflichtige nach § 4 Abs. 8 WpHG bezieht sich ausschließlich auf die Untersuchung von Verstößen gegen die Marktmissbrauchsverbote in den §§ 14, 20a WpHG. Die entsprechenden Regelungen fanden sich daher bis zur Neuregelung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz in § 16 Abs. 8 WpHG a.F. und in § 20b Abs. 5 WpHG a.F. Die Vorschrift enthält gegenüber ihren Vorgängern allerdings eine erhebliche Einschränkung, wobei sich unmittelbar die Frage anschließt, ob diese Einschränkung vom Gesetzgeber tatsächlich gewollt war. Während nach alter Rechtslage in der Regel Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Verschwiegenheit verpflichtet waren, gegen die sich die Auskunftsersuchen der Bundesanstalt richteten, betrifft die Pflicht nunmehr zwar jeden Adressaten von Untersuchungsmaßnahmen, jedoch unter der Einschränkung, dass der Adressat auch tatsächlich zur Sache vernommen wurde. Da es sich hierbei einzig und allein um eine Vernehmung nach § 4 Abs. 3 S. 1 WpHG handeln kann, bedeutet das im Umkehrschluss, dass Personen, die bereits Auskünfte erteilt oder Unterlagen vorgelegt haben, nicht dem Schweigegebot unterliegen, solange eine Vernehmung seitens der Bundesanstalt nicht stattgefunden hat. Kein Verstoß gegen

⁶²⁹ Süßmann, AG 1997, S. 63.

⁶³⁰ ebenso Wirth, BB 1996, S. 1725 f.

⁶³¹ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 30.

§ 4 Abs. 8 WpHG liegt vor, wenn intern die Compliance-Abteilung benachrichtigt wird.⁶³² Darüber hinaus enthält § 4 Abs. 8 WpHG erstmals Ausnahmetatbestände, die eine Weitergabe von Informationen an berufliche Geheimnisträger wie Rechtsanwälte oder Wirtschaftsprüfer erlauben, um dem Adressaten die Wahrnehmung seiner Rechte, wie etwa die Hinzuziehung eines Verteidigers, zu ermöglichen.⁶³³

Die Durchsetzung der Verschwiegenheitspflicht erfolgt durch § 39 Abs. 2 Nr. 1, 1. Alt. WpHG. Verstöße gegen das Schweigegebot sind danach Ordnungswidrigkeiten und können in Verbindung mit § 39 Abs. 4 a.E. WpHG mit einer Geldbuße von bis zu fünfzigtausend Euro geahndet werden.

IV. Anzeige an die Staatsanwaltschaft

Soweit im Rahmen der Untersuchung der Verdacht einer Straftat nach § 38 WpHG entsteht, hat die Bundesanstalt dies bei der zuständigen Staatsanwaltschaft anzuzeigen. Mit dieser Maßnahme soll klargestellt werden, dass die Untersuchung der Aufsichtsbehörde ausschließlich verwaltungsrechtlicher Natur ist und es sich nicht um Ermittlungen im strafrechtlichen Sinne handelt.⁶³⁴

Mit der Anzeige an die Staatsanwaltschaft geht aber auch die nicht ganz unproblematische Übermittlung der gewonnenen Erkenntnisse der Bundesanstalt einher. Neben den Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat begründen, ist die Bundesanstalt ebenso befugt, personenbezogene Daten an die Staatsanwaltschaft zu übermitteln. Auch wenn der Gesetzestext hier eine optionale Weitergabe der Daten nahe legt, wird es im Verdachtsfall zwangsläufig zu einer Übermittlung der Namen der möglichen Beschuldigten oder Zeugen kommen müssen. Ein insoweit gebundenes Ermessen ergibt sich schon aus dem Legalitätsprinzip.⁶³⁵ Im Übrigen wäre es wenig effektiv, wenn die Bundesanstalt aufgrund ihrer Ermittlung zu dem Ergebnis kommt, dass der Verdacht einer Straftat besteht, bei der Staatsanwaltschaft Anzeige erstattet, aber dabei die Identität der Auftraggeber oder vergleichbarer Personen zurückhält.

Im Zuge des Gesetzgebungsverfahrens zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz wurde gefordert, die Bundesanstalt über einen Anfangsverdacht hinaus ermitteln zu lassen, um so – ganz im Sinne der Marktmissbrauchsrichtlinie – die Staatsanwaltschaften zu entlasten und die Untersuchung bei einer Behörde zu bün-

⁶³² RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 31.

⁶³³ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 31.

⁶³⁴ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG, § 18 Rn. 2.

⁶³⁵ Schäfer, WpHG, § 18 Rdnr. 2.

deln.⁶³⁶ Dem ist der Gesetzgeber jedoch nicht gefolgt. Schon die Begründung zum Gesetzentwurf hatte ausdrücklich klargestellt, dass die Ermittlungsbefugnisse der Bundesanstalt beim Vorliegen eines Anfangsverdachts einer Straftat enden.⁶³⁷ Demzufolge sind auch in der Neufassung des § 4 Abs. 5 WpHG die ursprünglichen Zuständigkeiten geblieben. Die Ermittlungen der Bundesanstalt finden nach wie vor im Vorfeld eines Anfangsverdachts statt, so dass es für die Anwendung der Untersuchungsbefugnisse lediglich einfacher Anhaltspunkte bedarf, was im Ergebnis wohl bloßen Vermutungen entsprechen dürfte. Soweit sich aus der Untersuchung konkrete Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Straftat ergeben, d.h. aus der Vermutung ein Anfangsverdacht wird, ist der gesamte Vorgang nach § 4 Abs. 5 WpHG obligatorisch an die Staatsanwaltschaft abzugeben.

Örtlich zuständig ist nach § 143 Abs. 1 GVG i.V.m. §§ 7 ff. StPO diejenige Staatsanwaltschaft, in deren Bezirk die Straftat begangen worden sein soll. Sofern verdächtige Geschäfte an einer Börse abgeschlossen wurden, ist demnach die Staatsanwaltschaft zuständig, in deren Bezirk die entsprechende Wertpapierbörse liegt. Kommen mehrere Börsen in Betracht, zeigt die Bundesanstalt den Vorgang bei der Staatsanwaltschaft an, in deren Bezirk die Heimatbörse des Emittenten liegt.⁶³⁸ Wurden Geschäfte dagegen außerbörslich abgeschlossen oder liegen sonstige marktmissbräuchliche Verhaltensweisen vor, kann wiederum die Staatsanwaltschaft zuständig sein, in deren Bezirk die Handlung begangen wurde oder aber die Behörde, in deren Bezirk der Beschuldigte seinen Wohnsitz hat.⁶³⁹

C. Die Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche

I. Darlegungs- und Beweislast des Anlegers

Eine erhebliche prozessuale Hürde bei der Geltendmachung zivilrechtlicher Ansprüche ist die Tatsache, dass der durch eine Fehlinformationen des Sekundärmarktes geschädigte Anleger die Darlegungs- und Beweislast für die Kausalität zwischen der Falschinformation und dem Anlageentschluss trägt. Bei genauerer Betrachtung ist ein solcher Nachweis nicht möglich,⁶⁴⁰ da der Anlageentschluss eine innerer Tatsache ist, auf deren Vorliegen wiederum nur durch äußere Um-

⁶³⁶ Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses, S. 9f.

⁶³⁷ RegE zum AnSVG, BT-Drucks. Nr. 15/3174, S. 30.

⁶³⁸ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG, § 18 Rn. 2.

⁶³⁹ §§ 7 f. StPO.

⁶⁴⁰ Spindler, AcP 208 (2008), S. 331 (336).

stände geschlossen werden kann. Trotz erheblicher Kritik und Alternativvorschlägen der Literatur besteht die Rechtsprechung darauf, dass die haftungsbe gründende Kausalität als anspruchsbegründende Tatsache grundsätzlich vom Kläger darzulegen und zu beweisen ist.⁶⁴¹ Beweiserleichterungen, wie sie von der Rechtsprechung im Falle der Prospekthaftung entwickelt wurden, können laut BGH nicht ohne weiteres auf die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen übertragen werden.⁶⁴²

Im Ergebnis hat der Kläger einen äußerst schwierigen Nachweis über eine inne-re Tatsache zu erbringen. Indiz für das Bestehen bzw. Nichtbestehen eines Zu sammenhangs zwischen der fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung und dem Aktienkauf soll die Zeitspanne zwischen beiden Ereignissen sein. Während bei einer Spanne von zwei Monaten zwischen Mitteilung und Kauf von einem Kau salzusammenhang auszugehen ist, soll Letzterer bei einem Zeitraum von neun Monaten nicht mehr vorliegen.

II. KapMuG

Das Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (KapMuG) ist insbesondere eine Reaktion auf die Klagewelle, die nach dem Platzen der Spekulationsblase von 2001 über die deutschen Gerichte herein-brach. Durch die neuen Regelungen sollten Kapitalanleger bei gerichtlichen Streitigkeiten über Schadensersatz aufgrund von fehlerhaften Kapitalmarktin formationen oder aufgrund von vertraglichen Erfüllungsansprüchen nach WpÜG effizienteren Rechtsschutz erhalten.⁶⁴³ Das Gesetz wurde vorerst auf fünf Jahre befristet. Sollte sich die Neuregelung bis 2010 bewähren, könnte das KapMuG auf weitere Rechtsbereiche erweitert werden.⁶⁴⁴

Das neu geschaffene Verfahren unterteilt sich im Wesentlichen in zwei Verfah renabschnitte: Zunächst in das Vorlageverfahren, das eine Voraussetzung für das sich ggf. anschließende Musterverfahren ist. Im Vorlageverfahren kann ein erstinstanzlicher Kläger den Antrag stellen, eine in vielen Parallelfällen relevan-te Tatsache rechtlicher oder tatsächlicher Art einheitlich mit Breitenwirkung feststellen zu lassen. Der Antrag wird, soweit zulässig, durch Eintragung in das Klageregister des elektronischen Bundesanzeigers öffentlich bekannt gemacht.

⁶⁴¹ Ausführlich dazu siehe oben S. 31.

⁶⁴² BGH NJW 2008, S. 76 (77) (ComROAD IV) mit Verweis auf BGHZ 160, 134 (144ff.) = NJW 2004, 2664 (Infomatec I).

⁶⁴³ Begründung RegE KapMuG, BT-Drucks. 15/5091, S. 13, 36 ff.

⁶⁴⁴ Reuschle, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz - KapMuG, Einführung, Texte, Materialien, 2006, S. 47

In der sich anschließenden Periode von vier Monaten können weitere Kläger in identisch gelagerten Fällen durch entsprechende Anträge ein Musterverfahren in Gang setzen. Vorausgesetzt es finden sich binnen vier Monaten mindestens neun weitere gleichgerichtete Musterfeststellungsanträge, hat das Prozessgericht, das den zeitlich ersten Musterfeststellungsantrag zugelassen hat, gemäß § 4 Abs. 1 KapMuG den Musterfeststellungsstreit durch unanfechtbaren Beschluss dem OLG zum Musterentscheid vorzulegen.⁶⁴⁵ Durch Erlass des Vorlagebeschlusses entsteht eine Sperrwirkung für sämtliche Parallelverfahren vor anderen Prozessgerichten. Das OLG bestimmt zunächst von Amts wegen nach den Vorgaben in § 8 Abs. 2 KapMuG einen Musterkläger. Das ist üblicherweise derjenige Kläger mit dem höchsten Einzelanspruch, es können sich aber auch mehrere Kläger auf einen Musterkläger verständigen.⁶⁴⁶ Der Musterkläger führt den Prozess, die anderen Parallelkläger werden beigeladen. Das OLG erlässt schließlich nach mündlicher Verhandlung den Musterentscheid.⁶⁴⁷ Dieser bindet gemäß § 16 Abs. 1 S. 1 KapMuG die Prozessgerichte in den Parallelprozessen, soweit er für deren Entscheidung erheblich ist.

Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz ist durchaus wohlwollend aufgenommen worden, gleichzeitig aber auch nicht ohne Kritik geblieben.⁶⁴⁸ Positiv im Sinne des Anlegerschutzes ist die kostenrechtliche Privilegierung des Musterklägers, der für das erstinstanzliche Musterverfahren vor dem OLG keine Auslagenvorschüsse für Sachverständigengutachten oder sonstige Beweiserhebungsmaßnahmen zahlen muss.⁶⁴⁹ Letzteres gilt im Sinne der prozessualen Waffengleichheit ebenso für den Musterbeklagten. Ob das KapMuG aber tatsächlich zu einer effizienten und beschleunigten Abarbeitung der Verfahren geführt hat, darf bezweifelt werden.⁶⁵⁰ In Anbetracht der Vielzahl der Verfahren und deren Komplexität war das ursprüngliche Ziel nicht zu erreichen.⁶⁵¹ Dennoch stellt es insgesamt eine Verbesserung der prozessualen Durchsetzungsmöglichkeiten für Anleger dar. Gerade deswegen ist damit zu rechnen, dass das KapMuG nach Ablauf der Fünfjahresfrist Eingang in die ZPO finden wird.⁶⁵²

⁶⁴⁵ Schneider, BB 2005 S. 2249 (2252).

⁶⁴⁶ Hess, ZIP 2005 S. 1713 (1715).

⁶⁴⁷ Zu den prozessualen Voraussetzungen im Einzelnen siehe Schneider, BB 2005 S. 2249.

⁶⁴⁸ Erttmann/Keul, WM 2007, S. 482ff.; Duve/Pfützner, BB 2005, S. 673ff..

⁶⁴⁹ Schneider, BB 2005 S. 2249 (2255).

⁶⁵⁰ Duve/Pfützner, BB 2005, S. 673 (679).

⁶⁵¹ Erttmann/Keul, WM 2007, S. 482 (485).

⁶⁵² Hess, ZIP 2005 S. 1713 (1719).

III. Auskunftsansprüche gegenüber der BaFin

1. Verwaltungsrechtlicher Auskunftsanspruch

Verfahrensbeteiligte im Sinne des § 13 Abs. 1 VwVfG können Einsicht in die das Verfahren betreffenden Akten nehmen, soweit deren Kenntnis zur Geltendmachung oder Verteidigung ihrer rechtlichen Interessen erforderlich ist.⁶⁵³ Die Verpflichtung besteht nach § 29 Abs. 2 VwVfG aber wiederum nicht, wenn durch Akteneinsicht die ordnungsgemäße Erfüllung der Aufgaben der Behörde beeinträchtigt wird, das Bekanntwerden des Akteninhalts das Wohl von Bund oder Land gefährden könnte oder soweit die Vorgänge nach einem Gesetz oder ihrem Wesen nach, namentlich wegen der berechtigten Interessen der Beteiligten oder dritter Personen, geheim gehalten werden müssen. Gerade Letzteres schließt den Kreis zu § 8 Abs. 1 WpHG, da sich die Verschwiegenheitspflicht zwangsläufig auf Vorgänge bezieht, die nach dem Wertpapierhandelsgesetz geheim gehalten werden müssen. Allerdings soll sich die Behörde nicht auf die Verschwiegenheitspflicht berufen dürfen, wenn die Akten lediglich Informationen über den Beteiligten enthalten.⁶⁵⁴

Geschädigte Anleger dürften in den meisten Fällen keine Beteiligte im Sinne des § 13 VwVfG sein, da zwischen ihnen und der Behörde kein Verfahrensrechtsverhältnis besteht. Ein Auskunft begehrender Anleger müsste selbst eine formale Stellung in dem Verwaltungsverfahren inne haben. Entweder weil er selbst den Antrag auf Eröffnung des Verfahrens gestellt hat oder selbst Adressat eines Verwaltungsaktes ist.⁶⁵⁵ Beides ist bei einem geschädigten Investor nicht der Fall. Ermittlungen der BaFin bedürfen keines Antrages⁶⁵⁶ und Adressat eines Verwaltungsaktes ist bestenfalls das Unternehmen, gegen das sich die Untersuchung gerichtet hat. Ein Anleger ist im Regelfall vielmehr ein Außenstehender als ein Beteiligter.

2. Strafprozessualer Auskunftsanspruch

Als Verletzter im Sinne der Strafprozessordnung kann ein Anleger durch einen Anwalt Einsicht in Akten nehmen, die dem Gericht vorliegen oder im Fall der Klageerhebung dem Gericht vorzulegen wären.⁶⁵⁷ Gemäß § 46 Abs. 3 S. 4, 2. HS. OWiG findet die Vorschrift auch im Rahmen von Bußgeldverfahren An-

⁶⁵³ § 29 Abs. 1 S. 1 VwVfG.

⁶⁵⁴ Möllers, KölnKomm WpHG § 8 Rn. 46.

⁶⁵⁵ Gerstner-Heck/ Bader/Ronellenfitsch, BeckOK VwVfG, § 13 Rn. 1.

⁶⁵⁶ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 4 Rn. 41.

⁶⁵⁷ § 406e Abs. 1 StPO.

wendung. Die Verschwiegenheitspflicht nach § 8 WpHG tritt hinter einem stattgegebenen Antrag des Staatsanwaltes, des Richters oder der Behörde zurück; es ist aber eine sorgfältige Abwägung zwischen dem Informationsinteresse des Dritten und dem Geheimhaltungsinteresse des Betroffenen vorzunehmen.⁶⁵⁸ Die Verletzteneigenschaft ergibt sich aus dem Funktionszusammenhang und orientiert sich am Verletztenbegriff des Klageerzwingungsverfahrens, wenn der Verletzte durch die Tat unmittelbar in seinen Rechten oder rechtlich anerkannten Interessen betroffen ist.⁶⁵⁹ Die Verletzteneigenschaft setzt somit eine Einbeziehung des Einsichtnehmenden in den Schutzbereich der Straf- oder Ordnungswidrigkeitsnorm voraus.

Für ein berechtigtes Interesse nach § 407e StPO genügt es, dass der Verletzte mit Hilfe der in den Akten enthaltenen Informationen eigene zivilrechtliche Ansprüche gegen den vom Ermittlungsverfahren Betroffenen geltend machen will.⁶⁶⁰ Jedoch ist dem Verletzten bzw. seinem Anwalt die Einsicht in die Akten zu versagen, wenn überwiegende schutzwürdige Interessen des Beschuldigten oder anderer Personen dem berechtigten Interesse entgegenstehen, § 406e Abs. 2 StPO. Ein solcher Versagungsgrund ist gegeben, wenn das Interesse des Beschuldigten/Betroffenen oder des Dritten an der Geheimhaltung größer ist, als das Interesse des Verletzten an der Offenlegung.⁶⁶¹ Schutzwürdig sind etwa die Wahrung des Steuergeheimnisses⁶⁶² oder Erkenntnisse zu internen familiären Verhältnissen, dem Intimbereich, zur Gesundheit und Psyche.⁶⁶³

Opfern von marktmissbräuchlichem Verhalten hilft § 406e StPO bei Auskunftsersuchen gegenüber der BaFin nur bedingt. Da ein berechtigtes Interesse insbesondere dann vorliegt, wenn mittels Akteneinsicht das Bestehen und der Umfang von zivilrechtlichen Ansprüchen geprüft wird,⁶⁶⁴ muss die Existenz einer Schadensersatzgrundlage wenigstens naheliegen. Sowohl das Insiderhandelsverbot als auch das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation dienen nicht dem Schutz Einzelner sondern der Allgemeinheit.⁶⁶⁵ Soweit jedoch ein

⁶⁵⁸ Möllers, KölnKomm WpHG § 8 Rn. 50.

⁶⁵⁹ OLG Celle, NStZ 1988, S. 568; OLG Düsseldorf, NStZ 1995, S. 49; Pfeiffer, StPO § 172 Rn. 3; Meyer-Goßner, StPO § 172 Rn. 9ff.

⁶⁶⁰ RegE zum OpferschutzG BT-Drucks. 10/5305, S. 8; LG Berlin, Beschluss v. 20.05.2008, Az. 514 AR 1/07, WM 2008, S. 1470 (1472); Meyer-Goßner, StPO § 406 e Rn. 3; Rotter in: Möllers/Rotter, Adhoc-Publizität, 2003, § 18 Rn. 23.

⁶⁶¹ Weiner in Graf/Volk: BeckOK StPO § 406e Rn. 3.

⁶⁶² LG München, wistra 2006, S. 240.

⁶⁶³ Löwe/Rosenberg/Hilger StPO § 406e Rn. 9.

⁶⁶⁴ Darüber hinaus kann die Akteneinsicht auch der Prüfung dienen, ob eine Beschwerde eingelegt oder ein Klageerzwingungsantrag gestellt werden soll, BVerfG NJW 2007, S. 1052.

⁶⁶⁵ Siehe oben S. 53.

Schadensersatzanspruch in Ausnahmefällen möglich ist, hat der Anleger auch einen Anspruch auf Auskunft. Das LG Berlin⁶⁶⁶ hat einem Kläger ein Akteneinsichtsrecht gegenüber der BaFin zugestanden, der das Opfer einer Kursmanipulation geworden war. Das Gericht sah diesbezüglich Chancen für einen Schadensersatzanspruch aus § 826 BGB.⁶⁶⁷ Der Geschädigte war somit Verletzter im Sinne der Strafprozessordnung und konnte sich auf sein Auskunftsrecht nach § 406e Abs. 1 StPO berufen.⁶⁶⁸

Geringere Anforderungen an das Recht auf Akteneinsicht stellt § 475 Abs. 1 StPO. Jedoch ist ein schutzwürdiges Interesse des Betroffenen an der Versagung der Einsichtnahme früher anzunehmen als bei § 406e StPO.⁶⁶⁹ Zu den schutzwürdigen Interessen des Betroffenen zählen sämtliche Geheimhaltungsinteressen, z.B. der Schutz der Privatsphäre oder die Wahrung von Geschäfts- und Betriebsgeheimnissen, wobei dem Geheimhaltungsinteresse besondere Bedeutung zukommt, solange dem Beschuldigten die Tat noch nicht nachgewiesen ist.⁶⁷⁰ Vor allem dem Reputationsinteresse von Organmitgliedern börsennotierter Unternehmen, von Wertpapieremittenten selbst und Finanzintermediären soll dabei Rechnung getragen werden.⁶⁷¹ Faktisch ist in so engen Grenzen ein Auskunftsrecht geschädigter Anleger nicht möglich. Auch wenn hier die Voraussetzung, die an die Person des Auskunftersuchenden gestellt werden, geringer sind, lässt sich ein schutzwürdiges Interesse des Betroffenen jederzeit konstruieren; insbesondere dort, wo sich Emittenten auf Geheimhaltungsinteressen oder eine Beschädigung ihres Ansehens berufen könnten, ist für eine solches „Jedermanns-Recht“ auf Akteneinsicht nach § 475 StPO kein Platz.

3. Auskunftsanspruch nach § 1 IFG

Seit dem Inkrafttreten des Informationsfreiheitsgesetzes im Jahr 2006 hat jedermann gegenüber Bundesbehörden einen Anspruch auf Zugang zu amtlichen Informationen.⁶⁷² Keine Ausnahme gilt grundsätzlich für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die als Bundesbehörde vollumfänglich unter die Anwendbarkeit von § 1 Abs. 1 IFG fällt.⁶⁷³ Einen Anspruch auf Information hat

⁶⁶⁶ LG Berlin, Beschluss v. 20.05.2008, Az. 514 AR 1/07.

⁶⁶⁷ LG Berlin, Beschluss v. 20.05.2008, Az. 514 AR 1/07, WM 2008, S. 1470 (1472 ff.).

⁶⁶⁸ Möllers, KölnKomm WpHG § 8 Rn. 53.

⁶⁶⁹ Möllers, KölnKomm WpHG § 8 Rn. 58.

⁶⁷⁰ Möllers aaO.

⁶⁷¹ Dreyling in Assmann/Schneider, WpHG, § 8 Rn. 22.

⁶⁷² § 1 Abs. 1 S. 1 IFG.

⁶⁷³ Rossi, IFG, § 1 Rn. 47.

jede natürliche wie juristische Person aus dem In- oder Ausland.⁶⁷⁴ Der Anspruch ist an keinerlei Voraussetzungen gebunden und kann durch formlosen Antrag geltend gemacht werden.⁶⁷⁵ Die Betroffenheit des Antragstellers in subjektiv-öffentlichen Rechten ist für den Informationsanspruch nicht relevant.⁶⁷⁶ In welcher Form die Information gespeichert ist, ist ebenfalls unerheblich. Umfasst sind alle Informationen, die in elektronischer, optischer oder akustischer Form vorgehalten werden.⁶⁷⁷ Auf den Urheber der Information kommt es nicht an. Auch wenn die Informationen ihren Ursprung außerhalb der Behörde haben, werden sie Bestandteil der amtlichen Information des Bundes, wenn sie dem Bund dauerhaft zugehen.⁶⁷⁸ Zudem besteht weder ein Erforderlichkeitsvorbehalt noch eine andere Verhältnismäßigkeitsschranke; es ist lediglich notwendig, dass der Anspruchsteller die begehrten Informationen in bestimmbarer Form bezeichnet.⁶⁷⁹ Gemäß § 7 Abs. 5 IFG ist die Information dem Antragsteller unverzüglich zugänglich zu machen; der Zugang der Informationen sollte im Regelfall innerhalb einer Monatsfrist erfolgen.

In der jüngeren Vergangenheit hat es in Deutschland Bestrebungen gegeben, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und die Bundesbank aus dem Anwendungsbereich des Informationsfreiheitsgesetzes herauszunehmen.⁶⁸⁰ Auf Initiative Bayerns hin hatte sich der Bundesrat für eine Beschränkung des Auskunftsanspruchs ausgesprochen und angeregt, § 3 IFG dahingehend zu ergänzen, dass *„gegenüber Behörden und sonstigen öffentlichen Stellen wie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank, soweit diese auf Grund von besonderen Gesetzen Aufgaben der Finanz-, Wertpapier- und Versicherungsaufsicht wahrnehmen oder zur Wahrung der Integrität und Stabilität der Finanzmärkte tätig werden,“* kein Anspruch auf Informationszugang besteht.⁶⁸¹ Zur Begründung heißt es, dass die Einsichtnahme der Wahrung des Bankgeheimnisses sowie der Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse zuwiderlaufe. Darüber hinaus stünde der mit der Akteneinsichtnahme verfolgte Zweck, Material für Schadensersatzklagen aus den Aufsichtsakten der betroffenen Finanzdienstleistungsunternehmen zu erhalten, im Widerspruch zu der Tatsache,

⁶⁷⁴ Kugelmann, NJW 2005, S. 3609 (3610).

⁶⁷⁵ Kloepfer/v. Lewinski, DVBl 2005, S. 1277 (1279).

⁶⁷⁶ Schmitz/Jastrow, NVwZ 2005, S. 984 (986).

⁶⁷⁷ Schmitz/Jastrow, NVwZ 2005, S. 984 (988).

⁶⁷⁸ Schmitz/Jastrow aaO.

⁶⁷⁹ Möllers/Wenninger, ZHR 170 (2006) S. 455 (462).

⁶⁸⁰ FTD vom 06.02.2009.

⁶⁸¹ Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Zahlungsdienstleistungsgesetzes, BR-Drucks 827/08 vom 19.12.2008, S.3.

dass die Aufsicht nur im öffentlichen Interesse stattfindet und daraus keine Ansprüche abgeleitet werden können, die bestimmten privaten Interessen dienen.⁶⁸²

Die Gesetzesinitiative des Bundesrates ist Ausdruck der immer noch weit verbreiteten Skepsis gegenüber dem Informationsfreiheitsgesetz. Denn ein so unbeschränktes Informationsrecht ist ein radikaler Bruch mit der Verwaltungspraxis der BaFin. Bis dahin konnte sich die Behörde gegenüber Auskunftersuchen von Dritten auf die im Wertpapierhandelsgesetz statuierte Verschwiegenheitspflicht berufen und musste nur ausnahmsweise unter den engen Voraussetzungen des Verwaltungs- oder Strafprozessrechts Informationen herausgeben.⁶⁸³ Nun verhält es sich umgekehrt: Nicht mehr die Geheimhaltung der Informationen ist der Regelfall, sondern die Zugänglichkeit dieser Informationen.⁶⁸⁴

Das VG Frankfurt hat diesen Grundsatz 2008 in zwei Entscheidungen umgesetzt. In beiden Fällen verurteilte das Gericht die BaFin fast vollumfänglich zur Herausgabe der begehrten Informationen. Das Argument der BaFin, sie müsse bestimmte Informationen zurückhalten, um weiterhin auf die freiwillige Kooperationsbereitschaft der Unternehmen bauen zu können, ließ das Gericht nicht zählen. Die BaFin hätte sehr wohl den Anspruch auf Informationszugang verwehren können. Das VG Frankfurt verweist selbst auf die Möglichkeit des Ausschlusses nach § 3 Nr. 7 IFG, bemängelt aber, dass die BaFin es versäumt hat, substantiiert darzulegen, welche Akteninhalte aus welchen Gründen zwingend nicht hätten freigegeben werden dürfen.⁶⁸⁵ Ein Verweis der Behörde auf nicht von vornherein auszuschließende abstrakt gegebene nachteilige Auswirkungen auf ihre Kontroll- und Aufsichtsaufgaben reicht nicht aus, um dem Anspruchsteller den beantragten Informationszugang zu verwehren.⁶⁸⁶ Darüber hinaus können Ansprüche nach dem IFG auf Auskunftserteilung bzw. Akteneinsicht dadurch beschränkt werden, dass das Unternehmen sensible Informationen durch seine Rechtsanwälte übermitteln lässt.⁶⁸⁷ Das VG Frankfurt geht in beiden Entscheidungen davon aus, dass ein Anspruch auf Informationszugang gemäß § 3 Nr. 4 IFG ausscheidet, wenn die betroffene Information einem Berufsgeheimnis unterliegt. Das ist dann der Fall, wenn die begehrte Information der Verschwiegenheitspflicht der Rechtsanwälte nach § 43a Abs. 2 BRAO unter-

⁶⁸² BR-Drucks 827/08 vom 19.12.2008, S. 4.

⁶⁸³ Siehe oben S. 135ff.

⁶⁸⁴ Kloepfer/v. Lewinski, DVBl 2005, S. 1277 (1279).

⁶⁸⁵ VG Frankfurt, NVwZ 2008, S. 1384 (1386).

⁶⁸⁶ VG Frankfurt, NVwZ 2008, S. 1384 (1386).

⁶⁸⁷ Wilsing/Paul, BB 2009, S. 114 (116).

fällt.⁶⁸⁸ Letztlich obliegt es allein der BaFin festzustellen, ob eine Information unter das Berufsgeheimnis fällt und somit die Herausgabe verweigert werden kann; jedoch ist davon auszugehen, dass bis zu einer gerichtlichen Klärung der Frage entsprechend gekennzeichnete Aktenbestandteile als § 3 Nr. 4 IFG unterfallend eingeordnet werden und der begehrte Informationszugang verweigert wird.⁶⁸⁹

Nicht zuletzt wegen der vorstehend genannten Möglichkeiten, vertrauliche Informationen zumindest bis zu einer gerichtlichen Klärung dem Auskunftersuchenden vorzuenthalten, ist die Kritik an dem voraussetzungslosen Informationszugang mittels des Informationsfreiheitsgesetzes nicht berechtigt. Folgerichtig hat auch die Gesetzesinitiative des Bundesrates keine Mehrheit bei der Anhörung im Bundestag finden können.⁶⁹⁰ Der Vorwurf, das Informationsfreiheitsgesetz hätte gläserne BaFin-Akten geschaffen oder sei gar ein verfassungswidriger Systembruch zu staatlichen Finanz- und Wirtschaftsaufsichten, geht ins Leere, da §§ 3 bis 6 IFG ausreichend Schutz vertraulicher Informationen gewährleisten. Es liegt aber letztlich an der BaFin selbst, durch eine entsprechende interne Klassifizierung im Rahmen des IFG, Daten der Unternehmen vom Zugriff geschädigter Anleger zu schützen.

⁶⁸⁸ Rossi, IFG, § 3 Rn. 51; Kloepfer/von Lewinski, DVBl. 2005, S. 1277 (1284); Kugelmann, NJW 2005, S. 3609 (3611).

⁶⁸⁹ Wilsing/Paul, BB 2009, S. 114 (116).

⁶⁹⁰ Tolkmitt/Schomerus, NVwZ 2009, S. 568.

4. Kapitel: Überwachung und Sanktionierung durch die SEC

Die *Securities and Exchange Commission* wurde 1934 als Reaktion auf den *Great Crash* und die darauf folgende Weltwirtschaftskrise Ende der 20er-Jahre gegründet. Die SEC ist eine Bundesbehörde, die Grundlage ihrer Existenz findet sich demzufolge auch in *section 4(a) Securities Exchange Act* von 1934, der ebenso wie der *Securities Act* von 1933 ein Bundesgesetz ist. Beide Gesetze entstanden damals neben den bis dahin wenig effektiven Wertpapiergesetzen der Einzelstaaten, denen für den Wertpapierhandel auf ihrem Gebiet die Gesetzgebungskompetenz zusteht.⁶⁹¹ Die Begründung einer parallelen Bundeszuständigkeit wurde durch eine großzügige Auslegung der *commerce clause*,⁶⁹² die den Außenhandel und den zwischenstaatlichen Handel betrifft, erreicht. Nach der mittlerweile gängigen Rechtsprechung fallen im Übrigen nahezu alle Wertpapiertransaktionen unter die Bundesgesetze und begründen eine entsprechende Zuständigkeit der *Securities and Exchange Commission*.⁶⁹³ Die Ziele, die die Kommission mit ihrer Arbeit verfolgt, sind 1993 erstmals durch das Inkrafttreten des *Government Performance and Result Act* ausführlich definiert worden.⁶⁹⁴ Im Vordergrund ihrer Arbeit steht der Anlegerschutz, darüber hinaus hat sie die Fairness und Effizienz der Wertpapiermärkte zu gewährleisten und dort die Kapitalbildung zu fördern.⁶⁹⁵

A. Organisation und Kompetenzen der Securities and Exchange Commission

I. Organisation

Der Hauptsitz der SEC befindet sich in Washington D.C. Daneben existieren in elf weiteren Städten regionale Geschäftsstellen.⁶⁹⁶ Die Kommission besteht insgesamt aus fünf Mitgliedern; der Präsident der Vereinigten Staaten ernennt die Mitglieder mit der Zustimmung des Senates für einen Zeitraum von fünf Jahren und bestimmt darüber hinaus auch den Vorsitzenden der Kommission.⁶⁹⁷ Um die Unabhängigkeit der Kommission zu gewährleisten, dürfen von den Kommis-

⁶⁹¹ Ratner, *Securities Regulation*, S. 8.

⁶⁹² Article 1, section 8, Clause 3 US Constitution.

⁶⁹³ Altendorfer, *Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht*, S. 6; Ratner, *Securities Regulation*, S. 8.

⁶⁹⁴ Kiefer, *Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung*, S. 37.

⁶⁹⁵ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (15.4.2009); ausführlich: Wilder, *The Securities and Exchange Commission*, S. xxxviii ff; Kiefer, *Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung*, S. 37 ff.

⁶⁹⁶ New York, Boston, Atlanta, Chicago, Fort Worth, Denver, Los Angeles, Philadelphia, Miami, Salt Lake City und San Francisco.

⁶⁹⁷ Loss/Seligman, *Securities Regulation*, S. 289 ff.

sionsmitgliedern nur drei derselben politischen Partei angehören.⁶⁹⁸ Die Kommission untersteht ausschließlich dem Kongress und dessen Untersuchungsinstanz dem *General Accounting Office*. Dem Kongress hat die Kommission alljährlich einen Bericht über ihre Aufsichtstätigkeit zu übermitteln.

Die Kommissionsmitglieder treffen sich mehrmals im Monat. Gegenstand dieser Zusammenkünfte sind Angelegenheiten, die der Kommission durch ihre Mitarbeiter vorgelegt wurden. Dazu zählen insbesondere die Interpretation neuer Bundesgesetze, die Ergänzung bereits bestehender und die Vorschläge für neue Verordnungen, sowie die eigentliche Durchsetzung des Kapitalmarktrechts.⁶⁹⁹ Die Beschlüsse der Kommission können in Form von Verordnungen ergehen. Sie sind aber überwiegend nur Weisungen, disziplinaire oder zivilrechtliche Verfahren einzuleiten bzw. strafrechtliche Verfahren bei den zuständigen Verfolgungsbehörden anzuregen.⁷⁰⁰

Soweit der Untersuchungszweck nicht gefährdet wird, sind die Sitzungen der Kommission grundsätzlich öffentlich. Der Kommission untersteht zur Unterstützung ihrer Arbeit ein großer Stab an Mitarbeitern, der sich aus Juristen, Wirtschaftsprüfern, Technikern und Finanzanalysten zusammensetzt. Diese Mitarbeiter sind in den vier Abteilungen *Corporation Finance*, *Market Regulation*, *Investment Management* und *Enforcement* sowie in sechzehn Dienststellen organisiert.

1. **Division of Corporation Finance**

Die *Division of Corporation Finance* überwacht die Einhaltung der sich aus den bundesstaatlichen Gesetzen ergebenden Publizitätsbestimmungen. Sie überprüft insbesondere die Informationen über Emittenten und Wertpapiere, die im Zuge von Neuemissionen aufgrund des *Securities Act* von 1933 veröffentlicht und vorab der Kommission mitgeteilt werden müssen.⁷⁰¹ Zudem kontrolliert die *Division* die nach dem *Securities Exchange Act* von 1934 periodisch bekannt zu machenden Berichte sowie sonstige Unterlagen, die von Emittenten, Direktoren, leitenden Angestellten und Aktionären einzureichen sind.⁷⁰² Dazu zählen etwa Mitteilungen an die Aktionäre hinsichtlich ihres Stimmrechts auf den Hauptversammlungen oder Informationen über sich ändernde Unternehmensbeteiligungen.

⁶⁹⁸ Sec. 4 (a) SEA.

⁶⁹⁹ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁷⁰⁰ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 20.

⁷⁰¹ Vgl. Sec. 7 und Sec. 10 SA.

⁷⁰² Sec. 13 SEA.

Darüber hinaus soll die *Division of Corporation Finance* den Emittenten von Wertpapieren beratend und als Ansprechpartner zur Seite stehen.⁷⁰³ So obliegt ihr neben der ständigen Verbesserung der geltenden Publizitätsbestimmungen auch die Interpretation der geltenden Vorschriften. Außerdem werden in enger Zusammenarbeit mit der Dienststelle für Rechnungslegung die Regeln und Voraussetzungen für die Rechnungslegung der Emittenten erarbeitet.⁷⁰⁴ Schließlich ist die *Division* auch berechtigt, so genannte *no-action letters* heraus zu geben. Solche Dokumente sind Garantieerklärungen der *Division* an Emittenten, keine repressiven Maßnahmen einzuleiten, wenn ein Unternehmen neue und unerprobte Methoden beim Wertpapiervertrieb beschreiten will. Soweit dadurch aus Sicht der *Division* nicht offensichtlich gegen geltendes Recht verstoßen wird, dürfen *no-action letters* an die Emittenten verschickt werden.⁷⁰⁵

2. Division of Market Regulation

Die *Division of Market Regulation* überwacht den amerikanischen Sekundärmarkt für Wertpapiere. Sie beaufsichtigt vornehmlich die *Self-Regulatory Organizations* (SROs), wie die Börsen oder die *National Association of Securities Dealers* (NASD).⁷⁰⁶ Daneben kontrolliert sie aber auch die Marktteilnehmer selbst und den eigentlichen Handel mit Wertpapieren. Sie ist berechtigt, Wertpapierhändler zu überprüfen und insbesondere deren auf eigene Rechnung getätigte Geschäfte zu untersuchen.⁷⁰⁷

Die *Division of Market Regulation* ist zudem für die obligatorische Registrierung der am Markt beteiligten Institutionen zuständig. Der *Securities Exchange Act* von 1934 enthält diesbezüglich detaillierte Regelungen: Sowohl die Börsen als auch die *Self-Regulatory Organizations* und die Wertpapierhändler sind verpflichtet, sich bei der SEC vor Aufnahme ihrer Tätigkeit registrieren zu lassen.⁷⁰⁸

Zur Verbindung der US-amerikanischen Wertpapiermärkte entwickelt die *Division* ferner das so genannte *National Market System*. Hierbei handelt es sich um ein Handelssystem, bei dem die unterschiedlichen Preise für Aktien und Anleihen an den diversen Börsen gleichzeitig angezeigt werden können.⁷⁰⁹ Schließ-

⁷⁰³ Kiefer, Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung, S. 33.

⁷⁰⁴ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 21.

⁷⁰⁵ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁷⁰⁶ Loss/Seligman, Securities Regulation, S. 307.

⁷⁰⁷ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 21.

⁷⁰⁸ Vgl. Sec. 6, Sec. 15 und Sec. 15A SEA.

⁷⁰⁹ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S.22.

lich kann auch die *Division of Market Regulation no-action letters* für die in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Personen und Sachverhalte versenden.⁷¹⁰

3. Division of Investment Management

Die Überwachung der Investmentgesellschaften nach dem *Investment Company Act* von 1940 ist die Hauptaufgabe der *Division of Investment Management*.⁷¹¹ Darüber hinaus kontrolliert sie auch die so genannten *Investment Adviser*.⁷¹² Da sowohl die Fondsgesellschaften und deren angebotene Produkte als auch die Finanzberater bei der SEC registriert sein müssen, fällt die Registrierung ebenfalls in den Zuständigkeitsbereich der *Division of Investment Management*.⁷¹³ Neben den üblichen Serviceleistungen wie der Auslegung und Interpretation von Gesetzen und Verordnungen sowie der Versendung von *no-action letters* kontrolliert die Abteilung auch insbesondere die Bonität und Solvenz von Investmentgesellschaften und Finanzberatern und überprüft deren Geschäfts- und Werbepraktiken.⁷¹⁴ Weiterhin werden die der *Division* vorzulegenden Informationen von ihr ebenso veröffentlicht wie anhängige Verfahren der SEC gegen Investmentgesellschaften oder Finanzberater. Schließlich arbeitet die *Division of Investment Management* ständig an der Entwicklung neuer Verordnungen bzw. an der Erweiterung der bestehenden Regelungen, um eine fortwährende Anpassung der Vorschriften an die sich verändernden Umstände zu gewährleisten.⁷¹⁵

4. Division of Enforcement

Die *Division of Enforcement* gilt gemeinhin als die „Polizei der Wallstreet“.⁷¹⁶ Sie untersucht im Verdachtsfall etwaige Verstöße gegen die bundesstaatlichen Wertpapiergesetze. Gegründet wurde die *Division* im Jahr 1972, um die verschiedenen Untersuchungen, mit denen bis dato jede Abteilung für sich selbst betraut war, in eine Hand zu legen.⁷¹⁷

Die Untersuchung der Kommission unterteilt sich üblicherweise in zwei Abschnitte. Zunächst beginnt sie informelle Ermittlungen, die bei Erhärtung des

⁷¹⁰ <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction.shtml> (15.4.2009).

⁷¹¹ Loss/Seligman, Securities Regulation, S. 306.

⁷¹² Der Investment Adviser ist dabei nicht mit dem deutschen Kundenberater eines Kreditinstitutes zu vergleichen sondern stellt als eine Art Finanzberater vielmehr einen eigenständigen Berufszweig dar, vgl. Sec. 2 (a) (11) Investment Advisers Act von 1940.

⁷¹³ Sec. 8, Sec. 24 Investment Company Act von 1940, Sec. 3 Investment Adviser Act von 1940.

⁷¹⁴ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 22.

⁷¹⁵ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁷¹⁶ Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Securities Regulation, S. 100.

⁷¹⁷ <http://www.sec.gov/divisions/enforce/about.htm> (15.4.2009).

Verdachts durch die so genannte *Formal Order of Investigation* in eine formale Untersuchung überleitet werden.⁷¹⁸ Im Rahmen der formalen Untersuchung stehen den Mitarbeitern der *Division* dann weitgehende Befugnisse wie die Vorladung von Zeugen oder die Beschlagnahme von Unterlagen zur Verfügung.⁷¹⁹

Hat sich nach Auffassung der *Division of Enforcement* der Verdacht eines Verstoßes bestätigt, empfiehlt sie der Kommission, ein Gerichtsverfahren gegen den Betroffenen einzuleiten. Je nach angestrebter Sanktion handelt es sich hierbei um Zivil- oder Verwaltungsverfahren, wobei Letzteres zwar von der SEC, jedoch vor einem unabhängigen Beamten durchgeführt wird. Da die SEC ohnehin keine Strafverfahren einleiten kann, gibt die *Division* diesbezüglich auch keine Empfehlungen ab. Allerdings arbeitet die Abteilung eng mit den Strafverfolgungsbehörden zusammen, indem sie die gewonnenen Erkenntnisse uneingeschränkt an die Staatsanwaltschaften weiterleitet.⁷²⁰

5. Offices

Die *Securities and Exchange Commission* verfügt über insgesamt 17 weitere Dienststellen, die allesamt für Spezialbereiche wie Personal, Finanzen oder Wirtschaftsanalysen zuständig sind.⁷²¹ Drei dieser 17 Büros sind für die Arbeit der Kommission von besonderer Bedeutung: Das *Office of Administrative Law Judges* führt auf Antrag der *Division of Enforcement* das Verwaltungsverfahren gegen die beschuldigten Personen durch. Bei den Mitarbeitern der Dienststelle handelt es sich entgegen der nahe liegenden Übersetzung nicht um Richter nach deutschem Verständnis, sondern um Beamte, die allerdings in ihren Entscheidungen gegenüber der Kommission unabhängig sind. Die von den Beamten durchgeführten Anhörungen sind demzufolge auch keine Gerichtsverfahren, sondern entsprechen lediglich in ihrem Ablauf den Verfahren vor den Bundesgerichten.⁷²²

Das *Office of the General Counsel* ist die eigentliche Rechtsabteilung der SEC. Ihm steht der oberste Jurist der Behörde vor. Die Dienststelle führt im Namen der SEC die Gerichtsprozesse und vertritt die Kommission in allen rechtlichen Angelegenheiten und Disziplinarverfahren. Insbesondere in Fällen, in denen die Entscheidungen der *Administrative Law Judges* oder der SROs angefochten wurden, bereitet das *Office* die Entscheidungen der als Widerspruchsbehörde

⁷¹⁸ Ratner, *Securities Regulation*, S. 235.

⁷¹⁹ Wilder, *The Securities and Exchange Commission*, S. xviii.

⁷²⁰ Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, *Securities Regulation*, S. 1528 ff.

⁷²¹ Sämtliche Offices unter: <http://www.sec.gov/about/offices.shtml> (15.4.2009).

⁷²² Ratner, *Securities Regulation*, S. 237 ff.

fungierenden Kommission vor.⁷²³ Es steht zudem allen SEC-Stellen als juristischer Berater zur Verfügung.

Das *Office of the Chief Accountant* berät die Kommission in allen Angelegenheiten, die die Bilanzierung und Buchprüfungen betreffen. Zudem arbeitet das *Office* eng mit einschlägigen Gremien wie dem *Financial Accounting Standards Board* zusammen und nimmt so direkt Einfluss auf die Entwicklung der allgemein gültigen Rechnungslegungsstandards.⁷²⁴ Mit den zu Beginn des Jahrhunderts in den USA bekannt gewordenen Bilanzierungsskandalen und dem daraufhin erlassenen *Sarbanes-Oxley-Act* von 2002 ist der Aufgabenbereich der Dienststelle nochmals erweitert worden. Das *Office* ist nun zusätzlich mit der Durchsetzung der verschärften Bilanzierungs- und Berichterstattungsvorschriften betraut.⁷²⁵

II. Verordnungskompetenz

Zu den wesentlichen Quellen des amerikanischen Wertpapierrechts gehören die von der SEC erlassenen *rules*. Die von der Kommission durchzusetzenden Bundesgesetze ermächtigen die SEC, bestimmte Vorschriften mittels Verordnung näher auszugestalten. Diese Verordnungen sind Ausdruck übertragener legislativer Gewalt und stehen somit Gesetzen gleich.⁷²⁶ Der Begriff der *rules* geht allerdings noch weiter. Neben den genannten materiellen Regelungen erlässt die Kommission in Gestalt von *rules* auch Form- und Verfahrensvorschriften sowie Definitionen, in denen als Annex zum Bundesgesetz allgemein formulierte Begriffe konkret bestimmt werden.⁷²⁷ Mit Blick auf den Regelungsgegenstand sind die von der SEC erlassenen Vorschriften in verschiedene Kategorien zu unterteilen: materielle Vorschriften, Definitionsvorschriften und Form- bzw. Verfahrensvorschriften.⁷²⁸ Verschiedene *rules* mit einem sachlich deckungsgleichen Anwendungsbereich werden zu einer *regulation* zusammengefasst.⁷²⁹ Von Bedeutung für das anwendbare Verfahrensrecht ist jedoch die Unterscheidung zwischen materiell-rechtlichen Rechtssätzen mit Außenwirkung und internen Verwaltungsvorschriften und allgemeinen Zielbestimmungen. Letztere sind die

⁷²³ <http://www.sec.gov/about/offices/ogc.htm> (15.4.2009).

⁷²⁴ Kiefer, Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung, S. 35.

⁷²⁵ <http://www.sec.gov/about/offices/oca.htm> (15.4.2009).

⁷²⁶ Wilder, *The Securities and Exchange Commission*, S. xv.

⁷²⁷ Ratner, *Securities Regulation*, S. 15.

⁷²⁸ Loss/Seligman, *Securities Regulation*, S. 4996f.

⁷²⁹ Halfpap, Patrick: Normsetzungsbefugnisse von Kapitalmarktaufsichtsbehörden, 65 – 72 BKR 2009 S. 65 (69).

so genannten *interpretive rules* und entfalten keine Außenwirkung.⁷³⁰ Anders verhält es sich hingegen bei den *substantive rules*. Zum Erlass solcher Vorschriften mit Gesetzeskraft ist die SEC aufgrund bundesstaatlicher Gesetze ermächtigt.⁷³¹ Bei den Normsetzungskompetenzen der SEC ist zwischen der *specific rule making power* und der *general rule making power* zu unterscheiden. Die *specific rule making power* basiert auf konkreten Gesetzesgrundlagen, die die SEC zum Erlass spezieller Vorschriften ermächtigt. So ist die Behörde etwa befugt, die Vorschriften zur Kurs- und Marktpreismanipulation sowie zum Insiderhandel näher auszugestalten.⁷³² Die *general rulemaking power* gibt der SEC die Möglichkeit, Verordnungen zu erlassen, zu ändern und aufzuheben, soweit dies für die Durchsetzung von Gesetzen notwendig ist.⁷³³ Auf der Grundlage dieser allgemein gehaltenen Normsetzungsbefugnis erlässt die SEC regelmäßig Definitionen zur Klärung gesetzlicher Begriffe. Darüber hinaus werden so bestimmte Freistellungen oder *safe harbor rules* geschaffen.⁷³⁴

Das Verfahren zur Verabschiedung einer *rule* kann sich in bis zu drei Abschnitte gliedern.⁷³⁵ Üblicherweise beginnt es mit einem *rule proposal*, innerhalb dessen die SEC eine konkrete Verordnung veröffentlicht. Handelt es sich um besonders komplizierte Sachverhalte, die es zu regeln gilt, veröffentlicht die Kommission ihr Vorhaben bereits zu einem früheren Stadium im Wege eines so genannten *concept release*. Ziel ist es, auf diese Weise die betroffenen Kreise frühzeitig zu informieren und ggf. am Verfahren zu beteiligen. Erster Abschnitt ist in diesen Fällen die veröffentlichte Darstellung der Problematik, in der die *area of interest* (AOI), die Belange der Kommission und bereits eine mögliche Herangehensweise an das Problem geschildert werden. Darüber hinaus wendet sich die Behörde mit einer Reihe von Fragen an die Betroffenen, um deren Auffassung in der Sache zu erfahren. Soweit die Rückmeldungen sachdienlich sind, werden sie in die weiteren Erwägungen der Kommission aufgenommen.

Spätestens nachdem die öffentliche Meinung eingeholt und ggf. auch berücksichtigt wurde, erstellen die Mitarbeiter einen detaillierten Entwurf der Verordnung, der anschließend sämtlichen Kommissionsmitgliedern präsentiert wird. Anders als bei der vorausgehenden Veröffentlichung handelt es sich nunmehr

⁷³⁰ Halfpap aaO.

⁷³¹ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 23.

⁷³² Halfpap, BKR 2009 S. 65 (70).

⁷³³ Section 19 (a) SA: „to make, amend, and rescind such *rules* and regulations as may be necessary to carry out the provisions [...]“.

⁷³⁴ Halfpap aaO.

⁷³⁵ Zum Verfahren siehe auch <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (28.4.2009); Wilder, The Securities and Exchange Commission, S. xv f.

um eine konkrete Ausarbeitung der *rule*, in der bereits alle Maßnahmen zur Zielerreichung enthalten sind. Soweit die Kommission den Entwurf genehmigt, wird auch dieser zum Zweck der Einsicht- und Stellungnahme veröffentlicht (*rule proposal*).

Schließlich wird eine endgültige Fassung der Verordnung nochmals der Kommission zur Kontrolle vorgelegt. Erfolgt anschließend die Verabschiedung der *rule*, wird sie Bestandteil der Wertpapiergesetze. Handelt es sich jedoch um eine so genannte *major rule*, d.h. um eine Verordnung mit besonders weitreichenden finanziellen und juristischen Folgen, bedarf es zudem der Zustimmung des Kongresses, um Rechtskraft zu erlangen.⁷³⁶

Neben den Verordnungen verfasst die *Securities and Exchange Commission* auch so genannte *releases* und die bereits genannten *no-action letters*. Während es sich beim *no-action letter* quasi um eine Art Freibrief handelt, mit dessen Ausstellung dem Antragsteller gewährleistet wird, dass ein bestimmtes, noch nicht näher geregeltes Verhalten keine negativen Konsequenzen haben wird, gelten die von der SEC verfassten *releases* als „*informal law-making*“.⁷³⁷ Den Veröffentlichungen kommt zwar keine Gesetzeswirkung zu, sie verdeutlichen aber die Auffassung der Kommission in bestimmten Streitfragen, so dass Dritte gut beraten sind, die geäußerten Ansichten zu verinnerlichen.

III. Untersuchungskompetenz

Die SEC ist berechtigt und verpflichtet, Untersuchungen durchzuführen, wenn der Verdacht besteht, dass die bundesrechtlichen Wertpapiergesetze verletzt wurden. Zu diesem Zweck ist es der Behörde erlaubt, Zeugen vorzuladen, Eide abzunehmen, sowie die Vorlage von Geschäftsbüchern und anderen Aufzeichnungen überall in den Vereinigten Staaten zu erzwingen.⁷³⁸ Ist die Zuständigkeit der SEC zweifelhaft, gehen ihre Befugnisse immerhin soweit, dass durch eine Voruntersuchung zunächst geklärt wird, ob die verdächtige Person auch tatsächlich den einschlägigen Wertpapiergesetzen unterliegt.⁷³⁹ Andererseits können bestimmte Ermittlungsmaßnahmen durch die Gerichte auch untersagt werden, wenn offensichtlich ist, dass eine Untersuchung nur auf politischen Druck hin eingeleitet wurde.⁷⁴⁰

⁷³⁶ Congressional Review Act of 1996, 5 USC Chapter 8 Sec. 804(2).

⁷³⁷ Ratner, *Securities Regulation*, S. 15.

⁷³⁸ Sec. 21 SEA; Sec. 19(b), 20(a) SA.

⁷³⁹ SEC v. Wall St. Transcript, 422 F.2d 1371 (2d Cir.1970); SEC v. Brigadoon, 420 F.2d 1047 (2d Cir.1973).

⁷⁴⁰ SEC v. Wheeling-Pittsburgh, 648 F.2d 118 (3d Cir.1981).

Erfährt die SEC von möglichen Gesetzesverstößen, beginnt sie zunächst eine informelle Untersuchung, innerhalb derer sie zwar Zeugen vernehmen kann, ihr sonst aber keinerlei Zwangsmaßnahmen oder die Abnahme von Eiden zustehen.⁷⁴¹ Ergeben sich aus den informellen Ermittlungen weitere Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen die bundesrechtlichen Wertpapiergesetze, ersuchen die mit den Nachforschungen betrauten Mitarbeiter bei der Kommission um eine so genannte *formal order of investigation*. Der daraufhin erteilte Auftrag zur Aufnahme formeller Untersuchungen soll zunächst einmal die Reichweite der Untersuchung festlegen, was nicht zuletzt auch dem Schutz des Betroffenen dient.⁷⁴² Vor allem aber bedeutet die *formal order of investigation* eine erhebliche Ausweitung der Ermittlungsbefugnisse.⁷⁴³ Von diesem Zeitpunkt an ist die Behörde ermächtigt, Zeugen ggf. unter Zuhilfenahme von Gerichten zur Aussage zu zwingen, Vereidigungen durchzuführen oder die Vorlage von Unterlagen zu erwirken.⁷⁴⁴

IV. SEC-Untersuchungen auf internationaler Ebene

Die SEC sieht den Einfluss der US-amerikanischen Wertpapierbestimmungen nicht auf das eigene Territorium begrenzt. Für eine Anwendbarkeit des eigenen Rechts genügt es üblicherweise, dass amerikanische Interessen betroffen sind. Das ist nach Auffassung der Behörde bereits der Fall, wenn etwa US-Bürger an einer ausländischen Wertpapiertransaktion beteiligt sind.⁷⁴⁵ Bei einem derart exterritorial ausgeprägten Verständnis von der eigenen Zuständigkeit ist es nicht verwunderlich, dass die SEC zunehmend Mittel und Wege sucht (und findet!), das US-amerikanische Kapitalmarktrecht auch außerhalb der nationalen Grenzen durchzusetzen.

Zum einen geschieht dies durch die intensivierete Zusammenarbeit mit ausländischen Aufsichtsbehörden. Über mehrere multilaterale Absichtserklärungen (*memoranda of understanding*) hat die SEC bereits seit 1997 Vereinbarungen mit der BaFin über den Austausch von Informationen bei Ermittlungen zur Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften geschlossen.⁷⁴⁶ Darin verpflichten sich beide Aufsichtsbehörden im Rahmen der eigenen Gesetze zu einem weitestmöglichen Austausch von Informationen, die von der angefragten

⁷⁴¹ Kiefer, Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung, S. 83.

⁷⁴² Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 25.

⁷⁴³ Siehe dazu ausführlich unten S. 161ff.

⁷⁴⁴ Ratner, Securities Regulation, S. 235.

⁷⁴⁵ Aha, AG 2002, S. 313.

⁷⁴⁶ Das letzte MoU vom 26.4.2007 ist abrufbar unter www.bafin.de (29.4.2009)

Behörde über beaufsichtigte Unternehmen gesammelt wurden. Der SEC ist es aber auch gestattet, vor Ort in Deutschland Personen Besuche abzustatten, sofern die betroffene Gesellschaft ihren Sitz in den Vereinigten Staaten hat oder es sich um eine Gesellschaft handelt, die der Aufsicht in beiden Ländern untersteht. Entsprechendes gilt umgekehrt auch für die BaFin.

Weitaus effizienter als ein Amtshilfeersuchen ist für die SEC der Weg, Informationen von ausländischen Unternehmen durch die so genannten *internal investigations* zu erlangen. Dieses Verfahren, das vorgeblich auf einer rein freiwilligen Zusammenarbeit mit dem betroffenen Unternehmen basiert, hat die amerikanische Kapitalmarktaufsicht jüngst erfolgreich in Europa angewandt. Das belegen die aufgedeckten Gesetzesverstöße bei Siemens, UBS und Fiat S.p.A. Erfährt die SEC von Ermittlungen gegen ein in der Regel an der NYSE gelistetes Unternehmen in einem Drittland, fordert sie das Unternehmen auf, Informationen über etwaige, nicht näher spezifizierte Verstöße zu liefern; dazu zählt insbesondere die Anfertigung eines detaillierten Berichts⁷⁴⁷ und die umfassende Herausgabe von Unterlagen.⁷⁴⁸ Die Aufforderung an das Unternehmen gründet sich auf den erweiterten Befugnissen, mit denen die SEC durch den *Sarbanes-Oxley-Act* ausgestattet wurde sowie auf den *Foreign Corrupt Practices Act*.⁷⁴⁹ Dessen Anwendungsbereich erstreckt sich u.a. auf alle Gesellschaften, deren Wertpapiere in den Vereinigten Staaten von Amerika eingetragen sind oder die zur Einreichung regelmäßiger Berichte bei der SEC verpflichtet sind (Emittenten) sowie ausländische Personen und Gesellschaften, die Handlungen zur Förderung von Korruptionsszahlungen auf dem Hoheitsgebiet der Vereinigten Staaten von Amerika vornehmen.⁷⁵⁰

Die aus Sicht der SEC besondere Effizienz dieses Verfahrens ergibt sich aus der latenten Gefahr für das betroffene Unternehmen, Gegenstand einer formellen Untersuchung zu werden.⁷⁵¹ Am Ende einer solchen Untersuchung verhängt die SEC regelmäßig exorbitant hohe Geldstrafen, die ruinöse Folgen haben können und von den Unternehmen unbedingt vermieden werden wollen. Bei der Bemessung der Geldstrafen wirkt es sich strafmildernd aus, wenn sich das Unternehmen zur uneingeschränkten Zusammenarbeit mit den Ermittlungsbehörden verpflichtet und ggf. strafrechtlich relevante Verhaltensweisen selbst aufarbei-

⁷⁴⁷ von Rosen, BB 2009 S. 230.

⁷⁴⁸ Wybitul, BB 2009 S. 606 (607).

⁷⁴⁹ Wastl/Litzka/Pusch, NStZ 2009 S. 68f.

⁷⁵⁰ Wastl/Litzka/Pusch aaO.

⁷⁵¹ Senderowitz/Ugarte/Cortez, wistra 2009 S. 281 (283); näher zum formellen Verfahren siehe unten S. 161ff.

tet.⁷⁵² Allerdings macht die SEC dem betroffenen Unternehmen konkrete Vorgaben, wie sie sich die internen Ermittlungen beim betroffenen Unternehmen vorstellt.⁷⁵³ Das Unternehmen muss regelmäßig auf eigene Kosten eine externe Anwaltskanzlei mit der Aufklärung etwaiger Rechtsverstöße beauftragen. Entgegen vereinzelter Darstellungen handelt es sich bei den externen Anwälten nicht um einen verlängerten Arm der Ermittlungsbehörden,⁷⁵⁴ sondern ausschließlich um Interessenvertreter des Unternehmens.⁷⁵⁵ Aufforderungen der Ermittler, die Kanzlei von ihrem Schweigerecht zu entbinden, muss das Unternehmen daher nicht zwingend nachkommen. Eine Weigerung darf seit der Änderung der Richtlinien des US-Justizministeriums für strafrechtliche Ermittlungen gegen Unternehmen vom 28.8.2008 nicht mehr als mangelnde Kooperation bewertet werden.⁷⁵⁶

Die Schweigepflicht, der Schutz anwaltlicher Dokumente durch die *Work-Product-Doctrine*, sowie das höhere Vertrauen der SEC in externe Anwälte gegenüber den *Inhouse*-Juristen des betroffenen Unternehmens sind nicht von der Hand zu weisende Vorteile, die sich aus der Mandatierung der externen Kanzlei ergeben.⁷⁵⁷ Demgegenüber stehen die immensen Kosten, die durch die internen Ermittlungen entstehen und die Gefahr, dass rechtsstaatliche Grundsätze in Deutschland umgangen werden. Die Anfrage der SEC ist üblicherweise nicht auf die Aufklärung eines bestimmten Vorwurfs oder Sachverhalts gerichtet, sondern darauf, umfassend zu ermitteln, ob auch weitere bisher noch nicht entdeckte Verstöße geschehen sein könnten.⁷⁵⁸ In der Konsequenz ist das Unternehmen gezwungen, gegen sich selbst zu ermitteln, will es nicht Gefahr laufen, dass seine mangelnde Kooperationsbereitschaft erheblich strafscharfend bewertet wird.

Solche Ermittlungen gegen sich selbst stehen im Widerspruch zum Grundsatz des Verbots des Selbstbelastungszwangs. Gelangen die Erkenntnisse schließlich nach Deutschland, wird das *Nemo-tenetur*-Prinzip umgangen, wenn deutsche Strafverfolgungsbehörden sie ihrerseits verwenden. Insbesondere den Mitarbeitern des betroffenen Unternehmens können strafrechtliche Konsequenzen drohen, selbst wenn ihnen von amerikanischer Seite Straffreiheit zugesichert wurde.

⁷⁵² Wastl/Litzka/Pusch, NStZ 2009 S. 69.

⁷⁵³ von Rosen, BB 2009 S. 230.

⁷⁵⁴ Wastl/Litzka/Pusch, NStZ 2009 S. 69; von Rosen, BB 2009 S. 230.

⁷⁵⁵ Wytibul, BB 2009 S. 606 (607).

⁷⁵⁶ Wytibul aaO.

⁷⁵⁷ Senderowitz/Ugarte/Cortez, wistra 2009 S. 281 (283).

⁷⁵⁸ Wastl/Litzka/Pusch, NStZ 2009 S. 69.

Teilweise wird daher vertreten, dass die Ergebnisse aus den internen Ermittlungen in Deutschland wegen des Verstoßes gegen die Selbstbelastungsfreiheit einem Beweisverwertungsverbot unterliegen sollen.⁷⁵⁹

V. Verfahren und Sanktionen

Im Anschluss an die von der *Division of Enforcement* geführte Untersuchung ist zu überlegen, ob der ermittelte Sachverhalt die Einleitung eines Verfahrens rechtfertigt. Die Klagen, die die Kommission einreichen kann, sind entweder solche vor dem behördeninternen Verwaltungsrichter oder Zivilklagen vor den Bundesgerichten. Welche Klage die Kommission wählt, richtet sich nach der Schwere und Art des Fehlverhaltens, sowie danach, welche Sanktion bzw. welche Form der Abhilfe angestrebt wird.⁷⁶⁰ Nicht ausgeschlossen ist, beide Verfahren parallel zu führen. In strafprozessualer Hinsicht hat die SEC dagegen keine Kompetenzen. Sie leitet lediglich die gewonnenen Erkenntnisse an die Justizbehörden weiter und empfiehlt ggf. die Einleitung eines Strafverfahrens.⁷⁶¹

1. Verwaltungsverfahren (Administrative procedure)

Das Verwaltungsverfahren der *Securities and Exchange Commission* findet vor einem *administrative law judge* statt. Wie bereits dargestellt handelt es sich entgegen des verwendeten Begriffs nicht um einen Richter, sondern lediglich um einen unabhängigen Beamten, der als Spruchkörper auftritt. Kläger ist die *Division of Enforcement*.⁷⁶² Beklagter kann dagegen nur sein, wer als natürliche Personen oder Unternehmen entweder selbst bei der Kommission registriert ist oder einen engen Bezug zu einem registrierten Wertpapier aufweist.⁷⁶³ Eine Ausnahme für diese Beschränkung besteht jedoch bei den so genannten *cease and desist orders*. Hier klagt die Behörde im Falle einer erfolgten oder drohenden Rechtsverletzung auf Wiederherstellung des rechtmäßigen Zustandes bzw. auf Unterlassung. Beklagter dieses Verfahrens kann seit 1990 jedermann sein, unabhängig von einer Registrierung bei der SEC.⁷⁶⁴

Neben Berufsbeschränkungen bis hin zum Berufsverbot kann die *Division of Enforcement* beantragen, Registrierungen rückgängig zu machen oder auf den Verfall erlangter Gewinne klagen. Auch eine Verurteilung zu einem empfindli-

⁷⁵⁹ Wastl/Litzka/Pusch, NStZ 2009 S. 71.

⁷⁶⁰ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁷⁶¹ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 29.

⁷⁶² <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁷⁶³ Ratner, Securities Regulation, S. 237.

⁷⁶⁴ Sec. 21C(a) SEA.

chen Bußgeld ist inzwischen möglich. Ebenfalls kann gegen die Mitglieder der SROs ein Verwaltungsverfahren eingeleitet werden. Obwohl die Verbände ihre Mitglieder typischerweise selbst maßregeln, können diese auch von der *Division* verklagt werden, wenn der Verband den Wertpapiergesetzen bzw. seinen eigenen Regeln zuwiderhandelt und deren Einhaltung durch seine Mitglieder nicht sicherstellt.⁷⁶⁵

Das Verfahren entspricht dem des Zivilprozesses. D.h. im Vorfeld der Hauptverhandlung findet auch das *pretrial discovery* statt, in dessen Verlauf beide Parteien sämtliche irgendwie relevanten Umstände spätestens auf Nachfrage der Gegenseite vortragen müssen.⁷⁶⁶ In der sich anschließenden Anhörung werden sodann die vorgelegten Beweise sowohl der Behörde als auch des Beklagten gesichtet. Neben der Vorlage von Augenscheinsbeweisen können Zeugen aussagen und ins Kreuzverhör genommen werden. Der *administrative law judge* kann zudem Zeugen vereidigen und deren Erscheinen sowie deren Aussage erzwingen.⁷⁶⁷ Im Anschluss an die Anhörung ergeht eine vorläufige Entscheidung, die den Tatbestand, Rechtsausführungen sowie Erläuterungen zur Strafe enthält.⁷⁶⁸ Gegen die vorläufige Entscheidung können sowohl die *Division of Enforcement* als auch der Beklagte Beschwerde bei der Kommission einlegen. Zwar ist die Kommission grundsätzlich nicht verpflichtet, die getroffene Entscheidung zu überprüfen, die eigenen verwaltungsinternen Bestimmungen sehen jedoch obligatorisch eine Überprüfung vor, wenn ein entsprechender Antrag von einer der Parteien gestellt wurde.⁷⁶⁹ Die Kommission ist berechtigt, die Entscheidung in jede Richtung abzuändern, sie kann die verhängte Sanktion also auch verschärfen.

2. Zivilrechtliche Verfahren

Die bundesrechtlichen Wertpapiergesetze räumen der *Securities and Exchange Commission* Prozessführungsbefugnis in Zivilverfahren ein.⁷⁷⁰ Die Kommission bedient sich dabei insbesondere der so genannten *injunctive actions*. Bei der *injunction* handelt es sich um eine strafbewehrte richterliche Verfügung an den Beklagten, eine bestimmte Handlung vorzunehmen oder zu unterlassen. Üblicherweise richtet sich die Anordnung darauf, dass bestimmte Verstöße aus der

⁷⁶⁵ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 30.

⁷⁶⁶ Schurtman/Walter, Der amerikanische Zivilprozeß, S. 56 ff.; Schack, Einführung in das US-amerikanische Zivilprozessrecht, S. 45 ff.

⁷⁶⁷ 17 CFR Sec. 200.14.

⁷⁶⁸ Kiefer, Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung, S. 89.

⁷⁶⁹ Rule 410 Commission Rules of Practice; Ratner Securities Regulation, S. 239.

⁷⁷⁰ Sec. 20(b) SA, Sec. 21(d) SEA, Sec. 42(d) Investment Company Act, Sec. 209(d) Investment Adviser Act.

Vergangenheit zukünftig unterbleiben. Daneben kann die richterliche Verfügung aber auch die Rückführung illegal erwirtschafteter Gewinne vorsehen⁷⁷¹ oder bei akuter Misswirtschaft die Einsetzung eines Zwangsverwalters im betroffenen Unternehmen aufgeben.⁷⁷² Ferner besteht die Möglichkeit, auf diesem Weg auf Rechnungslegung zu klagen oder durch die Anordnung Konten und Depots sperren zu lassen.⁷⁷³ Mit dem 1990 in Kraft getretenen *Penny Stock Reform Act* sind die Kompetenzen der Gerichte noch einmal erweitert worden. Seither können im Zuge der *injunctions* auch Geldstrafen in Höhe von bis zu 500.000 Dollar verhängt werden.

Der wesentliche Unterschied zum Verwaltungsverfahren besteht darin, dass Beklagter nunmehr jedermann sein kann, unabhängig von einer Registrierung bei der SEC. So können die Anträge der Kommission eben auch auf die Suspendierung von Angestellten oder Vorständen von Wertpapieremittenten abzielen, die nicht unmittelbar der Aufsicht der Behörde unterliegen.⁷⁷⁴ Anders als im Verfahren unter privaten Parteien prüft das Gericht keinen Verfügungsgrund im Sinne eines drohenden und nicht wieder gutzumachenden Schadens.⁷⁷⁵ Die SEC kann ohnehin nur dann den Erlass einer Verfügung beantragen, wenn die Rechtsverletzung bereits stattgefunden hat, wobei die Bewertung des Sachverhalts auf der Basis vergangener Verstöße zunehmend vorsichtiger zu erfolgen hat.⁷⁷⁶ Dem Antrag auf Erlass einer Verfügung geben die Gerichte nur noch statt, wenn mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit davon auszugehen ist, dass sich die Zuwiderhandlungen in Zukunft fortsetzen werden oder wenn der Beklagte schlicht eine Bedrohung für die Öffentlichkeit darstellt.⁷⁷⁷

Der Erlass einer Verfügung hat neben der Strafandrohung im Fall des Verstoßes noch weitere Konsequenzen. So bleiben dem Beklagten bestimmte Ausnahmen und Erleichterungen im Registrierungsverfahren ebenso versagt wie die Zugehörigkeit in einer registrierten Investment-Gesellschaft.⁷⁷⁸ Vor allem aber besteht für den Beklagten wegen des Eintritts materieller Rechtskraft keine Möglichkeit, im Wege einer sich anschließenden Schadensersatzklage gegen die Verfügung vorzugehen.⁷⁷⁹ Dem Einwand, der Beklagte wird durch den ihm vorenthaltenen

⁷⁷¹ SEC v. Texas Gulf Sulphur, 446 F.2d 1301 (2d Cir.1971).

⁷⁷² SEC v. Fifth Avenue Coach Lines, 289 F.Supp. 3 (S.D.N.Y. 1968).

⁷⁷³ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 32.

⁷⁷⁴ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁷⁷⁵ Ratner, Securities Regulation, S. 242.

⁷⁷⁶ SEC v. Commonwealth, 574 F.2d 90 (2d Cir.1978).

⁷⁷⁷ SEC v. Caterinicchia, 613 F.2d 102 (5th Cir.1980).

⁷⁷⁸ Rule 258, 505 under the 1933 Act; Sec. 9(a)(2) Investment Company Act.

⁷⁷⁹ Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Securities Regulation, S. 1540.

Geschworenenprozess in seinen Grundrechten verletzt, ist der *Supreme Court* nicht gefolgt.⁷⁸⁰

3. Strafverfahren

Die strafrechtliche Verfolgung von Verstößen gegen die bundesrechtlichen Wertpapiergesetze hat seit den Skandalen um unerlaubten Insiderhandel in den 80er-Jahren in den USA zunehmend an Bedeutung gewonnen. Dem kommt entgegen, dass die Strafvorschriften des *Securities Act* von 1933 und des *Securities Exchange Act* von 1934 äußerst weit gefasst sind. Anders als in Deutschland stellen die Normen kein konkretes Verhalten unter Strafe, sondern erklären jeden Verstoß gegen das Wertpapierrecht zu einer Straftat, wenn er denn vorsätzlich begangen wurde.⁷⁸¹

Die Strafverfolgung obliegt allein den Bundesstaatsanwälten. Auch auf die Entscheidung der Staatsanwaltschaften, ob überhaupt ein Strafverfahren einzuleiten ist, hat die SEC keinen Einfluss mehr. Ihr obliegt es lediglich, die vorhandenen Beweise, die den Verdacht einer Rechtsverletzung begründen, an die Strafverfolgungsbehörden weiterzuleiten.⁷⁸² Zwar können die Staatsanwaltschaften auch selbst von einem Verstoß Kenntnis erlangen, üblicherweise erfolgt die Anregung zur Strafverfolgung aber durch die *Division of Enforcement*.⁷⁸³ Die Mitteilung an die Staatsanwaltschaften kann hierbei ganz offiziell durch einen *formal criminal reference* ergehen, d.h. das Ersuchen um strafrechtliche Ermittlungen sowie die Übermittlung der gesammelten Beweise an das Justizministerium erfolgen nach einer Entscheidung der Kommissionsmitglieder. Regelmäßig geschieht der Hinweis an die Bundesstaatsanwaltschaft jedoch über den kleinen Dienstweg. Mitarbeiter der Abteilungen informieren die Staatsanwaltschaften über einen bestimmten Vorgang und empfehlen, diesbezüglich Akteneinsicht bei der Kommission zu beantragen.⁷⁸⁴ Dem folgenden Antrag kommt die SEC selbstverständlich nach.

Da sich die verschiedenen Verfahren nicht zwangsläufig ausschließen, ist den Rechtsanwältinnen der betroffenen Personen vor allem daran gelegen, ihre Mandanten vor strafrechtlichen Konsequenzen zu bewahren. Zu diesem Zweck einigte man sich in der Vergangenheit oft dahingehend, dass der Beschuldigte die Tat gestand und die im Zivil- oder Verwaltungsverfahren verhängte Sanktion

⁷⁸⁰ *Parklane v. Shore*, 439 U.S. 322 (1979).

⁷⁸¹ Vgl. Sec. 24 SA, 32(a) SEA.

⁷⁸² Sec. 21(d)(1) SEA, 15 U.S.C. § 77t(b).

⁷⁸³ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁷⁸⁴ *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Securities Regulation*, S. 1583.

sofort akzeptierte. Im Gegenzug verhinderte die Kommission eine strafrechtliche Verfolgung, indem sie die Weiterleitung an die Staatsanwaltschaften unterließ.⁷⁸⁵ Die SEC ist von derartigen Deals mittlerweile jedoch abgerückt. Das hat seine Ursache insbesondere darin, dass die Rechtsprechung unter bestimmten Umständen in den getroffenen Absprachen eine Bindungswirkung für die Staatsanwaltschaften annimmt, kein Ermittlungsverfahren einzuleiten.⁷⁸⁶ Strafverteidiger binden daher nunmehr verstärkt den Staatsanwalt in die Absprache mit ein und stimmen einem Deal mit der Kommission erst zu, wenn der Strafermittler das fehlende Interesse an einer Verfolgung signalisiert hat.

Ein weiteres Problem entsteht, wenn sich die Untersuchungen der Kommission und der Strafverfolgungsbehörden überschneiden. Hier besteht die Gefahr, dass Rechte des Beschuldigten, die ihm im Rahmen eines strafprozessualen *grand jury*-Verfahrens zustehen, durch einen parallel laufenden Zivilprozess ausgehöhlt werden.⁷⁸⁷

B. Die Untersuchung von Gesetzesverstößen

Festzuhalten ist zunächst, dass der amerikanische Gesetzgeber kein spezielles Verfahren gegen die unerlaubte Einflussnahme auf Wertpapierkurse oder –preise vorsieht, sondern vielmehr ein standardisiertes Verfahren an die ganz allgemeine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze knüpft. Die Kompetenzen, die sich der Ermittlungsbehörde im Rahmen eines solchen Verfahrens ergeben, gelten mithin grundsätzlich. Es liegt jedoch in der Natur der Sache, dass diese Form des Verstoßes sich von denen anderer Delikte unterscheidet und somit entsprechend unterschiedliche Anforderungen an die ermittelnden Behörden und deren Vorgehensweise stellen. Ähnlich wie hierzulande haben die eingeleiteten Ermittlungen ihren Ursprung in den Mitteilungen der Überwachungsstellen der Börsen oder einer anderen selbstregulierenden Vereinigung wie der NASD.

I. Das Marktmissbrauchsverbot nach US-amerikanischem Recht

1. Insiderhandel

Obwohl das Insiderrecht in den USA auf eine lange Tradition zurück blicken kann, existiert in den Vereinigten Staaten bis heute kein allgemein gesetzlicher Tatbestand des Insiderhandels. Der amerikanische Gesetzgeber hatte zwar mit

⁷⁸⁵ Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Securities Regulation, S. 1583.

⁷⁸⁶ United States v. Bloom, 450 F.Supp. 323 (E.D.Pa.1978).

⁷⁸⁷ Vgl. unten C. V.

den Gesetzen zum *New Deal* auf den Zusammenbruch des Wertpapiermarktes von 1929 reagieren wollen, aber weder im *Securities Act* von 1933 noch im *Securities Exchange Act* von 1934 Regelungen geschaffen, die in konkreter Form den Tatbestand des Insiderhandels erfassen. Die Entwicklung des Insidertatbestandes wurde stattdessen der Rechtsprechung überlassen, die schließlich über Jahrzehnte hinweg entsprechende Merkmale entwickelte.

Ausgangspunkt für die Gerichte war demzufolge auch nicht das neue bundesgesetzliche Wertpapierrecht, sondern die lediglich auf *section 10(b)* SEA beruhende *rule 10b-5*⁷⁸⁸ der *Securities and Exchange Commission* aus dem Dezember 1948.⁷⁸⁹ Die Verordnung enthält drei Tatbestandsalternativen, von denen sich die erste (a) ganz allgemein gegen jede Umsetzung eines in betrügerischer Absicht gefassten Planes richtet, ohne dass es dabei auf den Erfolgseintritt ankommt. Die Alternative (b) bezieht sich dagegen auf die Verbreitung unrichtiger oder irreführender Behauptungen, während Alternative (c) wiederum Handlungen untersagt, die die Wirkung eines Betrugers oder einer zweckgerichteten Täuschung haben. Welche dieser drei Alternativen den Tatbestand des Insiderhandels letztlich erfasst, hat die Rechtsprechung nie entschieden. Stattdessen wurde in einem Fall mit Präcedenzwirkung das festgestellte Verhalten des Beklagten unter alle drei Tatbestandsalternativen der *rule 10b-5* subsumiert.⁷⁹⁰

Ungeachtet dieser fehlenden Trennschärfe haben US-amerikanische Gerichte im Laufe der Jahre verschiedene Kriterien des Insiderhandels herausgearbeitet.⁷⁹¹ Im Ergebnis entstand die heute allgemein übliche Definition, nach der unerlaubter Insiderhandel dann gegeben ist, wenn Wertpapiere unter Ausnutzung nicht-öffentlicher, aber für die Preisbildung erheblicher Informationen gekauft oder verkauft werden.⁷⁹² Die Anforderungen jedoch, die dabei konkret an die Person des Insiders, die Kurserheblichkeit und die weiteren Voraussetzungen des Tat-

⁷⁸⁸ “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, to employ any device, scheme, or artifice to defraud, to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.”

⁷⁸⁹ Ratner, *Securities Regulation*, S. 143.

⁷⁹⁰ *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F.Supp. 808, 829 (D.C. Del. 1951).

⁷⁹¹ Zusammenfassend Nietzer, *DAJV* 1995, S. 1 (4 ff.).

⁷⁹² So etwa die sehr allgemein gehaltene Definition der SEC, <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#intro> (15.4.2009).

bestandes gestellt werden, sind Gegenstand einer Vielzahl von Einzelfallentscheidungen, denen teilweise heftige Diskussionen in der Literatur folgten.⁷⁹³

2. Kurs- und Marktpreismanipulation

Anders als beim Insiderhandel ist das Verbot von Kurs- und Marktpreismanipulationen in den einschlägigen US-Gesetzen konkret und teilweise sehr detailliert geregelt. Zu erwähnen sind jedoch zunächst die allgemeinen Betrugsvorschriften in *section 17(a) SA*, *section 10(b)* und *15(c)(1), (2) SEA*, mit denen auch gegen verschiedene Manipulationspraktiken vorgegangen werden kann. Dabei zeigt sich insbesondere in *section 17 SA* wieder das amerikanische Verständnis, unfaire Praktiken am Kapitalmarkt ganz allgemein als „*fraud*“, also als Betrug zu bezeichnen, und so die Anwendbarkeit der jeweiligen Normen zu erweitern. Demgegenüber enthält sowohl *section 10(b)*, als auch *section 15 SEA* ausdrücklich den Begriff „*manipulative*“. Der *Supreme Court* hat dazu ausgeführt, dass es sich hierbei um einen Kunstbegriff handle, mit dem der Gesetzgeber sämtliche Praktiken erfassen wollte, die geeignet sind, Wertpapierpreise zu beeinflussen.⁷⁹⁴

Trotzdem sind die vorstehenden Normen in ihrer Reichweite beschränkt bzw. regeln letztlich nur Spezialfälle. *Section 17(a) SA* untersagt zwar Betrügereien unabhängig davon, ob diese mit börsennotierten Wertpapieren oder Wertpapieren aus dem Freiverkehr (*over-the-counter market*) geschehen, bezieht sich dabei aber ausschließlich auf das Angebot oder den Verkauf von Wertpapieren.⁷⁹⁵

Nicht geregelt sind demnach die Fälle, in denen der Täter Wertpapiere erwirbt. *Section 15(c) SEA* erfasst dagegen sowohl den Verkauf als auch den Kauf von Wertpapieren, ist aber wiederum nur auf einen begrenzten Personenkreis anwendbar; das Verbot, sich betrügerischer Mittel beim Handel mit Wertpapieren zu bedienen, gilt hier nur für registrierte Händler und Makler.

Ganz konkret listet *section 9(a)(1) SEA* eine Reihe handelsgestützter Manipulationen auf. Verboten sind insbesondere *wash sales* und *matched orders*, soweit sie dem Zweck dienen, Handelsaktivitäten in den betreffenden Papieren vorzutäuschen. Weil damit aber nicht sämtliche handelsgestützten Manipulationen erfasst sind, verbietet *section 9(a)(2) SEA* im Anschluss generalklauselartig jede Transaktion, die entweder den Eindruck eines verstärkten Handels vermittelt

⁷⁹³ Siehe unten S. 178; ausführlich dazu Meller, Der Insidertatbestand, S. 60 ff.

⁷⁹⁴ *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 477 (1977); *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 199 (1976).

⁷⁹⁵ „...in the offer or sale of any securities...“

oder auf andere Weise in der Lage ist, Preise und Kurse zu drücken oder in die Höhe zu treiben. Darüber hinaus verbietet *section 9(a)(3)(4)(5) SEA* informationsgestützte Manipulationen, wie etwa durch die Äußerung fehlerhafter oder irreführender Sachverhalte.⁷⁹⁶ *Section 9(a)(6) SEA* räumt der Kommission schließlich eine Verordnungsbefugnis ein, durch die bestimmte Verstöße konkretisiert werden können.

Die Verordnungsbefugnis ist gerade im Hinblick auf den weiten Anwendungsbereich von *section 9(a)(2) SEA* dringend notwendig, da aufgrund des Wortlauts auch erforderliche Maßnahmen zur Kurspflege oder Kursstabilisierung uneingeschränkt von der Vorschrift erfasst werden. Die SEC hat dementsprechend reagiert und in Form von *rules* mehrere *safe-harbor*-Regelungen erlassen, die klarstellen, wann und in welchem Ausmaß beispielsweise Rückkäufe eigener Aktien zugelassen sind.⁷⁹⁷

Nach ihrem Wortlaut unterliegen die an sich sehr umfassenden Regelungen in *section 9 SEA* jedoch einer Beschränkung: Anders als die Marktmissbrauchsverbote im deutschen Wertpapierhandelsgesetz beziehen sie sich nur auf solche Verstöße, die Wertpapiere zum Gegenstand haben, die an einer der nationalen Börsen gelistet sind und demzufolge die Vorgaben hinsichtlich Registrierung und Berichterstattung nach dem *Securities Act* von 1933 erfüllen.⁷⁹⁸ Man ist sich allerdings mittlerweile einig, dass die Verbote des *section 9 SEA* über den Term „*manipulative device*“ in den Vorschriften des *section 10(b) SEA* und *section 15(c)(1) SEA* enthalten sind und somit auch auf Manipulationen im amerikanischen Freiverkehr Anwendung finden.⁷⁹⁹

Sollten schließlich dennoch Manipulationsformen auftreten, die nicht unter die vorstehenden Normen subsumiert werden können, bleibt immer noch die von der SEC erlassene *rule 10b-5*. Da die Verordnung den Wortlaut von *section 17(a) SA* übernimmt und zudem noch auf Wertpapierkäufe erweitert wurde, ist sie nahezu unbegrenzt auf sämtliche Manipulationstatbestände anwendbar.⁸⁰⁰

II. Informelle Ermittlungen

Die eigentliche Ermittlungstätigkeit der *Securities and Exchange Commission* beginnt damit, dass die *Division of Enforcement* Kenntnis von einem möglichen

⁷⁹⁶ Sec. 9(a)(4) SEA.

⁷⁹⁷ Regulation M, Rule 100 – 105.

⁷⁹⁸ Hazen, *The Law of Securities Regulation*, S. 609.

⁷⁹⁹ SEC v. Resch-Cassin & Co., Inc., 362 F.Supp. 964 (S.D.N.Y. 1973).

⁸⁰⁰ Watter, SZW 1990, S. 193 (203).

Verstoß gegen die einschlägigen Wertpapiergesetze oder Verordnungen erhält. Die Ausgangspunkte solcher Informationen sind vielfältig. Üblicherweise informieren Mitarbeiter der drei anderen Abteilungen ihre ermittelnden Kollegen, sofern sie im Rahmen ihrer Tätigkeit Kenntnis von möglichen Verstößen erlangen.⁸⁰¹ Darüber hinaus sind es aber auch immer wieder Beschwerden aus der Bevölkerung, die eine Untersuchung der Kommission einleiten. Entsprechende Hinweise erlangt die *Division of Enforcement* über das eigens eingerichtete *complaints center*, das die Beschwerden getäuschter oder geschädigter Anleger entgegennimmt.⁸⁰² Eine solche Beschwerde kann für den Anzeigenden unabhängig von eigenen Schadensersatzansprüchen lukrativ sein. Die Behörde hat eine Art Kopfgeld auf die Überführung von unerlaubt handelnden Insidern ausgelobt. Durch das *insider trading bounty program* können entsprechende Prämien aus verhängten Zivilstrafen an die Anzeigenden ausgezahlt werden, soweit deren Information zur Verurteilung beitragen.⁸⁰³ Zudem veröffentlicht die SEC, ob und mit welchem Ergebnis Ermittlungen stattgefunden haben. Nicht selten kommen daher Hinweise von den Rechtsanwälten geschädigter Anleger, die sich die Leistungsfähigkeit der SEC bei der Aufklärung der Sachverhalte für eigene Schadensersatzklagen zu Nutze machen wollen.⁸⁰⁴

Weitere Anhaltspunkte können sich aufgrund von Inspektionen bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen ergeben oder aus Mitteilungen der selbstregulierenden Organisationen wie der Börsen oder der NASD stammen. Letztlich kommt es dabei weniger auf einen formalen Prozess bei der Informationsbeschaffung an, als vielmehr auf die Tatsache, dass die Kommission überhaupt von einem möglichen Verstoß erfährt. Daher spielt es keine Rolle, ob der Beginn der Ermittlungen auf das Ergebnis einer behördeninternen Untersuchung oder auf die Lektüre der Tageszeitung zurückzuführen ist.⁸⁰⁵

Im Rahmen der vorbereitenden Untersuchung ist die Behörde berechtigt, Nachforschungen anzustellen und Erkundigungen einzuholen. Gleichwohl stehen den Mitarbeitern der Kommission dabei keinerlei Zwangsmaßnahmen zur Verfügung. Verdächtige werden zwar offiziell als *witnesses*, also als Zeugen geführt, ihre Vereidigung kann jedoch nicht erzwungen werden.⁸⁰⁶ Zudem besteht keine

⁸⁰¹ <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#org> (15.4.2009).

⁸⁰² <http://www.sec.gov/complaint.shtml> (15.4.2009).

⁸⁰³ Sec. 21A(e) SEA.

⁸⁰⁴ Kiefer, Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung, S. 82.

⁸⁰⁵ Vgl. 17 CFR 202.5: „...or otherwise.“

⁸⁰⁶ Ratner, Securities Regulation, 5. Ed., S. 235.

Verpflichtung, der Kommission Bücher oder andere Unterlagen vorzulegen.⁸⁰⁷ Die *Division of Enforcement* ist in diesem Stadium des Verfahrens deswegen auf die ausschließlich freiwillige Kooperation der Beteiligten angewiesen.

Es ist jedoch üblich, dass freiwillige Vernehmungen im Beisein eines gerichtlichen Protokollführers stattfinden und von diesem auch aufgezeichnet werden. Im Anschluss an die Aufzeichnung kann der Protokollant den Zeugen mit dessen Zustimmung vereidigen.⁸⁰⁸ Die Zustimmung wird der Zeuge notgedrungen geben müssen, will er nicht den Eindruck entstehen lassen, falsch ausgesagt zu haben. Ein solcher Verdacht würde womöglich nicht ohne Folgen bleiben, da in den USA bereits die uneidliche Falschaussage vor einer Behörde strafbar ist.⁸⁰⁹

Im Anschluss an die informellen Ermittlungen hat die *Division of Enforcement* verschiedene Möglichkeiten. Bereits in diesem Stadium können sich Verwaltungs- oder Zivilverfahren anschließen; auch kann eine offizielle Mitteilung an das Justizministerium erfolgen, soweit der Verdacht einer vorsätzlichen Verletzung der Wertpapiergesetze besteht.⁸¹⁰ Denkbar ist zudem, dass die Ermittlungen ohne weitere Konsequenzen eingestellt werden. Schließlich kann die *Division* die Kommission um die *formal order of investigation* ersuchen. Letzteres bietet sich an, wenn Zeugen die nötige Kooperation vermissen lassen, und/oder es bestimmter Zwangsmaßnahmen bedarf, um an wichtige Informationen zu gelangen. Allerdings kann auch trotz kooperativer Zeugen eine formelle Untersuchung notwendig sein. Mangelt es an der Kooperation Dritter, die über entscheidendes Wissen oder Dokumente verfügen, müssen auch in diesen Fällen formelle Ermittlungen aufgenommen werden, um Zwangsmaßnahmen einleiten zu können.⁸¹¹

III. Formelle Ermittlungen

1. Allgemeines

Ein offizielles Ermittlungsverfahren leitet die SEC ein, indem die Kommission dem Antrag der *Division of Enforcement* auf Erteilung einer *formal order of investigation* stattgibt. Diese Untersuchungsverfügung bezweckt zwei Dinge: Einerseits legt sie den Umfang der Ermittlungen fest und grenzt zum Schutz des Betroffenen die Reichweite der Untersuchung ein, zum anderen erweitert sie die

⁸⁰⁷ Altendorfer, Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht, S. 25.

⁸⁰⁸ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. , S. 53 (56f.).

⁸⁰⁹ 18 U.S.C. 1001.

⁸¹⁰ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 57 (1997).

⁸¹¹ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 57 (1997).

Kompetenzen der ermittelnden Beamten, die von nun an berechtigt sind, Zwangsmaßnahmen zur Klärung des Sachverhalts anzuwenden. Mit dem Erlass der *formal order of investigation* können Zeugen vorgeladen, zur Aussage gezwungen und vereidigt werden.⁸¹² Ebenso sind die Beteiligten verpflichtet, sämtliche untersuchungsrelevanten Unterlagen vorzulegen.⁸¹³

Gleichzeitig erweitert das Regelwerk des SEC aber auch die Rechte derjenigen Personen, die der Behörde in Form von Aussagen oder Aufzeichnungen Auskunft erteilen müssen. Bemerkenswerterweise werden die Adressaten solcher Maßnahmen in den *rules relating to investigations* allesamt als *witnesses* bezeichnet.⁸¹⁴ Eine Einteilung in Zeugen auf der einen Seite und Beschuldigte oder Betroffene auf der anderen Seite findet auch nach Erlass der Untersuchungsverfügung nicht statt. Diesen „Zeugen“ ist es grundsätzlich gestattet, Einsicht in die *formal order of investigation* zu nehmen. Auf Antrag kann die SEC auch die Ausgabe von Abschriften der Verfügung genehmigen, wenn dadurch weder die Privatsphäre Dritter noch der Fortgang der Ermittlungen gestört wird.⁸¹⁵ Entsprechendes gilt bei Vernehmungen, die im Zuge der formellen Untersuchung obligatorisch in Anwesenheit eines Protokollführers des Gerichts stattfinden. Auch hier werden den Zeugen Abschriften des Protokolls auf Antrag ausgehändigt, es sei denn, dass gewichtige Gründe dagegen sprechen würden.⁸¹⁶ Der Zeuge darf sich darüber hinaus während der gesamten Untersuchung von einem Anwalt begleiten lassen.⁸¹⁷ Bei Kontaktaufnahme mit dem Zeugen wendet sich die Kommission dann ausschließlich an den Rechtsanwalt. Ist der Behörde dagegen nicht bekannt, ob der Zeuge anwaltlich vertreten wird, belehrt sie ihn in ihren Anschreiben ausdrücklich über dieses Recht.⁸¹⁸

Neben ihrem Titel, der aus dem Namen und dem Aktenzeichen des Vorgangs besteht, enthält die Untersuchungsverfügung drei weitere Abschnitte. Im Abschnitt *Public Official Files* befinden sich die Angaben über die beteiligten und namentlich erwähnten Personen, die von der Kommission im Rahmen ihrer obligatorischen Veröffentlichungen der Allgemeinheit zugänglich gemacht werden.⁸¹⁹

⁸¹² Ratner, *Securities Regulation*, 5. Ed., S. 235.

⁸¹³ Altendorfer aaO.

⁸¹⁴ 17 C.F.R. 203.7 “Rights of Witnesses”.

⁸¹⁵ 17 C.F.R. 203.7(a).

⁸¹⁶ 17 C.F.R. 203.6.

⁸¹⁷ 17 C.F.R. 203.7(b).

⁸¹⁸ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 60 (1997).

⁸¹⁹ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 59 (1997).

Der *Staff Report* ist eine Darstellung des Sachverhalts, wie er sich aus Sicht der Behörde zugetragen hat. Regelmäßig steht außer Frage, dass der im *Staff Report* beschriebene Tatbestand, wenn er sich tatsächlich so zugetragen hat, eine Verletzung der einschlägigen Wertpapiergesetze bedeutet. Es ist jedoch durchaus möglich, dass innerhalb eines unstreitigen Sachverhalts lediglich Unklarheit über die Rechtmäßigkeit eines bestimmten Verhaltens herrscht. Weil die *formal order of investigation* aber auch Ermittlungen darüber ermöglichen soll, ob durchweg geklärte Sachverhalte den Tatbestand eines Verbotsgesetzes erfüllen oder nicht, enthält der *Staff Report* in diesen Fällen eine überwiegend unbestrittene Schilderung eines konkreten Verhaltens, das aus Sicht der Kommission einen Verstoß gegen geltendes Recht darstellt.⁸²⁰ Die endgültige Entscheidung darüber, ob eine Gesetzesverletzung vorliegt oder nicht, obliegt aber letztlich den Gerichten in einem sich anschließenden Prozess.⁸²¹ Unterlagen, die im Zuge einer Vorladung beansprucht werden, brauchen an dieser Stelle noch nicht angeführt werden, da andernfalls die Vertraulichkeit über den weiteren Verlauf der Untersuchung nicht gewährleistet werden kann.⁸²²

Zu Beginn des Abschnitts *Purpose and Order* erfolgt erneut eine Darstellung der konkreten Gesetzesverstöße, die dem Beschuldigten vorgeworfen werden, um so noch einmal die Notwendigkeit des eingeleiteten formellen Ermittlungsverfahrens aufzuzeigen. Im weiteren Verlauf dieses Abschnitts bestimmt die Kommission, welche ihrer Mitarbeiter als *Officers* im Sinne des Gesetzes anzusehen sind. Da das amerikanische Wertpapierrecht dem Wortlaut nach bestimmte Maßnahmen nur den *Officers* gestattet,⁸²³ andererseits aber klar ist, dass damit nicht ausschließlich die leitenden Angestellten gemeint sind, ist es notwendig festzulegen, welche Mitarbeiter mit der formellen Untersuchung beauftragt werden und über die dementsprechenden Kompetenzen verfügen sollen.⁸²⁴

2. Die Durchsetzung von Zwangsmaßnahmen

a) Allgemeines

Mit Beginn der formellen Ermittlungen ist die SEC berechtigt, durch Vorladung die Anwesenheit von Zeugen und deren Aussage zu erzwingen sowie die Vorla-

⁸²⁰ McLucas/Hamill/Shea/Dubow, 45 Bus. Law. 627, 633 (1990).

⁸²¹ SEC v. Wall Street Transcript Corp., 422 F.2d 1371, 1373; SEC v. Savage, 513 F.2d 188.

⁸²² McLucas/Hamill/Shea/Dubow, 45 Bus. Law. 627, 633 (1990).

⁸²³ Section 19(b) SA; section 21(b) SEA; section 209(b) Investment Advisers Act; section 42(b) Investment Company Act.

⁸²⁴ McLucas/Hamill/Shea/Dubow, 45 Bus. Law. aaO.

ge sämtlicher untersuchungsrelevanter Unterlagen zu verlangen.⁸²⁵ Obwohl die vorsätzliche Missachtung einer Vorladung durchaus als Straftat bewertet wird, ist sie kein vollstreckbarer Titel wie beispielsweise der Verwaltungsakt in Deutschland. Weigert sich eine Partei, der Vorladung nachzukommen, muss der Leiter der *Division of Enforcement* stellvertretend für die SEC einen Antrag auf Durchsetzung der Vorladung bei einem Bundesbezirksgericht stellen.⁸²⁶ Allein das Gericht ist in diesen Fällen zuständig für das Durchsetzungsverfahren.⁸²⁷ Der Antrag auf Durchsetzung der Vorladung ist bei demjenigen Gericht zu stellen, dessen Bezirk einen nachvollziehbaren Bezug zu den Ermittlungen hat. Insbesondere der Bezirk, in dem die Ermittlungen geführt werden oder in dem die vorgeladene (juristische) Person gegründet wurde oder ihren Wohn- bzw. Geschäftssitz hat, kommt für den Antrag in Frage.⁸²⁸ Das eigentliche Verfahren findet schließlich in dem Bezirk statt, in dem die juristische Person gegründet wurde oder in dem die natürliche Person ihren Wohnsitz hat.⁸²⁹

Weigert sich die vorgeladene Person dennoch auszusagen bzw. bestimmte Unterlagen vorzulegen, obwohl eine entsprechende Verfügung durch das Gericht ergangen ist, können daraufhin Zwangsmaßnahmen durch die Kommission eingeleitet werden. Sowohl der *Securities Exchange Act* als auch der *Investment Company Act* und der *Advisers Act* sehen eine Geldstrafe von bis zu 1000 \$ und/oder eine Gefängnisstrafe von bis zu einem Jahr vor, wenn sich die betroffene Person weigert, einer Vorladung Folge zu leisten, die innerhalb einer rechtmäßigen Untersuchung ergangen ist.⁸³⁰

Unabhängig von den juristischen Konsequenzen, die ein solches Durchsetzungsverfahren für die vorgeladene Person hat, entstehen ihr womöglich noch weitere Nachteile. Der Antrag auf das gerichtliche Durchsetzungsverfahren macht die bis dahin nicht-öffentlichen Ermittlungen der Kommission erst publik. Bestimmte Fakten und Details, mit denen die Behörde ihren Antrag begründen muss, werden auf diesem Weg zwangsläufig veröffentlicht und schaden unter Umständen bereits so dem Ansehen der vorgeladenen Person.⁸³¹

⁸²⁵ Sec. 21(b) SEA, 15 U.S.C. 78u(b).

⁸²⁶ Rule 30-4 of the Rules Delegation of authority to Director of Division of Enforcement, 17 C.F.R. § 200.30-4(a)(10).

⁸²⁷ Sec. 22(a) SA, 15 U.S.C. § 77v(a); Sec. 21(c), 15 U.S.C. § 78u(c).

⁸²⁸ 15 U.S.C. § 77v (a).

⁸²⁹ 15 U.S.C. § 77v (a).

⁸³⁰ 15 U.S.C. § 77v(a); § 78u(c); § 80a-41(c); § 80b-9(c).

⁸³¹ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 96 (1997).

b) Antragserwiderung und Durchsetzung im Schnellverfahren

Das per Antrag eingeleitete Durchsetzungsverfahren hat den Zweck, eine gerichtliche Verfügung zu erwirken, die den Betroffenen dazu zwingt, der SEC-Vorladung Folge zu leisten. Diesem Verfahren kann bei Gericht Vorzug vor allen anderen Angelegenheiten eingeräumt werden, um so Verzögerungen vorzubeugen, die wiederum dazu führen könnten, dass Verjährungsfristen ablaufen oder Informationen an Aktualität verlieren.⁸³²

Aufgrund der Notwendigkeit einer schnellen Entscheidung wird das von der Kommission beantragte Durchsetzungsverfahren von Natur aus als eine Art abgekürztes Verfahren betrachtet.⁸³³ Zudem erlaubt das amerikanische Zivilprozessrecht ein solches verkürztes Verfahren, wenn es um die Durchsetzung behördlicher Anordnungen geht.⁸³⁴ Der Vorteil besteht darin, dass es keines langwierigen *discovery*-Verfahrens bedarf. Beruft sich der Betroffene allerdings auf die Unrechtmäßigkeit des Prozesses, kann eine Anhörung oder ein beschränktes Beweisermittlungsverfahren zugelassen werden.⁸³⁵ Sind für das Gericht jedoch keine Anhaltspunkte für einen Mangel an Rechtmäßigkeit ersichtlich, werden entgegenstehende Behauptungen des Betroffenen mit dem Ziel, umfangreiche Beweisermittlungen zu erwirken, ignoriert.⁸³⁶

c) Anforderungen

Bei seiner Entscheidungsfindung prüft das Gericht zunächst, ob die Kommission befugt war, im vorliegenden Fall eine Vorladung derartigen Umfangs zu erlassen. Darüber hinaus haben die Richter sicherzustellen, dass das Durchsetzungsverfahren weder durch die Behörde noch von dritter Seite missbraucht wird.⁸³⁷ Die Kommission muss darlegen, dass sie bezüglich der Ermittlungen im Rahmen ihrer Kompetenzen handelt; die per Vorladung begehrten Auskünfte müssen zudem ausreichend bestimmt und wenigstens ansatzweise relevant für den weiteren Verlauf der Untersuchung sein.⁸³⁸

Um dem Gericht zu zeigen, dass sie die Untersuchung innerhalb ihrer Befugnisse führt, hat die Kommission zu beweisen, dass es sich um eine gesetzlich autorisierte und verwaltungsrechtlich vorschriftsmäßige Untersuchung handelt,

⁸³² SEC v. First Sec. Bank of Utah, 447 F.2d 166, 168 (10th Cir. 1972).

⁸³³ Donaldson v. United States, 400 U.S. 517, 528-529 (1971).

⁸³⁴ Fed. R. Civ. P. 81(a)(3).

⁸³⁵ United States v. Fensterwald, 553 F.2d 231, 232-33 (D.C. Cir. 1977).

⁸³⁶ SEC v. Howatt, 525 F.2d 226, 229 (1st Cir. 1975).

⁸³⁷ SEC v. Wheeling-Pittsburgh Steel Corp., 648 F.2d 118, 124-25 (3rd Cir. 1981).

⁸³⁸ SEC v. Arthur Young & Co., 584 F.2d 1018, 1023 (D.C. Cir. 1978).

deren Ziel es ist, konkrete Verstöße gegen die Wertpapiergesetze zu untersuchen, die stattgefunden haben oder noch andauern.⁸³⁹ Obwohl das Bestimmtheitserfordernis nahe legt, dass die aufgrund der Vorladung zu erwartenden Beweistatsachen wenigstens ansatzweise beschrieben werden, muss die Kommission lediglich nachweisen können, dass die begehrten Auskünfte für die Erfüllung ihrer gesetzlichen Pflichten von berechtigtem Interesse sind.⁸⁴⁰ Zwar müssen die geforderten Informationen in gewisser Weise einem bestimmten Zweck dienen, jedoch ist es Sache der jeweiligen Ermittler, diesen Zweck näher zu bestimmen. Es kann sich dabei auch bloß um eine Form „behördlicher Neugier“ handeln, die dazu berechtigt, entsprechende Anordnungen und Vorladungen zu erlassen.⁸⁴¹ Auch die geforderte Relevanz der angestrebten Aussagen oder Unterlagen entpuppt sich letztlich nicht als eine hohe Schranke für die Verwaltung. So genügt es nach Ansicht der Rechtsprechung bereits, dass die Informationen nicht gänzlich ungeeignet bzw. irrelevant bei der Verfolgung irgendeines legitimen Zwecks sind.⁸⁴²

Der Adressat einer SEC-Anordnung kann im Prozess geltend machen, dass die Inanspruchnahme des Gerichts auf einem Missbrauch des Durchsetzungsverfahrens beruht. Um einen derartigen Missbrauch des Durchsetzungsverfahrens zu belegen, bezichtigen Betroffene die Ermittler der Kommission häufig des Missbrauchs ihrer Kompetenzen.⁸⁴³ Erfüllt jedoch die SEC in ihrem Antrag an das Gericht die von der Rechtsprechung geforderten Voraussetzungen, hat eine derartige Argumentation durch den Zeugen üblicherweise keine Aussicht auf Erfolg.⁸⁴⁴

3. Ermittlungstechniken

Zu Beginn der meisten Untersuchungen gehen die Mitarbeiter der *Division of Enforcement* nach folgenden Arbeitsschritten vor:

Zunächst geht es darum, Informationen über sämtliche Unternehmen und Personen zu beschaffen, die an einem etwaigen Gesetzesverstoß beteiligt sein könnten. Die Ermittler greifen dabei sowohl auf behördeninterne als auch öffentlich zugängliche Quellen zurück. Zur Auswertung kommen neben den eigenen Datenbanken, öffentliche Register oder Personenverzeichnisse, aber auch Zei-

⁸³⁹ SEC v. Arthur Young & Co., 584 F.2d 1018, 1023 (D.C. Cir. 1978).

⁸⁴⁰ SEC v. Arthur Young & Co., 584 F.2d 1018, 1025 (D.C. Cir. 1978).

⁸⁴¹ United States v. Morton Salt Co., 338 U.S. 632, 652 (1950).

⁸⁴² Endicott Johnson Corp. v. Perkins, 317 U.S. 501, 509 (1943).

⁸⁴³ SEC v. Wheeling-Pittsburgh Steel Corp., 648 F.2d 118, 124-25 (3rd Cir. 1981).

⁸⁴⁴ SEC v. Brigadoon Scotch Distrib. Co., 480 F.2d 1047, 1056 (2d Cir. 1973).

tungsartikel, Informationen privater Agenturen, sowie die Preis- und Umsatzentwicklungen betroffener Wertpapiere. Nach Auswertung der Informationen erfolgt eine juristische Bewertung der gewonnenen Erkenntnisse und schließlich die Aufstellung eines Untersuchungskonzeptes.⁸⁴⁵

Allerdings ist von diesen Grundsätzen je nach Art des Verstoßes zugunsten eines individuellen Ermittlungsansatzes abzuweichen. Dementsprechend erweist sich eine Verallgemeinerung des Untersuchungsschemas gerade wegen der im Einzelfall unterschiedlichen Vorgehensweise auch als schwierig. Nichtsdestoweniger gelten für eine Reihe von Untersuchungen gemeinhin verwendete Ermittlungsmethoden, zu denen insbesondere die Untersuchung von marktbezogenen Verstößen wie Insiderhandel und Marktmanipulation gehört.⁸⁴⁶

Ermittlungen im Zusammenhang mit Insiderhandel oder Marktmanipulation erfordern von den Mitarbeitern der *Securities and Exchange Commission* eine genaue Untersuchung der markttypischen Gegebenheiten. Im Fall eines möglichen Insidergeschäfts ist die Ermittlung des kursrelevanten Ereignisses sowie dessen Entstehungszeitpunkt von zentraler Bedeutung. Das geschieht üblicherweise dadurch, dass die Ermittler die markanten Zeitabläufe bei den betroffenen Unternehmen und Personen erfragen oder sich durch formlose Telefonate bei besonders gut informierten Dritten erkundigen.

Ist die kursrelevante Tatsache, sowie der Zeitpunkt ihrer Entstehung identifiziert, und steht zudem fest, wann diese Tatsache der Öffentlichkeit bekannt wurde, lässt sich auf den Zeitraum schließen, in dem das Insidergeschäft zwangsläufig abgewickelt werden musste. Daraufhin werden für diesen Zeitraum die Daten der relevanten Geschäftsabschlüsse von den Wertpapierhändlern angefordert. Um zu ermitteln, welche Makler über Konten verfügen, über die Geschäfte mit den betroffenen Wertpapieren abgewickelt wurden, werden die sogenannten *clearing sheets* eingesehen. Dabei handelt es sich um Aufzeichnungen, die, ähnlich wie Maklerskonten, die eingegangenen Kauf- und Verkaufsaufträge erkennen lassen. Sind die Identitäten der betroffenen Makler festgestellt, beginnt das *Blue Sheet*-Verfahren,⁸⁴⁷ in dessen Verlauf den Wertpapier-Brokern Fragebögen zugesendet werden, auf denen insbesondere die Identität des Auftraggebers sowie die Stückzahl der gehandelten Wertpapiere anzugeben sind.

⁸⁴⁵ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 62.

⁸⁴⁶ Zu den Ermittlungstechniken ausführlich McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 62 ff.

⁸⁴⁷ Der Name „Blue Sheet“ geht auf die in diesem mittlerweile elektronisch abgewickelten Verfahren ursprünglich verschickten blauen Formulare zurück.

Gleichzeitig wird beim Emittenten oder bei anderen Beteiligten, sofern sie Ursprung der Insidertatsache waren, nachgeforscht, welche Personen bereits vor der Veröffentlichung Kenntnis von dem kursrelevanten Ereignis hatten. Von besonderem Interesse sind hierbei Informationen über die chronologische Abfolge von Sitzungen, Konferenzen und anderen Schritten, die schließlich in der öffentlichen Bekanntgabe der Insidertatsache münden. Die erlangten Informationen werden analysiert und dahingehend untersucht, ob Beziehungen zwischen Insidern und den Auftraggebern der verdächtigen Wertpapiergeschäfte bestehen. Entdecken die Ermittler Makler-Konten, die eine weiter zurückreichende Prüfung rechtfertigen, werden von der Brokerfirma zusätzliche Informationen diesbezüglich angefordert. Anhand der neu gewonnenen Erkenntnisse sollen möglichst weitere Verbindungen zwischen Anlegern und Personen, die über unveröffentlichte Informationen verfügen, aufgedeckt werden.⁸⁴⁸

Zu den weiteren Maßnahmen gehören die Befragung der Kontenführer und die Beschaffung von Unterlagen wie Telefonmitschnitten, Kontoauszügen, persönlichen Terminplanern, Karteien etc. entweder unter freiwilliger oder erzwungener Mithilfe der Beteiligten. Den Abschluss der Untersuchung bilden schließlich die erbetenen bzw. erzwungenen Zeugenaussagen der betroffenen Investoren.⁸⁴⁹

Stellt sich heraus, dass Ausländer an unerlaubten Insidergeschäften beteiligt sind, erfordert es eine gut durchdachte Vorgehensweise, um die Identitäten der verdächtigten Personen zu ermitteln und ggf. deren Vermögen auf inländischen Konten einzufrieren. Insbesondere die Beschaffung von Beweismaterial erweist sich in derartig gelagerten Fällen als schwierig. Die Kommission ist hierbei auf Abkommen oder Vereinbarungen mit den jeweiligen Staaten angewiesen. Andernfalls bedarf es einer genauen Prüfung, welche weiteren Schritte eingeleitet werden können, um möglichst schnell an die gewünschten Informationen aus dem Ausland heranzukommen.

Ermittlungen im Zusammenhang mit Marktmanipulationen erfordern ebenfalls die Beobachtung der Handelsaktivitäten über einen gewissen Zeitraum.⁸⁵⁰ Dabei kann es sich um einen Tag, lediglich einige Stunden, aber auch um mehrere Tage, Wochen oder mehr handeln. Nachdem eine Zeitspanne für die Überprüfung festgelegt wurde, fordert die Behörde - entsprechend den Ermittlungen wegen Insiderhandels - Informationen über das *Blue-Sheet*-Verfahren an. Anhand die-

⁸⁴⁸ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 62f.

⁸⁴⁹ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 63.

⁸⁵⁰ SEC v. Jefferies, SEC Lit. Rel. No. 11, 370, 1987 WL 111997 (S.E.C.) (Mar. 19, 1987); Pagel, Inc. v. SEC, 803 F. 2d 942 (8th Cir. 1986).

ser Mitteilungen wird speziell nach geschäftlichen Handlungen mit manipulativem Charakter gesucht. Insbesondere bei Personen, die in einer erkennbaren Beziehung zueinander stehen und in Aktien derselben Art handeln, besteht der Verdacht, dass *wash sales*, *matched orders* oder ggf. um zeitspezifische manipulative Handlungen (so genanntes *marking the close*) vorliegen.⁸⁵¹

IV. Zusammenarbeit mit anderen Behörden

1. Herausgabe von Ermittlungsakten

Das Regelwerk zum *Securities Act* von 1933 sieht grundsätzlich vor, dass Informationen, die während der Durchsetzung von Zwangsmaßnahmen, Überprüfungen oder sonstiger Aktivitäten erlangt werden, vertraulich zu behandeln sind und ebenso wie andere vertrauliche Materialien nur mit Genehmigung der SEC veröffentlicht werden dürfen.⁸⁵² Gleichzeitig gestatten jedoch die *Commission's Rules Relating to Investigations* den Mitarbeitern der Kommission, sich unter bestimmten Umständen mit anderen Regierungsbehörden oder den *self-regulatory organizations* über nichtöffentliche Ermittlungserkenntnisse auszutauschen.⁸⁵³ Davon wird insbesondere gegenüber den Strafverfolgungsbehörden Gebrauch gemacht. Auf die inoffiziellen Empfehlungen des SEC-Personals, Einsicht in bestimmte Ermittlungsakten zu nehmen, folgen regelmäßig die offiziellen Anfragen der Justizbehörden, denen die Kommission ohne weiteres stattgeben darf.⁸⁵⁴

Nach *rule 30-4 (a) (7)* der *Commission's Rule of Organization* ist es Aufgabe des Leiters der *Division of Enforcement*, anderen Behörden den Zugang zu den Ermittlungsakten zu gewährleisten. Üblicherweise wird den Anfragen anderer Stellen entsprochen, es sei denn, eine Auskunft würde sich störend auf eine aktuelle Untersuchung auswirken, die Kommission bei der Durchsetzung geltenden Rechts behindern oder dem öffentlichen Interesse widersprechen. Aber auch in solchen Fällen kann der zuständige Abteilungsleiter Anfragen an die Kommission weiterleiten, wenn er dies für angebracht hält.⁸⁵⁵

In den Fällen, in denen nach Abschluss der Untersuchung ein vorsätzlicher Gesetzesverstoß als erwiesen angesehen wird, übermittelt die Kommission ohnehin von sich aus die gewonnenen Erkenntnisse an das Justizministerium, um eine

⁸⁵¹ SEC v. McMichael, SEC Lit. Rel. No.14.900, 1996 WL 225960 (S.E.C.) (May 3, 1996).

⁸⁵² Rule 122, 17 C.F.R. § 230.122.

⁸⁵³ Rule 2, 17 C.F.R. § 203.2.

⁸⁵⁴ Rule 24c-1 under the Exchange Act of 1934, 17 C.F.R. § 240.24c-1.

⁸⁵⁵ Rule 30-4(b), 17 C.F.R. § 240.30-4(b).

strafrechtliche Verfolgung zu ermöglichen.⁸⁵⁶ Darüber hinaus ist die Kommission aber auch berechtigt, die ermittelten Sachverhalte an andere in- und ausländische Behörden und Organisationen weiterzuleiten. Dazu zählen insbesondere ausländische Wertpapierbehörden, die *self-regulatory organizations* wie die Wertpapierbörsen und die *National Association of Securities Dealers* sowie andere Personen oder Körperschaften.⁸⁵⁷

2. Zugang zu Ermittlungsergebnissen der Staatsanwaltschaft

In vielen Fällen benötigt die Kommission Informationen, die bereits im Zuge strafrechtlicher Ermittlungen einer *grand jury* vorgelegt wurden und sich daher schon im Besitz von Behörden, insbesondere Staatsanwaltschaften, befinden.⁸⁵⁸ Allerdings enthält *rule 6(e)* der *Federal Rules of Criminal Procedure* den Grundsatz der Vertraulichkeit dieser Ermittlungsergebnisse und verbietet Regierungsbeamten, Auskünfte über Angelegenheiten zu erteilen, die Gegenstand eines *grand-jury*-Verfahrens sind. Es bestehen zwar Ausnahmen von diesem Grundsatz, doch handelt es sich bei den Anwälten der SEC nicht um *government attorneys* im Sinne der *rule 6(e)(3)* FRCP, denen unter bestimmten Voraussetzungen der Zugang zu den Ermittlungsergebnissen gestattet ist.

Was der Kommission bleibt, ist der Versuch, anhand eines selber eingeleiteten, zivilen Gerichtsverfahrens an die gewünschten Informationen zu gelangen. Das nunmehr zuständige Bundesgericht (*district court*) kann nämlich gemäß *rule 6(e)(3)(E)(i)* FRCP Zugang zu den Ermittlungsergebnissen des Strafverfahrens gewähren.⁸⁵⁹ Behörden, die bei Gericht solcherlei Auskunft beantragen, müssen jedoch im Einzelfall darlegen können, dass die Informationen der Rechtsfindung in einem anderen Prozess dienen, der Antrag nur die wirklich benötigten Informationen umfasst und die Notwendigkeit der Auskunft höher einzuschätzen ist als das öffentliche Interesse an der Vertraulichkeit des *grand-jury*-Verfahrens.⁸⁶⁰

Zudem setzt eine Auskunft nach *rule 6(e)(3)(E)(i)* voraus, dass die Kommission anhand eines detaillierten und konkreten Sachvortrages aufzeigen kann, dass der Versuch, die benötigten Informationen mittels der eigenen Untersuchungsmethoden zu erlangen, gescheitert ist. Bei der Erörterung, um welche Methoden es sich dabei handeln darf, haben die Gerichte sämtliche Maßnahmen in Betracht

⁸⁵⁶ Sec. 21(d)(1) SEA, 15 U.S.C. § 77t(b).

⁸⁵⁷ Rule 5 Informal and other Procedures, 17 C.F.R. § 202.5.

⁸⁵⁸ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 102.

⁸⁵⁹ United States v. Baggot, 463 U.S. 476 (1983).

⁸⁶⁰ United States v. Sells Eng'g Inc., 463 U.S. 418, 443 (1983).

zu ziehen, die der Kommission von Gesetzes wegen zustehen.⁸⁶¹ Bezieht sich die Anfrage der SEC auf Beweismittel aus einem anhängigen *grand-jury*-Verfahren, sind die Anforderungen an eine Herausgabe der Informationen noch höher. In diesen Fällen müssen geradezu unüberwindbare Hindernisse bestehen, die eine anderweitige Informationsbeschaffung gänzlich unmöglich machen.⁸⁶² Ein weiterer Gesichtspunkt bei der Frage, ob der SEC der Zugang zu den Ermittlungsergebnissen eines *grand-jury*-Verfahrens gestattet werden soll, sind die Kosten und die Verzögerung, die für den laufenden Prozess entstehen. Außerdem prüfen die Gerichte, ob die Verwendung der angeforderten Informationen im konkreten Fall zulässig ist und nicht etwa das Schweigerecht von Zeugen umgeht.⁸⁶³

Obwohl die *rule* 6(e) FRCP den Grundsatz der Geheimhaltung vorschreibt, sind davon nicht automatisch sämtliche Angelegenheiten betroffen, die irgendwann und irgendwo Gegenstand eines *grand-jury*-Verfahrens waren. Vielmehr haben die Gerichte mittlerweile die Verwendung solcher Ermittlungsergebnisse zugelassen, anhand derer Zeugen widerlegt, Erinnerungen aufgefrischt oder anderweitig deren Glaubwürdigkeit überprüft werden konnte.⁸⁶⁴ Uneinigkeit herrscht indessen darüber, ob Materialien, die einer *grand jury* zwar vorgelegt, jedoch unabhängig vom *grand-jury*-Verfahren angefertigt wurden, heraus gegeben werden können. So wird teilweise vertreten, dass z.B. Geschäftsunterlagen selbst keinen Hinweis darauf geben, was vor der *grand jury* erörtert wurde und dementsprechend auch nicht unter die *rule* 6(e) FRCP fallen. Voraussetzung ist jedoch, dass es allein auf den Inhalt der Unterlagen ankommt und diese nicht dazu dienen herauszufinden, was konkret Gegenstand des *Grand-Jury*-Verfahrens war.⁸⁶⁵ Andererseits lässt sich kaum leugnen, dass jedes Dokument, das der *grand jury* zur Entscheidungsfindung vorgelegt wird, in einem gewissen Umfang auf den zu erörternden Sachverhalt hinweist, so dass im Zweifel von der Einschlägigkeit der *rule* 6 (e) auszugehen ist. Einige Gerichte untersuchen daher, inwieweit sich eine Herausgabe in der vorliegenden Situation auswirkt und halten jene Dokumente zurück, die geheime Gesichtspunkte der *grand-jury*-Ermittlungen enthüllen würden.⁸⁶⁶ Benötigt die Behörde die Information lediglich für das Verwaltungsverfahren, lehnt die Mehrheit der Gerichte ohnehin eine

⁸⁶¹ United States v. Sells Eng'g Inc., 463 U.S. 418, 431 (1983).

⁸⁶² In re Federal Grand Jury Proceedings (Doe), 760 F.2d 436, 439 (2d. Cir. 1985).

⁸⁶³ In re Federal Grand Jury Proceedings (Miller Brewing Co.), 717 F.2d 1136, 1139 (7th Cir. 1983).

⁸⁶⁴ United States v. Proctor & Gamble Co., 356 U.S. 677, 683 (1958).

⁸⁶⁵ United States v. Dynavac, Inc., 6 F.3d 1407, 1412 (9th Cir. 1993).

⁸⁶⁶ In re Grand Jury Investigation (New Jersey State Comm'n of Investigation), 630 F.2d 996, 1001 (3d Cir. 1980).

Herausgabe der Unterlagen ab.⁸⁶⁷

Der vorsätzliche Verstoß gegen die *rule* 6(e) FRCP seitens der Behörde entspricht dem Tatbestand der Missachtung des Gerichts und ist genauso strafbar.⁸⁶⁸ Zudem kann die beklagte Partei in einem von der SEC eingeleiteten Zivilverfahren die Außerachtlassung der betroffenen Beweise oder vergleichbare Maßnahmen beantragen, die vorgesehen sind, um die unrechtmäßiger Herausgabe von Informationen zu korrigieren.⁸⁶⁹

V. Abschluss der Ermittlungen

1. Empfehlungen an die Kommission

Mit dem Abschluss der Ermittlungen liegt es an den zuständigen Beamten der *Division of Enforcement* das Verfahren einzustellen, oder aber der Kommission ein sich anschließendes Gerichts- oder Verwaltungsverfahren zu empfehlen. Sollen sich aus der Untersuchung keine weiteren Konsequenzen ergeben, sind die Ermittler der Behörde auch nicht verpflichtet, Zeugen oder andere Personen über das Ende der Ermittlungen zu informieren. Es ist allerdings zulässig, so genannte *closing letters* zu versenden, in denen die beteiligten Personen über den Abschluss der Untersuchung in Kenntnis gesetzt werden.⁸⁷⁰

Ursprünglich wurden diese Briefe nur dann herausgegeben, wenn die Rechtsanwälte der Beteiligten diese Mitteilungen bei der Behörde beantragten. Weil aber die Unsicherheit über den jeweiligen Status der Untersuchung negative Folgen für betroffene Personen bzw. den Geschäftsverkehr haben kann, änderte die Behörde ihre Praxis. Nunmehr informiert die Behörde natürliche wie juristische Personen, deren Aktivitäten Gegenstand einer Untersuchung waren, von selbst darüber, dass diese beendet wurde. Konkret werden jene Personen benachrichtigt, die entweder in der *formal order of investigation* aufgelistet wurden oder denen eine *Wells Submission* zugesendet wurde.⁸⁷¹ Andere Personen, die z.B. durch Vorladungen in die Untersuchung verwickelt wurden, können nach wie vor eine Benachrichtigung beantragen.

Der Hinweis über die Beendigung der Untersuchung ist allerdings weder Entlas-

⁸⁶⁷ Bradley v. Fairfax, 634 F.2d 1126, 1128-29 (8th Cir. 1980); United States v. Bates, 627 F.2d 349, 350-51 (D.C. Cir. 1981).

⁸⁶⁸ Rule 6(e)(7) FRCP.

⁸⁶⁹ United States v. Sells Eng'g, Inc., 463 U.S. 418, 467-68 (1983); United States v. DiBona, 601 F. Supp. 1162, 1166 (E.D. Pa. 1984).

⁸⁷⁰ Sec. Act Rel. No. 5310, 1972 WL 18218 (S.E.C.) (Sept. 27, 1972).

⁸⁷¹ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 111.

tung noch ein Anzeichen dafür, dass die Kommission unwiderruflich von einer Klage absehen wird. Vielmehr stellt die Mitteilung klar, dass die Behörde ihre Ermittlungen abgeschlossen hat und zum gegenwärtigen Zeitpunkt der Kommission nicht empfehlen wird, Klage in der vorliegenden Angelegenheit zu erheben.⁸⁷²

Kommen die Ermittler dagegen zu dem Schluss, dass sich eine Klage als notwendige Konsequenz aus den gewonnenen Erkenntnissen ergibt, verfassen sie eine entsprechende Empfehlung an die Kommission. Diese Empfehlung enthält die Namen der Beschuldigten bzw. Beklagten und nennt zudem die rechtlichen Grundlagen, auf deren Basis eine Verurteilung als wahrscheinlich angesehen wird.⁸⁷³ Zudem übergeben die ermittelnden Beamten der Kommission sämtliche Stellungnahmen (*Wells Submissions*), die sie bis zum Zeitpunkt der Empfehlung von den Beschuldigten erhalten haben.⁸⁷⁴

2. Wells Submissions

Securities Act Release 5310 erlaubt es der SEC vor einem Gerichtsverfahren, den voraussichtlich beklagten Personen die Möglichkeit einer Stellungnahme einzuräumen. In diesen so genannten *Wells Submissions* können Personen, die in die Ermittlungen verwickelt wurden, ihre Interessen und Positionen gegenüber der Kommission darlegen und auf etwaige Fehleinschätzungen seitens der Behörde hinweisen. Um die Öffentlichkeit über diese Praxis zu informieren, wurde das entsprechende Verfahren seinerzeit in das *Commission's regulations relating to Informal and Other Procedures* aufgenommen.⁸⁷⁵

Es wird unterstellt, dass die Betroffenen es als nützlich empfinden würden, wenn sie mit den ermittelnden Beamten über die zu untersuchende Angelegenheit diskutieren können. Daran anknüpfend hat die Kommission verfügt, dass die voraussichtlich Beklagten über die grundsätzliche Natur der Ermittlungen und die Gesetzesverstöße, die von den Ermittlern in Erwägung gezogen werden, informiert werden dürfen und ihnen die Möglichkeit gegeben werden soll, zu den aufgestellten Behauptungen Stellung zu beziehen.⁸⁷⁶ Die Kommission erachtet solcherlei Stellungnahmen insbesondere dann als hilfreich, wenn darin Fragen des Verfahrensablaufs oder des einzuschlagenden Rechtsweges angesprochen werden. Als wenig sinnvoll werden dagegen Diskussionen angesehen,

⁸⁷² McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 111.

⁸⁷³ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 111.

⁸⁷⁴ Sec. Act Rel. No. 5310, 1972 WL 18218 (S.E.C.) (Sept. 27, 1972).

⁸⁷⁵ 17 C.F.R. § 202.5(c).

⁸⁷⁶ Sec. Act Rel. No. 5310, 1972 WL 18218 (S.E.C.) (Sept. 27, 1972).

die sich um das Vorliegen bestimmter Tatsachen und daraus resultierender Unstimmigkeiten mit den zuständigen Ermittlern drehen. Man geht vielmehr davon aus, dass zur Feststellung des Sachverhalts gerade der nachfolgende Prozess dienen soll.⁸⁷⁷

Diese von der Kommission angewandte Praxis ist weder als Benachrichtigung noch als Vermittlungsverfahren zwischen dem Beschuldigten und der Kommission gedacht. Ebenso wenig ist es der Zweck dieses Verfahrens, Betroffene über ihre Rechte zu unterrichten. Obwohl eine Ankündigung des *Wells Procedure* nicht verbindlich ist, und zudem kein Erfordernis im Sinne der *due-process*-Regeln darstellt, räumen die Mitarbeiter der SEC den Betroffenen diese Möglichkeit der Stellungnahme grundsätzlich ein, wenn sich die Untersuchung dem Ende nähert.⁸⁷⁸ Von diesem Grundsatz wird lediglich dann abgewichen, wenn angenommen werden muss, dass die Gefahr der Veruntreuung, Verdunkelung oder eine andere Situation besteht, in der die Kommission gezwungen ist, zum Schutze der Öffentlichkeit besonders schnell zu reagieren.⁸⁷⁹

Eine nicht unerhebliche Anzahl angehender Beklagter macht von der Möglichkeit der Stellungnahme Gebrauch. Die sorgfältige Auswertung dieser Stellungnahmen erfolgt nicht nur durch die Kommissionsmitglieder und Mitarbeiter der *Division of Enforcement*, sondern zusätzlich auch durch andere Büros und Abteilungen der SEC, die ein Interesse am jeweiligen Fall haben. Obwohl keine Statistiken über den Erfolg der eingereichten *Wells Submissions* bestehen, ist es durchaus üblich, nach Auswertung der Stellungnahmen die Empfehlungen hinsichtlich der zu erhebenden Klage zu ändern oder in Einzelfällen gänzlich von einem Gerichtsverfahren abzusehen.⁸⁸⁰

VI. Öffentlicher Zugang zu Untersuchungsergebnissen

1. Freedom of Information Act

Seit 1966 gewährleistet das Gesetz über die Informationsfreiheit jedem Bürger auf Antrag Einsicht in die Akten der Bundesverwaltung.⁸⁸¹ Entsprechend ist auch die SEC verpflichtet, Dritten Informationen und Dokumente, die sich im Laufe einer Untersuchung angesammelt haben, zugänglich zu machen.⁸⁸² Davon

⁸⁷⁷ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 112.

⁸⁷⁸ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 112.

⁸⁷⁹ SEC v. National Student Mktg. Corp., 538 F.2d 404 (D.C. Cir. 1976).

⁸⁸⁰ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 113.

⁸⁸¹ 5 U.S.C. § 552.

⁸⁸² 17 C.F.R. § 200.80.

abweichend bestehen insgesamt neun Ausnahmen, von denen sich die Kommission im Wesentlichen auf drei beruft: Sie sieht grundsätzlich von einer Veröffentlichung ab, wenn nachgefragte Dokumente Branchen- oder Geschäftsgeheimnisse enthalten, die innerbehördliche Kommunikation betreffen, oder aber wenn Aufzeichnungen und Informationen zum Zwecke der Strafverfolgung zusammengetragen wurden.⁸⁸³

Darüber hinaus können Personen, die während der Untersuchung als Zeugen vernommenen wurden bzw. Dokumente herausgegeben haben, einen Antrag auf eine vertrauliche Behandlung ihrer Informationen stellen. Die dazugehörigen Voraussetzungen hat die Kommission in einer ihrer Verordnungen geregelt (*Commission's Rules on Information and Requests*).⁸⁸⁴ Unbedingt notwendig ist zunächst, dass die beantragende Person der SEC freiwillig oder unter Zwang Auskünfte erteilt hat. Des Weiteren darf sich die vertrauliche Behandlung der Informationen nicht schon aus anderen Vorschriften ergeben. Ergibt sich die vertrauliche Behandlung aus anderen Vorschriften, wurden diese jedoch von der SEC missachtet, ist die Verordnung zum Schutz des Betroffenen ebenfalls anwendbar.⁸⁸⁵ Schließlich muss ein konkreter Grund für die vertrauliche Behandlung vorliegen. Dabei kann es sich um den drohenden Eingriff in die Privatsphäre handeln, um die Preisgabe von Geschäftsgeheimnissen oder um eine andere der im FOIA geregelten Ausnahmen.⁸⁸⁶ Wird dem Antrag stattgegeben, sind die betroffenen Unterlagen als vertraulich zu kennzeichnen und getrennt von den öffentlich zugänglichen Informationen abzulegen.⁸⁸⁷

Sofern innerhalb der gesetzlich vorgeschriebenen Fristen kein Antrag auf eine vertrauliche Behandlung gestellt wird, geht die Kommission davon aus, dass die betroffene Person keine Einwände gegen eine Veröffentlichung nach dem FOIA hat.⁸⁸⁸ Ungeachtet dessen können sich die Mitarbeiter der Behörde an die Beteiligten wenden und anfragen, ob nicht doch eine vertrauliche Behandlung der mitgeteilten Fakten gewünscht wird. Eine Verpflichtung seitens der SEC besteht diesbezüglich jedoch nicht.⁸⁸⁹

Eine vertrauliche Behandlung durch die Kommission garantiert indessen keinen völligen Verschluss der Informationen. Vielmehr ist eine Auskunft gegenüber

⁸⁸³ Freedom of Information Act, 5 U.S.C. § 552 (b) (4), (5), (7).

⁸⁸⁴ 17 C.F.R. § 200.83 (c).

⁸⁸⁵ 17 C.F.R. § 200.83 (b).

⁸⁸⁶ 17 C.F.R. § 200.83 (c).

⁸⁸⁷ 17 C.F.R. § 200.83 (c) (1), (2).

⁸⁸⁸ 17 C.F.R. § 200.83 (h) (1).

⁸⁸⁹ 17 C.F.R. § 200.83 (h) (2).

Dritten unter bestimmten Bedingungen auch dann möglich, wenn ein entgegengesetzter Antrag durch den Zeugen gestellt wurde.⁸⁹⁰ So können Dritte Auskünfte erhalten, wenn sie belegen, dass sie die Informationen für die gerichtliche Geltendmachung ihrer Ansprüche benötigen.⁸⁹¹

2. Veröffentlichung von Wells Submissions

a) Während der Anhängigkeit einer Untersuchung bzw. einer Klage

Hinsichtlich der Weitergabe und Veröffentlichung der *Wells Submissions* ergeben sich jedoch Einschränkungen. Diverse Ausnahmen im *Freedom of Information Act* verbieten eine Veröffentlichung der eingereichten Stellungnahmen während der Untersuchung bzw. während der Anhängigkeit eines nachfolgenden Gerichtsverfahrens. Insbesondere *section 7(A)* des FOIA schreibt vor, dass Aufzeichnungen oder Informationen, die zum Zwecke der Rechtsdurchsetzung zusammengetragen wurden, nicht herausgegeben werden dürfen, soweit dadurch eine Behinderung des Durchsetzungsverfahrens zu erwarten ist.⁸⁹²

b) Nach Abschluss etwaiger Verfahren

Mit Beendigung der Ermittlungen können die eingereichten Stellungnahmen veröffentlicht werden und fallen damit grundsätzlich unter die Regel des FOIA, wobei selbst dann noch Ausnahmen bestehen. Eine Veröffentlichung ist auch nach Abschluss der Untersuchung unzulässig, wenn es dadurch zu einem ungerechtfertigten Eingriff in die Privatsphäre oder zur Preisgabe vertraulicher Informationsquellen kommt.⁸⁹³ Gleiches gilt, wenn sich ein weiteres Verfahren, insbesondere ein Gerichtsprozess anschließt, oder wenn der betroffenen Person in einem von der SEC unabhängigen Prozess kein faires Verfahren gewährleistet werden kann.⁸⁹⁴ Schließlich ist von einer Veröffentlichung abzusehen, wenn dadurch Ermittlungstechniken oder bestimmte Vorgehensweisen der Kommission bekannt gemacht würden.⁸⁹⁵

Ungeachtet dieser Beschränkungen legt *section 552 Administrative Procedures Act* nahe, hinsichtlich der Veröffentlichung von *Wells Submissions* zu differenzieren. Danach bestehen Abschnitte in den eingereichten Stellungnahmen, die vernünftigerweise von anderen trennbar sind und womöglich bedenkenlos veröf-

⁸⁹⁰ SEC Form 1662, abrufbar unter <http://www.sec.gov/about/forms/sec1662.pdf> (15.4.2009).

⁸⁹¹ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 80.

⁸⁹² 5 U.S.C. § 552(b)(7)(A).

⁸⁹³ 5 U.S.C. § 552(b)(7)(C), (D).

⁸⁹⁴ In re Request of Dow Jones & Co., FOIA Rel. No. 12, 1975 WL 19496 (S.E.C.) (June 19, 1975).

⁸⁹⁵ 5 U.S.C. § 552(b)(7)(B).

fentlicht werden können.⁸⁹⁶ Ebenso bedarf es keines Schutzes der Privatsphäre, wenn sich *Wells Submissions* ausschließlich auf juristische Personen beziehen.⁸⁹⁷ In Zivilprozessen zwischen privaten Parteien sind die *Wells Submissions* ohnehin allen Beteiligten uneingeschränkt zugänglich.⁸⁹⁸

c) **Stellungnahmen unbeteiligter Personen**

Grundsätzlich verwehrt die Kommission Zugang zu Aufzeichnungen, die sich auf Ermittlungen beziehen, an deren Ende es zu keinem Gerichtsverfahren kommt. Andernfalls wäre der Schutz der Privatsphäre von Personen nicht zu gewährleisten, gegen die zwar ermittelt wurde, denen aber kein Verstoß gegen das Wertpapierrecht nachgewiesen werden kann. Überwiegt jedoch im Einzelfall die Notwendigkeit an der Herausgabe der Aufzeichnungen gegenüber einer möglichen Verletzung der Privatsphäre, kann eine *Wells Submission* abweichend von der Regel veröffentlicht werden.⁸⁹⁹

d) **Verwendung von Wells Submissions in nachfolgenden Gerichtsverfahren**

Wells Submissions können als Beweismittel in einem nachfolgenden Gerichtsverfahren verwendet werden, um Zeugenaussagen zu widerlegen oder als Geständnis/Einlassung der gegnerischen Partei. Aufgrund der somit drohenden Nachteile für den Auskunftspflichtigen enthalten die Benachrichtigungen, in denen die Beschuldigten über den drohenden Prozess unterrichtet werden, regelmäßig eine Belehrung, die über die Verwendungsmöglichkeiten der eingereichten Stellungnahmen aufklärt.⁹⁰⁰ *Wells Submissions*, durch die sich der Absender Vorteile verspricht, indem sie einen Vergleich anbieten oder andere Aussagen enthalten, die jedoch von der Verwendung als Beweismittel ausgeschlossen sind, werden dem Absender zurückgeschickt.⁹⁰¹

VII. Zivilrechtliche Haftung

1. **SEC Rule 10b-5**

Anders als Deutschland verfügen die Vereinigten Staaten über eine gut 30-

⁸⁹⁶ 5 U.S.C. § 552(a)(6)(C).

⁸⁹⁷ In re Request of First National City Bank, FOIA Rel. No. 36, 1975 WL 35843 (S.E.C.) (Nov. 4, 1975).

⁸⁹⁸ Goldberg v. Touche Ross & Co.; [1976-1977 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 95759 (S.D.N.Y. 1976).

⁸⁹⁹ In re Jung Ja Malandris, FOIA Rel. No. 8, 1975 WL 19354 (S.E.C.) (May 29, 1975).

⁹⁰⁰ In re Allied Stores Corp. And George Kern, Administrative Proceeding File No. 36869, 1988 WL 357006 (S.E.C.) (March 21, 1988).

⁹⁰¹ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 115.

jährige Erfahrung im Umgang mit Anlegerschutzklagen aufgrund von Informationspflichtverletzungen auf Sekundärmärkten.⁹⁰² Im Mittelpunkt solcher Klagen steht die von der SEC erlassene und auf *section 10 (b) SEA* beruhende *rule 10b-5*.⁹⁰³ In beiden Vorschriften ist zwar kein Schadensersatzanspruch formuliert,⁹⁰⁴ die Rechtsprechung vertrat aber schon früh den Standpunkt, dass der Gesetzgeber umgekehrt ausdrücklich klarstellen müsse, wenn das so fundamentale und tief verwurzelte Recht auf Schadensersatz ausgeschlossen sei und erkannte ein auf *rule 10b-5* basierendes privates Klagerecht an.⁹⁰⁵ Verletzungen der *securities regulation* sollten nicht ohne Folgen bleiben, da *section 10 SEA* und die entsprechenden Ausführungsbestimmungen auch die Interessen einzelner Investoren schützen und eine Missachtung geltenden Rechts nicht sanktionslos bleiben dürfe.⁹⁰⁶ Endgültig anerkannt wurden das Privatklagerecht durch den *Supreme Court* 1971.⁹⁰⁷ In der späteren Entscheidung *Touche Ross & Co. v. Reddington*⁹⁰⁸ rückte das Gericht von der bisherigen Begründung ab und rechtfertigte das Klagerecht damit, dass es die Intention des Gesetzgebers gewesen sei, Anlegern ein ebensolches Recht einzuräumen.⁹⁰⁹

a) Misrepresentation or Omission

Anspruchsvoraussetzung ist, dass der Käufer oder Verkäufer eines börsen- oder nicht börsennotierten Wertpapiers durch den Verstoß eines anderen gegen *rule 10b-5* einen Schaden erlitten hat.⁹¹⁰ Die Vorschrift verbietet manipulierende oder betrügerische Verhaltensweisen, die Abgabe falscher Erklärungen hinsichtlich wesentlicher Umstände oder das Verschweigen wesentlicher Umstände, wodurch eine tatsächlich gemachte Erklärung unter gegebenen Umständen missverständlich wird, sowie die Beteiligung an betrügerischen oder täuschenden Handlungen oder Unterlassungen gegenüber Dritten.⁹¹¹ *Rule 10b-5* ist nicht auf einen bestimmten Adressatenkreis beschränkt, so dass sich auch der Schadensersatzanspruch gegen jedermann richtet. Sofern falsche Kapitalmarktinformationen veröffentlicht wurden, haften neben der Gesellschaft die ggf.

⁹⁰² Sauer, Haftung für Falschinformationen, S. 97.

⁹⁰³ Siehe 17 C.F.R. § 240.10b-5.

⁹⁰⁴ Sauer aaO.

⁹⁰⁵ *Kardon v. National Gypsum*. 69 FS 512 (514).

⁹⁰⁶ *Kardon v. National Gypsum*. aaO.

⁹⁰⁷ *Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 V.S. 6 (1971).

⁹⁰⁸ 442 U.S. 560 (1979).

⁹⁰⁹ *Martin*, 78 Ky. LJ. 403, 407.

⁹¹⁰ *Kulms in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, S. 1140.

⁹¹¹ *Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht*, S. 91.

verantwortlichen Geschäftsleiter.⁹¹²

Im Hinblick auf die Falschdarstellung oder die unterlassene Veröffentlichung ist es unerheblich, auf welchem Weg die Tathandlung vorgenommen wird. Umfasst sind sowohl Unwahrheiten, die im Wege der Regelpublizität bekannt gemacht werden als auch schriftliche oder mündliche Veröffentlichungen auf rein freiwilliger Basis.⁹¹³ Soweit die Täuschung an ein Unterlassen anknüpft, gelten engere Voraussetzungen. Nur wenn durch das Unterlassen auch eine Veröffentlichungspflicht verletzt wird, ist der Tatbestand der *rule* 10b-5 erfüllt. Gemäß der *buried facts doctrine* ist jedoch nicht ausgeschlossen, dass auch objektiv richtige Informationen als irreführend oder falsch angesehen werden, wenn sie in Anhängen oder Fußnoten versteckt werden.⁹¹⁴

Auch Wertpapiergeschäfte, die unter Verwendung von Insiderinformationen getätigt werden, gelten in den USA als betrügerische Handlung und eröffnen so den Anwendungsbereich der *rule* 10-5. Die SEC hatte eine solche Haftung 1961 erstmals bejaht,⁹¹⁵ mittlerweile gilt *rule* 10-5 unbestritten als maßgebliche Haftungsgrundlage bei der Bekämpfung des Insiderhandels.⁹¹⁶ Damit das Verhalten des Insiders als Betrug eingestuft werden kann, muss für ihn allerdings eine Verpflichtung zur Mitteilung oder Veröffentlichung der Information bestehen. Wenn dem so ist, hat der Insider seinem Gegenüber entweder diese Information zu offenbaren oder von dem Geschäft Abstand zu nehmen (*duty to disclose or abstain*).⁹¹⁷ Dieser Grundsatz stieß jedoch in dem Verfahren *Chiarella v. United States*⁹¹⁸ an seine Grenzen. Das hatte seinen Grund darin, dass *Chiarella* nur ein einfacher Druckereimitarbeiter war, der aufgrund seiner Tätigkeit Kenntnis von einer bevorstehenden Unternehmensübernahme erhalten und diese Information durch entsprechende Aktienkäufe gewinnbringend ausgenutzt hatte. Der *Supreme Court* sah bei *Chiarella* keine Verpflichtung zur Veröffentlichung und lehnte eine Haftung auf Basis des *disclose-or-abstain*-Grundsatzes ab. Die Rechtsprechung musste sich somit etwas anderes überlegen, um eine Haftung bei Insidern wie *Chiarella* zu begründen. Heraus kam dabei die *misappropriation theory*, die erstmalig in *United States v. Newman* angewandt wurde.⁹¹⁹ Nach der

⁹¹² *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 US 375, 382 (1983); *Baker v. Latham Sparrowbush Assocs.*, 72 F3d 246 (2d Cir. 1995); *Musick, Peeler & Garrett v. Employers Insurance*, 507 US 286 (1993).

⁹¹³ Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 103.

⁹¹⁴ Kulms in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, S. 1140.

⁹¹⁵ *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

⁹¹⁶ Steinbauer, Insiderhandelsverbot, S. 156.

⁹¹⁷ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d (2d Cir. 1968) 848.

⁹¹⁸ *Chiarella v. United States* 445 U.S. 222; 100 S. Ct. 1108; 63 L. Ed. 2d 348 (1980).

⁹¹⁹ *United States v. Newman*, 664 F. 2d 12 (2d Cir., 1981), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983).

misappropriation theory macht sich auch derjenige des verbotenen Insiderhandels strafbar, der eine Information nutzt, die nicht für ihn bestimmt ist, sie also einem anderen entwendet. Auf einen Treuebruch gegenüber den Aktionären kommt es danach nicht mehr an. Geschädigter ist vielmehr der rechtmäßige Inhaber der Information, also regelmäßig der Emittent.⁹²⁰ Da jedoch kein Treueverhältnis gegenüber den Anlegern besteht, eignet sich die *misappropriation theory* nicht für die Begründung von privaten Schadensersatzansprüchen geschädigter Anleger unter *rule* 10-5.⁹²¹ Letztere können nur geltend gemacht werden, wenn eine Verpflichtung des Insiders gegenüber den Anlegern zur Veröffentlichung der Information bestand.

b) Wesentlichkeit

Die veröffentlichte Falschdarstellung oder pflichtwidrig unterlassene Veröffentlichung einer Information muss zudem wesentlich sein. Die Rechtsprechung hat mehrere Definitionsversuche unternommen, um die *materiality* zu erklären.⁹²² Maßgebend ist diesbezüglich die Entscheidung des *Supreme Court* in *Basic Inc. v. Levinson*, wonach eine Tatsache wesentlich ist, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit ein vernünftiger Anleger die Tatsache als bedeutend einstuft und sie zur Grundlage seiner Anlageentscheidung machen würde.⁹²³ Prognosen sind nach der *bespeaks caution doctrine* keine wesentlichen Informationen, sondern grundsätzlich von der Haftung nach *rule* 10b-5 ausgenommen.⁹²⁴ Entsprechende Ausnahmetatbestände (*safe harbors*) wurden durch den *Private Securities Litigation Act* in *section* 21E SEA eingeführt.⁹²⁵

c) In Verbindung mit einem Wertpapierkauf oder -verkauf

Die Falschdarstellung muss in Zusammenhang mit einer Wertpapiertransaktion stehen.⁹²⁶ Das auf die *Birnbaum Rule*⁹²⁷ zurückgehende Transaktionserfordernis sieht vor, dass der Kläger Käufer oder Verkäufer eines Wertpapiers ist. Ausgeschlossen vom Kreis der Anspruchsberechtigten sind dagegen jene Altanleger, die durch eine Informationspflichtverletzung davon abgehalten wurden, ihre

⁹²⁰ Steinhauer, Insiderhandelsverbot, S. 159.

⁹²¹ *Moss v. Morgan Stanley*, 719 F.2d 5,15 (2d Cir. 1983), cert. denied, 465 U.S. 1025 (1984).

⁹²² Erstmals definiert der U.S. Supreme Court in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 96 S.Ct. 2126, 48 (L.Ed.2d 757, 1976) den Begriff „*material*“; ferner *Securities and Exchange Commission v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (C.A.2.N.Y., (1968); *Kohler v. Kohler Co.*, 319 F.2d 634 (C.A.7.Wis., 1963).

⁹²³ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231 ff. (1988).

⁹²⁴ *Saltzberg v. TM Sterling/Austin Associates, Ltd.*, 45 F.3d 399 (11th Cir. 1995).

⁹²⁵ Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 92.

⁹²⁶ *Rule* 10b-5: "... in connection with the purchase or sale of any security."

⁹²⁷ *Birnbaum v. Newport Steel Corp.* 193 F.2d 461 (2nd Cir. 1952) cert. denied, 343 U.S. 956.

Wertpapiere zu verkaufen und später wegen eintretender Kursverluste einen Schaden erleiden, sowie Dritte, die durch eine Informationspflichtverletzung vom Wertpapierkauf abgehalten wurden und an nachfolgenden Kursgewinnen nicht mehr partizipieren konnten.⁹²⁸ Die *Birnbaum Rule* soll der Verhinderung von Beweisproblemen dienen, die entstehen würden, wenn es in einem Schadensersatzprozess ausschließlich darauf ankäme, welche Pläne der Investor angeblich oder wirklich gehabt habe, ohne dass eine konkrete Transaktion zu einem feststehenden Zeitpunkt der Klage zugrunde liegt.⁹²⁹ Darüber hinaus könnte der Verzicht auf das Transaktionserfordernis zu missbräuchlichen oder betrügerischen Klagen führen, indem Dritte grundlos behaupten, sie hätten die Wertpapiere gekauft, wenn es die Informationspflichtverletzung nicht gegeben hätte.⁹³⁰ Zwar sei es möglich, dass durch die Anwendung der *Birnbaum rule* tatsächlich geschädigte Anleger ohne Entschädigung blieben, jedoch seien diese Nachteile wegen der Gefahr, die andernfalls durch die unüberschaubare Zahl von missbräuchlichen Klagen drohe, hinzunehmen.⁹³¹

d) Vorsatz oder „rücksichtsloses Verhalten“

In *Ernst & Ernst v. Hochfelder* stellt der *U.S. Supreme Court* klar, dass der Beklagte den Kläger wissentlich, d.h. mit *scienter* getäuscht haben muss.⁹³² Ob und in welchem Ausmaß auch ein rücksichtsloses Verhalten (*recklessness*) ausreichen kann, hat das Gericht wiederholt offen gelassen.⁹³³ In den Instanzengerichten ist unbestritten, dass sich das Erfordernis der wissentlichen Täuschung auch durch ein besonderes Maß an „*recklessness*“ ergeben kann.⁹³⁴ *Recklessness* wird zutreffend zwischen dem deutschen Vorsatz und der groben Fahrlässigkeit eingeordnet und ist am ehesten mit bewusster Fahrlässigkeit zu übersetzen.⁹³⁵ Da *scienter* aber offenkundig ein vorsätzliches Element enthält,⁹³⁶ ist es nur folgerichtig, dass die Gerichte heute eine *severe recklessness* im Sinne einer extremen Abweichung von den gewöhnlichen Sorgfaltspflichten fordern,⁹³⁷ die eine Gefahr der Irreführung von Anlegern mit sich bringt, sie dem Beklagten entwe-

⁹²⁸ Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 117 f.

⁹²⁹ Baums, ZHR 167 (2003), S. 178.

⁹³⁰ Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 118.

⁹³¹ *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 738, 739, 748.

⁹³² *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 194, n. 12, 96 S.Ct. 1375, 47 L.Ed.2d 668 (1976).

⁹³³ *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.* 551 U.S. 308, 127 S.Ct. 2499, 2507 U.S., 2007.

⁹³⁴ *Ottmann v. Hanger Orthopedic Group, Inc.* 353 F.3d 338, 343 C.A.4 (Md.), 2003 mit weiteren Nachweisen aus der Rechtsprechung.

⁹³⁵ Baums, ZHR 167 (2003), S. 139 (190 f.).

⁹³⁶ "a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud", *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193. Fn. 12 (1976).

⁹³⁷ Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 119.

der bekannt war, oder die zumindest so offensichtlich war, dass sie dem Beklagten hätte bekannt sein müssen.⁹³⁸ Durch diese gesteigerte Form der bewussten Fahrlässigkeit wäre auch nach deutschem Recht die Schwelle zum Vorsatz überschritten, so dass *severe recklessness* dem Eventualvorsatz gleichgesetzt werden kann.

e) Reliance und Causation

Die Informationspflichtverletzung muss für Wertpapiertransaktion ursächlich gewesen sein (Haftungs begründende Kausalität), zudem muss der Schaden beim Anleger durch dessen Kauf oder Verkauf der Wertpapiere entstanden sein (Haftungsausfüllende Kausalität). Hinsichtlich der haftungsausfüllenden Kausalität kommen die Gerichte dem Kläger in den Vereinigten Staaten entgegen, indem sie unter Anwendung der *fraud-on-the-market*-Theorie widerlegbar vermuten, dass sich der Anleger bei seiner Anlageentscheidung auf einen effizienten Kapitalmarkt verlassen hat, in dem sich eine Falschdarstellung direkt auf den Wertpapierpreis auswirkt (*efficient capital market hypothesis*).⁹³⁹ Für den Anleger ist die *fraud-on-the-market*-Theorie eine erhebliche Erleichterung. Naturgemäß stellt der Nachweis einer inneren Tatsache den Beweisführenden vor erhebliche Probleme.⁹⁴⁰ Durch die von der Rechtsprechung eingeführte Beweislastumkehr, obliegt es dem Beklagten nachzuweisen, dass der Kläger die Wertpapiere auch ohne die Fehlinformation gekauft hätte.

Beweiserleichterungen zugunsten des Klägers lässt die Rechtsprechung auch gelten, wenn der Anleger nicht durch eine Falschmeldung zu der schädigenden Transaktion veranlasst wurde, sondern durch eine pflichtwidrig unterlassene Veröffentlichung.⁹⁴¹ Ein hypothetischer Kausalitätsnachweis, durch den der Kläger das Gericht davon überzeugt, dass er bei ordnungsgemäßer Offenlegung des wahren Sachverhaltes das in Frage stehende Wertpapiergeschäft nicht getätigt hätte, wäre nicht möglich.⁹⁴² Nachdem der *Supreme Court* Kausalität als gegeben ansah, weil der Emittent seiner Offenlegungspflicht nicht nachkam, hat die überwiegende Anzahl der Instanzengerichte die Entscheidung dahingehend interpretiert, dass im Falle einer unterlassenen Veröffentlichung lediglich eine

⁹³⁸ *Broad v. Rockwell international Corp.*, 642 F.2d 929, 961, 962 (5th Cir), cert. denied, 454 U.S. 965 (1981); S. Kiernan v. Homeland Inc., 611 F.2d 785, 788 (9th Cir. 1984).

⁹³⁹ *Blackie v. Barrack*, 524 F. 2d 891 (9th Cir. 1975); *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 US 224, 241-249 (1988); Spindler, AcP 208 (2008), S. 283 (333); Baums, ZHR 167 (2003), S. 139 (184); Fleischer, DB 2004 S. 2031 (2034); Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 123 f.

⁹⁴⁰ Siehe oben S. 31.

⁹⁴¹ *Affiliated Ute Citizens v. United States* 406 V.S. 128 (1972).

⁹⁴² Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 121.

Kausalitätsvermutung besteht, die der Beklagte widerlegen kann.⁹⁴³

Das Problem der hypothetischen Kausalität besteht auch beim Insiderhandel, der über die Börse getätigt wird. Allerdings besteht es hier genau umgekehrt in der Weise, dass dem geschädigten Anleger jederzeit vorgehalten werden kann, er hätte das Finanzinstrument auch ohne das Tun des Insiders gekauft; das Verhalten des Insiders sei mithin nicht kausal für die Schädigung beim Anleger gewesen.⁹⁴⁴ Hierzulande stellt der Einwand der hypothetischen Kausalität eine nahezu unüberwindbare Hürde dar, während in den USA wiederum die *fraud-on-the-market*-Theorie weiterhilft. Mit dem Argument, der Anleger vertraue auf die Effizienz des Marktes, innerhalb dessen alle wesentlichen Informationen unmittelbar aufgenommen und in den Kurs eines Wertpapiers einfließen, wird Kausalität konstruiert.⁹⁴⁵ Denn die Effizienz ist nur solange gewährleistet, wie tatsächlich alle kurserheblichen Informationen korrekt veröffentlicht werden. Hält ein Insider Informationen zurück, die für die Preisbildung erheblich sind, wird das Vertrauen der Anleger in den Markt enttäuscht.⁹⁴⁶ Das kausale Verhalten des Insiders besteht darin, dass er nicht einen Anleger ganz konkret durch eine Fehlinformation täuscht, sondern einen Betrug am Markt begeht, auf den sich der Geschädigte berufen kann.⁹⁴⁷

f) Umfang des Schadensersatzes

Der Umfang eines etwaigen Schadensersatzanspruchs ist auch in den USA nicht erschöpfend geklärt, zumal *rule 10b-5* selbst keinen Aufschluss über die Schadensermittlung gibt. Im Wesentlichen haben sich zwei Arten der Schadensermittlung herausgebildet: Auf der einen Seite Naturalrestitution, die auf die Rückabwicklung des Vertrages gerichtet ist (*Rescission*). Wertpapiere werden nicht zwangsläufig zurückgegeben bzw. geliefert, sondern können auch bar abgerechnet werden (*rescissionary damages*).⁹⁴⁸ Auf der anderen Seite steht der Ersatz des Kursdifferenzschadens (*out of pocket damages*), d. h. die Differenz zwischen dem Kauf- oder Verkaufspreis und dem Preis, der sich ohne die Pflichtverletzung ergeben hätte.⁹⁴⁹ Ob Restitution oder Kompensation gewährt

⁹⁴³ Sauer aaO, S. 122 m.w.N.

⁹⁴⁴ Siehe oben S. 18.

⁹⁴⁵ Steinhauer, Insiderhandelsverbot, S. 161.

⁹⁴⁶ Steinhauer aaO.

⁹⁴⁷ Kaplan v. Rose, 49 F. 3d 1363, 1375 - 1378 (9th Cir. 1994), cert. denied, 116 S.Ct.58 (1995).

⁹⁴⁸ Baums, ZHR 167 (2003), S. 139 (188).

⁹⁴⁹ *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 155 (1972); *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 661-662 (1986).

wird, liegt im Ermessen des Gerichts.⁹⁵⁰ Um den Anleger bei Gewährung des Kursdifferenzschadens nicht besser zu stellen, als er ohne die Pflichtverletzung stünde, ist der Umfang des Schadensersatzes durch die Einführung von *section 21D(e)* SEA begrenzt worden. Danach darf, wenn Schadensersatz in Geld gewährt wird, der Betrag des zugesprochenen Schadensersatzes nicht höher sein als der Unterschiedsbetrag zwischen dem zu hohen Kaufpreis (bzw. dem zu niedrigen Verkaufspreis) des Anlegers und dem durchschnittlichen Börsenpreis des betreffenden Wertpapiers innerhalb 90 Tagen nach Korrektur der Falschinformation am Markt.⁹⁵¹ Sollten die Wertpapiere binnen dieser Frist verkauft worden sein, beschränkt sich die Frist auf die Zeitspanne bis zum Verkauf.

Eine Beschränkung des Schadensersatzes der Höhe nach sieht die Rechtsprechung auch in Fällen des unerlaubten Insiderhandels vor. Diese Notwendigkeit ergibt sich aus der erheblichen Anzahl der Anspruchsgläubiger. Anspruchsberechtigt ist bei *face-to-face*-Geschäften derjenige, dem der Insider als Vertragspartner die Insiderinformation hätte offenbaren müssen.⁹⁵² Wendet man diesen Grundsatz auch bei Börsengeschäften an, wäre der Insider nur denjenigen Personen auf der Marktgegenseite zum Schadensersatz verpflichtet, die das entsprechende Gegengeschäft getätigt haben.⁹⁵³ Das Problem besteht allerdings darin, dass sich bei Geschäften über die Börse Käufer und Verkäufer nicht kennen, eine Identifizierung der Anspruchsberechtigten mithin nicht möglich ist. Dem hat die Rechtsprechung abgeholfen, indem sie das *contemporaneous-trading*-Kriterium entwickelte.⁹⁵⁴ Danach genügt auf Klägerseite bereits der Nachweis, dass der Geschädigte zur gleichen Zeit auf der Marktgegenseite tätig war. Da dies wiederum zu einer erheblichen Ausweitung der Anspruchsgläubiger führen kann, soll der Umfang sämtlicher Ersatzansprüche auf den Gewinn des Insiders beschränkt werden.⁹⁵⁵

2. Section 20A SEA 1934

a) Privatklagerecht des Contemporaneous Trader gegen den Insider

Seit dem Inkrafttreten des *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* von 1988 (ITSFEA)⁹⁵⁶ enthält der *Securities Exchange Act* eine konkrete

⁹⁵⁰ Baums, ZHR 167 (2003), S. 139 (188).

⁹⁵¹ Baums ZHR 167 (2003), S. 139 (188).

⁹⁵² Steinhauer, Insiderhandelsverbot, S. 165.

⁹⁵³ So entschieden in *Fridrich v. Bradford*, 542 F. 2d 307, 318 (6th Cir. 1976).

⁹⁵⁴ *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 44 L. Ed. 2d 539, 95 S. Ct. 1917 (1975).

⁹⁵⁵ *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 635 F. 2d 156, 170 (2d Cir. 1980).

⁹⁵⁶ Pub. L. No. 100-704, 102 Stat. 4677 (1988).

Anspruchsgrundlage für Anleger, die durch Insiderhandel geschädigt wurden. *Section 20A(a)* SEA 1934 gewährt jedem ein privates Klagerecht, der zeitgleich mit dem Insider die betreffenden Wertpapiere gehandelt hat. Und das unabhängig davon, ob Insiderhandel nach der *disclose or abstain rule* oder nach der *misappropriation theory* begründet wird.⁹⁵⁷ Faktisch ist damit das *contemporaneous trading requirement* vom Gesetzgeber in kodifiziertes Recht übernommen worden. Allerdings beschränkt *section 20A(b)* SEA die Ansprüche auf die Gewinne des Insiders bzw. auf die vermiedenen Verluste. Sie sind zudem um jene Beträge zu kürzen, die der Insider aufgrund von Gerichtsentscheidungen in derselben Sache bereits herauszugeben hatte. Die Verjährungsfrist für Ansprüche nach *section 20A* SEA beträgt fünf Jahre ab der letzten Insidertransaktion.⁹⁵⁸ Andere Anspruchsgrundlagen oder gar *enforcement actions* der SEC werden von *section 20A* SEA nicht berührt.⁹⁵⁹

b) Definition des Begriffs „Contemporaneous“

Eine Definition des Begriffs *contemporaneous* enthält die Vorschrift nicht. Allgemein gilt, dass der Kläger gehandelt haben muss, während auch der Insider gehandelt hat.⁹⁶⁰ In *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp.* bestätigte der *Second Circuit* eine Entscheidung des Bezirksgerichts, das Wilsons Klage in der Vorinstanz abgewiesen hatte, weil dieser nicht nachweisen konnte, dass er die Papiere an jenem Tag kaufte, als Insider unter Verwendung unveröffentlichter Informationen Aktien verkauften.⁹⁶¹ Das Gericht bezog sich dabei auf seine Entscheidung in *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*⁹⁶² Dort verkauften Insider Aktien innerhalb einer Zeitspanne von vier Tagen. Der Kläger kaufte Aktien an zwei dieser vier Tage, womit ihn das Gericht als *contemporaneous trader* akzeptierte.⁹⁶³ In *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp.* sah das Gericht dagegen keine Notwendigkeit für einen Schutz des Anlegers. Lediglich demjenigen, der zeitgleich als Gegenpartei in Frage kommt, schulde der Insider nach der *disclose-or-abstain*-Formel Aufklärung. Andere Anleger würden nicht unter den Nachteilen des Insiderhandels leiden, da sie wegen der zeitlichen Diskrepanz zum Insider-Deal nicht mit jemandem handeln, der

⁹⁵⁷ Steinhauer, Insiderhandelsverbot, S. 167.

⁹⁵⁸ *Section 20A(b)(4)* SEA.

⁹⁵⁹ *Section 20A(d), (e)* SEA.

⁹⁶⁰ *Section 20A(a)* SEA.

⁹⁶¹ *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp.*, 648 F.2d 88, 92 (2d Cir. 1981).

⁹⁶² 495 F.2d 228, 237 (2d Cir. 1974).

⁹⁶³ *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228, 237 (2d Cir. 1974).

über einen unfairen Wissensvorsprung verfügt.⁹⁶⁴

Die enge Auslegung des Begriffs „*contemporaneous*“ ist nicht unumstritten. Kritisiert wird, dass der Gesetzgeber einerseits durch den ITSFEA den Kampf gegen Insiderhandel verschärfen wollte, andererseits *section 20A SEA* so formuliert, dass sich eine enge Auslegung des Begriffs „*contemporaneous*“ durch die Gerichte geradezu aufdrängt.⁹⁶⁵ Favorisiert wird stattdessen eine Ausgestaltung der Vorschrift in der Weise, dass sie Klagen von Anlegern ermöglicht, die einen Schaden durch Insider erlitten haben ungeachtet dessen, ob sie zeitgleich mit dem Insider gehandelt haben oder nicht.⁹⁶⁶

c) Wertpapiere derselben Klasse

Bei den gehandelten Papieren des Insiders und des Klägers muss es sich um Wertpapiere derselben Klasse handeln. Offen ist wiederum, welche Papiere eine solche Klasse bilden. Teilweise wird angenommen, es müsse dasselbe Investmentvehikel sein.⁹⁶⁷ Eine andere Definition geht davon aus, dass lediglich Papiere derselben Gesellschaft solche derselben Klasse sind.⁹⁶⁸ In *Laventhall v. General Dynamics Corp.* hat das Berufungsgericht für den Achten Bezirk eine Entscheidung des Bezirksgerichts bestätigt, indem es die Klage eines Anlegers zurückwies, der Call Optionen auf Aktien von General Dynamics gekauft hatte.⁹⁶⁹ Ebenso wie das Instanzengericht war das Berufungsgericht der Auffassung, dass der Beklagte gegenüber einem Halter von Optionen gar keine Pflicht zur Offenlegung der Insiderinformation hätte, weil der Kauf von Optionen keine Einlage in die Gesellschaft darstellt. Letztere Auffassung ist zu Recht kritisiert worden, weil der Optionspreis direkt vom Underlying abhängt und Insiderhandel mit dem Underlying zu nachteiligen Kursbewegungen beim Optionspreis führen kann.⁹⁷⁰ Es zeigt aber auch, dass eben jene aus Insiderhandel resultierenden nachteiligen Kursbewegungen nur bedingt als schädigendes Ereignis anerkannt werden. So haben sich letztlich zwei denkbare Definitionen zum Begriff der „selben Klasse“ herausgebildet: Auf der einen Seite hat sich eine enge Definition herausgebildet, die ausschließlich identische Anlagevehikel erfasst, so dass ein physikalischer Austausch der Wertpapiere zwischen Insider und Kläger zu-

⁹⁶⁴ *Wilson v. Comtech Telecommunications Corp.*, 648 F.2d 88, 95 (2d Cir. 1981).

⁹⁶⁵ Chmiel, 1990 U. Ill. L. Rev. 645, 670, 671.

⁹⁶⁶ Chmiel, 1990 U. Ill. L. Rev. 645, 670.

⁹⁶⁷ *Laventhall v. General Dynamics Corp.*, 704 F.2d 407, 412 (8th Cir.), cert. denied, 469 U.S. 846 (1983); *O'Connor & Assocs. v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, 559 F. Supp. 800, 803 (S.D.N.Y. 1983).

⁹⁶⁸ *Backman v. Polaroid Corp.*, 540 F. Supp. 667, 671 (D. Mass. 1982).

⁹⁶⁹ 704 F.2d 407, 408, 409 (8th Cir.).

⁹⁷⁰ Chmiel, 1990 U. Ill. L. Rev. 645, 668.

mindest theoretisch möglich ist. Auf der anderen Seite existiert eine weite Begriffbestimmung, die sich allgemeiner auf sämtliche Anlageformen bezieht, die dem Einfluss der Insiderinformation unterliegen. Einer effizienten Bekämpfung des Insiderhandels wäre es zweifellos zuträglicher, wenn sich ein Anspruch nach *section 20A(a) SEA* auch auf Derivate des Insiderpapiers beziehen würde.

C. Der Schutz des Auskunftspflichtigen

I. Der Zeugenstatus des Auskunftspflichtigen

Im Gegensatz zum Verfahren vor einem Geschworenengericht, in dem die Zielperson der Ermittlungen zumeist eindeutig identifiziert ist, kennt eine SEC-Untersuchung weder Beschuldigte noch Betroffene. Der Adressat etwaiger Ermittlungsmaßnahmen ist im Verfahren der SEC ausschließlich Zeuge. Das hat Konsequenzen für die Rechte des Auskunftspflichtigen, da in den USA ebenso wie hierzulande die Mitwirkungspflichten von Zeugen umfangreicher sind als die des Beschuldigten.⁹⁷¹ Dementsprechend ist es auch nicht notwendig, dass die Kommission dem Auskunftspflichtigen mitteilt, gegen wen sich die nicht-öffentlichen Ermittlungen richten, wenn er per Vorladung zur Aussage oder Dokumentenvorlage aufgefordert wird.

Der oberste Gerichtshof der Vereinigten Staaten hat in diesem Zusammenhang klargestellt, dass eine derartige Anzeigepflicht den legitimen Ermittlungen der SEC entgegenstehen würde.⁹⁷² Ausgerechnet jene Personen, die etwas zu verbergen haben, könnten durch die Bekanntgabe der Ermittlungsziele in die Lage versetzt werden, die Untersuchung zu behindern. Angesichts der Verantwortung, die die Kommission in Bezug auf die von ihr geführten Untersuchungen hat, sei weder ein Gesetz noch ein anderer rechtsstaatlicher Maßstab zu finden, der eine Anzeige gegenüber Dritten zwingend notwendig machen würde.⁹⁷³

II. Journalist's Privilege

Der erste Zusatz der Verfassung der Vereinigten Staaten umfasst neben den elementaren Menschenrechten wie Meinungs-, Religions- oder Versammlungsfreiheit auch den Schutz der Presse vor staatlichen Eingriffen. Da sich die Untersuchungsbefugnisse der SEC ohne weiteres auch gegen Dritte richten können, wird der erste Verfassungszusatz immer dann bedeutsam, wenn Verstöße

971 Schmid, Strafverfahren und Strafrecht in den Vereinigten Staaten, S. 129.

972 SEC v. O'Brien, 467 U.S. 735, 750 (1984).

973 SEC v. O'Brien, 467 U.S. 735, 741f. (1984).

gegen die einschlägigen Wertpapiergesetze durch Berichte in den Medien aufgedeckt werden. Allgemein anerkannt ist, dass Journalisten in diesen Fällen berechtigt sind, ihre Quellen geheim zu halten.⁹⁷⁴ Dieses Recht steht aber ausschließlich Journalisten zu und nur sie selbst können darauf verzichten.

Weder die Pressefreiheit noch das daraus resultierende *journalist's privilege* sind jedoch absolut. Eingriffe können gerechtfertigt sein, wenn die zurückgehaltenen Informationen unerlässlich sind, um bestimmte Ansprüche oder Behauptungen aufrecht zu erhalten und eine anderweitige Beschaffung nicht möglich ist. In derartigen Konflikten obliegt es wiederum den Gerichten, zwischen dem Informationsbedürfnis der beteiligten Parteien und den verfassungsmäßig garantierten Rechten der Journalisten abzuwägen.⁹⁷⁵

III. Schutz der Privatsphäre

Der vierte Zusatz zur US-amerikanischen Verfassung garantiert die Sicherheit der Person, der Wohnung und der persönlichen Aufzeichnungen und Vermögenswerte gegen ungerechtfertigte Durchsuchungen und Beschlagnahmungen.⁹⁷⁶ Um zu gewährleisten, dass Eingriffe in dieses Recht eine möglichst geringe Belastung für den Einzelnen darstellen, sind Zwangsmaßnahmen nur zulässig, wenn sie in ihrer Reichweite beschränkt, zweckmäßig und hinreichend bestimmt sind.⁹⁷⁷ Insbesondere Durchsuchungen von Privathäusern oder sonstigem Privateigentum sind ohne richterlichen Durchsuchungsbeschluss unrechtmäßig.⁹⁷⁸

Neben natürlichen Personen erfasst der persönliche Schutzbereich des vierten Verfassungszusatzes auch Kapitalgesellschaften.⁹⁷⁹ Allerdings können die Rechte einer Gesellschaft nicht ohne weiteres durch deren Teilhaber geltend gemacht werden.⁹⁸⁰ Ebenso betreffen behördliche Maßnahmen gegen Kreditinstitute zur Beschaffung kontobezogener Aufzeichnungen nicht die jeweiligen Bankkunden, da es sich hierbei nicht um persönliche Dokumente des Kunden, sondern um Geschäftsunterlagen handelt, die ausschließlich im Eigentum des Institutes ste-

⁹⁷⁴ United States v. Cuthbertson, 630 F.2d 139, 147 (3d Cir. 1980); Riley v. City of Chester, 612 F.2d 708, 715 (3d Cir. 1979).

⁹⁷⁵ Liebhard v. Square D Co., No. 91- C-1103, 1992 U.S. Dist. LEXIS 11971, S. *2 (N.D. Ill. Aug. 4, 1992).

⁹⁷⁶ U.S. Const. amend. IV: „The right of the people to be secure in their persons, houses, papers, and effects, against unreasonable searches and seizures, shall not be violated (...).“

⁹⁷⁷ See v. City of Seattle, 387 U.S. 541, 544 (1967); United States v. Miller, 425 U.S. 435, 445-46 (1976).

⁹⁷⁸ See v. City of Seattle, 18 L. Ed. 2d 943, HN 2 (1967).

⁹⁷⁹ Hale v. Henkel, 201 U.S. 43, 76 (1906).

⁹⁸⁰ Lagow v. United States, 159 F.2d 245, 246 (2d Cir. 1946).

hen.⁹⁸¹

IV. Selbstbelastungsfreiheit

Der fünfte Verfassungszusatz ist vor allem Ausdruck des *Nemo-tenetur*-Prinzips, nach dem niemand im Rahmen eines repressiven Verfahrens gezwungen werden darf, als Zeuge gegen sich selbst aufzutreten.⁹⁸² Zu beachten ist dabei, dass *witnesses* nach angloamerikanischem Rechtsverständnis nicht ausschließlich Personen sind, die in mündlicher Form Zeugnis ablegen, sondern auch zur Vorlage von Urkunden aufgefordert werden können.⁹⁸³ Der *nemo-tenetur*-Grundsatz ist daher nicht anders als hierzulande zu verstehen und entbindet ganz allgemein davon, an der eigenen Überführung mitwirken zu müssen.

Auch in den USA können Zeugen nur ausnahmsweise die Auskunft verweigern, wenn sie sich andernfalls selbst der Gefahr der Strafverfolgung aussetzen würden.⁹⁸⁴ Da die Befragten im Untersuchungsverfahren der SEC ausschließlich den Status von Zeugen haben, ist grundsätzlich jedermann zur Aussage oder Vorlage von Dokumenten verpflichtet. Allerdings können die Äußerungen sowie die vorgelegten Unterlagen in den meisten Prozessen vor amerikanischen Gerichten gegen den Zeugen selbst verwendet werden.⁹⁸⁵ Demnach kann der Zeuge unter Berufung auf den fünften Verfassungszusatz die Vorlage selbst belastender Unterlagen ebenso verweigern wie die Auskunft auf Fragen, deren Beantwortung ihn selbst bezichtigen würde.

1. Geltendmachung

Die sich aus dem fünften Verfassungszusatz ergebenden Rechte sind höchstpersönlich.⁹⁸⁶ Demzufolge besteht die Kommission grundsätzlich darauf, dass der Befragte erscheint und von seinem Auskunftsverweigerungsrecht persönlich Gebrauch macht. In Einzelfällen wurde jedoch anstelle des persönlichen Erscheinens auch die Abgabe einer verkörperten eidesstattlichen Erklärung durch den Zeugen zugelassen.⁹⁸⁷ Um sich erfolgreich auf den fünften Verfassungszusatz berufen zu können, müsste sich der Zeuge im Falle der Beantwortung be-

⁹⁸¹ United States v. Miller, 425 U.S. 435, 440 (1976).

⁹⁸² U.S. Const. amend. V: „No person (...) shall be compelled in any criminal case to be a witness against himself (...).“

⁹⁸³ Vgl. Hale v. Henkel, 1906 U.S. LEXIS 1815, 1, 2 f.

⁹⁸⁴ Brown v. Walker, 161 U.S. 591, 614 (1896).

⁹⁸⁵ United States v. Unruh, 855 F.2d 1363, 1374 (9th Cir. 1987); zitiert von United States v. Teyibo, 877 R. Supp. 846, 855 (S.D.N.Y. 1995).

⁹⁸⁶ Couch v. United States, 409 U.S. 322, 328 (1973).

⁹⁸⁷ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 71.

stimmter Fragen bzw. durch die Vorlage bestimmter Unterlagen tatsächlich der Gefahr einer strafrechtlichen Verfolgung aussetzen. Allein die Beschädigung des guten Rufes oder die Kränkung der persönlichen Ehre sind nicht ausreichend.⁹⁸⁸ Genießt der betroffene Zeuge allerdings Immunität oder sind begangene Straftaten bereits verjährt, entfällt auch das Privileg des fünften Verfassungszusatzes, da eine strafrechtliche Verfolgung nunmehr ausgeschlossen ist.

2. Geltungsbereich

Der Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit schützt ausschließlich natürliche Personen und demnach nur die Gesellschaftsform des Einzelkaufmannes. Nicht geschützt sind dagegen juristische Personen und mithin auch nicht die Kapitalgesellschaften.⁹⁸⁹ Ebenso wenig fallen deren Organe bzw. leitende Angestellte unter den fünften Verfassungszusatz, wenn sie zur Herausgabe unternehmensbezogener Unterlagen aufgefordert werden. Das gilt selbst dann, wenn sich die Aufzeichnungen im Besitz der Person befinden und sie im Falle der Herausgabe zweifelsfrei belasten würden.⁹⁹⁰ Darüber hinaus können allgemeine Gesetze das Recht auf Auskunfts- bzw. Herausgabeverweigerung einschränken.⁹⁹¹

Schließlich ist auch ein Verzicht möglich. Die freiwillige Preisgabe selbst belastender Tatsachen verpflichtet den Zeugen jedoch, im Rahmen dieser Tatsachen weitere Fragen zu Details zu beantworten.⁹⁹² Ähnliches gilt für Verfahren im Anschluss an die SEC-Untersuchung. Die freiwillige Auskunft vor der Kommission wirkt auch in nachfolgenden Zivil- oder Strafprozessen fort.⁹⁹³ Eine Verweigerung der Auskunft unter Hinweis auf den fünften Verfassungszusatz bleibt bezüglich der bereits mitgeteilten Tatsachen fortan verwehrt.

3. Auswirkungen

Beruft sich ein Zeuge auf den fünften Verfassungszusatz, bleibt seine Weigerung, Auskunft zu erteilen bzw. die geforderten Beweise vorzulegen, nicht unbedingt ohne Konsequenzen. Spätestens mit Beginn eines Zivil- oder Verwaltungsverfahrens besteht die Möglichkeit, sein Schweigen zu interpretieren. Denn anders als in einem Strafprozess, dürfen die Gerichte in Zivil- oder

⁹⁸⁸ Hale v. Henkel, 201 U.S. 43, 66 f. (1906).

⁹⁸⁹ Bellis v. United States, 417 U.S. 85, 87 f. (1974); SEC v. Kingsley, 510 F. Supp. 561, 563 (D.D.C. 1981).

⁹⁹⁰ Braswell v. United States, 487 U.S. 99, 117 (1988); Bellis, 417 U.S. at 88.

⁹⁹¹ Shapiro v. United States, 335 U.S. 1, 7 (1948); United States v. Lehman, 887 F.2d 1328, 1332-33 (7th Cir. 1989).

⁹⁹² Rogers v. United States, 340 U.S. 367, 372-74 (1951).

⁹⁹³ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 72 (1997).

Verwaltungsverfahren aus der Weigerung, konkrete Fragen zu beantworten, für den Befragten nachteilige Schlüsse ziehen.⁹⁹⁴ Ein Zeuge kann sich somit in einer von der SEC geführten Untersuchung auf sein Auskunftsverweigerungsrecht berufen, sollte aber in einem anschließenden Zivil- oder Verwaltungsprozess davon absehen, wenn er belastende Schlussfolgerungen durch den Richter vermeiden will.

Selbst die Weigerung des Zeugen im Rahmen einer SEC-Untersuchung kann bereits Folgen haben. Zwar ist es hier kein Richter, der seine Schlüsse aus dem Verhalten des Zeugen zieht, doch auch die ermittelnden Beamten der Aufsichtsbehörde kommen nicht umhin, fehlende Kooperationsbereitschaft zu deuten. Unter bestimmten Voraussetzungen wird man der Kommission daher empfehlen, das Schweigen des Zeugen zu dessen Nachteil auszulegen und so ein womöglich ausschlaggebendes Argument für die Einleitung eines sich anschließenden Verfahrens gegen den nunmehr Beschuldigten liefern.⁹⁹⁵

4. Immunität

Zeugen kann während der Ermittlungen eine auf deren Aussage beschränkte Immunität gewährt werden. Eine solche Maßnahme muss im Einzelfall angemessen sein und Fortschritte hinsichtlich der Untersuchung erwarten lassen. Durch die Immunität des Zeugen können dessen Aussagen bzw. darauf basierende Informationen in einem Strafverfahren nicht mehr gegen ihn verwendet werden.⁹⁹⁶ Diese Beschränkung gilt jedoch ausschließlich für Strafprozesse und schon nicht mehr für die durch die Kommission einzuleitenden Verfahren. So schützt die Immunität während der Untersuchung durch die Kommission nicht in einem sich anschließenden zivil- oder verwaltungsrechtlichen Prozess.⁹⁹⁷ Spätestens hier können auch die selbst belastenden Aussagen oder Dokumente voll in die Beweisverwertung eingehen. Die Gewährung von Immunität ist in verschiedenen Gesetzen geregelt und bedarf zudem der Genehmigung durch den Generalstaatsanwalt der Vereinigten Staaten von Amerika.

Dem Zeugen kann auch gegen seinen Willen Immunität gewährt werden. Beruft sich der Befragte während der Untersuchung auf seine Selbstbelastungsfreiheit aus dem fünften Verfassungszusatz und verweigert die Aussage mit Hinweis auf sein Schweigerecht, kann die Kommission beim Generalstaatsanwalt Immunität

994 SEC v. Musella, 578 F. Supp. 425, 429 (S.D.N.Y. 1984), bestätigt in 898 F.2d 138 (2d Cir. 1990).

995 McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 73 (1997).

996 Kastigar v. United States, 406 U.S. 441, 453 (1972).

⁹⁹⁷ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 74.

für den Zeugen beantragen.⁹⁹⁸ Wird dem Antrag stattgegeben, erlässt die Kommission eine Verfügung, in der sie die Immunität des Zeugen erklärt und erzwingt dessen Aussage. Wurde dem Befragten aufgrund der Verfügung Immunität gewährt, ist er wie jeder andere Zeuge sowohl in der laufenden Untersuchung als auch in einem anschließenden Verfahren zur Aussage verpflichtet.

V. Beachtung strafprozessualer Grundsätze in parallelen Verfahren

1. Allgemeines

Der vorsätzliche Verstoß gegen das US-amerikanische Wertpapierrecht hat neben zivil- und verwaltungsrechtlichen Sanktionen auch regelmäßig strafrechtliche Konsequenzen.⁹⁹⁹ Daher verlaufen Ermittlungen und Verfahren der SEC häufig parallel zu entsprechenden Aktivitäten des Justizministeriums. Die einschlägigen Gesetze sehen dabei vor, dass sich beide Behörden miteinander absprechen können, wobei insbesondere die SEC befugt ist, Beweise für Gesetzesverstöße an das Justizministerium weiterzureichen.¹⁰⁰⁰

Die Gefahr besteht darin, dass bereits durch das Untersuchungsverfahren der SEC strafprozessuale Beschränkungen umgangen werden. Während sich die Auskunftspflichten des Angeklagten nach der strengen Vorschrift des § 16 (b) der *Federal Rules of Criminal Procedure* richten, erhält die Kommission ihre erweiterten Befugnisse bereits mit Beginn der formellen Ermittlungen, die lediglich Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das geltende Wertpapierrecht voraussetzen. Zeugen können von diesem Zeitpunkt an per Vorladung zur Aussage oder Vorlage bestimmter Unterlagen verpflichtet werden, wobei sämtliche Angaben in einem sich anschließenden Prozess gegen ihn verwendet werden können. Zwar steht dem Betroffenen eine Reihe von Rechten zu, wie etwa das Privileg, sich nicht selber bezichtigen zu müssen. Dennoch wird der vorgeladene Zeuge bereits in diesem frühen Stadium der Untersuchung vor die Wahl gestellt, sich entweder selbst zu belasten, oder mit Berufung auf den fünften Verfassungszusatz die Antwort auf bestimmte Fragen zu verweigern, obwohl gegen ihn weder eine Anklage erhoben noch zugelassen wurde. Selbst wenn sich der Zeuge auf sein Schweigerecht beruft, ist das mithin ein deutlicher Hinweis an die Justizbehörden, Ermittlungen gegen den Zeugen zu beginnen oder zu vertiefen.

⁹⁹⁸ Vgl. *United States v. Abrams*, 357 F.2d 539, 548-49 (2d Cir. 1996) im konkreten Fall jedoch ablehnend.

⁹⁹⁹ Sec. 24 SA, 32(a) SEA.

¹⁰⁰⁰ Vgl. oben A. IV. 3.

Entsprechendes gilt für die sich an die Untersuchung anschließenden Gerichtsverfahren, an denen die SEC unmittelbar beteiligt ist. Insbesondere der Zivilprozess bietet dabei eine Reihe von Möglichkeiten, den Beklagten sowie unbeteiligte Dritte bis ins Detail auszuforschen.¹⁰⁰¹ Im Anschluss an den Prozess einleitenden Schriftwechsel tritt das Verfahren in das dem deutschen Recht unbekanntes Stadium der Beweisermittlung (*pretrial discovery*). Im Rahmen der weitgehend gerichtsunabhängigen Beweisermittlung sind die Parteien ermächtigt, eidliche Vernehmungen (*depositions*) durchzuführen und/oder schriftliche, an Eides statt zu beantwortende Fragen zu stellen (*written interrogatories*).¹⁰⁰² Darüber hinaus kann die Vorlage von Urkunden und anderen Gegenständen ebenso erzwungen werden wie die Durchführung von Ortsbesichtigungen.¹⁰⁰³ Die zivilrechtliche Klagebefugnis und Parteistellung im Zivilverfahren ergibt sich für die SEC u.a. aus § 20 (b) SA und § 21 (d) SEA. Demnach gelten die vorstehenden Befugnisse auch für die Kommission, die vom Beklagten die Herausgabe bzw. Preisgabe sämtlicher Informationen verlangen kann, die auch nur im Entferntesten zur Klärung des fraglichen Sachverhalts beitragen können. In Anbetracht der Konsequenzen, die dem Beklagten durch ein Urteil drohen, stehen ihm auch während des Beweisermittlungsverfahrens bestimmte Rechte zu. Neben dem Schutz des Anwalt-Mandanten-Verhältnisses und der *work-product-doctrine*, existiert auch im Zivilprozess die Selbstbelastungsfreiheit des fünften Verfassungszusatzes.¹⁰⁰⁴ Anders als im Strafverfahren ist der Richter jedoch in einem Zivil- oder Verwaltungsgerichtsprozess berechtigt, nachteilige Schlüsse zu Lasten des Beklagten aus dessen Geltendmachung des Schweigerechts zu ziehen.¹⁰⁰⁵ Der Druck, zur Sicherung der eigenen Rechtsposition auszusagen, ist deswegen im Zivil- oder Verwaltungsverfahren ungleich größer als im Strafverfahren, auch wenn dadurch die Gefahr der Selbstbezeichnung entsteht.

2. Vorübergehende Aussetzung paralleler Verfahren

Um einer Umgehung strafprozessualer Rechte entgegenzuwirken, besteht die Möglichkeit, eine zeitweilige Aussetzung der zivilen oder verwaltungsrechtlichen Verfahren zu beantragen, bis das Strafverfahren gegen die betreffende Person abgeschlossen wurde. Eine Entscheidung darüber liegt im Ermessen des

¹⁰⁰¹ Lange/Black, Der Zivilprozeß in den Vereinigten Staaten, Rn. 53.

¹⁰⁰² Schurtman/Walter, Der amerikanische Zivilprozeß, S. 60 ff.

¹⁰⁰³ Schack, Einführung in das US-amerikanische Zivilprozessrecht, S. 45.

¹⁰⁰⁴ Hoffman v. United States, 341 U.S. 367, 373 (1951).

¹⁰⁰⁵ Baxter v. Palmigiano, 425 U.S. 308, 318 (1976).

zuständigen Bundesgerichts, das eine Aussetzung aus zweierlei Gründen anordnen kann: Zum einen, wenn davon auszugehen ist, dass durch die Fortführung der fraglichen Verfahren die Gefahr einer unzulässigen Vorverurteilung droht, zum anderen, wenn von Seiten der Behörden gezielt Beweisvorschriften umgangen werden sollen.¹⁰⁰⁶

Häufig beschließen Gerichte jedoch nur widerwillig die Aussetzung der Ermittlungen bzw. der sich anschließenden Prozesse, solange nicht offiziell Anklage gegen den Beschuldigten erhoben wurde. Es liegt daher im Interesse der Justiz, eine Anklage möglichst lange hinauszuzögern, da je länger das Verfahren vor der SEC läuft, umso mehr womöglich selbst belastende Aussagen durch den Beschuldigten zu erwarten sind. Folgerichtig wurde inzwischen vorgeschlagen, eindeutige Richtlinien zu schaffen, wann eine Anklage durch die Justiz spätestens zu erfolgen hat, um dem Beschuldigten vorzugsweise früh die Gefahr einer Selbstbezeichnung zu verdeutlichen.¹⁰⁰⁷

Die maßgebliche Entscheidung zu diesem Problem erging 1980 in der Sache SEC gegen *Dresser Industries*.¹⁰⁰⁸ In diesem Fall verweigerte der Adressat einer SEC-Anordnung die Vorlage der angeforderten Unterlagen. Diese waren von der Kommission zur Klärung eines Sachverhaltes beansprucht worden, der gleichzeitig Gegenstand strafrechtlicher Ermittlungen in einem *grand-jury*-Verfahren war. Die Kommission hatte bereits im Vorfeld der Anordnung dem Justizministerium Zugang zu den eigenen Ermittlungsakten gewährt. Der auskunftspflichtige *Dresser* argumentierte daraufhin, dass es sich bei der vorausgegangenen Gewährung der Akteneinsicht um eine Empfehlung an die Justiz handele, in dieser Sache eine strafrechtliche Verfolgung voranzutreiben. Zudem bedeute eine Durchsetzung der Vorladung zwangsläufig eine Ausweitung der strafprozessualen Ermittlungsbefugnisse, da mit einer Weitergabe an das Justizministerium automatisch zu rechnen sei.

Das Gericht hat dennoch die Rechtmäßigkeit der Anordnung bestätigt und führte dazu aus, dass die strengen Vorgaben für strafrechtliche Ermittlungen der *Federal Rules of Criminal Procedure* nur dann maßgeblich sind, wenn das Gericht bereits die Anklage gegen den Vorgeladenen zugelassen hat. Solange dies noch nicht gegeben ist, stelle die Durchsetzung einer SEC-Vorladung noch keine un-

1006 SEC v. Dresser Indus., Inc., 628 F.2d 1368, 1375-76 (D.C. Cir. 1980).

1007 Eckers, 27 Hofstra L. Rev. 109, 137 ff. (1998).

1008 SEC v. Dresser Indus., Inc., 628 F.2d 1368 (D.C. Cir. 1980).

zulässige Ausweitung der strafrechtlichen Ermittlungsbefugnisse dar.¹⁰⁰⁹

Bei der Frage, ob ein von der SEC angestregtes Zivilverfahren neben strafrechtlichen Ermittlungen auszusetzen ist, untersuchen die Gerichte, inwieweit die Selbstbelastungsfreiheit des fünften Verfassungszusatzes betroffen sein könnte. Aber auch in diesen Fällen neigen die Gerichte dazu, erst dann eine Aussetzung in Erwägung zu ziehen, wenn das strafprozessuale Hauptverfahren eröffnet ist.¹⁰¹⁰ Solange der Beschuldigte nicht unter Anklage steht, stehen auch hier seine Chancen schlecht, mit Hinweis auf den fünften Verfassungszusatz eine Aussetzung des Zivilverfahrens und insbesondere eine Aussetzung der *discovery* zu erwirken. Andererseits wird auf Antrag der Staatsanwaltschaften routinemäßig ein Zivilverfahren ausgesetzt, wenn die Gefahr besteht, dass der Beschuldigte die daraus resultierenden Möglichkeiten zu seinen Gunsten nutzen könnte.¹⁰¹¹

VI. Vertraulichkeit des Anwalt-Mandanten-Verhältnisses

Zeugen, die im Rahmen einer SEC-Untersuchung auftreten, können sich auf die Vertraulichkeit des Anwalt-Mandanten-Verhältnisses berufen. Es entbindet insbesondere den Mandanten davon, solche Informationen preiszugeben, die Gegenstand der vertraulichen Korrespondenz zwischen ihm und seinem Rechtsanwalt sind.¹⁰¹² Voraussetzung dafür ist zunächst, dass der Zeuge tatsächlich Mandant ist bzw. im Begriff war, einer zu werden, als er sich an den Anwalt wandte.¹⁰¹³ Darüber hinaus muss die Person, mit der die Kommunikation stattfand, Mitglied der Anwaltschaft sein und in diesem Zusammenhang auch als Rechtsanwalt gearbeitet haben. Vorrangiger Zweck des Kontaktes darf nur die Beratung oder der rechtliche Beistand in einem Verfahren gewesen sein. Kein Zeugnisverweigerungsrecht besteht dagegen, wenn sich der Mandant mit seinem Anwalt abgesprochen hat, um eine Straftat zu begehen.¹⁰¹⁴ Weiterhin muss sich der Zeuge auf dieses Privileg berufen, wobei er sich auch wahlweise durch seinen Anwalt oder durch eine andere Person vertreten lassen kann.¹⁰¹⁵

1009 SEC v. Dresser Indus., Inc., 628 F.2d 1368, 1381 (D.C. Cir. 1980).

1010 SEC v. First Fin. Group of Texas, 659 F.2d 660, 665 (5th Cir. 1981); United States v. Kordel, 397 U.S. 11-12 (1970).

¹⁰¹¹ SEC v. Chesterman, 861 F.2d 49, 51 (2d Cir. 1988); SEC v. Mersky, No. 93-5200, 1994 U.S. Dist. LEXIS 519 (E.D. Pa. Jan. 25, 1994).

¹⁰¹² Vgl. etwa Sec. 954 California Evidence Code.

¹⁰¹³ Zu den Voraussetzungen siehe United States v. United Shoe Mach. Corp., 89 F. Supp. 357, 358 f. (D. Mass. 1950).

¹⁰¹⁴ United States v. United Shoe Mach. Corp., 89 F. Supp. 357, 358 (D. Mass. 1950).

¹⁰¹⁵ Sec. 954 (b)(c) California Evidence Code.

Der sich auf das Anwalt-Mandanten-Verhältnis berufende Zeuge hat das Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen zu beweisen. Zudem müssen die im Zuge dieses Mandats ausgetauschten Informationen bis zum gegenwärtigen Zeitraum vertraulich sein.¹⁰¹⁶ Informationen oder Dokumente, die der Anwalt von dritter Seite erhalten hat, unterliegen nicht dem Vertrauensverhältnis und können daher vom Zeugen eingefordert werden.¹⁰¹⁷ Der Schutz des Anwalt-Mandanten-Verhältnisses bezieht sich auf den gesamten Zeitraum des Mandats unabhängig davon, ob es zum Zeitpunkt der Befragung noch besteht.¹⁰¹⁸

Die freiwillige Mitteilung an sich geschützter Informationen gegenüber Dritten, einschließlich der SEC, steht im Widerspruch zu einem vertraulichen Anwalt-Mandanten-Verhältnis und ist gleichbedeutend mit einem Verzicht des daraus resultierenden Zeugnisverweigerungsrechts.¹⁰¹⁹ Ob ein Zeuge durch seine Aussage bzw. durch die Vorlage von Dokumenten ganz oder teilweise auf sein Vorrecht verzichtet, bleibt im Einzelfall jedoch heftig umstritten.¹⁰²⁰

VII. Die Work-Product-Doktrin

Eine weitere Einschränkung der Ermittlungskompetenzen ergibt sich aus der Immunität des Anwalts gegenüber dem Auskunftsbegehren der Aufsichtsbehörde. Davon betroffen sind sämtliche Unterlagen, die der Anwalt im Vorgriff auf einen Prozess erlangt oder selbst angefertigt hat.¹⁰²¹ Allerdings gilt auch dieses Privileg nicht uneingeschränkt. Ist das betreffende Material für eine Partei unerlässlich, um sich auf ihren Prozess vorbereiten zu können, kann eine beschränkte Einsicht in die Unterlagen angeordnet werden, wenn eine anderweitige Beschaffung entsprechender Informationen nur unter übermäßigen Schwierigkeiten möglich wäre.¹⁰²² Ein Verzicht auf den durch die *Work-Product-Doctrine* gewährleisteten Schutz ist wiederum nur durch den jeweiligen Mandanten möglich, indem er eine Offenlegung der Dokumente gegenüber der SEC gestattet.¹⁰²³

¹⁰¹⁶ In re Martin Marietta Corp., 856 F.2d 619, 623 f. (4th Cir. 1988); In re Horowitz, 482 F.2d 72, 81 (2d Cir. 1973); United States v. Tellier, 255 F.2d 441, 447 (2d Cir. 1958).

¹⁰¹⁷ United States v. Doe, 959 F.2d 1158, 1165 (2d Cir. 1992).

¹⁰¹⁸ United States v. Foster, 309 F.2d 8, 15 (4th Cir. 1962).

¹⁰¹⁹ United States v. Billmyer, 57 F.3d 31, 36-37 (1st Cir. 1995); Westinghouse Elec. Corp. v. Republic of the Philippines Nat'l Power Corp., 951 F.2d 1414, 1425-26 (3d Cir. 1991).

¹⁰²⁰ Vgl. Pritchard-Keang Nam Corp. v. Jaworski, 751 F.2d 277, 281-82 (8th Cir. 1984); Diversified Indus., Inc. v. Meredith, 572 F.2d 596, 611 (8th Cir. 1978).

¹⁰²¹ Hickman v. Taylor, 329 U.S. 495, 509 f. (1947).

¹⁰²² Federal Rules of Civil Procedure § 26 (b) (3).

¹⁰²³ In re Steinhardt Partners, L.P., 9 F.3d 230, 235 f. (2d Cir. 1993); In re Leslie Fay Cos., Inc., Sec. Litig., 152 F.R.D. 42, 45 f. (D.C.N.Y. 1993).

VIII. Schutz interner Revisions-Berichte

Im Zuge der Ermittlungen kann es vorkommen, dass die SEC von einem Unternehmen die Vorlage seiner Revisions-Berichte verlangt.¹⁰²⁴ Diese Form der Informationsbeschaffung ist nicht unproblematisch. Gerade die Gefahr, sensible Unterlagen preisgeben zu müssen, könnte die Gesellschaften dazu bewegen, in Zukunft auf die Erstellung derartiger Berichte zu verzichten.¹⁰²⁵ Um eine solche Reaktion der Unternehmen zu verhindern, hat die Rechtsprechung in der Entscheidung *Bredice v. Doctors Hospital, Inc.* aus dem Jahr 1970 erstmalig das *self-evaluative privilege* entwickelt.¹⁰²⁶ Im Rahmen des *pre trial discovery* hatte der Kläger die Herausgabe von internen Prüfungs- und Untersuchungsberichten gefordert, die die Verfahrensabläufe innerhalb eines Krankenhauses und die regelmäßige Bewertung des dortigen medizinischen Personals betrafen. Die Veröffentlichung dieser internen Berichte wurde vom Gericht mit dem Argument abgelehnt, dass ein überwiegendes Interesse der Öffentlichkeit an kritischen internen Analysen eines Krankenhauses bestehe.¹⁰²⁷ Sofern diese Unterlagen an den Kläger herausgegeben würden, sei innerhalb des Krankenhauses eine offene und ehrliche Auseinandersetzung mit etwaigen Missständen nicht mehr gewährleistet, die jedoch für die zukünftige Verbesserung der Gesundheitsversorgung notwendig ist.¹⁰²⁸ Ausgehend von dieser Annahme hat das Gericht in der *Bredice*-Entscheidung die Geltendmachung des *self-evaluative privilege* an drei Voraussetzungen geknüpft: Erstens, die Informationen, die unter Verschluss gehalten werden sollen, müssen aus einer kritischen internen Untersuchung stammen. Zweitens muss die Gewinnung dieser Informationen im öffentlichen Interesse stehen und drittens müsste ein Mangel an Vertraulichkeit die Erhebung der Informationen in Zukunft behindern.¹⁰²⁹

Ein Jahr nach der *Bredice*-Entscheidung wandte ein weiteres Bundesgericht das *self-evaluative privilege* auf Untersuchungsberichte über unternehmensinterne Gleichbehandlungspraktiken (*equal employment opportunity practices*) an.¹⁰³⁰ Seither wurde das *self-evaluative privilege* den Beklagten in verschiedensten Bereichen zugestanden. Vor allem Bundesgerichte erkannten das Privileg an,

¹⁰²⁴ SEC v. Dean Witter Reynolds, Inc., Civil Action No. 4-89-236K/USDC/ND/TX/FORT WORTH DIV., Litig. Rel. No. 12047, 1989 SEC LEXIS 614 (Mar. 29, 1989).

¹⁰²⁵ Cobb v. Rockefeller Univ., 58 Fair Empl. Prac. Cas. (BNA) 184,185 (S.D.N.Y. 1991).

¹⁰²⁶ Bredice v. Doctors Hosp., Inc., 50 F.R.D. 249 (D.D.C. 1970).

¹⁰²⁷ Bredice v. Doctors Hospital, Inc. aaO.

¹⁰²⁸ Bredice v. Doctors Hospital, Inc. aaO.

¹⁰²⁹ Lindsay/Solbakken, 65 Brooklyn L. Rev. 459, 461.

¹⁰³⁰ Banks v. Lockheed Co., 53 F.R.D. 283 (N.D. Ga. 1971).

etwa bei Evaluationen im Bildungswesen,¹⁰³¹ internen Polizeiermittlungen,¹⁰³² Untersuchungen von Eisenbahnunfällen,¹⁰³³ Einschätzungen zur Produktsicherheit¹⁰³⁴ und – wenn auch nur in begrenztem Maße – bei Untersuchungen durch die SEC *Division of Enforcement*.¹⁰³⁵

Trotz dieser Entscheidungen hat sich das *self-evaluative privilege* bis heute nicht endgültig durchgesetzt,¹⁰³⁶ bei strafrechtlichen Ermittlungen ist es ohnehin nicht anwendbar.¹⁰³⁷ Viele Gerichte lehnen eine Anwendbarkeit selbst dann ab, wenn die zugrundeliegenden Tatsachen Sachverhalten entsprechen, in denen das Privileg von anderen Gerichten bejaht wurde.¹⁰³⁸ Andere Entscheidungen wiederum fordern so hohe Voraussetzungen, dass eine Anwendbarkeit auf interne Unternehmensrevisionen faktisch nicht mehr möglich ist.¹⁰³⁹ Diese gegenüber dem *self-evaluative privilege* bestehende Skepsis, hat sich in *Martin v. Potomac Electric Power Company*¹⁰⁴⁰ besonders deutlich offenbart. Für das Gericht bestanden erhebliche Zweifel an der Existenz einer offenen Auseinandersetzung mit internen Missständen, da die Untersuchungen gesetzlich vorgeschrieben waren.¹⁰⁴¹ Zudem würden die drohenden disziplinarischen Maßnahmen innerhalb des Unternehmens bereits von einer ehrlichen Evaluation abschrecken. Weiterhin argumentierte das Gericht – allerdings in einem Zirkelschluss – dass eine aufrichtige innerbetriebliche Untersuchung schon deswegen nicht erfolge, da viele Gerichte das *self-evaluative privilege* nicht anerkennen. Die Unternehmen könnten sich daher ohnehin nicht auf die vertrauliche Behandlung ihrer Prüfungsberichte verlassen.¹⁰⁴² Schließlich hat sich auch der *Supreme Court* nie für den Schutz von Revisionsberichten ausgesprochen – allerdings auch nie dage-

¹⁰³¹ EEOC v. University of Notre Dame, 715 F.2d 331 (7th Cir. 1983), verworfen durch University of Pennsylvania v. EEOC, 493 U.S. 182 (1990); Gray v. Board of Higher Educ., 692 F.2d 901 (2d Cir. 1982) allerdings ohne Anwendung im konkreten Fall; Keyes v. Lenoir Rhyne College, 552 F.2d 579 (4th Cir.), cert. denied, 434 U.S. 904 (1977).

¹⁰³² Elliot v. Webb, 98 F.R.D. 293 (D. Idaho 1983); Kott v. Perini, 283 F. Supp. 1 (N.D. Ohio 1968).

¹⁰³³ Southern Ry. v. Lanham, 403 F.2d 119 (5th Cir. 1968); Granger v. National R.R. Passenger Corp., 116 F.R.D. 507 (E.D. Pa. 1987); Richards v. Maine Cent. R.R., 21 F.R.D. 593 (D. Me. 1957).

¹⁰³⁴ Lloyd v. Cessna Aircraft Co., 74 F.R.D. 518 (E.D. Tenn. 1977).

¹⁰³⁵ Diversified Indus., Inc. v. Meredith, 572 F.2d 596 (8th Cir. 1977) (en banc); In re LTV Sec. Litig., 89 F.R.D. 595 (N.D. Tex. 1981).

¹⁰³⁶ Bush, 87 Nw. U.L. Rev. 597, 607, 608.

¹⁰³⁷ Duggin, 2003 Colum. Bus. L. Rev. 859, 899 Internal Corporate Investigations: Legal Ethics, Professionalism And The Employee Interview, Columbia Business Law Review 2003

¹⁰³⁸ Vgl. Davidson v. Light, 79 F.R.D. 137 (D. Colo. 1978), (kein Schutz interner Krankenhausberichte) mit Bredice v. Doctors Hosp., Inc., 50 F.R.D. 249 (D.D.C. 1970).

¹⁰³⁹ Roberts v. Carrier Corp., 107 F.R.D. 678, 685 (N.D. Ind. 1985); Webb v. Westinghouse Elec. Corp., 81 F.R.D. 431, 433-34 (E.D. Pa. 1978); Dickerson v. United States Steel Corp., 14 Fair Empl. Prac. Cas. (BNA) 1448, 1449 (E.D. Pa. 1976); Gillman v. United States, 53 F.R.D. 316, 319 (S.D.N.Y. 1971).

¹⁰⁴⁰ 58 Fair Empl. Prac. Cas. (BNA) 355 (D.D.C. 1990).

¹⁰⁴¹ 58 Fair Empl. Prac. Cas. (BNA) 355, 358.

¹⁰⁴² 58 Fair Empl. Prac. Cas. (BNA) 355, 359.

gen.¹⁰⁴³

Mittlerweile sind einige Bundesstaaten dazu übergegangen, das *self-evaluative privilege* zu kodifizieren. Louisiana sieht ein entsprechendes Recht für Banken vor,¹⁰⁴⁴ andere Staaten vor allem für Versicherungen.¹⁰⁴⁵ Ein Trend, der von der *US Chamber of Commerce* insbesondere in Bezug auf SEC-regulierte Unternehmen begrüßt worden ist, deren interne Revisionsberichte keine Blaupause für Klägeranwälte sein sollen.¹⁰⁴⁶ Sofern Unternehmen von der SEC zur Vorlage von internen Untersuchungsberichten aufgefordert wurden, offenbarte sich das ambivalente Verhältnis der US-Rechtsprechung zum *self-evaluative privilege*. In dem Zivilprozess *SEC v. Dean Witter Reynolds* versagte das Gericht der Behörde die Einsichtnahme, da die mit einer kritischen und offenen Evaluation einhergehenden Vorteile dem Auskunftsinteresse der SEC überwiegen.¹⁰⁴⁷ Demgegenüber stufen mehr und mehr Gerichte das Interesse des Staates an einer Untersuchung von Missständen beim Unternehmen höher ein, als die Gefahr, dass dessen zukünftige Revisionen weniger aufrichtig ausfallen könnten.¹⁰⁴⁸

IX. Privacy Act of 1974

Seit 1974 verbietet das amerikanische Datenschutzgesetz den Bundesbehörden eine Zweckentfremdung von gespeicherten personenbezogenen Daten.¹⁰⁴⁹ Darüber hinaus räumt es Betroffenen konkrete Rechte hinsichtlich des Umgangs mit ihren Informationen ein und gewährt sogar einen Anspruch auf Schadensersatz.¹⁰⁵⁰ Der *Privacy Act* ist mithin auch maßgeblich für die SEC und bestimmt deren Vorgehensweise bei der Beschaffung, Speicherung und Verbreitung von Informationen, die sie von Privatpersonen erhalten hat. Wie jede andere Bundesbehörde ist auch die SEC verpflichtet, sämtliche Datenbestände, die sie unterhält, genau zu bestimmen und die Öffentlichkeit über deren Existenz in Kenntnis zu setzen.¹⁰⁵¹

¹⁰⁴³ Conway, 68 S. Cal. L. Rev. 621, 634.

¹⁰⁴⁴ La. R. S. 6:284.1 (2006).

¹⁰⁴⁵ District of Columbia (D.C. Code 31-851 [2006]), Illinois (215 ILCS 5/155.35 [2005]), Kansas (60-3332 [2005]), Michigan (500.221 [2002]), New Jersey (17:23C [1999]), North Dakota (N.D. Cent. Code, 26.1-51 [2006]), Oregon (ORS 731.760-731.770 [2006]), Texas (751.001, 751.251 [2005]).

¹⁰⁴⁶ Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century, Report and Recommendations (2007), S. 140.

¹⁰⁴⁷ *SEC v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, Litig. Rel. No. 12,047, 1989 WL 256616 (S.E.C.).

¹⁰⁴⁸ *In re Grand Jury Proceedings*, 861 F. Supp. 386, 388 (D. Md. 1994); *Reich v. Hercules, Inc.*, 857 F. Supp. 367, 371 (D.N.J. 1994).

¹⁰⁴⁹ 5 U.S.C. § 552a(b).

¹⁰⁵⁰ 5 U.S.C. § 552a(g)(3)(B)(4).

¹⁰⁵¹ 5 U.S.C. § 552a (d) (1)-(3), (c) (3)-(6).

Privatpersonen, die zur Auskunft gegenüber der Kommission aufgefordert werden, ist zunächst mitzuteilen, welche Behörde die Angaben verlangt, und ob diese freiwillig oder obligatorisch sind. Ferner muss klargestellt werden, welchem Zweck die Erfassung dient bzw. ob personenbezogene Daten auch ohne das Einverständnis des Betroffenen gegenüber Dritten offen gelegt werden können.¹⁰⁵² Schließlich ist darauf hinzuweisen, welche Folgen eine Verweigerung der Informationen für den Betroffenen haben kann.¹⁰⁵³

Verstößt die Behörde gegen den *Privacy Act* kann das sowohl zivil- als auch strafrechtliche Konsequenzen haben. Natürliche Personen, deren Rechte durch die SEC verletzt wurden, können Ersatz des ihnen entstandenen Schadens einklagen.¹⁰⁵⁴ Der vorsätzliche Verstoß gegen den *Privacy Act* wird zudem mit einer Geldbuße geahndet, die sowohl gegen Mitarbeiter der SEC verhängt werden kann als auch gegen jeden Dritten, der sich unter Vorspiegelung falscher Tatsachen personenbezogene Daten von einer Behörde verschafft bzw. zu verschaffen versucht.¹⁰⁵⁵

X. Right to Financial Privacy Act of 1978

Die eigentliche Aussage des *Right to Financial Privacy Act* ist, dass Regierungsbehörden der Vereinigten Staaten keinen Zugang zu den Finanzdaten der Bürger haben dürfen.¹⁰⁵⁶ Allerdings bestehen auch für diese Regel Ausnahmen, und so bestimmt das Gesetz vielmehr, unter welchen Voraussetzungen ein Zugriff möglich ist und welche Gegenmaßnahmen Betroffenen offen stehen.

Das Gesetz ist in seinem Geltungsbereich auf Daten von Finanzinstituten beschränkt. Entgegen dieser weitläufig erscheinenden Bezeichnung sind mit den *financial institutions* ausschließlich jene Institute gemeint, die das Kredit- bzw. Einlagengeschäft betreiben.¹⁰⁵⁷ Ausgenommen von dieser Regelung sind Wertpapier-Makler, Anlageberater sowie Investmentbanken.

1. Einsichtnahme in Finanzdaten

Die Einsichtnahme nach dem RFPA setzt voraus, dass entweder der Kunde die Offenlegung seiner Daten genehmigt oder sie durch eine behördliche bzw. ge-

¹⁰⁵² So genannte routine use exception, 5 U.S.C. 552a (b) (3) .

¹⁰⁵³ 5 U.S.C. § 552a (e) (3).

¹⁰⁵⁴ 5 U.S.C. § 552a (g) (2) (A), (B).

¹⁰⁵⁵ 5 U.S.C. § 552a (i).

¹⁰⁵⁶ Right to Financial Privacy Act, 12 U.S.C. §§ 3401-3422.

¹⁰⁵⁷ 12 U.S.C. § 3401 (1).

richtliche Verfügung erzwungen wird.¹⁰⁵⁸ Darüber hinaus kann auch ein Durchsuchungsbeschluss¹⁰⁵⁹ oder die förmliche Anfrage einer Behörde (*formal written request*)¹⁰⁶⁰ die Einsichtnahme ermöglichen. Die beiden letztgenannten Optionen scheiden in Bezug auf die SEC jedoch aus.¹⁰⁶¹

Erlässt die Kommission selbst eine Verfügung, sind an deren Rechtmäßigkeit bestimmte Bedingungen geknüpft.¹⁰⁶² Zunächst müssen Anhaltspunkte bestehen, dass die angeforderten Daten für die Ermittlung von Gesetzesverstößen von erheblicher Bedeutung sind. Des Weiteren ist es zwingend notwendig, dass an den betroffenen Kunden ein Bescheid ergeht, in dem dieser über die Relevanz seiner Daten für die laufende Untersuchung und die ihm zustehenden Rechtsmittel aufgeklärt wird. Insbesondere ist darauf hinzuweisen, dass er in einer eidesstattlichen Erklärung die Bedeutung der angeforderten Informationen bestreiten kann. Erfolgt innerhalb einer Frist von maximal vierzehn Tagen keine Reaktion des Bankkunden, ist die Verfügung rechtskräftig.

Gerichtliche Verfügungen, die im Zusammenhang mit einer SEC-Untersuchung auf die Herausgabe von Finanzdaten abzielen, ergehen üblicherweise als Verfügung im prozessualen bzw. vorprozessualen Beweisermittlungsverfahren.¹⁰⁶³ Die Rechte, die Betroffenen gegen gerichtliche Verfügungen zustehen, sind mit denen, die der RFPA für behördliche Verfügungen vorsieht, identisch.¹⁰⁶⁴

Unabhängig von der jeweiligen Regelung des RFPA, auf die sich die Kommission im Einzelfall beruft, ist es unabdingbar, dass gegenüber dem betroffenen Finanzinstitut ein Bescheid ergeht, in dem explizit die Rechtmäßigkeit der Einsichtnahme festgestellt wird.¹⁰⁶⁵ Ergeht ein solcher Bescheid nicht, ist es den Instituten nicht erlaubt, Kundendaten herauszugeben.

Die Voraussetzungen, die der RFPA an die Einsichtnahme in private Finanzdaten knüpft, gelten ausschließlich gegenüber unbeteiligten Personen. Ist der betroffene Kunde dagegen Partei in einem Gerichts- oder Verwaltungsverfahren, wird er bereits nicht mehr durch den *Right of Financial Privacy Act* geschützt.¹⁰⁶⁶ Gleiches gilt für Informationen, die sich nicht eindeutig einer Person

¹⁰⁵⁸ 12 U.S.C. §§ 3404, 3405, 3407.

¹⁰⁵⁹ 12 U.S.C. § 3406.

¹⁰⁶⁰ 12 U.S.C. § 3408.

¹⁰⁶¹ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 86.

¹⁰⁶² 12 U.S.C. § 3405.

¹⁰⁶³ McLucas/Taylor/Mathews, 70 Temple L. Rev. 53, 87 (1997).

¹⁰⁶⁴ Vgl. 12 U.S.C. § 3407.

¹⁰⁶⁵ 12 U.S.C. § 3403 (b).

¹⁰⁶⁶ 12 U.S.C. § 3413 (e), (f).

zuordnen lassen, die im Rahmen gesetzlicher Vorschriften durch das Institut zu veröffentlichen sind oder die nur eine Identifikation des Kunden bezwecken.¹⁰⁶⁷

Ermittelt die SEC gegen das Finanzinstitut selbst, finden auch in diesem Fall die Regelungen des RFPA keine Anwendung.¹⁰⁶⁸

2. Anfechtungsklage des Kunden

Kunden, deren Finanzdaten mittels einer Verfügung offen gelegt werden sollen, steht dagegen der Rechtsweg offen.¹⁰⁶⁹ Innerhalb von zehn Tagen nach Zustellung bzw. innerhalb von vierzehn Tagen nach Versand des Bescheides kann bei

Gericht eine Klage auf Aufhebung der Verfügung eingereicht werden.¹⁰⁷⁰ Der Klage ist die eidesstattliche Erklärung des Kunden beizufügen, in der er zunächst bestätigt, dass die angeforderten Daten seine Person betreffen und anschließend die Gründe anführt, warum diese Daten entgegen der Ansicht der Kommission gerade keine Relevanz für die laufende Untersuchung haben.¹⁰⁷¹

Der RFPA sieht vor, dass Bundesgerichte in einer Frist von sieben Tagen nach einer obligatorischen Stellungnahme durch die Kommission über die Anfechtungsklage des Bankkunden entscheiden.¹⁰⁷² Kommt das Gericht zu der Auffassung, dass die angeforderten Daten nicht den Kläger betreffen bzw. dass eine Herausgabe der Informationen für den Fortgang der Untersuchung unerlässlich ist, weist es die Anfechtungsklage ab und ordnet gleichzeitig die Durchsetzung der Verfügung an. Stimmt das Gericht hingegen mit der Argumentation des Klägers überein, hebt es die Verfügung auf.¹⁰⁷³

Eine Berufung durch den Kläger im Anschluss an die Entscheidung ist zunächst ausgeschlossen, wenn die von der Kommission durchgesetzte Verfügung lediglich Bestandteil eines parallel laufenden Gerichtsverfahrens ist. Rechtsmittel können erst gegen die abschließende Entscheidung des Gerichts eingelegt werden. Strebt die Kommission jedoch keinen Gerichtsprozess an, ist eine Berufung innerhalb von dreißig Tagen möglich.¹⁰⁷⁴

3. Ausnahme von der Mitteilungspflicht nach § 21 (h) SEA

Die Benachrichtigungspflichten gegenüber Bankkunden, die sich aus den Vor-

¹⁰⁶⁷ 12 U.S.C. § 3413 (a), (d), (g).

¹⁰⁶⁸ 12 U.S.C. § 3413 (h).

¹⁰⁶⁹ 12 U.S.C. § 3410.

¹⁰⁷⁰ 12 U.S.C. § 3410 (a).

¹⁰⁷¹ 12 U.S.C. § 3410 (a) (1), (2).

¹⁰⁷² 12 U.S.C. § 3410 (b).

¹⁰⁷³ 12 U.S.C. § 3410 (c).

¹⁰⁷⁴ 12 U.S.C. § 3410 (d).

schriften des RFPA ergeben, treten hinter § 21 (h) SEA zurück. Während einer Untersuchung kann die Kommission unter bestimmten Voraussetzungen per behördliche Verfügung Unterlagen eines Finanzinstitutes herausfordern, ohne den betroffenen Kunden vorab in Kenntnis zu setzen.¹⁰⁷⁵ Eine derartige Vorgehensweise führt nicht nur zu einer späteren Kenntnisnahme durch den Kunden, sondern nimmt ihm auch die Möglichkeit, die Herausgabe seiner Finanzdaten durch Anfechtung zu verhindern bzw. zu verzögern. Es darf daher nur von einer Mitteilung abgesehen werden, wenn andernfalls nachhaltige Behinderungen der weiteren Ermittlungen zu erwarten sind. So kann die Kommission eine Benachrichtigung ablehnen, wenn Flucht- oder Verdunkelungsgefahr bestehen, mit einem Transfer von Kapital oder Unterlagen in das Ausland zu rechnen ist, eine unzulässige Umwandlung von Anlegerkapital droht, oder aber wenn eine Identifikation von Geldmitteln unmöglich wird, die Bestandteil von Wertpapiertransaktionen waren.¹⁰⁷⁶

Die ersuchten Unterlagen müssen dazu dienen, die Nutzungs- bzw. Eigentumsrechte an Wertpapieren offen zu legen.¹⁰⁷⁷ Außerdem ist es unerlässlich, dass sich die Ermittlungen auf die im *Securities Exchange Act* konkret aufgelisteten Verhaltensweisen, Vorkommnisse etc. beziehen. Die Verbreitung falscher oder missverständlicher Informationen in Bezug auf Wertpapiere, Emittenten oder den Markt erfüllt dieses Kriterium ebenso wie der Verstoß gegen wertpapierrechtliche Publizitätspflichten. Aber auch hohe Verluste von Anlegern, beträchtliche Spekulationen mit Wertpapieren oder die Gefahr instabiler Finanzintermediäre erlauben einen Rückgriff auf § 21 (h) SEA.¹⁰⁷⁸

Sind die gesetzlich geforderten Voraussetzungen erfüllt, beschließt ein Gericht die verzögerte Benachrichtigung des Kunden für einen Zeitraum von maximal neunzig Tagen. Gleichzeitig wird dem jeweiligen Finanzinstitut untersagt, seinen Kunden über die Herausgabe der Unterlagen zu informieren.¹⁰⁷⁹ Ergeht nach Ablauf des Zeitraumes schließlich eine Mitteilung an den Kunden, so hat diese neben einer Kopie der Verfügung und dem Zweck der Untersuchung insbesondere den Hinweis zu enthalten, dass die Herausgabe der Daten unter der Ausnahmeregelung des § 21 (h) SEA erfolgte.¹⁰⁸⁰ Der Adressat der Verfügung hat erst nun die Möglichkeit, gegen die Einsichtnahme in seine Finanzdaten vor-

¹⁰⁷⁵ 15 U.S.C. § 78u (h).

¹⁰⁷⁶ 15 U.S.C. § 78u (h) (2) (A) (i)-(v).

¹⁰⁷⁷ 15 U.S.C. § 78u (h) (2) (B).

¹⁰⁷⁸ 15 U.S.C. § 78u (h) (2) (C), (D).

¹⁰⁷⁹ 15 U.S.C. § 78u (h) (4) (A).

¹⁰⁸⁰ 15 U.S.C. § 78u (h) (4) (C).

zugehen, indem er das Bezirksgericht anruft, um die getroffenen Entscheidungen überprüfen zu lassen. Kommt das Gericht zu dem Schluss, dass eine Anwendung des § 21 (h) SEA vorliegend nicht gerechtfertigt war, bedeutet dies eine Verletzung des RFPA, was wiederum Schadensersatzansprüche des Kunden sowie zivilrechtliche Strafen für die Behörde zur Folge hat.¹⁰⁸¹

XI. Electronic Communications Privacy Act of 1986

Mit dem *Electronic Communications Privacy Act* von 1986 wurden die bundesweit geltenden Abhörgesetze auf eine Vielzahl moderner Kommunikationstechnologien erweitert.¹⁰⁸² Seither sind auch E-Mails sowie sonstige, über Online-Informationendienste oder Internet-Provider verbreitete Nachrichten durch das Bundesstrafgesetz geschützt.

Prinzipiell beschränkt der ECPA den staatlichen Zugriff auf elektronisch gespeicherte Kommunikation, die sich im Besitz von Internet-Service-Providern oder vergleichbaren Diensten befindet. Wohlgemerkt gilt diese Einschränkung nicht, wenn die SEC im Wege der ihr zustehenden Zwangsmaßnahmen Mitteilungen und Nachrichten direkt vom Nutzer herausverlangt. Folglich muss jene Kommunikation, die sich üblicherweise im internen Netzwerk eines Unternehmens befindet, der Kommission zugänglich gemacht werden.¹⁰⁸³ Ebenfalls ohne Beschränkung einsehbar ist der Datenaustausch, der in öffentlich zugänglichen Bereichen des Internets oder vergleichbarer Netzwerke stattfindet.

Insbesondere bei Ermittlungen gegen unerlaubten Insiderhandel kommt es vor, dass die SEC im Rahmen ihrer Untersuchung Aufzeichnungen über Telefongespräche beteiligter Personen benötigt.¹⁰⁸⁴ In diesen Fällen, in denen die Inhalte der jeweiligen Gespräche ausdrücklich unter Verschluss bleiben, kann die Kommission auf bestimmte Daten der Telefongesellschaften zurückgreifen, wenn sie im Rahmen der formellen Untersuchung eine Anordnung (*subpoena*) erlässt oder das Einverständnis des Kunden vorliegt.¹⁰⁸⁵ Dabei hat die SEC der Telefongesellschaft sämtliche Kosten zu erstatten, die über das Erstellen der gewöhnlichen Telefonrechnungen hinausgehen. Dieselben Vorschriften, die einen Zugriff auf Daten der Telefongesellschaften gestatten, erlauben es der Kommission, konkrete Verbindungsdaten von Online-Diensten einzusehen, wo-

¹⁰⁸¹ 15 U.S.C. § 78u (h) (7) .

¹⁰⁸² 18 U.S.C. §§ 2510-2522, 2703-2712.

¹⁰⁸³ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 92.

¹⁰⁸⁴ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 92.

¹⁰⁸⁵ 18 U.S.C. § 2703(c) (1)(C)(2).

bei auch hier die Inhalte der elektronischen Kommunikation geschützt sind.¹⁰⁸⁶

XII. Einkommenssteuererklärungen und Section 6103 Internal Revenue Code

Die Informationen aus Steuererklärungen oder Steuerveranlagungen sind nach *section 6103 Internal Revenue Code* vertraulich.¹⁰⁸⁷ Die Vorschrift enthält gleichwohl die Voraussetzungen, unter denen Behörden die Daten von den Finanzämtern herausverlangen können. Eine Herausgabe der Informationen hat zu erfolgen, wenn die anfragende Behörde die Angaben im Rahmen eines Verwaltungs- oder Gerichtsverfahrens benötigt, das außerhalb des Steuerrechts der Durchsetzung von Strafnormen dient.¹⁰⁸⁸ Zwar ist ein vorsätzlicher Verstoß gegen die Wertpapiergesetze auch eine Straftat, deren Verfolgung obliegt aber ausschließlich den Justizbehörden. Die *Securities and Exchange Commission* kann daher nur vom Steuerpflichtigen direkt und unter Beachtung dessen Rechte die Informationen beziehen. Regelmäßig fordert die SEC die Daten von Personen an, die zur Beendigung eines Verfahrens um einen Vergleich bei der Behörde ersuchen.¹⁰⁸⁹ Die Kommission kann dann die finanziellen Verhältnisse der Auskunftsperson überprüfen, um die angemessene Höhe des Vergleichs zu ermitteln.

¹⁰⁸⁶ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 93.

¹⁰⁸⁷ 26 U.S.C. § 6103.

¹⁰⁸⁸ 26 U.S.C. § 6103(i)(2)(A), (i)(4)(A)

¹⁰⁸⁹ McLucas/Taylor/ Mathews, 70 Temple L. Rev. (1997), S. 53, 94.

Fünftes Kapitel: Erkenntnisse für die Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote in Deutschland

Dem deutschen Kapitalmarktrecht ist in den vergangenen zwanzig Jahren ein tief greifender Wandel widerfahren. In Bezug auf den Marktmissbrauch sind die Tatbestände des Insiderhandels und der Kurs-/Marktpreismanipulation nunmehr strafbar bzw. lebensnah im Wertpapierhandelsgesetz bestimmt. Der Gesetzgeber hat diese Änderungen immer wieder mit dem unzureichenden Anlegerschutz hierzulande, aber auch mit der Attraktivität des deutschen Kapitalmarktes gerechtfertigt. Dem ist uneingeschränkt zuzustimmen, wobei sich die Frage aufdrängt, welches der Motive überwog. Die Durchsetzung dieses „neuen“ Kapitalmarktrechts obliegt jedenfalls zu großen Teilen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und weniger dem Anleger, der nach wie vor nur eingeschränkt über Schadensersatzklagen für eine Disziplinierung der Marktteilnehmer sorgen kann. Obwohl bei der Neugestaltung des deutschen und europäischen Aufsichtsrechts eine gewisse Orientierung an amerikanischen Verhältnissen nicht zu übersehen ist, bestehen in den USA abweichende Ansätze, deren Umsetzung womöglich zu einer weiteren Qualitätssteigerung am deutschen Kapitalmarkt führen könnten. Zu untersuchen ist daher, ob die gegenüber dem deutschen Recht bestehenden amerikanischen Besonderheiten hierzulande umsetzbar bzw. überhaupt erstrebenswert sind.

A. Effizientere Überwachung des Kapitalmarktes durch amerikanische Methodik?

I. Indirekte Überwachung des Marktes durch die SEC

Ein ganz wesentlicher Unterschied zum deutschen Recht besteht darin, dass die *Securities and Exchange Commission* den amerikanischen Kapitalmarkt nur indirekt überwacht. Während hierzulande die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unmittelbar Einsicht in das tägliche Handelsgeschehen nehmen kann, sind es in den Vereinigten Staaten überwiegend die Börsen und andere Handelsplattformen, die mittels des eigenen Regelwerks den Handel mit Wertpapieren überwachen.¹⁰⁹⁰ So existieren in den USA weder vergleichbare Regelungen für eine Meldepflicht im Sinne des § 9 Abs. 1 WpHG, noch besteht eine Publizitätspflicht gegenüber der SEC für Ad-hoc-Mitteilungen. Zwar sehen

¹⁰⁹⁰ Siehe etwa die Ad-hoc-Publizitätspflicht an der New Yorker Börse in section 202.05 Listed Company Manual NYSE.

amerikanische Bestimmungen einen so genannten *current report* für konkrete, auch kursrelevante Ereignisse vor, der an die SEC zu richten ist; aufgrund der langen Frist für die Berichterstattung handelt es sich hierbei jedoch mehr um eine Ergänzung der Regelpublizität als um eine Ad-hoc-Pflicht im engeren Sinne.¹⁰⁹¹

Im Gegenzug sind aber die *self-regulatory organizations*, zu denen auch die Börsen gehören, weitaus enger an die SEC gebunden. Diese Körperschaften sind nicht nur verpflichtet, sämtliche Verstöße gegen die einschlägigen Wertpapiergesetze zu melden, sie sind der SEC auch durch eine Art Fachaufsicht unterworfen. Sollten die SROs ihren Verpflichtungen nicht nachkommen, indem sie beispielsweise ihre eigenen Mitglieder nicht ordnungsgemäß überwachen, verhängt die SEC Sanktionen, die bis hin zu einer Auflösung der Organisation führen können.¹⁰⁹² Derartig weite Kompetenzen gegenüber den Börsen stehen der Bundesanstalt nicht zu. So sind die Börsenaufsichtsbehörden nach § 6 Abs. 1 WpHG zwar verpflichtet, im Wege der Organleihe für die Bundesanstalt tätig zu werden, soweit es um dringende Maßnahmen gegen Marktmissbrauch geht. Auch besteht nach § 4 Abs. 5 S. 5 BörsG eine Unterrichtungspflicht in Verdachtsfällen, eine Aufsicht über die Börsen steht jedoch nicht der Bundesanstalt, sondern allein dem jeweiligen Landesministerium zu.

Des Weiteren richtet sich das amerikanische Wertpapierrecht bei der Überwachung des Kapitalmarktes gezielt an Privatpersonen. Während auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Anleger auffordert, Fälle von Marktmissbrauch zu melden, geht das amerikanische Recht mit dem *Insider Trading Bounty Program* noch weiter. Danach kann die SEC jedem, der zu einer Verurteilung eines Insiders zu Strafschadensersatz beiträgt, einen Teil der Summe auszahlen. Aber auch die *Securities and Exchange Commission* gibt sich bezüglich der eigenen Informationen offener. Das hat seine Ursache vor allem in dem amerikanischen Anspruch an eine transparente Verwaltung, der seinen Ausdruck im *Freedom of Information Act* findet. So können Dritte, die nicht an einer SEC-Untersuchung beteiligt waren, unter bestimmten Voraussetzungen Einblick in die Ermittlungen erhalten. Das gilt umso mehr, wenn die Informationen aus der Untersuchung zur Vorbereitung privater Schadensersatzklagen dienen.

¹⁰⁹¹ Kiefer, Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung, S. 73.

¹⁰⁹² § 19 SEA.

II. Fazit

Die US-amerikanische Aufsichtsbehörde SEC hatte bei der Entwicklung eines europäischen Aufsichtssystems unübersehbar Vorbildfunktion. Bei der Aufdeckung und Verfolgung von Marktmissbrauch bestehen gegenüber dem deutschen Recht jedoch weiterhin wesentliche Unterschiede. Einer dieser Unterschiede ist die direkte Überwachung des Handelsgeschehens durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der europäische Gesetzgeber hatte die Meldepflicht nach § 9 WpHG 1993 durch die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie vorgegeben, die Ad-hoc-Publizitätspflicht geht bereits auf die Insiderrichtlinie zurück. Hinsichtlich der Meldepflicht für Wertpapiergeschäfte sah der deutsche Gesetzgeber darin eine Notwendigkeit, ohne die man internationalen Ansprüchen nicht genügen könne. Aber auch die Mitteilungspflicht für kursrelevante Ereignisse zeugt von einer gewollten Abkehr vom amerikanischen Aufsichtssystem. Aus europäischer Sicht sollten die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten in der Lage sein, zumindest Insiderhandel ohne fremde Hilfe zu erkennen. Demgegenüber vertraut das amerikanische Wertpapierrecht auf die Überwachung des Handels durch die Börsen, die *National Association of Securities Dealers* und andere *self-regulatory organizations*, sowie darauf, dass der SEC verdächtige Vorgänge von Anlegern oder gänzlich Unbeteiligten angetragen werden.

Mit der direkten Überwachung des Handelsgeschehens hat die Bundesanstalt die *Securities and Exchange Commission* in punkto Regulierung überholt. Es stellt sich allerdings die Frage, ob dadurch wirklich eine Verbesserung gegenüber dem amerikanischen Recht vorgenommen wurde. Für das amerikanische System spricht vor allem, dass die SEC sich allein auf die Verfolgung begangener Verstöße beschränken kann, ohne eigene Ressourcen auf eine laufende Überwachung verwenden zu müssen. Eine daraus resultierende Effizienz bei der Überwachung des Handels entsteht natürlich nur, wenn sichergestellt ist, dass die Behörde auch von sämtlichen Verstößen gegen das Insiderhandels- oder Marktmissbrauchsverbot Kenntnis erlangt. Dabei kommt ihr einerseits zugute, dass sie gleichzeitig die Aufsicht über die organisierten Märkte ausübt und andererseits, dass das amerikanische Recht weitaus mehr Anreize für Privatpersonen bietet, Fälle von Marktmissbrauch zu melden. Neben der Zahlung von Kopfgeldern aus dem *Insider Trading Bounty Program* sind das insbesondere bessere Aussichten für Anleger, Schadensersatzprozesse zu gewinnen. Vor allem die offenere Informationspolitik der SEC steigert dabei das Interesse geschädigter Anleger an einer eingeleiteten Untersuchung. Während die Bundesanstalt für

Finanzdienstleistungsaufsicht mit Berufung auf das ausschließlich öffentliche Interesse, in dem sie tätig wird, jede Unterstützung von Individualinteressen ablehnt,¹⁰⁹³ hilft dem amerikanischen Privatkäufer schon ein Blick in die Ermittlungsakten der SEC weiter. Selbst wenn ihm dabei bestimmte Details verborgen bleiben, ist er zumindest grob über den Sachverhalt informiert. Nach Klageerhebung kann dann mittels des *pre-trial discovery* der Beklagte über den vorgeworfenen Verstoß ausgehört werden.

Ein offenerer Umgang mit den Untersuchungsergebnissen würde auch hierzu-lande den Informationszufluss aus der Bevölkerung verbessern. Zwar bestehen nach wie vor kaum Anspruchsgrundlagen, die es Anlegern in Fällen des Marktmissbrauchs ermöglichen, Schadensersatz einzuklagen. Im Hinblick aber auf die existierenden Anspruchsnormen etwa in §§ 37a, 37b WpHG wären die Erfolgsaussichten einer Klage besser, wenn der Kläger auf die Ermittlungsergebnisse der Bundesanstalt verweisen könnte. Eine solche Offenheit gegenüber Dritten war dem deutschen Verwaltungsverfahren bisher fremd.¹⁰⁹⁴ Mit dem Informationsfreiheitsgesetz hat seit dem 1.1.2006 auch auf Bundesebene jedermann die Möglichkeit, Zugang zu amtlichen Informationen zu bekommen. Allerdings wird dieser Grundsatz unmittelbar durch § 1 Abs. 3 IFG relativiert, der klarstellt, dass andere Vorschriften über den Zugang zu amtlichen Informationen diesem Gesetz vorgehen. Als eine solche Vorschrift wird man § 8 WpHG und § 11 FinDAG ansehen müssen. Die Normen untersagen den Mitarbeitern der Bundesanstalt ein unbefugtes Offenbaren von Tatsachen und Daten. Die in § 8 WpHG aufgeführten Beispiele, in denen ein Offenbaren gegenüber Staatsanwaltschaften, Strafgerichten und anderen Behörden erlaubt ist, legen den Schluss nahe, dass eine Weitergabe von Untersuchungsergebnissen an Privatpersonen nicht in Frage kommt. Unabhängig vom Sinn der Subsidiaritätsklausel in § 1 Abs. 3 IFG ist dadurch eine Chance vertan worden, die Arbeit der Bundesanstalt für Anleger transparenter und interessanter zu machen.

Wohl weniger erstrebenswert dürfte dagegen die Einführung eines Kopfgeldes entsprechend dem *Insider Trading Bounty Program* sein. Dem deutschen Recht sind zwar Auslobungen für Hinweise zur Ergreifung von Straftätern nicht unbekannt, die Belohnungen werden jedoch nur in konkreten Einzelfällen und nicht ganz allgemein für die Durchsetzung eines Straftatbestandes ausgesetzt.¹⁰⁹⁵

¹⁰⁹³ Dreyling, Die Bank 2002, S. 16 (17).

¹⁰⁹⁴ § 29 VwVfG.

¹⁰⁹⁵ Gem. RdErl. d. Nds. MJ u. d. MI v. 25.7.1995 – 4700-304.27 – zur Aussetzung von Belohnungen für die Mitwirkung von Privatpersonen bei der Aufklärung von Straftaten, Nds. Rpfl. S. 228, geändert durch den RdErl.

Letzteres würde nur zu einer *bounty hunter*-Mentalität führen, die in den USA durchaus Tradition hat, aus rechtsethischen Gründen aber hierzulande abzulehnen ist.

Ebenfalls nicht durchsetzbar ist eine Aufsicht der Bundesanstalt über die Börsen. Völlig zu Recht wurde bereits mit der Gründung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel der Ruf nach einer einzigen länderübergreifenden Kapitalmarkt- und Börsenaufsichtsbehörde laut.¹⁰⁹⁶ Aber schon die Gründung des BAWe war wegen der weit reichenden Kompetenzen im Bereich der Marktüberwachung, die insbesondere den börslichen Handel mit einschließt, geradezu revolutionär und dürfte auch nur aufgrund der sich abzeichnenden europäischen Rechtssetzung zustande gekommen sein.¹⁰⁹⁷ Die Bundesanstalt als Börsenaufsichtsbehörde würde zweifelsohne die Effizienz bei der Verfolgung von Marktmissbrauch verbessern. Einer derartigen Erweiterung ihrer Kompetenzen steht aber die föderale Struktur der Bundesrepublik entgegen.

B. Effizientere Verfolgung von Marktmissbrauch durch amerikanische Ermittlungsbefugnisse?

I. Die Rechtsstellung des Auskunftspflichtigen

Auskunftspflichtige Personen haben innerhalb einer formellen Untersuchung der SEC ausschließlich den Status eines Zeugen. Auch wenn bereits offensichtlich ist, dass sich die Ermittlungen gegen den Auskunftspflichtigen richten, wird er dadurch nicht etwa zum Betroffenen oder gar Beschuldigten. Das hat Auswirkungen auf die Rechte des Auskunftspflichtigen. Ebenso wie in Deutschland ist in den USA mit Blick auf die Selbstbelastungsfreiheit zwischen einem totalen Aussageverweigerungsrecht des Beschuldigten/Betroffenen und einem eingeschränkten Auskunftsverweigerungsrecht des Zeugen zu unterscheiden.¹⁰⁹⁸ Aufgrund seines Zeugenstatus kann der Auskunftspflichtige daher nur punktuell Fragen ausweichen, deren Beantwortung ihn unmittelbar selbst belasten würde. Den Ermittlern wird aber bereits das konkrete Verweigern bestimmter Antworten gewisse Rückschlüsse auf die Beteiligung des „Zeugen“ an der Tat zulassen. Zudem schützt die Selbstbelastungsfreiheit nach amerikanischem Recht nur den Aussagenden. Schon Familienmitglieder sind von diesem Privileg ausgeschlos-

v. 18.2.2002, Nds. Rpfl. S. 77.

¹⁰⁹⁶ Claussen, DB 1994, S. 969.

¹⁰⁹⁷ Meldung auch der börslichen Geschäfte nach § 9 WpHG; Kommissionsentwurf zur Marktmissbrauchsrichtlinie, in der endgültig eine zentrale Aufsichtsbehörde gefordert wird.

¹⁰⁹⁸ Schmid, Strafverfahren und Strafrecht in den Vereinigten Staaten, S. 129.

sen.¹⁰⁹⁹

Auf den ersten Blick entspricht § 4 IX WpHG weitgehend der amerikanischen Praxis. Abgesehen davon, dass auch Angehörige vom Schutz der Norm umfasst sind, kann der Auskunftspflichtige ebenso wie ein Zeuge im Sinne des Strafgesetzbuches nur die Auskunft auf solche Fragen verweigern, deren Beantwortung ihn der Gefahr repressiver staatlicher Maßnahmen aussetzen würde. Dieser eingeschränkte Schutz kann aber nur so lange gelten, wie die Bundesanstalt selbst keinen Verdacht gegen den Auskunftspflichtigen hegt. Sobald der Auskunftspflichtige des Marktmissbrauchs verdächtigt wird, müssen ihm schon aus verfassungsrechtlichen Gründen die Beschuldigten- bzw. Betroffenenrechte zustehen. Demzufolge bezieht sich § 4 IX WpHG auch tatsächlich nur auf Zeugen. Für Beschuldigte und Betroffene gelten weiterhin die Regelungen der Strafprozessordnung bzw. des OWiG.¹¹⁰⁰

II. Auskunft, Nachschau und Vorlage von Unterlagen

Weitestgehend identisch sind die Ermittlungsbefugnisse, die beiden Behörden zustehen. Die Bundesanstalt hat, anders als die SEC, ein Betretungsrecht, das in Ausnahmefällen auch außerhalb der üblichen Geschäftszeiten und für Privatwohnungen gilt. Demgegenüber kann die *Securities and Exchange Commission* nach Erlass einer *formal order of investigation* die Aussage des Auskunftspflichtigen mit allen strafrechtlichen Konsequenzen beenden lassen. Die dem gegenüberstehenden Rechte des Auskunftspflichtigen finden sich ebenfalls in beiden Rechtsordnungen wieder. Dem *journalist's privilege* des ersten Verfassungszusatzes, dem Schutz der Wohnung im vierten Verfassungszusatz, der *Work-Product-Doktrin*, sowie der Vertraulichkeit des Anwalt-Mandanten-Verhältnisses stehen im deutschen Recht, etwas modifiziert, vergleichbare Regelungen gegenüber.¹¹⁰¹

Ein beachtlicher Unterschied besteht dagegen bei der Durchsetzung von Zwangsmaßnahmen. Während es sich bei den Maßnahmen der Bundesanstalt um Verwaltungsakte handelt, die mittels des Verwaltungszwanges durchgesetzt werden können¹¹⁰² und gegen die weder Widerspruch noch Anfechtungsklage

¹⁰⁹⁹ Schmid, Strafverfahren und Strafrecht in den Vereinigten Staaten, S. 129.

¹¹⁰⁰ § 4 III 3 WpHG.

¹¹⁰¹ §§ 53 I 1 Nr. 5, 97 V StPO (Zeugnisverweigerungsrecht von Journalisten/Beschlagnahmeverbot), §§ 98 I, 105 I StPO (Grundsätzlicher Richtervorbehalt bei Beschlagnahme und Durchsuchung), §§ 53 I Nr. 2 und 3, 97 I StPO (Zeugnisverweigerungsrecht des Verteidigers/Rechtsanwalts sowie Beschlagnahmeverbot für Verteidiger-/Anwaltskorrespondenz).

¹¹⁰² § 17 FinDAG mit dem rein deklaratorischen Verweis auf das VwVG.

aufschiebende Wirkung haben,¹¹⁰³ kann sich die SEC keine vergleichbaren Vollstreckungstitel schaffen. Stattdessen ist sie auf eine gerichtliche Durchsetzung ihrer *subpoenas* angewiesen. Zwar handelt es sich bei der so genannten *subpoena enforcement action* um ein beschleunigtes, summarisches Verfahren, das nach der Zivilprozessordnung durchzuführen ist aber ohne aufwendiges *discovery* auskommt.¹¹⁰⁴ Dennoch bleibt es gegenüber den schnell durchsetzbaren Verwaltungsakten, die von der Bundesanstaht erlassen werden können, ein Umweg.

III. Fazit

Der ausschließliche Zeugenstatus, den Auskunftspflichtige im Zuge der Ermittlungen der SEC haben, ist in Deutschland weder mit dem Grundgesetz vereinbar, noch wünschenswert. Das Bundesverfassungsgericht hat zutreffend festgestellt, dass die Selbstbelastungsfreiheit Ausdruck des allgemeinen Persönlichkeitsrechts ist.¹¹⁰⁵ Für Zeugen gilt der *nemo-tenetur*-Grundsatz mit der Einschränkung, dass sie nur auf konkrete Fragen die Auskunft verweigern dürfen, deren Beantwortung sie der Gefahr der Selbstbezeichnung aussetzen würde, während für Beschuldigte eine gänzliche Aussagefreiheit besteht. Dementsprechend finden die weitergehenden Rechte des Beschuldigten bzw. Betroffenen völlig zu Recht über § 4 Abs. 3 S. 3 WpHG Eingang in das Verfahren der Bundesanstaht, da bereits deren Ermittlungen Grundlage für eine strafrechtliche Verurteilung oder die Verhängung einer Geldbuße sein können. Dass auch das amerikanische Recht zwischen der Aussagefreiheit des Beschuldigten einerseits und dem Auskunftsverweigerungsrecht des Zeugen andererseits unterscheidet, steht außer Frage. Dass allerdings innerhalb einer SEC-Untersuchung nicht zwischen Zeugen und Beschuldigten unterschieden wird, erscheint insbesondere vor dem Hintergrund drohender zivil- und strafrechtlicher Konsequenzen unverständlich.

Auch im Hinblick auf die zur Verfügung stehenden Ermittlungsbefugnisse bedarf es keiner weiteren Annäherung an das amerikanische Recht. Die Vereidigung bzw. Beeidigung von Zeugen steht hierzulande ohnehin nur den Gerichten zu,¹¹⁰⁶ was in Anbetracht der schwerwiegenden Folgen eines Meineides auch richtig ist. Ob dagegen am Betretungsrecht der Bundesanstaht nach § 4 Abs. 4

¹¹⁰³ § 4 VII WpHG.

¹¹⁰⁴ Donaldson v. United States, 400 U.S. 517, 528-529 (1971).

¹¹⁰⁵ BVerfGE 56, 37, 41 ff.

¹¹⁰⁶ §§ 59 StPO, 391 ZPO.

WpHG festgehalten werden muss, ist fraglich. Die Nachschau gehört zwar zu den klassischen ordnungsrechtlichen Instrumenten, erscheint im Bezug auf die Bekämpfung von Marktmissbrauch aber wenig effizient. Der eigentliche Sinn der Nachschau dürfte vielmehr darin liegen, nach außen sichtbare Missstände zu erkennen (beispielsweise bei der Hygiene in der Gastronomie). Fälle von Marktmissbrauch sind aber allein durch das Betreten eines Grundstückes nicht zu erfassen. Und auch die Einsichtnahme in Unterlagen wird nicht automatisch durch ein Betretungsrecht ermöglicht. Weigert sich die Person oder das Unternehmen, die geforderten Informationen herauszugeben, bleiben der Bundesanstalt nach wie vor nur die Mittel des Verwaltungszwanges.¹¹⁰⁷ Es kommt nicht darauf an, ob sich ihre Mitarbeiter auf dem Grundstück des Auskunftspflichtigen befinden oder das Auskunftsbegehren aus der BAFin-Zentrale verschicken. Eine Durchsuchung von Geschäftsräumen oder gar die Beschlagnahme von Unterlagen ist zudem ausschließlich den Strafverfolgungsbehörden vorbehalten.

Die Tatsache, dass sie ihre Verfügungen mittels Verwaltungszwangs vollstrecken kann, macht die Bundesanstalt bei ihren Untersuchungen aber wesentlich unabhängiger als die SEC, deren *subpoenas* eben nicht *self-enforcing* sind. Bedenken hinsichtlich des Schutzes der Rechte des Auskunftspflichtigen bestehen insoweit nicht. Die in den USA gültige Verfahrensweise, Verfügungen von den Gerichten durchsetzen zu lassen, ist zu umständlich und auch in Anbetracht des umfangreicheren Schutzes des Auskunftspflichtigen hierzulande nicht notwendig. Dementsprechend schadet es auch nicht, dass Widerspruch und Anfechtungsklage keine aufschiebende Wirkung haben, zumal die Möglichkeit, die aufschiebende Wirkung nach § 80 Abs. 5 S. 1 VwVfG per einstweiligen Rechtsschutz anordnen zu lassen, unangetastet bleibt.

C. Gerichtliche Verfahren und Sanktionen

I. Sanktionen

Sowohl die Vielzahl der in den USA in Frage kommenden Sanktionen als auch deren gerichtliche Geltendmachung unterscheiden sich erheblich von dem, was das deutsche Recht als Reaktionen auf Marktmissbrauch vorsieht. Die SEC muss je nach Adressat und angestrebter Sanktion entscheiden, ob sie mittels *ad-*

¹¹⁰⁷ In Frage kommt hier ausschließlich Zwangsgeld, da Auskunft und die Vorlage von Unterlagen unvertretbare Handlungen sind, vgl. Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG, 3. Aufl., § 20b Rn. 49; zu beachten ist allerdings, dass die Missachtung von Auskunftsbegehren eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 3 Nr. 1 a), Nr. 2 WpHG darstellt.

ministrative proceeding oder per zivilgerichtlicher Verfügung gegen den Verdächtigen vorgehen will. Für die Bundesanstalt stellt sich indessen allein die Frage, ob sie ein Bußgeld verhängen soll oder nicht. Dieser Unterschied ist insbesondere auf die stärkere Einbindung der SEC in die Kapitalmarktregulierung zurückzuführen. Vor allem die Vielzahl von Registrierungsspflichten für Marktteilnehmer ermöglicht es der Kommission, Zulassungen auch wieder zu widerrufen und andere berufliche Beschränkungen durchzusetzen. Darüber hinaus kann die SEC vor den Zivilgerichten auch auf den Verfall illegal erwirtschafteter Gewinne klagen, dessen Anordnung in Deutschland den Strafgerichten vorbehalten ist¹¹⁰⁸ bzw. von Behörden nur alternativ zu einem Bußgeld angeordnet werden kann.¹¹⁰⁹

Völlig unbekannt ist in Deutschland zudem die Durchsetzung von Sanktionen durch unabhängige Verwaltungsbeamte (*administrative law judge*). Dieses Verfahren weist zwar gewisse Parallelen zum hiesigen Verwaltungsverfahren auf, richtet sich innerhalb der SEC aber fast ausschließlich gegen registrierte Personen und Unternehmen. Eine solche Einschränkung besteht nicht, wenn die SEC vor den Zivilgerichten auf Erlass einer Verfügung (*injunction*) klagt. Dergleichen wäre aber nach deutschem Recht gar nicht notwendig, da die Bundesanstalt als zuständige Behörde nach dem OWiG Bußgelder ohne gerichtliche Entscheidung verhängen kann.

II. Zusammenarbeit mit Strafverfolgungsbehörden

Marktmissbrauch kann unter bestimmten Voraussetzungen in Deutschland wie in den USA einen Straftatbestand verwirklichen. In den USA genügt bereits der *willfully*, also vorsätzliche Verstoß gegen eine Verbotsnorm, das Wertpapierhandelsgesetz macht die Strafbarkeit von bestimmten Handlungsalternativen, persönlichen Merkmalen des Täters und dem Erfolgseintritt abhängig. Sowohl die SEC als auch die Bundesanstalt verfügen über Ermittlungsbefugnisse, die sie im Vorfeld strafrechtlicher Untersuchungen anwenden können. Zudem sind beide Behörden verpflichtet, potentielle Straftaten an die Staatsanwaltschaften zu melden. In den USA sieht *section 21(d)(1) SEA* die Weitergabe an die Justizbehörden vor, in Deutschland ist es § 4 Abs. 5 WpHG, der die Anzeige an die Staatsanwaltschaft regelt. Gleichzeitig bestehen in beiden Ländern Strafprozessordnungen, deren Anforderungen durch den Austausch von Ermittlungsergebnissen unterlaufen werden könnten. In der Bundesrepublik wird diese

¹¹⁰⁸ § 73 I StGB.

¹¹⁰⁹ § 29a I OWiG.

Problematik im Hinblick auf den geringeren Verdachtsgrad diskutiert, der genügt, um die Untersuchungsbefugnisse auszulösen.¹¹¹⁰ In den USA kommt verschärfend hinzu, dass neben der Umgehung strafprozessualer Beschuldigtenrechte, sich die betroffene Person im Anschluss an die Untersuchung womöglich in einem Verwaltungs- oder Zivilverfahren verantworten muss. Diesen Verfahren geht regelmäßig das *pre trial-discovery* voraus, das die Parteien zu einer weit reichenden Offenbarung von Informationen und Beweisen zwingt, die allesamt auch vor den Strafgerichten verwertet werden können.

III. Zivilrechtliche Haftung

Schon die Suche nach einer geeigneten Schadensersatzgrundlage offenbart Unterschiede zwischen den betreffenden Rechtsordnungen. Während das amerikanische Wertpapierrecht dem Anleger ganz selbstverständlich diverse, teilweise durch Richterrecht herausgebildete Anspruchsgrundlagen an die Hand gibt, muss man sich in Deutschland zunächst einmal mit der Frage auseinandersetzen, ob Schadensersatz für Anleger überhaupt gewollt ist.

Ansprüche eines durch Insiderhandel geschädigten Anlegers sind in Deutschland in der Praxis kaum möglich. Das hängt zunächst einmal damit zusammen, dass wegen der Natur des Börsengeschäfts der geschädigte Anleger nicht weiß, wer die gegenläufige Order in Auftrag gegeben hat und mithin kaum in Erfahrung bringen wird, ob sein Gegenüber über Insiderinformationen verfügte. Im amerikanischen Recht ist man dem mittels der Haftung über *rule 10-5* in Verbindung mit der *contemporaneous trading requirement* sowie dem vergleichbaren *section 20A SEA* begegnet, wonach es ausreicht, dass man als *contemporaneous trader* im gleichen Zeitraum wie der Insider auf der Marktgegenseite tätig war. In Deutschland kommt erschwerend hinzu, dass die Order des Insiders nicht im Sinne des Deliktsrechts kausal für den Schaden des Anlegers auf der Gegenseite ist. Eine Voraussetzung, die Anleger in den USA durch die *fraud-on-the-market*-Theorie umgehen können.

Soweit all diese Bedingungen im Wege eines *face-to-face*-Geschäfts dennoch erfüllt sind, verbleibt § 826 BGB als letzte in Frage kommende Anspruchsgrundlage. Da es aber bereits an einem sittenwidrigen Verhalten des Insiders fehlt, bleibt nur die Erkenntnis, dass Insider in Deutschland höchstens im Falle des *frontrunnings* schadensersatzpflichtig sind, soweit zwischen ihnen und dem Anleger ein Vertrags- oder sonstiges Treueverhältnis besteht. Anders verhält es

¹¹¹⁰ Ransiek, DZWir 1995, 54.

sich hingegen im amerikanischen Wertpapierrecht, dass über die eingangs erwähnten Anspruchsgrundlagen auch dem Anleger, der mit dem Insider über die Börse gehandelt hat, Ansprüche gewährt.

Mehr Möglichkeiten bieten sich Anlegern in Deutschland, wenn sie Opfer einer Marktmanipulation geworden sind. Die bisher ergangene Rechtsprechung beschränkt sich zwar insbesondere auf die Verbreitung falscher Ad-hoc-Mitteilungen seitens der Emittenten, über § 826 BGB haften unter Umständen aber auch deren Organe und Dritte. Probleme aus Sicht des Klägers bereitet hierzulande der Nachweis der Kausalität zwischen Investitionsentscheidung und Informationspflichtverletzung. Die Rechtsprechung hat sich insoweit unnachgiebig gezeigt und beharrt nach wie vor auf einen Beweis dieser subjektiven Tatsache. Im Gegensatz dazu kommen US-amerikanische Gerichte den Klägern entgegen, indem sie gemäß der *fraud-on-the-market*-Theorie vermuten, dass der Anleger auf einen effizienten Kapitalmarkt vertraut, innerhalb dessen sich Falschinformationen sofort auswirken. Letzteres führt zu einer erheblichen Erleichterung für Schadensersatzkläger in den USA. Ferner richtet sich die Universal-Schadensersatzgrundlage *rule 10-5* grundsätzlich gegen jedermann. Eine Beschränkung der Ansprüche auf den Emittenten wie sie bei den §§ 37b, 37c WpHG bestehen, gibt es dort nicht. Und auch das Sittenwidrigkeitserfordernis, das vor allem für die Begründung von Ersatzansprüchen gegen Organmitglieder nach § 826 BGB nötig ist, kennt die *rule 10-5* nicht.

IV. Fazit

Die umfangreichen Sanktionsmöglichkeiten, die der SEC im Anschluss an eine Untersuchung zur Verfügung stehen, lassen geradezu individuell abgestimmte Reaktionen auf marktmissbräuchliches Verhalten zu. Einzig die Durchsetzung gegenüber nicht registrierten Personen im Wege der Zivilklage ist umständlich.

Insbesondere die Möglichkeit illegal erwirtschaftete Gewinne abzuschöpfen und gegenüber bestimmten Marktteilnehmern Berufsbeschränkungen auszusprechen, geht weit über das hinaus, was der Bundesanstalt an Sanktionen zusteht. Der Ausschluss von Marktteilnehmern schon im Verwaltungsverfahren begründet sich wiederum darauf, dass diese sich zunächst bei der SEC registrieren lassen müssen. Bereits im *administrative proceeding* kann dann die SEC selbstständig entscheiden, ob sie die Registrierung eines als Manipulator überführten Maklers rückgängig macht. Derlei Befugnisse wären auch hierzulande wünschenswert, stehen der Bundesanstalt jedoch nicht zu. Die Zulassung zum Börsenhandel bzw. deren Widerruf fällt in die Zuständigkeit der Börsen und ist damit Länder-

sache. Ein Berufsverbot könnte zwar auch nach deutschem Recht verhängt werden. Über eine solche Maßregel entscheiden aber ausschließlich die Strafgerichte innerhalb des Urteils.

Ähnliches gilt für das Abschöpfen illegal erwirtschafteter Gewinne. Die SEC müsste dazu immerhin vor den Zivilgerichten klagen, soweit sich die Maßnahme gegen nicht registrierte Personen richtet. Die Bundesanstalt kann den Verfall gegen jedermann anordnen, wenn die Tat lediglich eine Ordnungswidrigkeit darstellt. Handelt es sich dagegen um eine Straftat, ist es wiederum die Entscheidung der Gerichte, ob der Verfall anzuordnen ist. Außerdem darf der Verfall durch die Behörde im Rahmen einer Ordnungswidrigkeit nur anstelle einer Geldbuße angeordnet werden. Letzteres und die Tatsache, dass die Fälle von Marktmissbrauch, in denen ein Gewinn erwirtschaftet wird, fast immer eine Straftat darstellen, dürfte die praktische Bedeutung der Anordnung nach § 29a Abs. 1 OWiG gegen Null tendieren lassen.¹¹¹¹

Im Ergebnis bleibt die Bundesanstalt hinsichtlich der Sanktionsmöglichkeiten deutlich hinter der SEC zurück. Die Kompetenz, wenigstens diejenigen Täter zu suspendieren, die professionell am Kapitalmarkt tätig sind, wäre eine Verbesserung. Ähnlich wie in anderen Bereichen des Ordnungsrechts kann dies aber nur dort geschehen, wo von der Verwaltung zunächst Zulassungen und Genehmigungen erteilt wurden. Im Bereich der organisierten Märkte für Finanzinstrumente, der hier in erster Linie von Bedeutung ist, ist die Bundesanstalt nicht zuständig. Eine Erweiterung ihrer Zuständigkeiten würde die Bundesanstalt de facto zu einer Börsenaufsichtsbehörde machen, was, wie oben bereits dargestellt, derzeit ein unzulässiger Eingriff in die Kompetenzen der Länder wäre.

Eher unproblematisch und dadurch auch vorzugswürdig ist die hierzulande praktizierte Zusammenarbeit mit den Strafverfolgungsbehörden. Die Kritik, die diesbezüglich aufkam, hielt sich daher auch in Grenzen. Die Gefahr amerikanischer Verhältnisse droht nicht. Die Befugnisse der Bundesanstalt bleiben deutlich hinter denen der Strafverfolgungsbehörden zurück, so dass schwerwiegende Eingriffe in die Rechte des mutmaßlichen Täters nur unter den Voraussetzungen der Strafprozessordnung erfolgen dürfen. Die geringeren Anforderungen an den Verdachtsgrad im Sinne des § 4 Abs. 3 WpHG lassen folgerichtig auch nur leichtere Eingriffe wie Auskunft und Nachschau zu. Außerdem läuft nach deutschem Recht niemand Gefahr, sich innerhalb eines parallelen Zivil- oder Ver-

¹¹¹¹ Etwas anderes gilt allerdings in Fällen, in denen der Täter für unbeteiligte Dritte, wie Familienmitglieder etc. gehandelt hat. Hierbei könnte sehr wohl § 29a II OWiG zur Anwendung kommen.

waltungsverfahrens selbst belasten zu müssen. Ein vergleichbares Verfahren zum amerikanischen *pre-trial discovery* existiert nicht. Und auch die Wahrheitspflicht nach § 138 Abs. 1 ZPO geht nicht soweit, dass sich eine Partei durch Erklärungen vor Gericht der Gefahr strafrechtlicher Verfolgung aussetzen müsste. In solchen Fällen ist eher davon auszugehen, dass beispielsweise parallel erhobene Schadensersatzklagen nach §§ 37b, 37c WpHG bis zur Erledigung des Strafverfahrens nach § 149 Abs. 1 ZPO ausgesetzt werden.

Die in den USA drohende Gefahr einer zivilrechtlichen Haftung für Insider und Manipulatoren kommt dort der Durchsetzung der Marktmissbrauchsverbote entgegen. Dass auch Insider, die ihre Informationen an der Börse verwertet haben, Adressaten von Schadensersatzansprüchen sein können, ist ein wesentlicher Vorteil gegenüber den deutschen Regelungen. Eine ebensolche Haftung in Deutschland einzuführen, ist ein Gedanke, über den es sich nachzudenken lohnt. Allerdings bleiben die dargestellten Probleme. Mit den Anspruchsgrundlagen des Deliktsrechts ist eine Haftungsbeurteilung nicht umsetzbar. Das Insiderhandelsverbot ist kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB und für eine Haftung nach § 826 BGB fehlt es an der Sittenwidrigkeit.

Denkbar wäre, dass eine gänzlich neue Anspruchsgrundlage, wie sie in den USA mit *section 20A SEA* besteht, Abhilfe schafft. Auch dann sieht man sich jedoch mit dem Problem der hypothetischen Kausalität konfrontiert, das sich letztlich auf jeden Schadensersatzanspruch hindernd auswirken würde. Auch eine Adaption der *fraud-on-the-market*-Theorie in Deutschland hilft nur auf den ersten Blick weiter. Unterstellt man, dass Anleger von Geschäften Abstand nehmen würden, wenn sie wüssten, dass der Markt wegen unzureichender Informationen nicht mehr effizient ist, ließe sich Kausalität konstruieren. Allerdings bestehen Bedenken, ob eine solche Vermutung gerechtfertigt ist, da selbst den meisten Kleinanlegern bewusst sein dürfte, dass ein effizienter Markt illusorisch ist und die Teilnehmer an den Märkten längst nicht immer über die gleichen Informationen verfügen. Darüber hinaus ist nicht klar, wann die Haftung des Insiders beginnt und wann sie endet. Das Informationsdefizit im Markt existiert mit der Entstehung der Insiderinformation und endet mit deren Veröffentlichung. Anleger, die in dieser Phase handeln, laufen Gefahr, die falsche Investitionsentscheidung zu treffen. Es wäre jedoch nicht gerechtfertigt, den Insider für sämtliche Verluste oder entgangene Gewinne in diesem Zeitraum haften zu lassen, wenn er selbst nur punktuell gehandelt hat und lediglich für einen Bruchteil des Umsatzes verantwortlich ist. Würde man alternativ nur jenen Anlegern einen Anspruch zugestehen, die zeitgleich gehandelt haben (*contemporaneous traders*)

oder gar nur denjenigen, die unmittelbar am Insidergeschäft beteiligt waren, wäre die Entstehung eines Schadensersatzanspruchs vom Zufall abhängig. Ein solches Ergebnis ist inkonsequent und deswegen abzulehnen. Eine eigens geschaffene Anspruchsgrundlage gegen Insider ist somit keine Lösung, da Ersatzansprüche grundsätzlich an der hypothetischen Kausalität scheitern werden, wenn sich Insider und Anleger beim Handel an der Börse gegenüberstehen.

Die zivilrechtliche Haftung für Markt- und Kurspreismanipulation ist bereits dem amerikanischen Recht angenähert worden. Die Voraussetzungen, die an einen Schadensersatzanspruch geknüpft werden, sind allerdings nach wie vor hoch. Eine generelle Haftung von Manipulatoren unabhängig von Sittenwidrigkeit und dem Nachweis der Kausalität würde Anlegern die Durchsetzung von Ersatzansprüchen zweifelsohne erleichtern. Im Hinblick auf den schwierigen Nachweis der Kausalität wäre eine Orientierung an amerikanischen Grundsätzen wünschenswert und sinnvoll. Denn Schadensersatzansprüche gegen Manipulatoren sind rechtspolitisch gewollt, was sich bereits an der Existenz der §§ 37b, 37c WpHG zeigt. Einschränkungen, wie sie Gerichte durch hohe Beweisanforderungen an die Kausalität vornehmen, laufen diesem Trend zuwider. Demnach bestehen gute Gründe dafür, in Schadensersatzprozessen die Kausalität der Falschinformation für die Investitionsentscheidung im Wege des Anscheinsbeweises zu vermuten.

Fraglich ist, ob es einer weiteren Anspruchsgrundlage zugunsten von Anlegern bedarf, die Opfer einer Kurs- oder Marktpreismanipulation geworden sind. Trotz einiger erfolgreicher Klagen von Anlegern in der Vergangenheit sind die Voraussetzungen an einen Schadensersatzanspruch aus § 826 BGB durch das Sittenwidrigkeitserfordernis sowie durch den Vorsatznachweis immer noch hoch. Denkbar wäre die Einführung einer Anspruchsgrundlage gegenüber jedermann nach dem Vorbild der *rule* 10b-5 bei einem Verstoß gegen § 20a WpHG. Letzteres ist von Seiten des Gesetzgebers offenkundig nicht gewollt, da eine derartige Vorschrift in der Vergangenheit in das Wertpapierhandelsgesetz hätte eingefügt werden können. Auch eine Formulierung des § 20a WpHG als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB wäre möglich gewesen. Der Grund für die gesetzgeberische Zurückhaltung dürfte vor allem in der Privilegierung von Organwaltern börsennotierter Unternehmen zu sehen sein, deren Kommunikation mit der Öffentlichkeit nicht vorschnell zu Ersatzansprüchen führen soll. Dem ist zuzustimmen. Letztlich erfüllen das Sittenwidrigkeits- und das Vorsatzerfordernis ihren Zweck, indem sie Ersatzansprüche von Anlegern auf jene Fälle beschränken, in denen öffentliche Äußerungen gezielt zum Schaden der Aktionäre

gemacht wurden. In diesen Fällen obliegt es allein der Rechtsprechung anhand objektiver Tatsachen auf das Vorliegen von Vorsatz zu schließen. In allen anderen Fällen ist ein Schadensersatzanspruch abzulehnen.

Auch Dritte, die Preise manipulieren, werden von § 826 BGB genügend erfasst. Ausgangspunkt ist die Forderung, dass jede Art von Manipulation zum Nachteil anderer das Merkmal der Sittenwidrigkeit erfüllt. Dabei darf es nicht darauf ankommen, ob der Manipulator durch seine Manipulation Gewinn erzielen wollte. Vielmehr sollte der Nachweis eines Schädigungsvorsatzes gegenüber der Anlegerallgemeinheit durch den Kläger ausreichen. Wendet man § 826 BGB in dieser Konsequenz an, bedarf es keiner weiteren Anspruchsgrundlage zugunsten von Anlegern, die Opfer einer Kurs- oder Marktpreismanipulation geworden sind.

Literaturverzeichnis

- Aha, Christof Die Cross-Border Rules der SEC und ihre Bedeutung für das deutsche Kapitalmarktrecht, AG 2002, S. 313 – 328
- Altendorfer, Christian Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht (SEC) - Ein Modell für Österreich?, Wien 1995
- Altenhain, Karsten Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BB 2002, S. 1874 – 1879
- Armbrüster, Christian Kapitalanleger als Verbraucher? Zur Reichweite des europäischen Verbraucherschutzrechts, ZIP 2006, S. 406 – 415
- Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H. Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 4. Auflage, Köln 2006
- Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H. Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 3. Auflage, Köln 2003
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A. Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage, München 2007
- Assmann, Heinz-Dieter Das künftige deutsche Insiderrecht, AG 1994, 196 – 206 (Teil I), 237 – 258 (Teil II)
- ders. Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997, S. 50 – 58
- ders. Gerüchte als Insidertatsachen, Anmerkungen zum Beschluss des hessischen VGH v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, S. 436 – 441
- ders. Verkaufsprospektgesetz, Köln 2001
- ders. Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, Köln 1985

- Baetge, Jörg (Hrsg.) Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Düsseldorf 1995
- Baums, Theodor Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), S 139 – 192
- Beck'scher Online-Kommentar BGB Bürgerliches Gesetzbuch, Stand: 01.05.2009 Edition: 13, München 2009
- Beck'scher Online-Kommentar StPO Strafprozessordnung, Stand: 15.06.2009, Edition, 4 München 2009 4
- Beck'scher Online-Kommentar VwVfG Verwaltungsverfahrensgesetz, Stand 01.07.2009, Edition 7, München 2009
- Benner, Klaus-Dieter Konsequenzen der Zentralisierungsbestrebungen der Wertpapiermarktaufsicht, ZRP 2001, S. 450 – 453
- Benner-Heinacher, Jella Kollidiert die Auskunftspflicht des Vorstands mit dem Insidergesetz? DB 1995, S. 765 – 766
- Bisson, Frank / Kunz, Anna Die Kurs- und Marktpreismanipulation nach In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. 10. 2004 und der Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation vom 1. 3. 2005, BKR 2005, S 186 – 190
- Bliesener, Dirk H. Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, Berlin 1998
- Bumke, Christian Kapitalmarktregulierung - Eine Untersuchung über Konzeption und Dogmatik des Regulierungsverwaltungsrechts, Die Verwaltung 2008, S. 227 – 257
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel/Deutsche Börse Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, Frankfurt am Main 1998
- Bush, Robert J. Stimulating Corporate Self-Regulation - The Corporate Self-Evaluative Privilege: Paradigmatic Preferentialism or Pragmatic Panacea, 87 Northwestern University Law Review (1993), S. 597 – 650
- Cahn, Andreas Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), S. 1 – 50

- Carl, Dieter / Klos, Joachim Informationssammlung durch das neue Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel zur Insiderbekämpfung, *wistra* 1995, S. 10 – 18
- Casper, Matthias Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts?, *BKR* 2005, S. 83 – 90
- Chmiel, Michael J. The Insider Trading And Securities Fraud Enforcement Act Of 1988: Codifying A Private Right Of Action, *University of Illinois Law Review* 1990, S. 645 – 674
- Conway, John Calvin Self-Evaluative Privilege And Corporate Compliance Audits, *68 Southern California Law Review* (1994 – 1995), S. 621 – 661
- Cox, James D./ Hillman, Robert W. / Langevoort, Donald C. Securities regulation: cases and materials, New York, NY, Aspen 2004
- Claussen, Carsten P. Das neue Börsenaufsichtsrecht, *DB* 1994, S. 969 – 974
- Cramer, Peter Strafbarkeit der Ausnutzung und Weitergabe von Insiderinformationen nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland, *Festschrift Otto Triffterer zum 65. Geburtstag*, Wien, New York 1996
- Deutsch, Erwin / Ahrens, Hans-Jürgen *Deliktsrecht*, 4. Auflage, Köln, Berlin, Bonn, München 2002
- Deutscher Anwaltverein Stellungnahme des Deutschen Anwaltverein durch den Handelsrechtsausschuss zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), Stellungnahme Nr. 26/04, Juni 2004, abrufbar unter <http://sirius.soldan.de/anwaltverein/03/05/2004/26-04.pdf> (21.11.2006)

- Diekmann, Hans / Sustmann, Marco Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), NZG 2004, S. 929 – 939
- Dreyling, Georg Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Überregulierung oder Notwendigkeit? Die Bank 2002, S. 16 – 21
- Dreyling, Georg / Schäfer, Frank A. Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Köln 2001
- Duggin, Sarah Helene Internal Corporate Investigations: Legal Ethics, Professionalism And The Employee Interview, 2003 Columbia Business Law Review, S. 859 – 964
- Ebenroth, Carsten Thomas / Boujong, Karlheinz / Joost, Detlev / Strohn, Lutz Handelsgesetzbuch, Band 1 §§ 1–342e, München 2008
- Eckers, Randy S. Unjust Justice in Parallel Proceedings: Preventing Circumvention of Criminal Discovery Rules, 27 Hofstra L. Rev. 109 (1998)
- Eisenberg, Melvin Aron Corporations and other business organizations: cases and materials, 9. ed., New York, NY 2005
- Ekkenga, Jens Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, Tübingen 1998
- ders. Fragen der deliktischen Haftungsbegründung bei Kursmanipulationen und Insidergeschäften, ZIP 2004, S. 781 – 793
- Engelhardt, Florian Vertragsabschlusschaden oder Differenzschaden bei der Haftung des Emittenten für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, BKR 2006, S. 443 – 448
- Findeisen, Maximilian / Backhaus, Richard Umfang und Anforderungen an die haftungsbegründende Kausalität bei der Haftung nach § 826 BGB für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen, WM 2007, 100 – 108
- Fischer, Reinfrid / Klanten, Thomas Bankrecht, 3. Auflage, Köln 2000

- Fleischer, Holger Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden, NZG 2007, S. 401 – 407
- Fleischer, Holger Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, DB 2004, S. 2031 – 2036
- ders. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, S. 2977 – 2983
- ders. Der Inhalt des Schadensersatzanspruches wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-Hoc-Mitteilungen, BB 2002, S. 1869 – 1874
- ders. Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002 Band I: Gutachten / Teile F und G - Abteilung Wirtschaftsrecht, München 2002
- Fuchs, Andreas /
Dühn, Matthias Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, BKR 2002, S. 1063 – 1071
- Gehrt, John Alexander Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, Baden Baden 1997
- Geibel, Stephan
(Hrsg.) / Süßmann,
Rainer (Hrsg) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), München 2002
- Groß, Wolfgang Kapitalmarktrecht, 2.Auflage, München 2002
- Halfpap, Patrick Normsetzungsbefugnisse von Kapitalmarktaufsichtsbehörden, BKR 2009, S. 65 – 72
- Hazen, Thomas Lee The Law of Securities Regulation, Second Edition, St. Paul, Minn. 1990
- Hellgardt, Alexander Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität als strafbare Marktmanipulation, ZIP 2005, S. 2000 – 2008
- Hellgardt, Alexander Kapitalmarktdeliktsrecht, Hamburg 2008

- Hess, Burkhard Musterverfahren im Kapitalmarktrecht, ZIP 2005, S. 1713 – 1719
- Holzborn, Timo / Israel, Alexander Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, S. 1668 – 1675
- Hopt, Klaus J. / Will, Michael R. Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973
- Hopt, Klaus J. / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.) Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Tübingen 2005
- Hopt, Klaus J. Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, ZGR 2002, S. 333 – 376
- ders. Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, S. 17 – 73
- ders. Auf dem Weg zum deutschen Insidergesetz, Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993, S. 393 – 411
- ders. Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz- insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität - , ZHR 159 S. 135 – 163 (1995)
- Hopt, Klaus J. (Hrsg.) Börsenreform, Stuttgart 1997
- Horn, Norbert Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, ZHR 136 (1972), S. 370 – 396
- ders. Bankrecht auf dem Weg nach Europa, ZBB 1989, S. 107 – 121
- ders. Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, ZBB 1997, S. 139 – 152
- Horst, Peter Michael Kapitalanlegerschutz, Haftung bei Emission und Vertrieb von Kapitalanlagen, München 1987
- Hueck, Götz Verbot des Insiderhandels, Heidelberg 1976
- Jarass, Hans-Dieter Wirtschaftsverwaltungsrecht, 3. Auflage, Neuwied, Kriftel, Berlin 1997

- Jennings, Richard W. / March, Harold / Coffee, John C. Securities Regulation, 8rd Edition, New York 1998
- Jentsch, Werner Die EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie - Entstehungsgeschichte und Inhalt, WM 1993, S. 2189 – 2195
- Kaiser, Andreas Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, WM 1997, S. 1557 – 1560
- van Kann, Jürgen / Just, Clemens Der Regierungsentwurf zur Umsetzung der europäischen Übernahmerichtlinie, DStR 2006, S. 328 – 333
- Karlsruher Kommentar zur StPO Strafprozessordnung, GVG, EGGVG, EMRK, 6. Auflage, München 2008
- Kiefer, Marcus Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung der US Securities and Exchange Commission, Wiesbaden 2003
- Kiel, Peter Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, Berlin, New York 1994
- Kloepfer, Michael/ v. Lewinski, Kai Das Informationsfreiheitsgesetz des Bundes, DVBl 2005, S. 1277 – 1288
- Kölner Kommentar zum WpHG Wertpapierhandelsgesetz, Köln, Berlin, München 2007
- Köndgen, Johannes Privatisierung des Rechts, AcP 206 (2006), S. 477 – 525
- ders. Die Ad-hoc-Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzipien, Festschrift J. N. Druey, 2002, 791 – 815
- ders. Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde?, ZBB 1996, S. 361 – 365
- Kugelman, Dieter Das Informationsfreiheitsgesetz des Bundes, NJW 2005, S. 3609 – 3613
- Kurth, Matthias EURO-Kapitalmarkt und regionale Börsenaufsicht – ein Widerspruch? WM 1998, S. 1715 – 1716

- Kübler, Friedrich Transparenz am Kapitalmarkt - Wirtschaftspolitische Grundfragen aktueller Regelungsprobleme, AG 1977, S. 85 – 92
- Kümpel, Siegfried
ders. Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004
Die künftige Kapitalmarktaufsicht und die europäische Rechtsangleichung, WM 1994, S. 229 – 233
- Kümpel, Siegfried /
Hammen, Horst /
Ekkenga, Jens
(Hrsg.) Kapitalmarktrecht, Handbuch für die Praxis (Loseblatt), Band 2, Berlin ab 1995
- Kuthe, Thorsten Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, S. 883 – 888
- Lange, Dieter G. /
Black, Stephen F. Der Zivilprozeß in den Vereinigten Staaten, Heidelberg 1987
- Leipold, Klaus Strafbarkeit von Unternehmen, NJW-Spezial 2008, S. 217 – 217
- Leisch, Franz Clemens
ders. Informationspflichten nach § 31 WpHG, München 2004
Vorstandshaftung für falsche Ad-Hoc-Mitteilungen – ein höchstrichterlicher Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, ZIP 2004, S. 1573 – 1580
- Leistner, Georg Das Insiderrecht in der Bundesrepublik, ZRP 1973, S. 201 – 208
- Lenenbach, Markus Verbraucherschutzrechtliche Rückabwicklung eines kreditfinanzierten, fehlerhaften Beitritts zu einer Publikumspersonengesellschaft, WM 2004, S. 501 – 511
- Lenzen, Ursula Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation, Osnabrück 1999
- Lenzen, Ursula Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation im Referenten-Entwurf für das 4. Finanzmarktförderungsgesetz, FB 2001, S. 603 – 610
- Lenzen, Ursula Das neue Recht der Kursmanipulation, ZBB 2002, S. 279 – 287

- Liebscher, Thomas Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP 2001, S. 853 – 869
- Lindsay, Arlene R. / Solbakken, Lisa C. Dispelling Suspicions as to the Existence of the Self-Evaluative Privilege, 65 Brooklyn Law Review (1999), S. 459 – 476
- Löwe, Ewald / Rosenberg, Werner (Hrsg.) Die Strafprozeßordnung und das Gerichtsverfassungsgesetz, 26. Auflage, Berlin 2009
- Löwe, Ewald / Rosenberg, Werner / Rieß, Peter (Hrsg.) Die Strafprozeßordnung und das Gerichtsverfassungsgesetz, 25. Auflage, Berlin 2002
- Longino, Marcus Haftung des Emittenten für fehlerhafte Informationen, DStR 2008 S. 2068 – 2075
- Loss, Louis / Seligman, Joel Securities Regulation, Vol. 1 – 11, 3rd Edition, Boston 1996 – 2000
- Martin, R. Douglas Basic Inc. v. Levinson: The Supreme Court's Analysis of Fraud on the Market and Its Impact on the Reliance Requirement of SEC Rule 10b-5, 78 Kentucky Law Journal, S. 403 – 434 (1989-1990)
- Maser, Andreas Auskunftspflicht, Mitteilung einer Insidertatsache, Kurzkommentar zum Beschluss des hessischen VGH v. 16.3.1998 – 8 TZ 98/98, EWiR 1999, S. 281 – 282
- Maurer, Hartmut Allgemeines Verwaltungsrecht, 16. Auflage, München 2006
- McLucas, William R. / Taylor, J.Lynn / Mathews, Susan A. Practitioner's Guide to the SEC's Investigative and Enforcement Process, 70 Temple Law Review 53 (1997)
- McLucas, William R. / Hamill, Thomas D. / Shea, Catherine / Dubow, Jay An Overview of Various Procedural Considerations Associated with the Securities and Exchange Commission's Investigative Process, 45 Bus. Law. 627 (1990)
- Meller, Hermann Der Insidertatbestand des US-amerikanischen und deutschen Rechtes, Osnabrück 1997

- Meyer, Andreas Neue Entwicklungen bei der Kursstabilisierung – Anwendungsfragen der Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation und der Durchführungsmaßnahmen zur Marktmißbrauchsrichtlinie, AG 2004, S. 289 – 299
- Meyer-Goßner, Lutz Strafprozessordnung, 51. Auflage, München 2008
- Möller, Andreas Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2002, S. 309 – 317
- Möllers, Thomas M. J. Konkrete Kausalität, Preiskausalität und uferlose Haftungsausdehnung - ComROAD I – VIII, NZG 2008, S. 413 – 416
- ders. Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts, AcP 208 (2008), S. 1 – 36
- Möllers, Thomas M. J. / Wenninger, Thomas Informationsansprüche gegen die BaFin im Lichte des neuen Informationsfreiheitsgesetzes (IFG), ZHR 170 (2006), S. 455 – 473
- Möllers, Thomas M. J. Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG, WM 2005, S. 1393 – 1400
- Möllers, Thomas M. J. (Hrsg.) Ad-hoc-Publizität : Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003
- Möllers, Thomas M. J. / Leisch, Franz Clemens Offene Fragen zum Anwendungsbereich der §§ 37b und 37c WpHG, NZG 2003, S. 112 – 116
- Möllers, Thomas M. J. / Leisch, Franz Clemens Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB, WM 2001, S. 1648 – 1662
- Münchener Kommentar zur Zivilprozessordnung Band 1 Einleitung, §§ 1–510 c, München 2008

- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch Band 5 Schuldrecht Besonderer Teil III, §§ 705-853, 5. Auflage, München 2009
- Niemeyer, Jonas An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision: Where to Go after the Lamfalussy Report?, Stockholm School of Economics/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, No. 482, December 14, 2001, abrufbar unter <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>
- Nietzer, Wolf Michael Das Insiderrecht in den USA, DAJV-Newsletter 1995, S. 1 – 9
- Pfeiffer, Florian Der Schutz des (Klein-)Anlegers im Rahmen der Verhaltensregeln der §§ 31, 32 WpHG, Augsburg 1999
- Pfeiffer, Gerd Strafprozessordnung, München 2005
- Posner, Richard A. Economic analysis of law, 7. ed, New York 2007
- Ratner, David L. Securities Regulation in a Nutshell, Fifth Edition, St. Paul, Minn. 1996
- Ransiek, Andreas Zur prozessualen Durchsetzung des Insiderstrafrechts, DZWir 1995, S. 53 – 58
- Rauscher, Regina Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel und seine Kompetenzen bei der Verfolgung von Insidergeschäften, Frankfurt a.M. 1999
- Reuschle, Fabian Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NZG 2004, S. 590 – 593
- Rieckers, Oliver Haftung des Vorstands für fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen de lege lata und de lege ferenda, BB 2002, S. 1213 – 1221
- Rössner, Michael-Christian / Bolkart, Johannes Schadensersatz bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZIP 2002, S. 1471 – 1477
- Rosen, Rüdiger von Rechtskollision durch grenzüberschreitende Sonderermittlungen, BB 2009, S. 230 – 232

- ders. Internationale Anforderungen an ein deutsches Wertpapieraufsichtsamt, ZKW 1992, S. 276 – 278
- Rossi, Matthias Informationsfreiheitsgesetz, Baden-Baden 2006
- Rützel, Stefan Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen, AG 2003, S. 69 – 79
- Samm, Carl-Theodor Börsenrecht, Stuttgart 1978
- Sauer, Knut Haftung für Falschinformationen des Sekundärmarktes, Frankfurt am Main 2004
- Schack, Haimo Einführung in das US-amerikanische Zivilprozessrecht, München 2003
- Schäfer, Frank A. (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, Stuttgart 1999
- Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann / Lwowski, Hans-Jürgen Bankrechtshandbuch, 2. Auflage, Band II, München 2001
- Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann / Lwowski, Hans-Jürgen Bankrechtshandbuch, 3. Auflage, Band II, München 2007
- Schliesky, Utz Öffentliches Wirtschaftsrecht, 2. Auflage, Heidelberg 2003
- Schmid, Reinhart / Wulff, Sönke Zur Entdeckung von Insider-Aktivitäten am deutschen Aktienmarkt, ZBB 1993, S. 57 – 68
- Schmid, Niklaus Strafverfahren und Strafrecht in den Vereinigten Staaten, 2. Auflage, Heidelberg 1993
- Schmidt, Reinhard H. / Spindler, Gerald Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, Baden Baden 2008
- Schmitz, Heribert / Jastrow, Serge-Daniel Das Informationsfreiheitsgesetz des Bundes, NVwZ 2005, S 984 – 995

- Schneider, Burkhard Auf dem Weg zu Securities Class Actions in Deutschland? - Auswirkungen des KapMuG auf die Praxis kapitalmarktrechtlicher Streitigkeiten, BB 2005, S. 2249 – 2258
- Schurtmann, William
/ Walter, Otto L. Der amerikanische Zivilprozeß, Frankfurt am Main 1978
- Schwark, Eberhard Insider-Geschäfte auf dem Wertpapiermarkt, DB 1971, S. 1605 – 1609
- ders. Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, ZGR 1976, S. 272 – 306
- ders. Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, München 1979
- Schwark, Eberhard
(Hrsg.) Kapitalmarktrechtskommentar, München 2004
- Senderowitz, Stephen J / Ugarte, Ricardo E / Cortez, Marlen Die Durchsetzung US-amerikanischer Wertpapiergesetze auf internationaler Ebene - Ausweitung auf deutsche Unternehmen, wistra 2008, 281 – 285
- Sethe, Rolf Zur Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilung, Anmerkung zu OLG München, Urt. v. 24. 5. 2006 - 15 U 3958/05, EWiR 2006, S. 263 – 264
- Simon, Stefan Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005 S. 13 – 22
- Spindler, Gerald Kausalität im Zivil- und Wirtschaftsrecht, AcP 208 (2008), S. 283 – 343
- ders. Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarktes, WM 2004, S. 2089 – 2098
- ders. Kapitalmarktreform in Permanenz - Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, S. 3449 – 3455
- ders. Finanzanalyse vs. Finanzberichterstattung: Journalisten und das AnSVG, NZG 2004, S. 1138 – 1147

- ders. Neuregelungen des Kapitalmarkt- und Börsenrechts zum Anlegerschutz? - Zur gesellschafts- und wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages, DStR 2002, S. 1576 – 1587
- Stober, Rolf Allgemeines Wirtschaftsverwaltungsrecht, 14. Auflage, Stuttgart 2004
- Steinhauer, Carsten Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, Baden-Baden 1999
- Süßmann, Rainer Insiderhandel – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, AG 1997, S. 63 – 65
- ders. Meldepflichten nach § 9 Wertpapierhandelsgesetz – Zugleich eine Erläuterung der Meldeverordnung und des Meldebogens – WM 1996, S. 937 – 947
- Tilp, Andreas W. Gesteigerte Substantiierungslast des geschädigten Aktionärs für Anlageentscheidungen bei fehlerhafter Ad-Hoc-Mitteilung („Infomatec“) Anmerkungen zu OLG München, Urt. V. 14.5.2002 – 30 U 1021/01, ZIP 2002, S. 1729 – 1730
- Tolkmitt, Ulrike / Schomerus, Thomas Finanzmarktstabilisierung contra Informationsfreiheit?, NVwZ 2009, S. 568 – 571
- Unzicker, Ferdinand Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, WM 2007, S. 1596 – 1603
- Veil, Rüdiger Die Haftung des Emittenten für fehlerhafte Information des Kapitalmarkts nach dem geplanten KapInHaG, BKR S. 91 – 98
- Veith, Alexander Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, NZG 2005, S. 254 – 259
- Wagner, Klaus-R. Sind Kapitalanleger Verbraucher?, BKR 2003, S. 649 – 656
- Watter, Rolf Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, SZW 1990, S. 193 – 206

- Weisgerber, Thomas / Jütten, Herbert Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, Köln 1995
- Werner, Gerhard Bekämpfung der Geldwäsche in der Kreditwirtschaft, Freiburg 1996
- Wiedemann, Herbert / Frey, Kaspar Gesellschaftsrecht, 6. Auflage, München 2002
- Wilder, Brian J. The Securities and Exchange Commission (SEC), New York 2003
- Wilsing, Hans-Ulrich / Paul, Carsten A. Gläserne BaFin-Akten - Reaktionsmöglichkeiten der Praxis auf Verurteilung der BaFin zur Auskunftserteilung, BB 2009, S. 114 – 118
- Wastl, Ulrich / Litzka, Philippe / Pusch, Martin SEC-Ermittlungen in Deutschland - eine Umgehung rechtsstaatlicher Mindeststandards!, NStZ 2009, S. 68 – 74
- Wirth, Gerhard Keine Auskunftspflicht der Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater gegenüber der Wertpapieraufsicht, BB 1996, S. 1725 – 1726
- Wittich, Georg Erfahrungen mit der Ad hoc-Publizität in Deutschland, AG 1997, S. 1 – 5
- Wölk, Armin Die Ad hoc-Publizität – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, AG 1997, S. 73 - 80
- Wolff, Hans J. / Bachof, Otto / Stober, Rolf Verwaltungsrecht I, 11. Auflage, München 1999
- Wybitul, Tim Interne Ermittlungen auf Aufforderung von US-Behörden - ein Erfahrungsbericht, BB 2009, S. 606 – 611
- Ziemons, Hildegard Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, S. 537 – 543

- Zinser, Alexander Der RefE eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ vom 12.3.2001, NZG 2001, S. 391 – 397

