

# **Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts: die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen**

**Thomas M. J. Möllers**

## **Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:**

Möllers, Thomas M. J. 2008. "Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts: die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen." *Archiv für die civilistische Praxis (AcP)* 208 (1): 1–36.  
<https://doi.org/10.1628/000389908783917161>.

## **Nutzungsbedingungen / Terms of use:**

**licgercopyright**



# Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts

Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente  
zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen

von Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers, Augsburg

## Inhaltsübersicht

I.	Einleitung .....	2
1.	Empirische Daten zum US-amerikanischen und deutschen Kapitalmarkt .....	2
2.	Ökonomische Überlegungen im Kapitalmarktrecht .....	5
a)	Zur Relevanz ökonomischer Argumente bei der Rechtsanwendung ..	5
b)	Die Funktionsfähigkeit als ökonomisches Regelungsziel der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung .....	7
aa)	Allokationseffizienz .....	7
bb)	Vertrauenschutz .....	8
c)	Die Zielsetzung des Law and Economics-Ansatzes .....	10
II.	Ökonomische Überlegungen zur Rechtssetzung und Rechtsdurch- setzung am Kapitalmarkt durch den Staat und durch Private (private governance) .....	11
1.	Zur unzureichenden Überwachung durch die Börsen .....	11
2.	Überwachung durch staatliche Aufsichtsbehörden .....	13
a)	Europaweite Einführung staatlicher Aufsichtsbehörden .....	13
b)	Ökonomische Überlegungen zur staatlichen Überwachung .....	15
c)	Veröffentlichung von öffentlich-rechtlichen Maßnahmen (Shaming) .....	16
3.	Das Zusammenspiel privater und öffentlich-rechtlicher Überwachungsbefugnisse (private governance) .....	18
a)	Private Rechtssetzung: Compliance und das Führen von Insiderverzeichnissen .....	18
b)	Rechtsdurchsetzung durch Wirtschaftsprüfer und die Überwachung der Überwacher .....	19
c)	Gegenbeispiele effektiver Überwachung .....	20
aa)	Die doppelte Prüfung im Rahmen des Enforcement- Verfahrens .....	20
bb)	Die Überwachung von Finanzanalysten durch den Deutschen Presserat .....	20
4.	Zivilrechtliche Haftung .....	21
a)	Empirische Daten zur Ad-hoc-Publizität .....	21
b)	Ökonomische Überlegungen .....	24
aa)	Schadensausgleich und Prävention .....	24
bb)	Marktrisiko, Übermaßhaftung und Durchsetzungswahrscheinlichkeit .....	25
c)	Ausdehnung einer zivilrechtlichen Haftung .....	27
aa)	Zum Umfang des Schadens .....	27

<i>bb) Schadensersatzanspruch bei fehlerhafter Regelpublizität de lege ferenda .....</i>	29
<i>d) Die Durchsetzung von zivilrechtlichen Ansprüchen im Prozess- Class action und KapMuG .....</i>	31
<i>5. Zum Umfang strafrechtlicher Sanktionen .....</i>	33
<i>III. Zusammenfassung .....</i>	35

## *I. Einleitung*

### *1. Empirische Daten zum US-amerikanischen und deutschen Kapitalmarkt*

In den letzten Jahren ereignete sich eine Serie von Skandalen, die den US-amerikanischen Wertpapiermarkt schwer erschütterten: Enron, WorldCom und auch der Tyco-Konzern zählen zu den berühmten – oder doch eher berücktigten – Beispielen. Um nicht eine Weltwirtschaftskrise, wie nach dem sog. Schwarzen Freitag in den dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts zu erleben<sup>1</sup>, reagierte der amerikanische Gesetzgeber schnell und verabschiedete schon 2002 den Sarbanes-Oxley Act mit einem weitreichenden Maßnahmenpaket zur Verbesserung der Transparenz und des Anlegerschutzes.<sup>2</sup> Heute müssen Unternehmen ein unabhängiges Audit Committee beauftragen.<sup>3</sup> Der Chief Executive Officer (CEO) und der Chief Financial Officer (CFO) müssen einen sog. „Bilanzeid“ abgeben, d.h. schriftlich bestätigen, dass die der Securities and Exchange Commission (SEC) vorgelegten Berichte die wirtschaftliche Lage des Unternehmens korrekt und vollständig wiedergeben.<sup>4</sup> Inkorrekte Berichte werden mit bis zu 20 Jahren Gefängnisstrafe sanktioniert.<sup>5</sup> Ein Bundesrichter verurteilte den früheren WorldCom Inc. Chief Executive *Bernard J. Ebbers* zu 25 Jahren Gefängnisstrafe, ebenso den Tyco-Vorstand *Dennis Kozlowski* und den vorherigen Finanzvorstand *Mark Swartz*.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Zu diesem Freitag, dem 25.10.1929, s. aus historischer Perspektive etwa *Henning*, in: Pohl, Deutsche Börsengeschichte, 1992, S.209, 247; *Merkt*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 17, 97 ff.

<sup>2</sup> Public Accounting Reform and Investor Protection Act, Pub.L. No. 107–204 v. 30.7.2002, 116 Stat. 745 (2002), der nach seinen zwei Autoren benannt wurde, Senator *Paul Sarbanes* und Abgeordneter *Michael G. Oxley*, „Sarbanes-Oxley Act“ (SOX). Abrufbar unter [www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf](http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf) und [www.thomas-moellers.de/materialien](http://www.thomas-moellers.de/materialien).

<sup>3</sup> Sec. 301 SOX Act (Fn.2).

<sup>4</sup> Zu Sec. 302 SOX Act (Fn.2) und Sec. 906 SOX Act als §1350 U.S.C. s. *Gruson/Kubicek*, AG 2003, 304, 401 ff.

<sup>5</sup> Sec. 906 SOX (Fn.2) als § 1350 c (2) U.S.C.; *Hefendehl*, JZ 2004, 18 ff.

<sup>6</sup> In der Sache Enron wurden *Jeffrey Skilling* und *Kenneth Lay* in allen Punkten für

Auch in Deutschland gab es eine Reihe von Skandalen: Schwarze Schafe wie Infomatec, Comroad oder EM.TV „glänzten“ mit fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen oder Halbjahresberichten.<sup>7</sup> Die Deutsche Telekom erwartet das bundesweit größte Gerichtsverfahren mit mehr als 17.000 Klägern wegen einer fehlerhaften Immobilienbewertung vor der dritten Kapitalerhöhung im Jahre 2000.<sup>8</sup> Aber nicht nur die unzureichende Informationspolitik börsennotierter Unternehmen, sondern auch die Beratungsleistungen der Banken stoßen auf Kritik. Der Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nennt etwa 3.500 Beschwerden über Kredit- und Finanzinstitute allein für das Jahre 2006.<sup>9</sup> Von 1992 bis 1997 gab es 33.000 Beschwerden bei der Kundenbeschwerdestelle des Bundesverbandes deutscher Banken.<sup>10</sup>

Will man die Bedeutung der Börsen und Börsenskandale für die Volkswirtschaft untersuchen, wird man fragen, wer an der Börse investiert. Nur etwa knapp 7 % der Deutschen verfügen über Aktien. Zwar verdoppelte sich in Deutschland die Anzahl der Anleger von 1988 bis zum Jahr 2000 von 3,1 auf 6,2 Millionen, fiel nach dem Börsencrash im Jahre 2000 dann aber wieder auf 4,2 Millionen zurück.<sup>11</sup> In den USA halten dagegen etwa 50 % aller Haushalte Aktienvermögen.<sup>12</sup> Auch die Kursverluste fielen in Deutschland deutlich stärker aus als in den USA.<sup>13</sup> Daher kann es nicht erstaunen, wenn die euro-

---

schuldig befunden. *Jeffrey Skilling* wurde zu 24 Jahren und 4 Monaten Gefängnis am 23.10.2006 verurteilt. *Kenneth Lay* starb kürzlich.

<sup>7</sup> Hierzu Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 1 Rn. 2 ff.; Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, § 2007, §§ 37b, c Rn. 51 ff. sowie die weiteren Beispiele in Fn. 10.

<sup>8</sup> S. etwa Möllers/Weichert, NJW 2005, 2737.

<sup>9</sup> BaFin, Jahresbericht 2006, 2007, 4.1, S. 203.

<sup>10</sup> S. Ombudsmanverfahren der privaten Banken, Stand 31.3.2007, abrufbar unter <http://www.bankenverband.de>. Dieses Bild geht einher mit Untersuchungen Dritter, etwa der Stiftung Warentest oder der Unternehmensberatung *Booz Allen Hamilton*, die jeweils eine schlechte Beratung vieler Kreditinstitute nachwiesen, für die Jahre 2000, 2001. Allein fünf Häuser bekamen die Note „mangelhaft“, s. Finanztest 5/2000, S. 12, 15; Finanztest 3/2001, 70 ff. Für 2006 s. die Studie der Unternehmensberatung *Booz Allen Hamilton*, Handelsblatt v. 14.6.2007, S. 23.

<sup>11</sup> Die Zahl der Aktionäre über 14 Jahre stieg zwischen 1988 und dem Jahr 2000 von 3.192.000 auf 6.211.000, um dann wieder im Jahre 2006 auf 4.240.000 zu fallen. Damit halten 6,7 % der deutschen Anleger direkt Aktien nach einem Höchststand im Jahre 2000 von 9,7 %. S. *Deutsches Aktieninstitut (DAI)*, Factbook, 2007, 8.3; *Leven*, DAI-Kurzstudie 2/2006, S. 1, herunterladbar unter [dai.de](http://dai.de).

<sup>12</sup> Economist v. 26.5.2007, S. 84.

<sup>13</sup> So fiel der DAX von 8.000 auf 2.500 Punkte, während der Dow Jones nur von 11.500 auf 8.500 Punkte viel. S. die Graphiken bei Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 1 Rn. 1 ff.

päischen Wertpapiermärkte zusammengenommen nur halb so groß sind wie ihr US-amerikanisches Pendant.<sup>14</sup>

Im Ergebnis verzichtet der Bürger in Deutschland damit auf eine höhere Rendite, die dann ggf. bei der Altersversorgung fehlt. Auch volkswirtschaftlich wirkt sich die fehlende Bereitschaft der Deutschen, in börsennotierte Unternehmen zu investieren, negativ aus: Gerade kleineren (start up) Unternehmen fehlt Risikokapital, die internationale Konkurrenzfähigkeit leidet.<sup>15</sup>

Bekanntlich ist „Geld so scheu wie ein Reh“. Anlagekapital ist nicht gegenständlich und kann aufgrund der weltweiten Vernetzung der Datenverarbeitung in hoher Geschwindigkeit zu minimalen Kosten bewegt werden.<sup>16</sup> Weil heutzutage der Anleger genauso einfach Aktien der deutschen Siemens AG, der finnischen Nokia Oy oder der US-amerikanischen Microsoft Inc. erwerben kann, wird er im Zweifel in diejenige Anlage auf demjenigen Markt investieren, der die besten Renditechancen bietet und die besten Rahmenbedingungen sicherstellt. Empirische Untersuchungen zeigen, dass anlegerschützende Vorschriften und ihre Durchsetzung eine wesentliche Voraussetzung für entwickelte und liquide Märkte darstellen.<sup>17</sup> Zudem bestätigen zahlreiche Studien die Einschätzung, dass die Harmonisierung europäischer Finanzmärkte deutliche Wachstumsgewinne mit sich bringen wird.<sup>18</sup> Der Schutz der Kapitalmärkte und Volkswirtschaften ist ein besonders gewichtiges Schutzzug, welches der Staat schützen muss. Insoweit kann es für jeden Gesetzgeber nur darum gehen, die richtigen Rahmenbedingungen zu setzen, damit Kapital von den heimischen Börsen nicht abfließt, würde damit der eigenen Volkswirtschaft doch unmittelbar geschadet.

Im Folgenden soll deshalb untersucht werden, ob das europäische und deutsche Kapitalmarktrecht Rechte und Pflichten bereit hält, um sicherzustel-

<sup>14</sup> Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte v. 5.2.2001 (*Lamfalussy-Bericht*), S. 16 abrufbar unter [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_de.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf) sowie [thomas-moellers.de/materialien](http://www.thomas-moellers.de/materialien).

<sup>15</sup> *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 14), S. 16.

<sup>16</sup> Deutlich Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 91.

<sup>17</sup> S. *La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, 54 J.Fin. 1131 (1997); *dieselben*, 106 J.Pol.Econ. 1113, 1140 (1998); *Coffee*, 25 J.Corp.L. 1, 2 (1999); *dieselben*, 55 J.Fin. 1, 5 ff. (2000); *Modigliani/Perotti*, 1–2 Int.Rev.Fin. 81 ff. (2000); *Black*, 48 UCLA L.Rev. 781, 834 (2001).

<sup>18</sup> Anhang 1 des Grünbuches zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010) v. 3.5.2005, KOM (2005), 177, Anh. 1, S.4; *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 14), S. 14f.; *Europäische Zentralbank*, The Euro Equity Markets, August 2001, abrufbar unter <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euroequitymarketen.pdf>, S.10, 44f.; *Bundesverband deutscher Banken*, Argumente zum Finanzmarkt, März 2004, abrufbar unter [http://www.bankenverband.de/pic/artikelpic/032004/br0403\\_vw\\_azf\\_eudl\\_dt.pdf](http://www.bankenverband.de/pic/artikelpic/032004/br0403_vw_azf_eudl_dt.pdf).

len, dass das Kapital an deutschen und europäischen Märkten und nicht in den USA oder anderen Wertpapiermärkten investiert wird. Dabei soll das Augenmerk auf die Durchsetzungsmöglichkeiten dieser Rechtspflichten gelenkt werden, denn die einschlägigen Informations- und Unterlassungspflichten sind nur so gut, wie sie nicht „*law in the books*“ bleiben, sondern auch von den Marktteilnehmern beachtet werden. Um dies sicherzustellen, sind die klassischen Sanktionsmechanismen des Zivil-, Straf- und Öffentlichen Rechts zu vergleichen und auch auf die *private governance*-Debatte, also die Regelungssetzung durch Private, einzugehen. Empirische Überlegungen und die ökonomische Analyse des Rechts werden in die Argumentation einbezogen. Bei dem richtigen Maß an Verantwortlichkeit macht auch oft das Stichwort einer „Übermaßhaftung“ die Runde, so dass über die angemessene Feinsteuierung nachzudenken sein wird. Inzwischen ziehen es auch kleinere Unternehmen vor, sich von der Börse vollständig zurückzuziehen, weil die hohen Kosten nicht im Verhältnis zum Ertrag stehen.<sup>19</sup> Im Ergebnis wird mehrmals zu prüfen sein, wie ein Ausgleich zwischen ökonomischen Argumenten und dem Gesetz zugrunde liegenden Rechtsprinzipien zu finden ist.

## 2. Ökonominische Überlegungen im Kapitalmarktrecht

### a) Zur Relevanz ökonomischer Argumente bei der Rechtsanwendung

In den USA wurde die ökonomische Analyse des Rechts, der *Law and Economics-approach*, populär durch die *Chicago School*<sup>20</sup> und vor allem Richter wie *Learned Hand*<sup>21</sup> oder *Posner*,<sup>22</sup> die ihre Gerichtsentscheidungen<sup>23</sup> mit ökonomischen Überlegungen begründeten. In Deutschland haben diesen Ansatz *Schäfer/Ott, Kirchner, Kirchgässner u.a.* rezipiert.<sup>24</sup> Jedoch wird gegen die

<sup>19</sup> Im Jahr 2003 zogen sich 62, im Jahr 2004 zogen sich 40 Unternehmen von der Börse zurück, s. *Franke, Die Bank* 2005, Heft 2, 18. Zum Rückzug von der Börse s. *Schäfer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch der börsennotierten AG*, 2005, §§ 61 ff.; *Holzborn/Schlösser, BKR* 2002, 486; *Theiß, AG* 2005, 225 und Fn. 208.

<sup>20</sup> Hierzu *Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip*, 3. Auf. 2005, S. 67f.

<sup>21</sup> *United States et. al. v. Caroll Towing Co., Inc., et. al.*, 159 F.2d 169 (2d. Cir. 1947).

<sup>22</sup> Daneben sind die Richter *Easterbrook* und *Breyer* ökonomischen Überlegungen sehr aufgeschlossen.

<sup>23</sup> *United States et. al. v. Caroll Towing Co., Inc., et. al.*, 159 F.2d 169 (2d. Cir. 1947); *United States Fidelity & Guaranty, Co. v. Jadranska Slobodna Plovidba*, 683 F.2d. 1022, 1029 (7th. Cir. 1982); s. auch *Posner, 1 J.Leg.Stud.* 29, 32 f. (1972); *derselbe, Economic Analysis of Law*, 5th. ed. 1998 (Part I und II der 2. Aufl. übersetzt in: *Assmann/Kirchner/Schanze, Ökonomische Analyse des Rechts*, 1993, S. 79 ff.).

<sup>24</sup> *Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, 3. Aufl. 2005. S. aber auch die Ansichten der Autoren in den folgenden Fußnoten.

ökonomische Analyse des Rechts vor allem eingewendet, dass die Ausrichtung der ökonomischen Bewertung am Effizienzkriterium in Widerspruch zu ethischen Werten treten könne.<sup>25</sup> Zudem ist heftig umstritten, ob ökonomische Argumente nur dem Gesetzgeber<sup>26</sup> oder aber auch dem Rechtsanwender oder Richter bei der Auslegung des Rechts<sup>27</sup> zustehen. Gerade in jüngster Zeit hat sich Wagner gegen die These von Eidenmüller gewandt, nur dem Gesetzgeber stünden die Parameter der ökonomischen Analyse offen. Weitgehend anerkannt ist allerdings, dass der Rechtsanwender bei der Auslegung des Rechts ökonomische Überlegungen dann anstellen darf, wenn der Gesetzgeber selbst ausdrücklich die effiziente Gestaltung als Regelungsziel in das anzuwendende Gesetz aufgenommen hat.<sup>28</sup> Aber auch dann dürfen ökonomische Überlegungen nicht absolut gesetzt werden, sondern müssen offen gegenüber andersartigen Wertungsgesichtspunkten sein.<sup>29</sup> Im Folgenden soll gezeigt werden, dass gerade das Kapitalmarktrecht ein exzellentes Rechtsgebiet für ökonomische Überlegungen eröffnet, weil der Gesetzgeber in seinen Gesetzesvorlagen oder Erwägungsgründen regelmäßig ökonomische Überlegungen aufnimmt.

---

<sup>25</sup> Fezer, JZ 1986, 817, 823; derselbe, JZ 1988, 223, 226 ff.; Bydlinski, Fundamentale Rechtsgrundsätze, 1988, S. 285 ff.; Kohl, in: Ott/Schäfer, Ökonomische Probleme des Zivilrechts, 1991, S. 41, 50; Möllers, Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht, 1996, S. 123 ff.; Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Aufl. 2005, S. 481 ff.

<sup>26</sup> So Raisch, Vom Nutzen der überkommenen Auslegungskanones für die praktische Rechtsanwendung, 1988, S. 55, 57 f.; Kohl, in: Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler, 1992, S. 29, 45; ausführlich Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Aufl. 2005, S. 426 ff., 454 ff., 486.

<sup>27</sup> So auch bei einem Schweigen des Gesetzgebers etwa die Anhänger in den USA und Horn, AcP 176 (1976), 307, 320 ff.; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 16; Ott, in: Schäfer/Ott, Allokationseffizienz in der Rechtsordnung, 1989, S. 25, 31 f.; Kötz, Rechtstheorie 30 (1999), 130, 134 ff.; Kübler, in: FS Steindorff, 1990, S. 687, 690 ff.; Grundmann, RabelsZ 61 (1997), 423, 443 ff.; Wagner, in: MünchKomm, BGB, 4. Aufl. 2004, vor § 823 Rn. 39 ff., derselbe, AcP 206 (2006), 352, 425 ff. gegen die in den Fußn. 26 genannten Autoren.

<sup>28</sup> Kirchner/Koch, Analyse und Kritik 11 (1989), S. 111, 115; Kohl, in: Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler, 1992, S. 29, 45; Taupitz, AcP 196 (1996), 114, 127, 136; Grundmann, RabelsZ 61 (1997), 423, 434 ff.; Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Aufl. 2005, S. 452 f.

<sup>29</sup> Zu der erforderlichen Abwägung s. unten Fn. 165 ff. und Fn. 169 f.

*b) Die Funktionsfähigkeit als ökonomisches Regelungsziel der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung*

*aa) Allokationseffizienz*

Seit der Schaffung eines Kapitalmarktrechts auf europäischer Ebene gehört die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu den Zielbestimmungen jedes kapitalmarktrechtlichen Gesetzes. Diese ist Voraussetzung dafür, dass der Markt seine volkswirtschaftliche Funktion erfüllen kann, das Kapital effizient zu allozieren.<sup>30</sup> Zur Allokationseffizienz gehört, dass anlagefähiges Kapital dort hin fließt, wo es am dringendsten und erfolgversprechendsten benötigt wird.<sup>31</sup> Wirtschaftswissenschaftlicher Hintergrund der gesetzlichen Informationspflichten ist insoweit die Kapitalmarkteffizienzhypothese. Sie besagt, dass öffentlich zugängliche Informationen sich sofort nach ihrem Bekanntwerden im Marktpreis abbilden.<sup>32</sup> Positiv sichern die Informationspflichten, dass die einschlägigen Informationen den Markt erreichen und eingepreist werden. So soll etwa die Ad-hoc-Publizität dazu beitragen, „dass Marktteilnehmer frühzeitig über marktrelevante Informationen verfügen, damit sie sachgerechte Anlageentscheidungen treffen können“.<sup>33</sup> Informationen dienen damit auch der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer.<sup>34</sup> Negativ sollen etwa Insiderhandelsverbote die Bildung unangemessener Marktpreise verhindern, die durch Informationsdefizite entstehen.

---

<sup>30</sup> Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; Begr. Finanzausschuss 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 96. Vgl. auch Baums, ZHR 167 (2003), 139, 150; Fuchs/Dühn, BKR 2002, 1063, 1069; Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 43; Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2006, S. 9, 107, 113; Veil, ZHR 167 (2003), 365, 367; Zimmer, in: Schwark, KMRK, 3. Aufl. 2004, § 15 Rn. 8 f.

<sup>31</sup> Assmann, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 1 Rn. 24 f.; Kübler, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl. 1998, § 31.II, S. 390 f. sowie oben Fn. 16. Daneben unterscheidet man noch die operationale und institutionelle Effizienz, s. Assmann, aaO.

<sup>32</sup> Zur Informationseffizienz der Kapitalmärkte und der *Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH)* s. etwa Fama, 25 J.Fin. 383, 384 f. (1970); derselbe, 46 J.Fin. 1575, 1576 (1991); Fischel, 74 Corn.L.Rev. 907 (1989); Braeley/Myers, Principles of Corporate Finance, 7th ed. 2003, S. 347 ff.; Elton/Gruber/Brown/Goetzmann, Modern Portfolio Theory and Investment, 6th ed. 2003, S. 402 ff.

<sup>33</sup> Begr. RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87 zu § 15 WpHG; Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34 r. Sp.

<sup>34</sup> Allgemein Fleischer, Gutachten F für den 64. DJT, S. 1, 27f. Für das Übernahmerecht s. § 3 Abs. 1 WpÜG; für Kunden von Wertpapierdienstleistungsunternehmen s. auch Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, §§ 31 Rn. 53.

### *bb) Vertrauenschutz*

Die Allokationseffizienz wird regelmäßig mit dem individuellen Anlegerschutz verbunden.<sup>35</sup> Ziel ist es, das Vertrauen des Anlegers in die Finanzmärkte sicherzustellen.<sup>36</sup> Dieses Ziel hat der EuGH auch als Rechtfertigungsgrund zur Einschränkung der Dienstleistungsfreiheit anerkannt.<sup>37</sup> Börsennotierte Unternehmen sind Informationsmonopolisten<sup>38</sup>, was die eigenen Meldungen des Unternehmens betrifft: das Anlegerpublikum und Finanzanalysten können diese Daten nur bedingt überprüfen. Ebenso ist die Dienstleistung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen als „Vertrauensgut“ zu qualifizieren, das der Kunde regelmäßig nicht oder nur mit hohem Aufwand kontrollieren kann.<sup>39</sup> Weil börsennotierte Unternehmen und die Finanzintermediäre über Wissen verfügen, das durch den Anleger nur bedingt nachprüfbar ist, stellt sich das sog. *Principal-Agent*-Problem. Spesenreiterei oder Interessenkonflikte sind dabei nur zwei naheliegende Gefahren.<sup>40</sup> Auch Marktmanipulationen und Informationsasymmetrien führen, wie eingangs gesehen, zu einem Vertrauenschwund, so dass sich der Anleger von der Börse zurückzieht; das gilt vor allem auch bei einem Missbrauch von Insiderwissen.<sup>41</sup> Mit

<sup>35</sup> Etwa Erwägungsgrund 1 WertpapierdienstleistungsRiL 93/22/EWG v. 10.5.1993, ABl. Nr. L 141, 27: „Aus Gründen des Anlegerschutzes und der Stabilität des Finanzsystems (...)\“, *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT, S. 1, 25 f.; weitere Nachweise bei Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 24 ff.

<sup>36</sup> Etwa Erwägungsgrund 1 Beteiligungstransparenz-RiL 88/627/EWG v. 12.12. 1988, ABl. Nr. L 248, 62 und Erwägungsgründe 1–4 Insider-RiL 89/592/EWG v. 13.11.1989, ABl. Nr. L 334, 30.

<sup>37</sup> EuGH v. 10.5.1995, Rs. C-384/93, Slg. 1995, I-1167 Rn. 42 = NJW 1995, 2541 – Alpine Investments/Minister van Financiën spricht von „Ruf des niederländischen Finanzmarktes“.

<sup>38</sup> Vgl. zu diesem Begriff Möllers/Leisch WM 2001, 1648, 1654.

<sup>39</sup> Zur Dreiteilung in Suchgüter (*search goods*), Erfahrungsgüter (*experience goods*) und Vertrauengüter (*credence goods*) s. Nelson, 78 Pol.Eco. 729 (1974); s. auch van der Bergh/Lehmann, GRUR Int. 1992, 588, 591.

<sup>40</sup> Akerlof, 84 Q.J.Econ. 488, 493, 495 (1970); Spence, 87 Q.J.Econ. 651, 659 (1973); Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 108 ff., Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 159.

<sup>41</sup> Hopt, AG 1995, 353, 357; Posner, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 14.12, S. 449 f.; Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 1991, S. 253 ff.; Grundmann, RabelsZ 61 (1997) 425, 436; Lehmann, Insiderhandel – Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas, 1994, S. 31 f., 160 ff.; Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 188 ff.; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 659 f.; Fleischer, ZGR 2004, 1, 30; Hirte, in: KK-WpHG, 2007, Einl. Rn. 26 ff. A.A. Manne, Insider Trading and the Stock Market, 1966, Chap. CIII – X, S. 33–158; Kress, Effizienzorientierte Kapitalmarktregelung, 1996, S. 161 ff.

einem solchen Rückzug einher gehen dann die bereits angesprochenen volkswirtschaftlichen Folgekosten, wie nach dem Börsencrash im Jahre 2000 feststellbare geringere Mittel für die private Altersversorgung und fehlendes Risikokapital.<sup>42</sup> Im Ergebnis muss daher gewährleistet sein, dass die einschlägigen Informationspflichten das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Markt gewährleisten.<sup>43</sup>

Diese Überlegungen verdeutlichen, dass ökonomische Überlegungen dem WpHG immanent sind.<sup>44</sup> Die Transparenz-RiL, die jüngst in das WpHG umgesetzt wurde<sup>45</sup>, hat das Zusammenspiel dieser verschiedenen Zielsetzungen jüngst nochmals besonders klar im Erwägungsgrund 1 zum Ausdruck gebracht:

„Effiziente, transparente und integrierte Wertpapiermärkte tragen zu einem echten Binnenmarkt in der Gemeinschaft bei, ermöglichen eine bessere Kapitalallokation und eine Senkung der Kosten und begünstigen so das Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Die rechtzeitige Bekanntgabe zuverlässiger und umfassender Informationen über Wertpapieremittenten stärkt das Vertrauen der Anleger nachhaltig und ermöglicht eine fundierte Beurteilung ihres Geschäftsergebnisses und ihrer Vermögenslage. Dies erhöht sowohl den Anlegerschutz als auch die Markteffizienz.“<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> S. oben Fn. 15 und *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 2002, Rn. 8.4; *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT, S. 1, 100; *Dühn*, Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, 2003, S. 254.

<sup>43</sup> Vgl. Erwägungsgrund 2 der Richtlinie 2003/6/EG v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch-RiL), ABl. Nr. L 96, S. 16. Für das deutsche Recht s. etwa zur Einführung des WpHG s. 2. FFG, Begr. RegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 33: „Darüber hinaus will das Gesetz das Vertrauen der Anleger durch konkrete Verbesserungen im Bereich des Anlegerschutzes erhöhen. Die Chancen des gleichberechtigten, schnellen Zugangs zu öffentlichen Informationen über die Gegenstände der Wertpapiermärkte sollen verbessert und der Umfang der zu veröffentlichten Informationen erweitert werden. Dies sind entscheidende Vorbedingungen für ein gerechtes und effizientes Marktergebnis; ähnlich 3. FGG, Begr. RegE, BT-Drucks. 13/8922, S. 55; 4. FGG, Begr. RegE, BT-Drucks. 14/8017, S. 62; für eine Übersicht s. *Möllers*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 24 ff.

<sup>44</sup> So auch für das Insiderrecht S. gerade Fn. 41.

<sup>45</sup> Umgesetzt durch das Transparenz-Richtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG) v. 5-1-2007, BGBl. I S. 10; RegE, BR-Drucks. 579/06, BT-Drucks. 16/2498, BT-Drucks. 16/2917; BT-Drucks. 16/3644; abgedruckt, in: KK-WpHG, Anh. I/2.

<sup>46</sup> S. Erwägungsgrund 1 der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG v. 15.12.2005, ABl. Nr. L 390, S. 38 (Transparenz-RiL) Kurzivdruck durch Bearbeiter.

c) *Die Zielsetzung des Law and Economics-Ansatzes*

Während die Rechtswissenschaft danach fragt, ob eine Handlung rechtens ist, befassen sich die Wirtschaftswissenschaften mit den Kosten und Nutzen einer Handlung.<sup>47</sup> Unterstellt wird dabei, dass Entscheidungen vom Einzelnen grundsätzlich rational nach Kosten- und Nutzensaspekten mit dem Ziel der individuellen Nutzenmaximierung getroffen werden (*homo oeconomicus*).<sup>48</sup> Nach dem *Kaldor-Hicks-Theorem* ist eine Regel richtig, wenn die Gewinne der Begünstigten die Verluste der Benachteiligten übersteigen und die Benachteiligungen durch die Begünstigungen ausgeglichen werden können.<sup>49</sup> Nach dem *Coase-Theorem* werden ferner Ressourcen im Wege privater Transaktionen immer dorthin gelangen, wo sie am effektivsten eingesetzt werden können.<sup>50</sup> Aus diesen Überlegungen wurden u.a. die Schlussfolgerungen gezogen, dass Transaktionskosten minimiert<sup>51</sup> und Rechtspositionen denjenigen zugewiesen werden müssen, in deren Händen sie der effizientesten Verwendung zugeführt werden.<sup>52</sup> Als Ausfluss dieser Theorie soll im Haftungsrecht grundsätzlich diejenige Partei den Schaden tragen, die den Schadensfall unter Aufwand der geringsten Kosten hätte verhindern können (*cheapest cost avoider*).<sup>53</sup> Das börsennotierte Unternehmen hat gegenüber dem Anleger einen Informationsvorsprung im Hinblick auf unternehmensinterne Informationen.<sup>54</sup> Es kann relativ günstig dem Anleger die benötigten Informationen zur Verfü-

<sup>47</sup> Schmidtchen, in: Schmidtchen/Weth, Der Effizienz auf der Spur, 1999, S. 9, 14.

<sup>48</sup> Im anglo-amerikanischen Recht wird diese Annahme auch als REMM-Hypothese (*resourceful, evaluating, maximizing man*) bezeichnet, Griffith/Goldfarb, in: Koford/Miller, Social Norms and Economic Institutions, 1991, S. 39, 44 ff.; Kirchner, Ökonomische Theorie des Rechts, 1997, S. 11 ff.; Kirchgässner, JZ 1991, 104, 106; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 58.

<sup>49</sup> Nach den Ökonomen *Nickolas Kaldor* und *Sir John Hicks* benannt, s. *Kaldor*, 49 Econ.J. 549 (1939); *Hicks*, 49 Econ.J. 696 (1939); *Mansfield*, Microeconomics, 6th. ed. 1988, S. 490ff.

<sup>50</sup> Coase, 3 J.L. & Econ. 1, 6 ff. (1960); übersetzt in: Assmann/Kirchner/Schanze, Ökonomische Analyse des Rechts, 1993, S. 129 ff.

<sup>51</sup> Coase, 3 J.L. & Econ. 1, 27 (1960); Drexel, Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers, 1998, S. 198. Zum Begriff s. Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Auf. 2005, S. 97 ff.

<sup>52</sup> Coase, 3 J.L. & Econ. 1, 19 ff. (1960). übersetzt in: Assmann/Kirchner/Schanze, Ökonomische Analyse des Rechts, 1993, S. 129, 169; Cooter, 11 J.Leg.Stud. 225 (1982).

<sup>53</sup> Calabresi, The Cost of Accidents. A Legal and Economic Analysis, 3rd ed. 1972, S. 135 ff.; Coase, 3 J.L. & Econ. 1, 6 ff. (1960); übersetzt in: Assmann/Kirchner/Schanze, Ökonomische Analyse des Rechts, 1993, S. 129, 146 f.; Salje, Rechtstheorie, 15 (1984), 277, 285; Wehrt, Kritisches Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft, 1992, 358, 363 ff.; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 226.

<sup>54</sup> Zum Begriff des Informationsmonopolisten s. oben Fn. 38.

gung stellen, um das Informationsdefizit des Anlegers auszugleichen; es ist in dieser Hinsicht *cheapest cost avoider*.<sup>55</sup> Aus dieser Überlegung heraus rechtfertigen sich die einschlägigen Publizitätsvorschriften.<sup>56</sup>

Die ökonomische Analyse des Rechts untersucht die Folgen rechtlicher Regelungen im Sinne einer Folgenabschätzung (positive Analyse) und Zielbestimmung (normative Analyse).<sup>57</sup> Im Rahmen der Bewertung fragt sie, ob die rechtlichen Regelungen effizient sind und das Wohl der Gesamtheit am besten fördern (*Allokationseffizienz*).<sup>58</sup> Damit soll Recht auch verhaltenssteuernd wirken, insbesondere präventive Anreize setzen, um rechtswidriges Verhalten zu vermeiden. Dies gilt vor allem auch für das Haftungsrecht.<sup>59</sup>

## *II. Ökonomische Überlegungen zur Rechtssetzung und Rechtsdurchsetzung am Kapitalmarkt durch den Staat und durch Private (private governance)*

### *1. Zur unzureichenden Überwachung durch die Börsen*

Die autonome Regelungssetzung kann für die Börse ein effektives Regelungsinstrument sein,<sup>60</sup> insbesondere, wenn es darum geht, den Kurs eines Wertpapiers festzusetzen. Geht es um die *Durchsetzung* weitergehender Informations- oder Unterlassungspflichten, kann die Überwachung durch die Börsenorganisationen allerdings nur als bedingt geeignet bezeichnet werden, wie drei Beispiele verdeutlichen mögen. Im Zuge der Selbstregulierung wurden 1970 „Empfehlungen zur Lösung der sog. Insider-Probleme“ verabschiedet, die in einer modifizierten Fassung 1988<sup>61</sup> bis zum Erlass des zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (2. FGG) im Jahre 1993 galten. Sie waren weder

---

<sup>55</sup> Zetsche, Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2006, S. 37; Köndgen, in: FS Druey, 2002, S. 791, 796 spricht vom *cheapest information provider*.

<sup>56</sup> S. umfangreich hierzu Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 149, 435, 508.

<sup>57</sup> Posner, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 2.2, S. 24 f.

<sup>58</sup> Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 1991, S. 8 f., Posner, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 2.2, S. 25; Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 16; Kirchner, Ökonomische Theorie des Rechts, 1997, S. 8 f., 12.

<sup>59</sup> Calabresi, 78 Harv.L.Rev. 713, 715 ff. (1965); Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 125 ff.; Brüggemeier, Prinzipien des Haftungsrechts, 1999, S. 3 ff. Zur Frage, ob auch das allgemeine Zivilrecht verhaltenssteuernd regeln darf, s. Wagner, AcP 206 (2006), S. 352, 364 ff. und unten Fn. 144.

<sup>60</sup> Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn. 17.386.

<sup>61</sup> Bestehend aus Insiderhandels-Richtlinien, Händler- und Beraterregeln und der

Rechtsnorm noch Handelsbrauch, sondern galten nur durch vertraglich begründete Anerkennung. Weil sie kaum angewendet wurden, wurden sie alsbald als ineffektiv kritisiert.<sup>62</sup>

Die europäischen Vorgaben zur Ad-hoc-Publizitätspflicht wurden 1987 umgesetzt. In dieser Zeit war ein Verstoß als Ordnungswidrigkeit für den Emittenten nur mit einem Bußgeld von bis zu 100.000,- DM bewehrt (§ 90 Abs. 1 Nr. 2, 4 BörsG). Auch die Börsenvorstände, welche die Ad-hoc-Publizität gem. § 44a Abs. 1 Satz 2 BörsG zu überwachen hatten, blieben meist untätig.<sup>63</sup> Zwischen 1986 und 1993 wurden gerade sechs Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht,<sup>64</sup> so dass die Rechtsnorm in der Praxis kaum Bedeutung erlangte und in der Rückschau als reines *law in the books* bezeichnet werden muss.<sup>65</sup> Nachdem die Ad-hoc-Publizitätspflicht in das WpHG aufgenommen wurde und seitdem staatlich überwacht wird, stieg die Anzahl der Ad-hoc-Mitteilungen deutlich an: inzwischen werden zwischen 1.000 und 5.000 Ad-hoc-Mitteilungen jährlich verzeichnet.<sup>66</sup>

Ähnlich negativ waren die Erfahrungen am Neuen Markt in den Jahren 1999 – 2001. Nur privatrechtliche Regelwerke zwangen zu Ad-hoc-Publizität oder Quartalsberichten, etwa das bisherige Regelwerk des Neuen Marktes.<sup>67</sup> Die Börse ließ zu viele Unternehmen in das Marktsegment, denen die Markt-reife fehlte: Von den 350 Neue Markt-Werten wurden sieben in der ersten Hälfte 2001 aus dem Markt genommen, es gab neun Insolvenzen, 32 Werte wurden mit Kursen unter 1 EUR gehandelt.<sup>68</sup> Zudem ging die Börse nicht wirksam gegen Missstände vor.<sup>69</sup> Weiterhin war höchst umstritten, in wel-

---

Verfassungsordnung in der Fassung v. Juni 1988, BAnz. 1988, S. 2833; hierzu Baum-bach/Hopt, HGB, 29. Aufl. 1995, (16) m. Erläuterungen.

<sup>62</sup> Assmann, AG 1994, 196, 198; *derselbe*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, vor § 12 Rn. 5ff.

<sup>63</sup> Pellens, AG 1991, 62, 63.

<sup>64</sup> Schwarze, in: Baetge, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 1995, S. 97, 99; Wittich, AG 1997, 1, 2; Happ, JZ 1994, 240, 241.

<sup>65</sup> Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 147; Ekkenga, ZGR 1999, 165, 166; Gehrt, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, 1997, S. 27. Skeptisch auch Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 44a BörsG Rn. 1.

<sup>66</sup> S. die Nachweise bei Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 9 ff. Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch der börsennotierten AG, 2005, § 14 Rn. 4.

<sup>67</sup> Abschn. 2 Ziff. 7.1 Regelwerk Neuer Markt v. 10.3.1997, abgedruckt, in: WM 1997, Sonderbeil. 3, S. 11 ff., Frankfurter Wertpapierbörsen, Losebl. Nr. 9; Hanft/Kretschmer, AG 2001, 84 ff.

<sup>68</sup> Claussen, BB 2002, 105, 106 m.w.Nachw.

<sup>69</sup> Bezeichnenderweise waren die Unternehmen, gegen die erfolgreich geklagt wurde, am Neuen Markt gelistet, s. unten Fn. 135.

chem Umfang die Börse das Regelwerk einseitig verändern durfte.<sup>70</sup> Der Reputationsverlust war so groß, dass letztlich der Neue Markt als Marktsegment gänzlich abgeschafft werden musste.<sup>71</sup>

Ökonomisch mag das daran gelegen haben, dass die Börsen personell und sachlich nicht zu einer entsprechenden Überwachung in der Lage waren. So kann eine private Regulierungsbehörde weder zwangsweise Durchsuchungen anordnen oder Zeugen unter Androhung von Zwangsmaßnahmen vorladen.<sup>72</sup> Zudem fehlten den Börsen Sanktionsmittel, um bei einer Missachtung der Regelwerke wirkungsvoll vorgehen zu können.<sup>73</sup> Schließlich ist nicht auszuschließen, dass der starke Wettbewerb unter den Börsen eine scharfe Kontrolle verhindert, weil ansonsten die Gefahr bestanden hätte, die eigenen Kunden zu verlieren.<sup>74</sup> Deshalb war es nur folgerichtig, dass die freiwillige Selbstkontrolle der Insiderrichtlinien ebenso verrechtlicht wurde wie jüngst die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Quartalszahlen.<sup>75</sup>

## *2. Überwachung durch staatliche Aufsichtsbehörden*

### *a) Europaweite Einführung staatlicher Aufsichtsbehörden*

Bereits Ende der achtziger Jahre hatte der europäische Gesetzgeber auch als Konsequenz fehlender effektiver Überwachung Regeln erlassen, um in jedem Mitgliedstaat nationale Aufsichtsbehörden einzuführen. Wichtige Bereiche des Kapitalmarktrechts wurden damit einer nationalen Aufsichtsbehörde unterstellt.<sup>76</sup> Mit der Umsetzung der Insider-RiL hatte auch der deutsche Ge-

<sup>70</sup> LG Frankfurt v. 16.08.2001, WM 2001, 1607; LG Wuppertal v. 28.11.2001, BKR 2002, 191; OLG Frankfurt v. 23.4.2002, BKR 2002, 459; *Schwarz*, in: Schwarz, KMRK, 3. Aufl. 2004, § 49 BörsG Rn. 4.

<sup>71</sup> Hierzu Bären: vom Aussterben bedroht, in: Performance – das Kundenmagazin der Berliner Effektenbank, Juli 2003, [http://www.effektenbank.de/perf/PERF\\_0703.pdf](http://www.effektenbank.de/perf/PERF_0703.pdf), S. 3; Deutsche Börse stellt Neuen Markt ein und teilt Gesamtmarkt in zwei Segmente, Börsenzeitung online-Ausgabe, 27.09.2002, [http://www.boersen-zeitung.com/online/redaktion/aktuell/vollansicht\\_st.php?artikelID=155\\_55\\_109\\_135\\_74\\_156\\_240\\_197\\_](http://www.boersen-zeitung.com/online/redaktion/aktuell/vollansicht_st.php?artikelID=155_55_109_135_74_156_240_197_).

<sup>72</sup> *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, 2003, S. 82.

<sup>73</sup> So etwa *Rudolph/Röhrl*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 143, 189 für die Ahndung von Insiderverstößen.

<sup>74</sup> Deutlich angesprochen von *Rudolph/Röhrl*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 143, 217: „Die Überwachenden formen ein Schweigekartell mit den Überwachten“.

<sup>75</sup> Durch das TUG (Fn. 45). Im Ergebnis führt dies zu einem Bedeutungsgewinn des WpHG und einen entsprechenden Bedeutungsverlust des BörsG.

<sup>76</sup> Erste Vorschriften zur Errichtung solcher Behörden befanden sich in Art. 12 Beteiligungstransparenz-RiL (Fn. 36), Art. 8 Insider-RiL 89/592/EWG (Fn. 36) und

setzgeber das Ziel, einen im internationalen Vergleich attraktiven Finanzplatz mit staatlich geregelter Marktaufsicht und einem effektiven Insiderhandelsverbot zu schaffen.<sup>77</sup> Die Umsetzung durch den deutschen Gesetzgeber erfolgte durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz (FFG) mit der Schaffung des Wertpapierhandelsgesetzes.<sup>78</sup> Durch Einführung eines Insiderhandelsverbotes, durch die Verbesserung der Markttransparenz sowie durch Schaffung einer zentralen und umfassenden Marktaufsicht wurde bezweckt, einen wirksameren Anlegerschutz zu erreichen und das für das Funktionieren des Kapitalmarktes unabdingbare Vertrauen der Anleger zu stärken.<sup>79</sup> Damit wurde in Deutschland das Kapitalmarktrecht als eigenständiges Rechtsgebiet etabliert.<sup>80</sup> Wenig später schuf man die BaFin, eine Zusammenlegung des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapierhandel (BAWe), des Bundesaufsichtsamtes für Kreditwesen (BAKred) und des Bundesaufsichtsamts für das Versicherungswesen (BAVers).<sup>81</sup> Vergleichbare *Allfinanzaufsichtsbehörden* gibt es in Dänemark mit der Finanstilsynet, in Österreich mit der Finanzmarktaufsichtsbehörde, in Großbritannien mit der Financial Service Authority (FSA) oder in Frankreich mit der Autorité des Marchés Financiers (AMF).<sup>82</sup> Durch das Lamfalussy-Verfahren hat die Normsetzung auf europäischer Ebene zudem nochmals eine stärkere Regelungsintensität in Richtung Vollharmonisierung erreicht.<sup>83</sup>

---

Art. 22 Wertpapierdienstleistungs-RiL (Fn. 35). Inzwischen nennen alle Richtlinien die Aufsicht durch eine zuständige Behörde, etwa Art. 48 ff. Richtlinie 2004/39/EG v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFiD), ABl. Nr. L 145, 1, geändert durch Änderungs-RiL 2006/31/EG v. 5.4.2006, ABl. Nr. L 114, 63, Art. 21 ff. Richtlinie 2003/71/EG v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospekt-RiL), ABl. Nr. L 345, 64, Art. 12 ff. Marktmisbrauchs-RiL (Fn. 43) oder Art. 24 ff. Transparenz-RiL (Fn. 46).

<sup>77</sup> Assmann, AG 1994, 196, 199; Bundesminister der Finanzen, Konzept Finanzplatz Deutschland, WM 1992, 420, 422; Kümpel, WM 1992, 381, 385.

<sup>78</sup> Zweite Finanzmarktförderungsgesetz v. 26.7.1994, BGBl. I, S. 1749.

<sup>79</sup> 2. FFG, Begr. RegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 35 sowie Finanzausschuss, BT-Drucks. 12/7918, S. 95.

<sup>80</sup> Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 163.

<sup>81</sup> Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG) v. 22.4.2002, BGBl. I 2004, 2630.

<sup>82</sup> S. Giesberts, in: KK-WpHG, 2007, § 4 Rn. 13.

<sup>83</sup> Zum Lamfalussy-Vefahren s. Fn. 14.

*b) Ökonomische Überlegungen zur staatlichen Überwachung*

Grundsätzlich soll der Staat nur dann in den Markt eingreifen, wenn der Markt versagt.<sup>84</sup> Für die Rechtssetzung durch Private spricht, dass diese den Markt oft besser kennen und flexibel sind, erforderliche Anpassungen vorzunehmen.<sup>85</sup> Bei einer öffentlich-rechtlichen Überwachung steigen zudem die Transaktionskosten; der Haushalt der BaFin beträgt z.Z. 126 Mio. EUR und ist damit nicht unbeträchtlich.<sup>86</sup> Da die BaFin allerdings von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst und nur zum geringen Teil über Gebühren finanziert wird,<sup>87</sup> entstehen jedoch keine Kosten für die öffentliche Hand. Die Wertpapierdienstleistungsunternehmen geben diese Kosten an den Anleger weiter, so dass letztlich seine Transaktionskosten für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren steigen. Bei einer staatlichen Überwachung erhöhen sich zudem die Eintrittskosten für die aufsichtspflichtigen Unternehmen, so dass der Wettbewerb tendenziell beschränkt wird.<sup>88</sup>

Vier Argumente aber streiten für eine staatliche Überwachung: Private Rechtssetzung ist oft nicht zu einer entsprechenden Überwachung in der Lage, wie die mangelnde Durchsetzung der Bestimmungen des Börsengesetzes gezeigt hat. Nicht selten kann es zu Interessenkonflikten, wie einer *Principle-Agent*-Konstellation zwischen Kunden und Wertpapierdienstleistungsunternehmen kommen,<sup>89</sup> etwa wenn vorhandenes Insiderwissen zulasten Dritter ausgenutzt wird. Da ein Anreiz für Fehlverhalten besteht, leidet zwangsläufig das Vertrauen.<sup>90</sup> Der Anleger hätte hohe eigene Kosten, wenn er selbst das Wertpapierdienstleistungsunternehmen überwachen müsste.<sup>91</sup> Die staatliche Aufsicht würde solche Kosten deutlich reduzieren. Je höher die Wahrscheinlichkeit von Falschinformationen ist, desto höhere Vorsorgeaufwendungen müsste der Anleger tätigen.<sup>92</sup> Ferner kann bei einer staatlichen Überwachung

<sup>84</sup> *Akerlof*, 84 Q.J.Econ. 488, 499 (1970); *Köndgen*, AcP 206 (2006), 477, 511.

<sup>85</sup> *Niemeyer*, <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>, S. 46 ff.

<sup>86</sup> S. *BaFin*, Jahresbericht 2006, 2007, S. 214.

<sup>87</sup> Z.Z. werden 84 % der Kosten über das Umlageverfahren finanziert, s. § 16 Fin-DAG (Fn. 81).

<sup>88</sup> So gingen die Finanzdienstleister, die Finanzportfolioverwaltung anbieten, von 1.473 im Jahr 1998 auf 597 im Jahr 2000 zurück, *BAKred*, Jahresbericht, 2000, 2001, S. 100. 2006 gab es noch 730 Finanzdienstleistungsinstitute, welche der Überwachung unterliegen, s. *BaFin*, Jahresbericht 2006, 2007, S. 133.

<sup>89</sup> Zum fiduziarischen Charakter: *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 634; zum *principal-agent*-Problem s. *Niemeyer*, <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>, S. 25, 27 ff.

<sup>90</sup> *Niemeyer*, <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>, S. 46 ff.

<sup>91</sup> *Posner*, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 15.10, S. 484.

<sup>92</sup> *Mahoney*, 78 Va.L.Rev. 623, 630 f. (1992).

der Anleger darauf vertrauen, dass die wesentlichen Standards durch den Gesetzgeber und von einer öffentlich-rechtlichen Behörde überwacht werden.<sup>93</sup> Weil private Regelungsgeber regelmäßig weniger gut sanktionieren, ist die öffentlich-rechtliche Überwachung überlegen. Die Funktionsfähigkeit der Banken und der Märkte ist allgemein essentiell für das Funktionieren einer Volkswirtschaft. Sie ist damit ein öffentliches Gut, das der Staat zu schützen hat. Sie wird deshalb in den einschlägigen kapitalmarktrechtlichen Gesetzen besonders hervorgehoben.<sup>94</sup> Staatliche Organe verfügen regelmäßig über bessere Eingriffs- und Sanktionsmechanismen als private Organisationen. Die BaFin kann warnen, Bußgelder aussprechen, die veranlassten Maßnahmen öffentlich machen, schließlich Verfahren an die Staatsanwalt abgeben und bei Unzuverlässigkeit selbst Berufsverbote aussprechen. Im Ergebnis hilft staatliche Überwachung damit, gesamtwirtschaftliche Folgekosten (*social costs*) zu sparen. Die Funktionsfähigkeit der Märkte soll die Gefahr von Krisen einzelner Volkswirtschaften verhindern helfen. Dies ist letztlich auch der Grund, warum im Kapitalmarktrecht die Überwachung durch öffentlich-rechtliche Institutionen ungleich stärker ist als etwa im Verhältnis Arzt zum Patienten. Zwar ist die Gesundheit ein höheres Rechtsgut als das Vermögen; weil die Erfahrung lehrt, dass aber ganze Volkswirtschaften und damit das Gesamtvermögen aller Anleger in Mitleidenschaft gezogen werden können, ist die aufwendige staatliche Überwachung gerechtfertigt.

### c) Veröffentlichung von öffentlich-rechtlichen Maßnahmen (*Shaming*)

Bei öffentlich-rechtlichen Regelungen ist sicherzustellen, dass die Regulierung ihr Ziel erreicht, von den Marktteilnehmern akzeptiert wird, die Preisbildung so effizient wie möglich geschieht und schließlich flexibel genug ist, um dem Marktgeschehen angepasst zu werden.<sup>95</sup> In der Vergangenheit veröffentlichte die BaFin ihre Sanktionsentscheidungen nicht, so dass die Öffentlichkeit nicht erfuhr, wer gegen die Pflichten des WpHG verstößen hatte. Weil die BaFin durch die Überwachung und Ahndung von Insiderverstößen die Bildung unangemessener Börsenpreise vermeiden helfen will, konnte ein Täterschutz aber nicht in ihrem Sinne sein.<sup>96</sup> Durch die Umset-

<sup>93</sup> S. für die Wohlverhaltensregeln des Art. 11 Wertpapierdienstleistungs-RiL (Fn. 40) Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 284.

<sup>94</sup> S. oben Fn. 35 ff.

<sup>95</sup> Zu diesen Voraussetzungen s. Niemeyer, <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0482.pdf>, 1, 45.

<sup>96</sup> Zu dieser Kritik s. Möllers, ZBB 2003, 390, 408.

zung der Marktmisbrauchs-RiL<sup>97</sup> ist die BaFin nun berechtigt, die Maßnahmen und Sanktionen, die sie gegenüber einem Verletzer der Pflichten des WpHG getroffen hat, zu veröffentlichen. Im Jahresbericht der BaFin werden auch schon Unternehmen genannt, die gegen das WpHG verstoßen haben.<sup>98</sup> Eine Veröffentlichung ist nicht ganz unproblematisch, weil einerseits zwar eine Abschreckung mit der Veröffentlichung erreicht werden soll, andererseits aber auch ein weit überproportionaler Schaden beim Täter oder am Kapitalmarkt eintreten kann.<sup>99</sup> Zudem erleichtert die Kenntnis der Verstöße die Geltendmachung von zivilrechtlichen Ansprüchen.<sup>100</sup> Die Abwägung ökonomischer Überlegungen hat der Gesetzgeber in § 40b WpHG recht überzeugend wie folgt formuliert:

„Die Bundesanstalt kann unanfechtbare Maßnahmen, die sie wegen Verstößen gegen Verbote oder Gebote dieses Gesetzes getroffen hat, auf ihrer Website öffentlich bekannt machen, soweit dies zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach § 4 Abs. 2 Satz 2 geeignet und erforderlich ist, es sei denn, die Veröffentlichung würde die Finanzmärkte erheblich gefährden oder zu einem unverhältnismäßigen Schaden bei den Beteiligten führen.“<sup>101</sup>

In anderen Veröffentlichungstatbeständen findet sich eine solche Abwägungspflicht dagegen nicht.<sup>102</sup> Zwar könnte man einwenden, die Vielzahl der unbestimmten Rechtsbegriffe würde eine effiziente Anwendung der Norm verhindern. Allerdings war die Verwaltung schon in der Vergangenheit in der Lage, solche Klauseln zu konkretisieren. Überdies erschweren unbestimmte Rechtsbegriffe Umgehungsstatbestände und erhöhen damit die Abschreckungswirkung.<sup>103</sup>

---

<sup>97</sup> § 40b WpHG setzt Art. 14 Abs. 4 Marktmisbrauchs-RiL (Fn. 43) um. Inzwischen finden sich ähnliche Formulierungen in Art. 51 Abs. 3 MiFiD (Fn. 76); Art. 28 Abs. 2 Transparenz-RiL (Fn. 46).

<sup>98</sup> Zu den einzelnen Verfahren s. instruktiv *BaFin*, Jahresbericht 2006, 2007, S. 167 ff.

<sup>99</sup> Bachmann/Prüfer, ZRP 2005, 109, 113; Fleischer, ZGR 2004, 437, 476; Altenhain, in: KK-WpHG, 2007, § 40b Rn. 1.

<sup>100</sup> Fleischer, ZGR 2004, 437, 477; Möllers, ZBB 2003, 390, 498.

<sup>101</sup> Kursivdruck vom Bearbeiter.

<sup>102</sup> Vgl. etwa § 43 BörsG.

<sup>103</sup> Das verdeutlicht recht schön die Sec. 10 (b) SEA i.V.m. Rule 10b-5 im US-amerikanischen Recht, s.ogleich Fn. 129.

*3. Das Zusammenspiel privater und öffentlich-rechtlicher Überwachungsbefugnisse (private governance)*

*a) Private Rechtsetzung: Compliance und das Führen von Insiderverzeichnissen*

Die private Normsetzung ist als *private governance* zurzeit wieder in aller Munde. Weil staatliche Behörden an Kapazitätsgrenzen stoßen, ist es durchaus auch ökonomisch sinnvoll, sich Privater zu bedienen. Von privater Rechtsetzung spricht man, wenn private Organisationen Regeln setzen.<sup>104</sup> Im Unterschied zur oben erwähnten ausschließlichen Überwachung durch die Börsen zeichnet sich die moderne Form der *private governance* im Kapitalmarktrecht dadurch aus, dass nunmehr der Staat die Rechtsetzung oder Rechtsdurchsetzung letztlich überwacht. Schon seit Jahren verpflichtet der Gesetzgeber Wertpapierdienstleistungsunternehmen, unternehmensinterne Strukturen aufzubauen, um die Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu überwachen, § 33 Abs. 1 Nr. 3 WpHG.<sup>105</sup> Börsennotierte Unternehmen müssen ein Insiderverzeichnis erstellen, § 15b WpHG. Allerdings führt die zwingende Einführung von Compliance-Strukturen oder von Insiderverzeichnissen zu neuen Kosten für die börsennotierten Unternehmen.<sup>106</sup> Als Ausgleich für die zusätzlichen Kosten hat der Gesetzgeber versucht, eine möglichst ökonomische Lösung zu wählen. Er definiert keine zwingenden Regeln, sondern überlässt dem Unternehmen eine flexible Einführung der Pflichten.<sup>107</sup> Der Umfang der Compliance-Struktur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen<sup>108</sup> oder das Führen von Insiderverzeichnissen für börsennotierte Unternehmen sind etwa jeweils abhängig von der Unternehmensgröße.<sup>109</sup> Diese Regelungen zielen nicht nur auf eine bessere Überwachung, sondern auch auf Abschreckung: Das Unternehmen soll angehalten werden, die Zahl der Personen, die

<sup>104</sup> Schwarcz, 97 Nw.U.L.Rev. 319 ff. (2002); Kirchhof, Private Rechtsetzung, 1987, S. 107. Vgl. auch Engel, A Constitutional Framework for Private Governance, MPI-Paper, 2001/4, S. 4f., 34ff.

<sup>105</sup> Beruhend auf Art. 10 S. 21 Spiegelstrich Wertpapierdienstleistungs-RiL (Fn. 40) bzw. Art. 13 Abs. 2 MiFiD (Fn. 69).

<sup>106</sup> Das CIO-Magazin (online-Ausgabe) spricht von 5,5 Mia. US-Dollar Compliance-Kosten allein für 2005 (<http://www.cio.de/news/808972/index.html>). Von erheblichen administrativen Aufwand sprechen Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 15b Rn. 46; Heinrich, in: KK-WpHG § 2007 § 15b Rn. 5.

<sup>107</sup> Diese unterscheiden sich nach der Größe des Unternehmens; für eine Übersicht s. BAWe, Jahresbericht 2002, 2003, S. 79f.

<sup>108</sup> Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 33 Rn. 35.

<sup>109</sup> Für § 15b WpHG s. BegrE BMF WpAIV, Abschnitt 5 zu § 14, abrufbar unter [http://www.bafin.de/verordnungen/wpaiv\\_beg.pdf](http://www.bafin.de/verordnungen/wpaiv_beg.pdf) s. etwa Heinrich, in: KK-WpHG, 2007, § 15 Rn. 33 f.

mit Insiderinformationen in Kontakt kommen kann, möglichst gering zu halten.<sup>110</sup> Mit dem Insiderverzeichnis soll schließlich wiederum die Integrität der Märkte und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte gestärkt werden.<sup>111</sup>

*b) Rechtsdurchsetzung durch Wirtschaftsprüfer und die Überwachung der Überwacher*

Die Compliance-Regeln werden in einem ersten Schritt unternehmensintern etwa durch den Compliance Officer überwacht. Zudem kommt die Konstellation in Betracht, dass private Organisationen Kontrollaufgaben übernehmen und diese dann von staatlichen Behörden überwacht werden. Dieser Ansatz ist seit Jahren üblich zur Umsetzung der Idee des schlanken Staates.<sup>112</sup> Er findet etwa Ausdruck in der Regelung des § 36 WpHG, nach dem einmal jährlich Wirtschaftsprüfer die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu prüfen haben. Das unrichtige Führen der Insiderverzeichnisse kann als Ordnungswidrigkeit geahndet werden, § 39 Abs. 2 Nr. 8 WpHG.<sup>113</sup> Die Vorschriften sind auch deshalb effizient, weil sie neben der privaten Überwachung öffentlich-rechtliche und strafrechtliche Maßnahmen zulassen. Das neu eingeführte Enforcement-Verfahren für Bilanzen nach § 342b HGB (i.V.m. § 37n WpHG) funktioniert ähnlich. Die deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) prüft vorab den Jahresbericht börsennotierter Unternehmen, die BaFin agiert, wenn das Unternehmen nicht kooperiert oder das Ergebnis der DPR ablehnt.<sup>114</sup>

---

<sup>110</sup> Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 15b Rn. 46. Heinrich, in: KK-WpHG, § 2007 § 15b Rn. 4; zu den Kosten der Informationspflichten s. auch bereits Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, S. 309 ff.

<sup>111</sup> Erwägungsgrund 12 Marktmisbrauchs-RiL (Fn. 43) und Erwägungsgrund 6 Durchführungs-RiL 2004/72/EG v. 29.4.2004, ABl. Nr. L 162, 70. Heinrich, in: KK-WpHG, § 2007 § 15b Rn. 5.

<sup>112</sup> Zur Umsetzung bedient man sich sog. Beliehener, die hoheitliche Maßnahmen wahrnehmen, s. Möllers, Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht, 1996, S. 332 ff.

<sup>113</sup> Zu den Maßnahmen bei einem Verstoß gegen § 33 WpHG, s. Meyer/Paetzl, in: KK-WpHG, 2007 Rn. 115 ff.

<sup>114</sup> S. Baumbach/Hopt/Merkel, HGB, 32. Aufl. 2006, § 342b Rn. 3 f.; hierzu auch die Graphik, in: BaFin, Jahresbericht 2006, 2007, S. 189.

*c) Gegenbeispiele effektiver Überwachung*

*aa) Die doppelte Prüfung im Rahmen des Enforcement-Verfahrens*

Eine derartige mehrstufige Überwachung kann allerdings auch ineffektiv sein. Das Enforcement-Verfahren führt zu einer ineffizienten Doppelprüfung, weil bereits die vom Aufsichtsrat beauftragten Wirtschaftsprüfer den Jahresabschluss des Unternehmens prüfen, § 111 Abs. 2 S. 3 AktG.<sup>115</sup> Während die Wirtschaftsprüfer nach § 36 WpHG erstmals unabhängig die Einhaltung der Pflichten nach §§ 31 ff. WpHG prüfen, haben im Rahmen des Enforcement-Verfahrens bereits unabhängige Wirtschaftsprüfer die Bilanzen geprüft. Würde die BaFin sogleich die Berichte der von den Unternehmen beauftragten Wirtschaftsprüfer kontrollieren, hätte dies eine Reihe von Vorteilen:<sup>116</sup> Eine doppelte Prüfung des Jahresabschlusses durch Wirtschaftsprüfer führt unweigerlich zu zusätzlichen (Transaktions-)Kosten. Die Unabhängigkeit ist bei einer staatlichen Behörde zudem größer als bei den privaten Wirtschaftsprüfern, so dass einer staatlichen Kontrolle ein höheres Maß an Vertrauen entgegengebracht würde, als einer nochmaligen Kontrolle durch Wirtschaftsprüfer.<sup>117</sup> Der jetzige deutsche Sonderweg ist in den anderen europäischen Mitgliedstaaten unbekannt. Eine solche unmittelbare Kontrolle durch die BaFin würde schließlich dem US-amerikanischen Recht mit der Prüfung durch die SEC entsprechen. Im Ergebnis wäre es deshalb effizienter, wenn de lege ferenda, die Testate der vom Aufsichtsrat beauftragten Wirtschaftsprüfer direkt von der BaFin als staatlicher Aufsichtsbehörde geprüft werden.

*bb) Die Überwachung von Finanzanalysten  
durch den Deutschen Presserat*

Die Marktmissbrauchs-RiL hat die Vorgaben für die Finanzanalysten deutlich verschärft. Der Finanzanalyst hat zusammen mit seiner Finanzanalyse Umstände zu offenbaren, die Interessenkonflikte begründen können, § 34b WpHG.<sup>118</sup> Nach europäischem und deutschem Recht gilt dies jedoch nicht für Journalisten, sofern diese einer vergleichbaren Selbstregulierung ein-

---

<sup>115</sup> Schulze-Osterloh, Der Konzern, 2004, S. 173, 182 und die Autoren in den Fn. 116 f.

<sup>116</sup> Böcking, BFuP 2004, 268, 269; Hirte/Mock, in: KK-WpHG, § 37n Rn. 46.

<sup>117</sup> Lenz/Bauer, BFuP 2002, 246, 252, 260; Böcking, zfbf 2003, 683, 702; Schulze-Osterloh, Der Konzern, 2004, S. 173, 182.

<sup>118</sup> § 34 Abs. 1 Nr. 2 WpHG i.V.m. § 5 FinanzanalyseVO v. 17.12.2004, BGBl. I S. 3522. Beruhend auf Art. 6 Abs. 5 Marktmissbrauchs-RiL (Fn. 43) sowie der Durchführungs-RiL 2003/125/EG v. 22.12.2003, ABl. Nr. L 339, 73. Hierzu und zu weiteren Pflichten s. Möllers, in: KK-WpHG, 2007, § 34b Rn. 151 ff.

schließlich wirksamer Kontrollmechanismen unterliegen.<sup>119</sup> Mit dieser Regelung sollte der Pressefreiheit Rechnung getragen werden.<sup>120</sup> Inzwischen hat der Deutsche Presserat zwar den Pressekodex überarbeitet.<sup>121</sup> Diese Art der Rechtsdurchsetzung hat aber zwei gravierende Nachteile: Erstens ist als Sanktion des Pressekodex nur eine öffentliche Missbilligung vorgesehen; deutlich effektiver wären etwa zusätzliche Geldbußen oder ein Ausschluss aus dem Verband. Zweitens hat sich die ausschließliche Überwachung durch Private, wie die Überwachung durch die Börse zeigte, als wenig effektiv erwiesen. Der Mechanismus fällt damit auf den Stand der 90-er Jahre des letzten Jahrhunderts zurück.<sup>122</sup> Deshalb sollte – auch auf europäischer Ebene – die Regelung so geändert werden, dass zumindest nachrangig eine staatliche Überwachung eingeführt wird. Deutlich effektiver ist etwa die Privilegierung der Journalisten bei Kursmanipulationen, § 20a Abs. 6 WpHG. Die Überwachung durch die BaFin bleibt bestehen, berücksichtigt aber die berufsständischen Besonderheiten.<sup>123</sup>

#### *4. Zivilrechtliche Haftung*

##### *a) Empirische Daten zur Ad-hoc-Publizität*

Die öffentlich-rechtliche Überwachung durch BAWe und BaFin führte zwar zu einer deutlichen Zunahme von Ad-hoc-Mitteilungen.<sup>124</sup> Viele dieser Ad-hoc-Mitteilungen waren aber reine PR-Maßnahmen und verschleierten eher die wirtschaftliche Situation als dass sie diese zutreffend darstellten. Der Gesetzgeber sah sich deshalb genötigt, einzugreifen und irreführende Angaben zu verbieten.<sup>125</sup> In der Vergangenheit waren sowohl die börsenrechtlichen

<sup>119</sup> § 34 Abs. 4 WpHG beruhend auf Art. 2 Abs. 4, 3 Abs. 3, 5 Abs. 5 Durchführungs-RiL 2003/125/EG (Fn. 118).

<sup>120</sup> Zu den US-amerikanischen Vorläufern s. Release No. 33-8193, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>; File No. S7-30-02 SEC.

<sup>121</sup> Pressekodex des Deutschen Presserates v. 2.3.2006, abrufbar unter [presserat.de](http://presserat.de).

<sup>122</sup> Zudem wurde bei 672 eingereichten Beschwerden im Jahre 2004 nur 27 Mal eine Rüge ausgesprochen, hierzu [presserat.de](http://presserat.de) (Abruf v. 2.5.2006); s. Möllers, in: KK-WpHG 2007, § 34b Rn. 232.

<sup>123</sup> § 20a Abs. 6 WpHG lautet: „Bei Journalisten, die in Ausübung ihres Berufes handeln, ist das Vorliegen der Voraussetzungen nach Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 unter Berücksichtigung ihrer berufsständischen Regeln zu beurteilen, es sei denn, dass diese Personen aus den unrichtigen oder irreführenden Angaben direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne schöpfen.“

<sup>124</sup> S. oben Fn. 66.

<sup>125</sup> Vgl. § 15 Abs. 1 S. 6, Abs. 2 S. 1 WpHG; hierzu Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 13.

wie auch die Wertpapierhandelsrechtlichen Straf- bzw. Ordnungswidrigkeitsstatbestände bislang weitgehend „*law in the books*“ geblieben. Zwischen 1995 und 2001 kam es lediglich in zwölf Fällen zur Verhängung eines Bußgeldes und in drei Fällen zur Abgabe an die Staatsanwaltschaft.<sup>126</sup> Inzwischen agiert die BaFin zwar immer routinierter: es bleiben aber Lücken. Weder die Staatsanwaltschaften noch die BaFin haben bisher die personelle Ausstattung, um Täuschungen des Kapitalmarkts umfassend zu verfolgen.<sup>127</sup> Die BaFin ist, wie sie selbst betont, auf die Mitarbeit von privater Seite angewiesen.<sup>128</sup>

In den USA gibt es seit mehr als 20 Jahren die Möglichkeit, zivilrechtlich Klagen wegen fehlerhafter Informationen börsennotierter Unternehmen anzustrengen.<sup>129</sup> Auch in Frankreich existieren inzwischen zahlreiche Entscheidungen.<sup>130</sup> In Deutschland sind Ansprüche wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilung spezialgesetzlich geregelt, §§ 37b, c WpHG. Denkbar sind auch Ansprüche aus § 826 BGB oder aus § 400 AktG i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB. Ob weitere Informationspflichten Schutzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB besitzen, ist heftig umstritten, so etwa hinsichtlich des Insiderver-

<sup>126</sup> BAWe, Jahresbericht 2001, 2002, S. 59; hierzu Rotter, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 11 Rn. 1. Zu Comroad, Infomatec und EM.TV s. Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, § 2007, §§ 37b, c Rn. 51 ff.

<sup>127</sup> Zur Überforderung der Staatsanwaltschaften s. Möllers, WM 2002, 309; Altenhain, WM 2002, 1874, 1875; Lenzen, ZBB 2002, 279, 280; jüngst auch Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 807.

<sup>128</sup> Nach Aussage der BaFin, Jahresbericht 2006, 2007, S. 163 haben sich die Hinweise der Anleger im Vergleich zum Vorjahr verdoppelt.

<sup>129</sup> Zivilrechtliche Schadensersatzansprüche können im Falle von Verletzung von kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten sowohl auf Sec. 10 (b) SEA i.V.m. Rule 10b-5 als auch auf Sec. 18 (a) SEA gestützt werden. Rechtsprechung und Literatur haben in den letzten 30 Jahren umfangreich die Rechtsprechung zum Schaden, zur Kausalität sowie den subjektiven Voraussetzungen der Rule 10b-5 entwickelt, s. etwa Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (1946); Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6, 92 S.Ct. 165, 30 L.Ed.2d 128 (1971); Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 380 (1983); Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 241 – 249 (1988). Für einen Überblick s. etwa Hazen, The Law of Securities Regulations, 4th ed. 2002, S. 568ff.; 5th ed. 2005, Chap. 12.12. S. 521ff.; Fleischer, Gutachten F für den 64. DJT, 2002, S. 100ff.; Schulte, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 6 Rn. 47ff.; Kulms, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarkthaftung, 2005, S. 1101 ff.

<sup>130</sup> CA Paris 15 janvier 1992, Gaz. Pal. 23 avril 1992, 293, note Marchi; Cass. crim. 15 mars 1993, Bull. crim. n 113, S. 280; Bull. Joly Bourse 1993, 365, note Jeantin; CA Paris 18 décembre 1995, Banque et droit n 48, juillet-août 1996, 35, chron. Peltier/de Vauplane; CA Paris 30 avril 1997, Rev. sc. crim. janvier-mars 1999, 129, note Riffault; T. corr. Paris, 17 décembre 1997, Bull. Joly Bourse 1998, 121, note Lesguillier; T. corr. Paris, 27 février 1998, RTD com. juillet-septembre 1998, 640, note Rontchevsky; CA Paris, 8 octobre 1999 RD bancaire et financier janvier-février 2000, 34. Cass. crim. 15 mai 1997, D. affaires 1997, 924; s. auch Fleischer/Jäning RIW 2002, 729ff.

stoßes<sup>131</sup>, der Marktmanipulation<sup>132</sup>, Directors' Dealings<sup>133</sup> oder dem Führen von Insiderverzeichnissen.<sup>134</sup> Zivilrechtliche Schadensersatzklagen gab es bisher nur wenige, nämlich vornehmlich in Sachen Infomatec, EM.TV und Comroad. Nachdem aber nunmehr auch eine zivilrechtliche Haftung bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen durch den Bundesgerichtshof anerkannt wurde,<sup>135</sup> sind irreführende Ad-hoc-Mitteilungen inzwischen deutlich zurückgegangen. Zudem existiert nun mit dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG)<sup>136</sup> die Möglichkeit, in einem Musterverfahren ein Feststellungsziel rechtlich für alle Parteien bindend klären zu lassen.<sup>137</sup> Dass diese Möglichkeit die hohe Hürde eines Prozesses senken hilft, zeigen die Verfahren in Sachen Deutsche Telekom und Daimler-Chrysler.<sup>138</sup>

---

<sup>131</sup> §13 WpHG. Ablehnend wegen des fehlenden Nachweises der Kausalität nach geltendem Recht s. Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, §13 Rn. 208 ff. In den USA ist eine zivilrechtliche Haftung bei Insiderverstößen denkbar. Beruhend auf dem Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act 1988, 15 U.S.C.A. § 78t-1(a). Der Nachweis der konkreten Kausalität ist nicht erforderlich, weil es ausreicht, zur selben Zeit wie der Insider gekauft bzw. verkauft zu haben S. In Re American Business Computers Corp. Securities Regulation Litigation, 1994 WL 848690 [1995 Transfer Binner] Fes.Sec.L.Pre. (CCH) S.D.N.Y. 1994: „Contemporaneously“ may embrace the entire period while relevant inside information remains undisclosed; s. Hazen, The Law of Securities Regulations, 5th ed. 2005, Chap. 12.17. S. 548.

<sup>132</sup> §20a WpHG. Ablehnend Vogel, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, §20a Rn. 19; a.a. Mock/Stoll/Eufinger, in: KK-WpHG, 2007, §20a Rn. 432. Zum Streitstand s. Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, 2007, §§37b, c Rn. 455 Fn. 867.

<sup>133</sup> §15a WpHG. Ablehnend Heinrich, in: KK-WpHG, 2007, §15a Rn. 82; Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, §15a Rn. 114; Zimmer, in: Schwark, KMRK, 3. Aufl. 2004, §15a Rn. 47.

<sup>134</sup> §15b WpHG. Ablehnend Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, §15b Rn. 78.

<sup>135</sup> BGH v. 19.7.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149 – Infomatec I; BGH v. 19.7.2004, II ZR 218/03, BGHZ 160, 134 – Infomatec II; BGH v. 19.7.2004, II ZR 217/03, NJW 2004, 2668 – Infomatec III; BGH v. 9.5.2005, NJW 2005, 2450 – EM.TV; BGH v. 9.5.2005, OLG Frankfurt a.M. v. 17.3.2005, ZIP 2005, 710 – Comroad I; OLG München v. 20.4.2005, ZIP 2005, 901 – Comroad II. Für einen Überblick s. Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, §2007 §§37b, c Rn. 51 ff.

<sup>136</sup> Gesetz zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren v. 16.8.2005, BGBl. I, S. 2437, s. hierzu Braun/Rötter, BKR 2004, 296; Duve/Pfitzner, BB 2005, 673; Hess, WM 2004, 2329; Hess/Michailidou, ZIP 2004, 1381; Möllers/Weichert, NJW 2005, 2737 ff.; Reuschke, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, 2006; Hess/Reuschke/Veil (Hrsg.), KK-KapMuG, 2007.

<sup>137</sup> Das kann etwa die Fehlerhaftigkeit der Kapitalmarktinformation sein.

<sup>138</sup> LG Frankfurt a. M v. 11.7.2006, ZIP 2006, 1730 – Mustervorlage zur Unrichtigkeit des Aktienprospekts der Telekom beim dritten Börsengang; LG Stuttgart v. 3.7.2006, ZIP 2006, 1731 – Mustervorlage zur Rechtzeitigkeit der Ad-hoc-Mitteilung über das Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden von DaimlerChrysler. Der Beschluss

## b) Ökonomische Überlegungen

### aa) Schadensausgleich und Prävention

Nicht selten erwirbt ein Anleger eine Aktie aufgrund einer unrichtigen Information, die das börsennotierte Unternehmen gibt. Der Schadensersatzanspruch ist dann das einzige Mittel, welches die Beseitigung der unmittelbaren Folgen der Informationspflichtverletzung im Einzelfall ermöglicht. Diese Kompensation des Schadens kann das öffentliche Recht nicht leisten. Die Schadensersatzhaftung dient damit klassischerweise dem Ausgleich des Schadens. Es ist daher von erheblicher Bedeutung, dass genau demjenigen ein wirksames rechtliches Durchsetzungsmittel an die Hand gegeben wird, der das größte Interesse an der Gewährleistung des Schutzes hat: dem geschädigten Anleger selbst.<sup>139</sup> Die private Schadensersatzklage macht das Eigeninteresse des einzelnen geschädigten Anlegers für die Durchsetzung der Verhaltenspflichten nutzbar.<sup>140</sup> Er wird damit zum *private attorney*.<sup>141</sup> Die Klagen privater Parteien können die staatliche Überwachung ergänzen und gewinnen besonderes Gewicht, wenn die Überwachung durch den Staat nicht ausreichend effektiv ist. Bei fehlender Haftung gegenüber privaten Anlegern würden zudem weitere gesamtwirtschaftliche Folgekosten (*social costs*) entstehen: Der Anleger trägt das Risiko des Betrugs und verliert seine Investition, das unredliche Unternehmen verschwendet Ressourcen zur Verschleierung der wahren Sachlage<sup>142</sup> und pflichtbewusste Unternehmen müssten umfangreiche Aufwendungen tätigen, um verlorenes Anlegervertrauen wiederzugewinnen bzw. bestehendes Misstrauen zu überwinden (sog. *signaling*).<sup>143</sup> Nicht die Zulas-

---

des OLG Stuttgart v. 15.2.2007, WM 2007, 585 mit Anm. Möllers/Weichert, EWiR 2007, 285 f.; Fleischer, BB 2007, 401 ff.

<sup>139</sup> Leisch, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 16 Rn. 3; Lenzen, ZBB 2002, 279, 280.

<sup>140</sup> S. oben Fn. 135.

<sup>141</sup> Vgl. zu dem hinter dieser aus dem Bereich der US-amerikanischen Bürgerrechtsklagen stammenden Begrifflichkeit stehenden Gedanken grundlegend Newman v. Piggy Park Enterprises, 390 U.S. 400 (1968).

<sup>142</sup> Posner, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 15.10, S. 484.

<sup>143</sup> Zum sog. *signaling* s. Spence, 87 Q.J.Econ. 355 (1973); Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 124f.; Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 213 ff.; Dühn, Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, 2003, S. 254 f.; Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, 2004, S. 342; Weichert, Der Anlegerschaden bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation, Diss. Augsburg 2007, S. 295. Exakt diese Erfahrungen machen viele Unternehmen z.Z. am Neuen Markt; exemplarisch beispielweise der Vorstandsvorsitzende der Bechtle AG, in der FAZ v. 12.8.2002, S. 15: „Wir müssen die Schwäche am Neuen Markt aussitzen“.

sung von Schadensersatzansprüchen, sondern ihre Verweigerung beeinträchtigt das Vertrauen in die Integrität des Kapitalmarkts.

Neben dieser Ausgleichsfunktion der zivilrechtlichen Haftung wird in immer stärkerem Maße aber auch die Präventionsfunktion anerkannt.<sup>144</sup> Die mögliche Schadensersatzhaftung bildet einen Faktor, der vom Unternehmen in seiner Finanzplanung zu berücksichtigen ist.<sup>145</sup> Schon aus ökonomischen Überlegungen wird die drohende Haftung das Unternehmen veranlassen, ein wirkungsvolles Kontroll- und Überwachungssystem einzurichten, um auf diese Weise potentielle Pflichtverletzungen zu vermeiden.<sup>146</sup> Mittelbar haben die Haftungsnormen damit auch eine nicht zu unterschätzende (general-) präventive Bedeutung.<sup>147</sup>

### *bb) Marktrisiko, Übermaßhaftung und Durchsetzungswahrscheinlichkeit*

Bei privaten Klagen besteht die Gefahr, dass Anleger ihre Schäden nicht geltend machen, weil das Kostenrisiko eines Prozesses den Schaden übertrifft. Gerade in Prozessen, deren Gegenstand die Verletzung von Informationspflichten ist, werden im Rahmen der Beweisaufnahme häufig kostenintensive Sachverständigengutachten erforderlich.<sup>148</sup> Ebenso besteht die Gefahr der Übermaßhaftung. Die These wurde in den USA entwickelt<sup>149</sup> und in das deutsche Recht übertragen.<sup>150</sup> Der Begriff der Übermaßhaftung ist allerdings noch wenig geklärt: Es lassen sich mindestens vier Varianten von Marktrisiko und Übermaßhaftung unterscheiden: Der Anleger muss das Risiko einer fehlerhaften eingegangenen Anlageentscheidung tragen, wenn er diese Entscheidung

---

<sup>144</sup> *Deutsch*, Haftungsrecht, 2. Aufl. 1995, Rn. 18; *Brüggemeier*, Prinzipien des Haftungsrechts, 1999, S. 3f.; *Wagner*, in: *MünchKomm*, BGB, 4. Aufl. 2004, vor § 823 Rn. 34ff.; *derselbe*, AcP 206 (2006), 352, 451; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 125.

<sup>145</sup> *Koller*, ZIP 1986, 1089, 1092.

<sup>146</sup> *Posner*, Economic Analysis of Law, 5th ed. 1998, § 15.8., S. 489: „If forced to pay the losses of those stockholders who were harmed by the delay in the release of the news, the corporation will have an incentive to police its managers more carefully in the future.“

<sup>147</sup> *Zimmer*, in: *Schwarz*, KMRK, 3. Aufl. 2004, §§ 37b, 37c Rn. 3; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, 2007, §§ 37b, c Rn. 1.

<sup>148</sup> Zu diesen Streuschäden s. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/5091, S. 1, 13.

<sup>149</sup> *Pritchard*, 85 Va.L.Rev. 925, 945 ff. (1999); *Langevoort*, 38 Ariz.L.Rev. 639, 651 ff. (1996); *Easterbrook/Fischel*, 52 U.Chi.L.Rev. 611, 639 f. (1982); *diesselben*, The Economic Structure of Corporate Law, S. 315 ff., 339; *Mahoney*, 78 Va.L.Rev. 623, 647 ff. (1992); *Alexander*, 48 Stan.L.Rev. 1487, 1496 ff. (1996); vgl. auch *Posner*, 54 Geo. Wash.L.Rev. 159, 169; *derselbe*, Economic Analysis of Law, 5th ed. 1998, § 15.8, S. 489.

<sup>150</sup> S. etwa *Gottschalk*, DStR 2005, 1648, 1651; *Sauer*, ZBB 2005, 24, 30f.; *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1637; *Duve/Basak*, BB 2005, 2645, 2647.

selbst zu verantworten hat.<sup>151</sup> Dazu gehören bestimmte Verhaltensmuster, die Gegenstand des *Behavioral Finance* sind.<sup>152</sup> Auch das allgemeine Markt-Risiko, also das Risiko, dass sich infolge allgemeiner Kursverluste, etwa wegen Terroranschlägen, der erhoffte Ertrag nicht einstellt, hat der Anleger zu tragen.<sup>153</sup>

Eine Übermaßhaftung wird behauptet, weil, anders als etwa im Wettbewerbsrecht, derjenige, der eine Falschinformation an der Börse abgibt, nicht notwendigerweise damit auch einen entsprechenden Gewinn verbindet. Vielmehr haben oft Dritte die Gewinne. Die gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverluste seien damit geringer als die Summe der individuellen Einzelschäden, weil jedem Individualschaden ein entsprechender Gewinn eines anderen Anlegers gegenübersteht.<sup>154</sup> Schließlich lässt sich von einer Übermaßhaftung sprechen, wenn die Informationspflichten und die mit Pflichtverletzungen einhergehenden Sekundäransprüche so ansteigen, dass die Kosten eines Börsenganges den Nutzen einer Börsennotierung deutlich übersteigen.<sup>155</sup>

Allerdings lässt sich die These von der Übermaßhaftung mit zwei Überlegungen angreifen: In der Einleitung wurde aufgezeigt, dass die Kapitalmärkte besonders schutzwürdig sind. Damit dürfen nicht nur die Kosten der aktuell Geschädigten, sondern es müssen auch die Kosten berücksichtigt werden, die dadurch entstehen, dass Anleger nicht am Kapitalmarkt teilnehmen. Diese sozialen Kosten bestehen aus der Summe aller Vorsorgekosten<sup>156</sup> sowie der Summe aller Schadenskosten.<sup>157</sup> Vorsorgeaufwendungen sollten damit nur so lange betrieben werden, wie sich daraus zumindest eine gleich starke Senkung der Schadenskosten ergibt.<sup>158</sup> Zudem sind die Vorsorgekosten auch immer ab-

<sup>151</sup> Salopp formulierte *Loss*, ZHR 129 (1969), 197, 208 vom „sacred right to make a fool of oneself“.

<sup>152</sup> Wie etwa wenn „Lemminge“ blind Empfehlungen vermeintlicher Finanzgurus folgen, s. allgemein zum *Behavioral Finance* etwa *Thaler* (Hrsg.), *Advances in Behavioral Finance*, Vol. I 1993, Vol. II 2005; *Goldberg/von Nitzsch*, *Behavioral Finance*, 4. Aufl. 2004; *Fleischer*, in: *FS Immenga*, 2004, S. 575 ff.

<sup>153</sup> *S. Engelhardt*, BKR 2006, 447.

<sup>154</sup> S. die in Fußn. 149 genannten Autoren sowie *Posner*, *Economic Analysis of Law*, 7th ed. 2007, § 15.10, S. 483 f.; *Sauer*, ZBB 2005, 24, 31; *Weichert*, *Der Anlegerschaden bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation*, Diss. Augsburg 2007, S. 296.

<sup>155</sup> Grundsätzlich zu der Frage der Kosten und des Nutzens von Informationspflichten, s. auch *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, S. 309 ff.

<sup>156</sup> S. Fn. 143.

<sup>157</sup> *Schäfer/Ott*, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, 4. Aufl. 2005, S. 129.

<sup>158</sup> *Brown*, 2 J.Leg.Stud. 323 ff. (1973), S. 323, 347; *Schäfer/Ott*, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, 4. Aufl. 2005, S. 130; für das Schadensrecht s. oben Fn. 21 und *Wagner*, AcP 206 (2006), 352, 458.

hängig von der Durchsetzungswahrscheinlichkeit. Je geringer die Durchsetzungswahrscheinlichkeit, desto geringer auch die gesamtwirtschaftliche Effizienz. Die These der Überkompensation ist folglich vor dem Hintergrund der Durchsetzung des Rechts, vor allem der der *Durchsetzungswahrscheinlichkeit* zu prüfen.<sup>159</sup>

### *c) Ausdehnung einer zivilrechtlichen Haftung*

#### *aa) Zum Umfang des Schadens*

Bei einer fehlerhaften Information ist der Emittent zum Schadensersatz verpflichtet, wenn die Voraussetzungen des § 826 BGB erfüllt sind. Nach § 249 Abs. 1 BGB ist der Zustand herzustellen, der bestehen würde, wenn der zum Ersatz verpflichtende Umstand nicht eingetreten wäre. Denkt man sich den zum Ersatz verpflichtenden Umstand – die Informationspflichtverletzung – weg, so sind im Falle einer Investitionsentscheidung zwei Zustände denkbar. Die Informationspflichtverletzung kann für die Kaufentscheidung ursächlich gewesen sein. In diesem Fall geht der Schadensersatzanspruch auf Rückabwicklung. Die Anordnung des § 249 Abs. 1 BGB enthält den schadensrechtlichen Grundsatz der Totalreparation. Dementsprechend gelangt die Rechtsprechung im Falle von Informationspflichtverletzungen regelmäßig zu einer schadensrechtlichen Rückabwicklung.<sup>160</sup> Diese Rechtsprechung ist ganz überwiegend auf Zustimmung gestoßen. Denkbar ist aber auch, dass der Anleger die Papiere ohne Kenntnis der Informationslage erworben hat. Dann geht der Schadensersatzanspruch lediglich auf den Betrag, um den der Anleger die Papiere zu teuer erworben hat (sog. Kursdifferenzschaden).

Nach Ansicht zahlreicher Autoren soll bei den §§ 37b, c WpHG nur ein Kursdifferenzschaden, nicht aber die Rückabwicklung möglich sein, weil ansonsten eine Übermaßhaftung zu befürchten sei.<sup>161</sup> Diese These ist mit drei Argumenten angreifbar. Selbst wenn die These zutrifft, dass eine Kompensation des Schadens höher wäre als der Gesamtschaden der Marktteilnehmer<sup>162</sup>,

---

<sup>159</sup> S. allgemein Wagner, AcP 206 (2006), 352, 463 ff.; s. auch Weichert, Anlegerschäden bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation, Diss. Augsburg 2007, S. 282 ff.

<sup>160</sup> BGH v. 14.10.1971, BGHZ 57, 137, 142 ff.; BGH v. 17.05.1982, NJW 1982, 2815, 2816 f.; BGH v. 19.7.2004, II ZR 402/02, BGHZ 160, 149, 159 – Infomatec I; BGH v. 9.5.2005, NJW 2005, 2450, 2451 – EM.TV.

<sup>161</sup> S. neben den Autoren in Fn. 150 auch Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1860 ff.; Rützel, AG 2003, 69, 79; Zimmer, in: Schwark, KMRK, 3. Aufl. 2004, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 87 ff.; Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 9, 128 ff.; Langenbucher, ZIP 2005, 239, 240 f.; Sethe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, §§ 37b, 37c Rn. 73 ff.

<sup>162</sup> S. oben Fn. 154.

sind ökonomisch auch die in der Einleitung genannten sozialen Folgekosten zu berücksichtigen, die ungleich höher sein können als der Gesamtschaden der Anleger. Zudem kann der Anleger nur dann auf Rückabwicklung klagen, wenn er konkret nachweist, dass er aufgrund der fehlerhaften Information gekauft hat. Dies wird jedoch nur in den seltensten Fällen möglich sein, weil der Kläger die Kausalität zwischen Fehlinformation und Erwerb bzw. Veräußerung des Wertpapiers beweisen muss. Eine Übermaßhaftung droht folglich wegen der geringen Durchsetzungswahrscheinlichkeit nicht. Die These der Übermaßhaftung läuft damit ins Leere und entpuppt sich als reines Scheinproblem.<sup>163</sup> Aus ökonomischer Sicht lässt sich zudem betonen, dass vor allem das Prinzip der Totalreparation den Schädiger veranlassen wird, die erforderlichen Vorsorgemaßnahmen zu betreiben.<sup>164</sup>

Darüber hinaus sind die Wertungen des Gesetzes zu berücksichtigen. In der Literatur wurde eine Abwägung von ökonomischen und rechtlichen Prinzipien im Sinne einer praktischen Konkordanz vorgeschlagen.<sup>165</sup> In der US-amerikanischen Literatur wurde vorgetragen, zu einer Überkompensation käme es unter anderem deshalb, weil aktive Anleger mit einem diversifizierten Portfolio über längere Sicht ungefähr die gleich Chance hätten, „Gewinner“ und Geschädigte von fehlerhaften Kapitalmarktinformationen zu sein.<sup>166</sup> Einem Anleger kann man einen Schadensersatzanspruch wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation jedoch nicht deswegen vorenthalten, weil er zu einem anderen Zeitpunkt, mit anderen Wertpapieren und unabhängig von der streitgegenständlichen Information einen Gewinn erzielt hat oder gegebenenfalls auch nur hätte. Der Grundsatz der Totalreparation des § 249 BGB ist Ausprägung des das Recht fundamental prägenden Prinzips der ausgleichenden Gerechtigkeit, wie es schon von *Aristoteles* angesprochen wurde.<sup>167</sup> Insofern ist die US-amerikanische Kritik mit dem vorrangig auf dem Ausgleich basierenden deutschen Schadensersatzrecht nicht vereinbar.<sup>168</sup> Weiterführend ist auch der Ansatz von *Drexel*, der die Berücksichtigung der autonomen Entscheidung als weiteres Abwägungskriterium neben ökonomischen Überlegungen for-

---

<sup>163</sup> Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, 2007, §§ 37b, c Rn. 279.

<sup>164</sup> Cooter/Ulen, Law and Economics, 4th ed. 2004, S. 328f.; Wagner, AcP 206 (2006), 352, 459.

<sup>165</sup> Grundmann, RabelsZ 61 (1997), 423, 444ff.

<sup>166</sup> Langevoort, 38 Ariz.L.Rev. 639, 646, 650 (1996). S. allgemein zu diesem Argument Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 35 ff.

<sup>167</sup> Aristoteles, Nikomachische Ethik, 5. Buch 7. Kap., 1132b; Wendehorst, Anspruch und Ausgleich, 1999, S. 4f.; Jansen, Die Struktur des Haftungsrechts, 2003, S. 89ff.

<sup>168</sup> Weichert, Der Anlegerschaden bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation, Diss. Augsburg 2007, S. 309.

dert. Danach dürfen einseitige Maßnahmen nicht dazu führen, dass der Marktgegenseite Entscheidungsalternativen genommen werden.<sup>169</sup> Ausweislich der Gesetzesmaterialien zu § 15 WpHG soll die Ad-hoc-Publizität dazu beitragen, „dass Marktteilnehmer frühzeitig über marktrelevante Informationen verfügen, damit sie sachgerechte Anlageentscheidungen treffen können.“<sup>170</sup> Die normative Effizienz verlangt die Berücksichtigung dieser Wertentscheidung.

*bb) Schadensersatzanspruch bei fehlerhafter Regelpublizität  
de lege ferenda*

Mit den speziellen Haftungsnormen für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, c WpHG hatte der deutsche Gesetzgeber Neuland betreten. Zudem verlangt Art. 7 Transparenz-RiL eine zivilrechtliche Haftung für unrichtige Halbjahres-, Jahresfinanzberichte sowie Zwischenmitteilungen nach den jeweiligen nationalen Vorschriften.<sup>171</sup> Der Gesetzgeber hat in dem Transparenz-Umsetzungs-Gesetz<sup>172</sup> auf eine Umsetzung dieser Norm verzichtet, ohne diesen Verzicht in der Gesetzesgeschichte weiter zu begründen. Wegen der hohen Anforderungen an Vorsatz und Sittenwidrigkeit wird ein bloßer Rückgriff auf § 826 BGB nicht ausreichen. Auch § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 AktG greift nur bei vorsätzlichem Handeln ein. Der Gesetzgeber glaubte wohl, dass die jetzige Fassung der §§ 93, 116 AktG der Umsetzungspflicht genüge. Dagegen spricht jedoch, dass der europäische Gesetzgeber eine solche Innenhaftung der Gesellschaft gegen die Gesellschafter in der Änderungs-RiL 2006/46/EG zur Jahresabschluss-RiL 78/660/EWG bei einer Haftung für fehlerhafte Jahresabschlüsse,<sup>173</sup> nicht aber in der Transparenz-RiL genannt

<sup>169</sup> Zu seinem Konzept der normativen Effizienz s. Drexl, Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers, 1998, S. 202 ff. Vorher schon für das Wettbewerbsrecht s. Lukes, in: FS Böhm, 1965, S. 199, 225.

<sup>170</sup> Begr. RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87 zu § 15 WpHG (Kursivstellung nicht im Original). Im Regierungsentwurf zum AnsVG wird dieser Schutzzweck des § 15 in identischer Wortwahl erneut hervorgehoben. Vgl. Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34 r. Sp. S. hierzu Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, 2007, §§ 37b, c Rn. 260.

<sup>171</sup> Art. 7 TransparenzRiL (Fn. 49) lautet: „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Verantwortung für die in den Artikeln 4, 5 und 6 vorgeschriebene Zusammenstellung und Veröffentlichung der Informationen beim Emittenten oder dessen Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan liegt und dass ihre Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Haftung auf die Emittenten, die in diesen Artikel genannten Organe oder die beim Emittenten verantwortlichen Personen anwendbar sind.“ (Kursivdruck vom Verfasser).

<sup>172</sup> S. oben Fn. 45.

<sup>173</sup> Art. 50c Jahresabschluss-RiL 78/660/EG, eingeführt durch Änderungs-RiL

hat.<sup>174</sup> In seiner Rechtsprechung zur Gleichbehandlung von Mann und Frau hatte der EuGH seinerzeit die Anforderungen an den Schadenersatz deutlich ausgedehnt.<sup>175</sup> In der Rechtsliteratur wird immerhin diskutiert, ob die Verpflichtung zur Erstellung von Zwischenmitteilungen<sup>176</sup>, Halbjahres- und Jahresfinanzberichten<sup>177</sup> Schutzgesetzmäßigkeit gem. § 823 Abs. 2 BGB zukommt. Zudem hatte der BGH in der Vergangenheit schon die Schutzgesetzmäßigkeit von § 400 AktG bejaht.<sup>178</sup>

Selbst wenn man die Schutzgesetzmäßigkeit gem. § 823 Abs. 2 BGB für die Regelpublizität bejahen würde, wird dies zur Umsetzung von Richtlinien nicht ausreichen. Nach ständiger Rechtsprechung des EuGH müssen europäische Richtlinien klar und deutlich umgesetzt werden.<sup>179</sup> Mangels klarer Voraussetzungen würde einerseits der Geschädigte im Zweifel von einer Klage abgehalten und andererseits der Schädiger nicht eindeutig und klar genug abgeschreckt. Solange ein Gesetz fehlt, wird die präventive Lenkungswirkung nicht erreicht. Diese Lücke ist auch ökonomisch nicht wünschenswert.

Der Gesetzgeber sollte neben der Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität alsbald einen weiteren Haftungstatbestand für fehlerhafte Quartals-, Halbjahres- und Jahreszahlen schaffen. Dieser könnte sich ohne weiteres an den sprachlich überarbeiteten § 37b WpHG-E anlehnen.<sup>180</sup> Mit seiner solchen Feinsteuerung könnte man schließlich auch dem Vorwurf der Übermaßhaft-

---

2006/46/EG v. 14.6.2006, ABl. Nr. L 224, lautet: „Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Haftungsbestimmungen ihrer Rechts- und Verwaltungsvorschriften auf die Mitglieder der in Art. 50b dieser Richtlinie genannten Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane Anwendung finden, zumindest was deren Haftung gegenüber der Gesellschaft wegen Verletzung der in Artikel 50b genannten Pflicht betrifft.“ (Kursivdruck vom Verfasser).

<sup>174</sup> Im Ergebnis bejahren *Müllert/Steup*, WM 2005, 1633, 1653 eine Außenhaftung.

<sup>175</sup> EuGH v. 10.4.1984, Rs. 14/83, Slg. 1984, 1891 Rn. 24, 28 – von Colson und Kannemann; EuGH v. 8.11.1990, Rs. C-177/88, Slg. 1990, I-3941 Rn. 23 ff. – Dekker; EuGH v. 22.4.1997, Rs. C-180/95, Slg. 1997, I-2195 Rn. 20 ff. – Draehmpaehl.

<sup>176</sup> Groß, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 40 BörsG Rn. 4; Mock, in: KK-WpHG, 2007, § 37x Rn. 37.

<sup>177</sup> Für Halbjahres- und Jahresbericht soll den Vorschriften über den Bilanzier-Schutzgesetzmäßigkeit zukommen, s. Mock, in: KK-WpHG, 2007, § 37v Rn. 36, § 37w Rn. 41.

<sup>178</sup> § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 400 AktG, BGH v. 19.9.2001, BGHZ 149, 10, 20 ff. – Bremer Vulkan. Für die Ad-hoc-Publizität BGH v. 16.12.2004, NJW 2005, 445, 449 – EM.TV.

<sup>179</sup> So ausdrücklich GA *Tizzano*, Schlussantrag v. 23.1.2001, Rs. C-144/99, Slg. 2001, I-3543 Rn. 35 f. – Transparenzgebot in AGB-RiL. Damit ist auch der Weg von *Müllert/Steup*, WM 2005, 1633, 1651 ff. nicht gangbar, die eine Analogie zu den §§ 37b, 37c WpHG bejahren.

<sup>180</sup> Hierzu Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, 2007, §§ 37b, c Rn. 73.

tung entgegentreten, dem sich das gescheitere KapInHaG ausgesetzt sah.<sup>181</sup> Denn zum einen könnte man so den Umfang potentieller Informationspflichtverletzung auf die Regelpublizität beschränken, zum anderen sollte man vorerst die Haftung nur auf den Emittenten beschränken.

*d) Die Durchsetzung von zivilrechtlichen Ansprüchen im Prozess-Class action und KapMuG*

In den USA steht mit der *class action* ein relativ einfaches Verfahren zur Verfügung, um sich als Geschädigter einem anderen Verfahren anzuschließen.<sup>182</sup> Das *pre-trial-discovery*-Verfahren und der Umstand, dass grundsätzlich jede Partei ihre eigenen Anwaltskosten zu tragen hat (*American Rule*), führen zu einem hohen Vergleichsdruck zugunsten der verklagten Partei.<sup>183</sup> Ebenso tragen die Möglichkeit der Vereinbarung von reinen Erfolgshonoraren (*contingency fee*) und die Form des *Jury*-Prozesses zu einer größeren Klagefreudigkeit der Anleger bei.<sup>184</sup> Auch die Beweislastumkehr bzgl. der Kausalität im Rahmen der *fraud on the market*-Theorie<sup>185</sup> vermag die Rechtsdurchsetzung erleichtern. Insoweit ist nachvollziehbar, dass in den USA vor einer Übermaßhaftung (*overdeterrance*) durch sog. „räuberische Aktionäre“ gewarnt wurde.<sup>186</sup> Die Voraussetzungen für eine Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen wurden in den letzten Jahren zunehmend durch die

<sup>181</sup> S. schon Möllers, JZ 2005, 75, 82; Semler/Gittermann, NZG 2004, 1081 ff.; Casper, BKR 2005, 83 ff.; Sauer, ZBB 2005, 24 ff.; Veil, BKR 2005, 91 ff.; Gottschalk, Der Konzern 2005, 274, 279 ff.; Schulte, VuR 2005, 121; Hopt/Voigt, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2006, S. 9, 109 ff.; Setbe, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, §§ 37b, 37c Rn. 27; *Stellungnahme des DAI v. 26.10.2004*, unter 2. hin, s. <http://www.dai.de>; ebenso *Handelsrechtsausschuss des DAV*, ZIP 2004, 2344, 2351.

<sup>182</sup> Zu den Voraussetzungen nach Rule 23 (a) F.R.C.P:  *numerosity, commonality, typicality* und *adequacy of representation*. s. Moore, Moore's Federal Practice, 3rd ed. 2002, §§ 23.20 ff.; Holzhüter, Die Class Action im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, 2004, S. 91 ff.

<sup>183</sup> Hughes/Snyder, 38 J.L. & Econ. 225, 229 f., 234 ff. (1995); Pritchard, 85 Va.L.Rev. 925, 950 f. (1999); Lenenbach, WM 1999, 1993; angesprochen auch von BVerfG, Beschl. v. 12.12.2006, NJW 2007, 979, 981 Rn. 7.

<sup>184</sup> Anschaulich immer noch Lord Denning, in: Smith Kline & French Laboratories Ltd. v. Maurice Block [1983] 2 All ER 72, 74 (C.A.): „As a moth is drawn to the light, so is the litigant drawn to the United States“.

<sup>185</sup> Basic, Inc. v. Levinson, 285 U.S. 224, 227 ff. (1998).

<sup>186</sup> Vgl. u.a. Langevoort, 38 Ariz.L.Rev. 639 ff. (1996), S. 657 f.; Easterbrook/Fischel, 52 U.Chi.L.Rev. 611 ff. (1982); Mahoney, 78 Va.L.Rev. 623, 647 ff. (1992); Pritchard, 85 Va.L.Rev. 925 ff. (1999); Alexander, 48 Stan.L.Rev. 1487 ff. (1996).

Rechtsprechung<sup>187</sup> und den Gesetzgeber eingeschränkt,<sup>188</sup> indem er etwa Vorgaben für den Vertreter der *class action*<sup>189</sup> machte und das *pre-trial-discovery*-Verfahren<sup>190</sup> sowie die Höhe eines Erfolgshonorars beschränkte.<sup>191</sup>

Im Unterschied zu den USA war in Deutschland bisher die Anzahl erfolgreicher Prozesse höchst überschaubar.<sup>192</sup> Mit dem KapMuG wird das Kostenrisiko im Prozess reduziert<sup>193</sup>, indem die Kosten des Musterverfahrens anteilig auf alle Kläger umgelegt werden. Der Gesetzgeber ist deshalb den umgekehrten Weg gegangen und versucht, die Anspruchsdurchsetzung zu erleichtern.<sup>194</sup> Das KapMuG kann auf zahlreiche Lösungsmöglichkeiten und Modelle kollektiver Rechtsverfolgung aufbauen, die in den letzten Jahren diskutiert wurden.<sup>195</sup> Dabei wollte der deutsche Gesetzgeber die Nachteile der US-amerikanischen *class action* vermeiden. Im Unterschied zur *class action* muss etwa jeder Kläger seinen eigenen Prozess führen und für anspruchsgrundende Tatsachen Beweis erheben, wenn sie nicht Gegenstand des Musterverfahrens sind, § 1 KapMuG. Zudem existiert auch nicht die Möglichkeit eines *pre-trial-discovery*-Verfahrens; der Anwalt des Musterverfahrens bekommt kein Honorar, geschweige denn ein Erfolgshonorar.<sup>196</sup> In welchem Umfang künftig ein Erfolgshonorar zulässig sein wird, bleibt abzuwarten.<sup>197</sup> Materiell-rechtlich hat der BGH eine Beweislasterleichterung im Sinne der *fraud on the market*-

<sup>187</sup> Zur Entscheidung des US-Supreme Court: Dura Pharmaceuticals, Inc. et. al. v. Michael Broudo et. Al., 125 S.Ct. 1627, 2005 WL 885109 (U.S.), s. Klöhn, RIW 2005, 728.

<sup>188</sup> Zum Private Securities Litigation Reform Act 1995 und dem Securities Litigation Uniform Standards Act 1998 s. Hazen, The Law of Securities Regulations, 5th ed. 2005, Chap. 12.15. S. 521 ff.

<sup>189</sup> Posner, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 21.10 S. 615 ff.

<sup>190</sup> Sec. 21 D(b)(3) des 1995 Reform Act 15 U.S.C.A. § 78u-4(b)(3) schränkt z.B. die *fishng expeditions* im Rahmen des *pretrial discovery*-Verfahrens ein.

<sup>191</sup> Sec. 21 D(a)(6) des 1995 Reform Act 15 U.S.C.A. § 78u-4(b)(3) verlangt, dass das Honorar *reasonable* sein muss.

<sup>192</sup> S. oben Fn. 135.

<sup>193</sup> S. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/5091, S. 1, 13.

<sup>194</sup> A.A. Wagner, Gutachten A zum 66. DJT 2006, S. 124, wonach das Gesetz ausschließlich auf Verfahrensbeschleunigung zielt. Er konzidiert dann aber doch, dass mit der Bereitstellung eines gesetzlichen Regelungsmodells Transaktionskosten gespart werden können (S. 126).

<sup>195</sup> Beschlüsse des 64. DJT, Abteilung Wirtschaftsrecht (E), 2002, Beschluss 1.15; Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance“, BT-Drucks. 14/7515, S. 88 ff.

<sup>196</sup> Kritisch Möllers/Weichert, NJW 2005, 2737, 2740.

<sup>197</sup> Das BVerfG, Beschl. v. 12.12.2006, NJW 2007, 979 hat das Verbot des Erfolgshonorares zum Teil als verfassungswidrig erachtet und den Gesetzgeber aufgefordert, bis zum 30.6.2008 eine Gesetzesänderung herbeizuführen. S. hierzu Kilian, BB 2007, 1061 ff.

Theorie jüngst abgelehnt.<sup>198</sup> Auch die kurze Verjährungsvorschrift des § 37d WpHG führt rasch zur Rechtssicherheit. Damit unterscheidet sich die deutsche Rechtslage deutlich von der US-amerikanischen. Auch in naher Zukunft sind in Deutschland US-amerikanische Verhältnisse mit einer Flut von Prozessen nicht zu erwarten.<sup>199</sup> Die zivilrechtliche Haftung ist damit ein wichtiges Mittel, um die öffentlich-rechtliche Überwachung zu ergänzen.

### *5. Zum Umfang strafrechtlicher Sanktionen*

Auch die zivilrechtliche Haftung kann schon wegen der Durchsetzungswahrscheinlichkeit nicht immer eine optimale Lenkungsfunktion sicherstellen. So haftet etwa nur das Unternehmen oder die persönliche Haftungssumme wird von einer D & O-Versicherung übernommen. Strafrechtliche Sanktionen hingegen schrecken besonders ab, weil sie das Unwerturteil im Vergleich zum Bußgeld oder Schadensersatzansprüchen am besten zum Ausdruck bringen. Nicht von ungefähr hatten etwa im Mannesmann-Prozess die Unternehmen alles daran gesetzt, eine strafrechtliche Verurteilung ihrer Mitarbeiter zu verhindern.<sup>200</sup>

Der SOX sieht Freiheitsstrafen von bis zu 25 Jahren vor<sup>201</sup> und entfaltet damit eine hohe Abschreckungswirkung. Auch in Deutschland wurden die Missstände am Kapitalmarkt strafrechtlich geahndet, nämlich mit Freiheitsstrafen gegen die Vorstände von Comroad, Infomatec, und EM.TV von bis zu sieben Jahren wegen Betrugs und Insiderverstoßes.<sup>202</sup> Insiderdelikte und Kursmanipulationen können mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren (§ 38 Abs. 1 WpHG), der fehlerhafte Bilanzeid mit Freiheitsstrafe von bis zu

---

<sup>198</sup> BGH v. 26.6.2006, ZIP 2007, 326 – Comroad. S.auch Möllers/Leisch, in: KK-WpHG, 2007, §§ 37b, c Rn. 330ff.

<sup>199</sup> Ein Blick in den elektronischen Bundesanzeiger ([www.ebundesanzeiger.de](http://www.ebundesanzeiger.de)) weist z.Z. (August 2007) Verfahren gegen 17 verschiedene Beklagte aus; s. auch Fn. 138.

<sup>200</sup> Das Verfahren gegen den Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Bank Josef Ackermann wurde gegen eine Geldbuße in Höhe von 3,2 Mio. EUR eingestellt. Bei einer strafrechtlichen Verurteilung wäre Ackermann als Vorstandsvorsitzender zurückgetreten, FAZ v. 30.11.2006, S. 13. Zum strafrechtlichen Verfahren s. auch BGH v. 21.12.2005, NJW 2006, 522.

<sup>201</sup> Sec. 301 SOX Act (Fn. 2).

<sup>202</sup> Der frühere Vorstandsvorsitzende der Comroad AG, Bodo Schnabel wurde wegen Betrug, Kursbetrug und Insiderverstoß zu siebenjähriger Freiheitsstrafe verurteilt, LG München I v.11.11.2002, NStZ 2004, 291. LG Augsburg v. 27.11.2003, NStZ 2005, 109 – Infomatec; s. BGH v. 30.3.2005 – 1 StR 537/04. Das Urteil des zweiten Vorstandsvorsitzenden wurde nicht veröffentlicht. Die Haffa Brüder erhielten eine Geldstrafe zu 240 Tagessätzen s. BGH v. 16.12.2004, NJW 2005, 445 – EM.TV; bestätigt durch BVerfG v. 27.4.2006, ZIP 2006, 1096 – EM.TV.

drei Jahren geahndet werden, § 331 Abs. 3a HGB.<sup>203</sup> Die Freiheitsstrafen in Deutschland bleiben damit deutlich unterhalb dessen, was in den USA auf der Grundlage des SOX möglich ist.

Allerdings erscheint eine Übertragung der langen Freiheitsstrafen auf das deutsche Rechtssystem zweifelhaft. In Deutschland und in allen europäischen Staaten existiert der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit als elementares Rechtsprinzip.<sup>204</sup> Danach muss jede Strafe in einem gerechten Verhältnis zur Schwere der Straftat und zum Verschulden des Täters stehen.<sup>205</sup> Strafrechtliche Regelungen wollen Freiheitssphären vor Übergriffen Dritter schützen.

Die Todesstrafe ist in Europa undenkbar.<sup>206</sup> Wenn selbst Mörder nach 15 Jahren ein Recht auf Resozialisierung haben,<sup>207</sup> dann wäre eine Freiheitsstrafe von 25 Jahren bei Vermögensdelikten ohne Zweifel unverhältnismäßig. Vermögensschäden, die Opfer erleiden, könnten eine solch lange Freiheitsstrafe als Eingriff in die Freiheit der Person (Art. 2 Abs. 2 S. 2 GG) wohl kaum rechtfertigen. Selbst wenn es zur Abschreckung ökonomisch wünschenswert wäre, müsste deshalb die ökonomisch effizienteste Lösung mit dem Verhältnismäßigkeitsprinzip zum Ausgleich gebracht werden.

Zudem besteht schon jetzt in den USA die Gefahr, dass die hohen Freiheitsstrafen zu einer Überabschreckung führen können. Im Zweifel werden die am besten geeigneten Personen die Mitgliedschaft im Vorstand und Aufsichtsrat nicht mehr wahrnehmen wollen. Oder aber man ist nur dann bereit, die Position zu übernehmen, wenn Chance und Risiko zueinander passen und damit exorbitante Gehälter gezahlt werden müssen. In Deutschland sind die Vorstandsbezüge deutlich geringer als in den USA und auch in den USA wird die Höhe inzwischen kontrovers diskutiert. In diesem Punkt ist das deutsche Recht dem US-amerikanischen überlegen.<sup>208</sup>

---

<sup>203</sup> Hierzu *Heldt/Ziemann*, NZG 2006, 652 ff.; *Fleischer*, ZIP 2007, 97 ff.

<sup>204</sup> Art. 1 des Protokolls No. 6 der Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten betreffend des Verbotes der Todesstrafe, ergänzt durch Protokoll No. 11, BGBl. 1988 II, S. 662 geändert BGBl. 1995, II, S. 579.

<sup>205</sup> Vgl. BVerfG v. 26.2.1969, BVerfGE 25, 269, 286; BVerfG v. 16.1.1979, BVerfGE 50, 125, 133; BVerfG v. 15.6.1989, BVerfGE 80, 244, 255; BVerfG v. 3.6.1992, BVerfGE 86, 288, 313; *Schulze-Fielitz*, in: Dreier, GG, 2. Aufl. 2006, Art. 20 Rn. 180; *Hefendehl*, JZ 2006, 119, 120; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Aufl. 2005, S. 448.

<sup>206</sup> *Schwarze*, European Administrative Law, 1992, S. 685 ff.; *Craig/de Búrca*, EU Law, 3rd ed. 2002, S. 371 ff.

<sup>207</sup> Die Menschenwürde verlangt, dass der Mörder wieder die Chance haben muss, in Freiheit zu gelangen, BVerfG v. 21.6.1977, BVerfGE 45, 187, 229 und § 57a StGB.

<sup>208</sup> *Möllers*, 4 E.C.F.R. 173, 188 (2007).

### *III. Zusammenfassung*

Die Bedeutung der ökonomischen Analyse des Rechts zur Lösung von Rechtsfragen ist heftig umstritten. Weil sich der Gesetzgeber im Kapitalmarktrecht ausdrücklich auf die Funktionsfähigkeit der Märkte beruft, hat sie in diesem Rechtsgebiet aber eine herausgehobene Stellung. Im Einzelnen lassen sich zivil-, öffentlich- und strafrechtliche Rechtsfolgen unter ökonomischen Überlegungen bewerten.

Die privatrechtliche Überwachung durch die Börsenaufsicht war in der Vergangenheit oft nicht in der Lage, gegen Rechtsverstöße im Bereich des Insiderrechts oder der Ad-hoc-Publizitätspflicht effektiv vorzugehen. Die europäischen Richtlinien ordneten deshalb die Einführung staatlicher Aufsichtsbehörden an, um das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte sicherzustellen. Im Vergleich zu anderen Wirtschaftsgebieten ist die staatliche Überwachung mit der BaFin besonders umfangreich ausgestaltet. Die Veröffentlichung von Maßnahmen nach § 40b WpHG (*Shaming*) ist ein gelungenes Beispiel einer ökonomisch intendierten Interessenabwägung.

Staatliche Überwachung kann sich privater Rechtssetzung und Rechtsdurchsetzung bedienen. Die Ausgestaltung von Compliance-Maßnahmen nach § 33 WpHG oder von Insiderverzeichnissen nach § 15b WpHG wird weitgehend den Unternehmen selbst überlassen. Die Überwachung ist teilweise dreistufig mit einer unternehmensinternen Überwachung durch den Compliance Officer, durch Wirtschaftsprüfer nach § 36 WpHG oder dem Enforcement-Verfahren gem. § 37n WpHG sowie der Überwachung der Überwacher durch die BaFin. Das Enforcement-Verfahren ist jedoch ökonomisch ineffizient, weil zweimal unternehmensexterne Wirtschaftsprüfer den Jahresabschluss prüfen. Die Privilegierung von Finanzanalysten, die zugleich Journalisten sind und nur durch den Presserat überwacht werden, ist untauglich. Die Beweiserhebungsmöglichkeiten und die Sanktionsmittel sind unzureichend.

Zivilrechtliche Schadensersatzklagen ergänzen staatliche Überwachung wirkungsvoll. Der Geschädigte hat die Möglichkeit, den entstandenen Schaden ersetzt zu bekommen und im Einzelfall auch die Rückabwicklung des Vertrages zu verlangen. Ökonomische Überlegungen werden durch die Ausgleichsfunktion des Schadensrechts und das Recht des Anlegers auf eine autonome Entscheidung ergänzt. Im Unterschied zum US-amerikanischen Recht ist eine Übermaßhaftung nicht zu erwarten, weil eine effektive Rechtsdurchsetzung in Deutschland erst in Anfängen existiert. Zudem unterscheidet sich das Musterverfahren nach dem KapMuG in zahlreichen Punkten von der *class action*. In den USA sieht der Sarbanes-Oxley-Act bei einem falschen Bilanzeid Freiheitsstrafen von 25 Jahren vor. Die in Deutschland für Vermögensdelikte

deutlich kürzeren Freiheitsstrafen von bis zu fünf Jahren lassen sich mit dem Verhältnismäßigkeitsprinzip erklären. Dieser Grundsatz geht im Zweifel ökonomischen Effizienzüberlegungen vor. Zudem ist das US-amerikanische Recht in diesem Punkt ineffektiv, weil es eine überabschreckende Wirkung erzeugt.

Inzwischen denken nicht wenige Unternehmen über ein Delisting von der New York Stock Exchange nach<sup>209</sup> und die Zahl der Neuemissionen der New York Stock Exchange ist im Vergleich zur London Stock Exchange drastisch zurückgegangen. Auch unter diesem Blickwinkel sollte in Deutschland die in den USA übliche Rechtsdurchsetzung nur bedingt übernommen werden. Die Beispiele verdeutlichen, dass man in Europa nach eigenen Wegen effizienter Rechtsdurchsetzung suchen muss, Lösungen, die mit anderen Rechtsprinzipien abzuwagen sind. Dazu wollte die Abhandlung einen Beitrag leisten.

---

<sup>209</sup> S. Stoltenberg/Lacey/Crutchfield George/Cuthbert, 53 Am.J. of Comp.L. 457, 470ff.; Braddock, BY.U.L.Rev. 175, 176 (2006); Deutsches Aktieninstitut (DAI), Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA, 2004; DAI, Dualing Listing, 2005. Konkret beantragten etwa Altana, Celanese und Schering ein Delisting.