

## **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." In Standardisierung durch Markt und Recht, edited by Thomas M. J. Möllers, 211-30. Baden-Baden: Nomos.

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

**licgercopyright**

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under the following conditions:

**Deutsches Urheberrecht**

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publizieren>



Schriften des Augsburg Center for  
Global Economic Law and Regulation

Arbeiten zum Internationalen Wirtschaftsrecht  
und zur Wirtschaftsregulierung



Thomas M. J. Möllers (Hrsg.)

# Standardisierung durch Markt und Recht



**Nomos**

# Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts<sup>1</sup>

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

Thomas M. J. Möllers

I.	Einleitung	212
1.	Empirische Daten zum US-amerikanischen und deutschen Kapitalmarkt	212
2.	Ökonomische Überlegungen im Kapitalmarktrecht	215
a)	Zur Relevanz ökonomischer Argumente bei der Rechtsanwendung	215
b)	Die Funktionsfähigkeit als ökonomisches Regelungsziel der europäischen Kapitalmarktgesetzgebung	216
aa)	Allokationseffizienz	216
bb)	Vertrauensschutz	217
c)	Die Zielsetzung des Law and Economics-Ansatzes	219
II.	Ökonomische Überlegungen zur Rechtssetzung und Rechtsdurchsetzung am Kapitalmarkt durch den Staat und durch Private (private governance)	221
1.	Zur unzureichenden Überwachung durch die Börsen	221
2.	Überwachung durch staatliche Aufsichtsbehörden	223
a)	Europaweite Einführung staatlicher Aufsichtsbehörden	223
b)	Ökonomische Überlegungen zur staatlichen Überwachung	224
c)	Veröffentlichung von öffentlich-rechtlichen Maßnahmen ( <i>Shaming</i> )	225
3.	Das Zusammenspiel privater und öffentlich-rechtlicher Überwachungsbefugnisse (private governance)	226
a)	Private Rechtsetzung: Compliance und das Führen von Insiderverzeichnissen	226
b)	Rechtsdurchsetzung durch Wirtschaftsprüfer und die Überwachung der Überwacher	227
c)	Gegenbeispiele effektiver Überwachung	228
aa)	Die doppelte Prüfung im Rahmen des Enforcement-Verfahrens	228
bb)	Die Überwachung von Finanzanalysten durch den Deutschen Presserat	229
III.	Zusammenfassung	229

<sup>1</sup> Eine ausführliche Fassung des Beitrages ist erschienen als *Möllers, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarkts, AcP 208 (2008), Heft 1.*

## Abstract

Die Bedeutung der ökonomischen Analyse hat im Kapitalmarktrecht eine herausgehobene Stellung, weil sich der Gesetzgeber ausdrücklich auf die Funktionsfähigkeit der Märkte beruft. Der Beitrag bewertet zivilrechtliche, öffentlich-rechtliche und strafrechtliche Rechtsfolgen unter ökonomischen Überlegungen. Im Einzelnen werden Sanktionen untersucht, die als effizient bezeichnet werden können, wie etwa die Veröffentlichung von Maßnahmen nach § 40b WpHG (Shaming) oder staatliche Überwachung, die sich privater Rechtssetzung und Rechtsdurchsetzung bedient. Umgekehrt werden auch ökonomisch ineffiziente Sanktionsmechanismen erörtert. Im Einzelnen wird aufgezeigt, dass die privatrechtlich organisierte Börsenüberwachung, die Überwachung von Finanzanalysen durch den Presserat oder das Enforcement-Verfahren nicht effizient sind.

In the realm of capital market law, the importance of the economic analysis of law is high as shown in the legislator expressly referring to the efficiency of capital markets. The article evaluates legal consequences in civil, administrative and criminal law on the basis of economic considerations. In detail, sanctions deemed efficient – such as the publishing of means according to 40b WpHG (so-called shaming) or public supervision, which uses the services of private governance and/or enforcement – are analysed. Conversely, economically inefficient sanctioning mechanisms are also treated. The article points out in detail that exchange supervision under private law, the supervisions of financial analysts by the German Press Council or the current method of enforcement are not efficient.

### *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 berüchtigten – Beispielen. Um nicht eine Weltwirtschaftskrise, wie nach dem sog. Schwarzen Freitag in den dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts zu erleben<sup>2</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>3</sup> Heute müssen Unternehmen ein unabhängiges Audit Commit-

---

2 Zu diesem Freitag, dem 25.10.1929 s. aus historischer Perspektive etwa *Heming*, in: Pohl, *Deutsche Börsengeschichte*, 1992, S. 209, 247; *Merkt*, in: Hopf/Rudolph/Baum, *Börsenreform*, 1997, S. 17, 97 ff.

3 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).

tee beauftragen.<sup>4</sup> Der Chief Executive Officer (CEO) und der Chief Financial Officer (CFO) müssen einen sog. „Bilanzzeit“ 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>5</sup> Inkorrekte Berichte werden mit bis zu 20 Jahren Gefängnisstrafe sanktioniert.<sup>6</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>7</sup>

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>8</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>9</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>10</sup> Von 1992 bis 1997 gab es 33.000 Beschwerden bei der Kundenbeschwerdestelle des Bundesverbandes deutscher Banken.<sup>11</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>12</sup> In den

---

4 Sec. 301 SOX Act (Fn. 3).

5 Zu Sec. 302 SOX Act (Fn. 3) und Sec. 906 SOX Act als § 1350 U.S.C. s. *Gruson/Kubicek*, AG 2003, 304, 401 ff.

6 Sec. 906 SOX (Fn. 3) als § 1350 c) (2) U.S.C.; *Hefendehl*, JZ 2004, 18 ff.

7 In der Sache Enron wurden *Jeffrey Skilling* und *Kenneth Lay* in allen Punkten für schuldig befunden. *Jeffrey Skilling* wurde zu 24 Jahren und 4 Monaten Gefängnis am 23.10.2006 verurteilt. *Kenneth Lay* starb kürzlich.

8 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.

9 S. etwa *Möllers/Weichert*, NJW 2005, 2737.

10 *BaFin*, Jahresbericht 2006, 2007, 4.1, S. 203.

11 S. Ombudsmannverfahren 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 nachwies, 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.

12 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).

USA halten dagegen etwa 50% aller Haushalte Aktienvermögen.<sup>13</sup> Auch die Kursverluste fielen in Deutschland deutlicher stärker aus als in den USA.<sup>14</sup> Daher kann es nicht erstaunen, wenn die europäischen Wertpapiermärkte zusammengenommen nur halb so groß sind wie ihr US-amerikanisches Pendant.<sup>15</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>16</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>17</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>18</sup> Zudem bestätigen zahlreiche Studien die Einschätzung, dass die Harmonisierung europäischer Finanzmärkte deutliche Wachstumsgewinne mit sich bringen wird.<sup>19</sup> Der Schutz der Kapitalmärkte und Volkswirtschaften ist ein besonders gewichtiges Schutzgut, 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.

---

13 Economist v. 26.5.2007, S. 84.

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

15 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://thomas-moellers.de/materialien).

16 *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 15), S. 16.

17 Deutlich Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 91.

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

19 Anhang I des Grünbuches zur Finanzdienstleistungspolitik (2005 – 2010) v. 3.5.2005, KOM (2005), 177, Anh. I, S.4; *Lamfalussy-Bericht* (Fn. 15), S. 14 f.; Europäische Zentralbank, The Euro Equity Markets, August 2001, abrufbar unter <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euroequitymarketen.pdf>, S.10, 44 f.; 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).

Im Folgenden soll deshalb untersucht werden, ob das europäische und deutsche Kapitalmarktrecht Rechte und Pflichten bereit hält, um sicherzustellen, 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 Feinsteuerung 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>20</sup> Im Ergebnis wird mehrmals zu prüfen sein, wie ein Ausgleich zwischen ökonomischen Argumenten und dem Gesetz zugrunde liegenden Rechtsprinzipien zu finden ist.

## 2. Ökonomische 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>21</sup> und vor allem Richter wie *Learned Hand*<sup>22</sup> oder *Posner*,<sup>23</sup> die ihre Gerichtsentscheidungen<sup>24</sup> mit ökonomischen Überlegungen begründeten. In Deutschland haben diesen Ansatz *Schäfer/Ott*, *Kirchner*, *Kirchgässner u.a.* rezipiert.<sup>25</sup> Jedoch wird gegen die ökonomische Analyse des Rechts vor allem eingewendet, dass die Ausrichtung der ökonomischen Bewertung

---

20 2003 zogen sich 62, 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. 209.

21 Hierzu *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Aufl., 2005, S. 67 f.

22 United States et. al. v. Caroll Towing Co., Inc., et. al., 159 F.2d 169 (2d. Cir. 1947).

23 Daneben sind die Richter *Easterbrook* und *Breyer* ökonomischen Überlegungen sehr aufgeschlossen.

24 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.

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

am Effizienzkriterium in Widerspruch zu ethischen Werten treten könne.<sup>26</sup> Zudem ist heftig umstritten, ob ökonomische Argumente nur dem Gesetzgeber<sup>27</sup> oder aber auch dem Rechtsanwender oder Richter bei der Auslegung des Rechts<sup>28</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>29</sup> Aber auch dann dürfen ökonomische Überlegungen nicht absolut gesetzt werden, sondern müssen offen gegenüber andersartigen Wertungsgesichtspunkten sein.<sup>30</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.

## 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 kapitalmarkt-rechtlichen Gesetzes. Diese ist Voraussetzung dafür, dass der Markt seine volkswirt-

26 *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.

27 So *Raisch*, Vom Nutzen der überkommenen Auslegungskanonens 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; hierzu jüngst *Wagner*, Gutachten A zum 66. DJT 2006, S: 61 f.

28 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*, Rechtslehre 30 (1999), 130, 134 ff.; *Kübler*, in: FS Steindorff, 1990, S. 687, 690 ff.; *Grundmann*, RabelsZ 61 (1997), 423, 443 ff.; *Wagner*, in: Münch-Komm, BGB, 4. Aufl., 2004, vor § 823 Rn. 39 ff., *derselbe*, AcP 206 (2006), 352, 425 ff. gegen die in den Fn. 27 genannten Autoren.

29 *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.

30 Zu der erforderlichen Abwägung s. ausführlich *Möllers*, AcP 208 (2008), Heft 1.

schaftliche Funktion erfüllen kann, das Kapital effizient zu allozieren.<sup>31</sup> Zur Allokationseffizienz gehört, dass anlagefähiges Kapital dorthin fließt, wo es am dringendsten und erfolgversprechendsten benötigt wird.<sup>32</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>33</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>34</sup> Informationen dienen damit auch der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer.<sup>35</sup> Negativ sollen etwa Insiderhandelsverbote die Bildung unangemessener Marktpreise verhindern, die durch Informationsdefizite entstehen.

## bb) Vertrauensschutz

Die Allokationseffizienz wird regelmäßig mit dem individuellen Anlegerschutz verbunden.<sup>36</sup> Ziel ist es, das Vertrauen des Anlegers in die Finanzmärkte sicherzustellen.<sup>37</sup> Dieses Ziel hat der EuGH auch als Rechtfertigungsgrund zur Einschränkung

- 
- 31 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/Dülm*, 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.
- 32 *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. 17. Daneben unterscheidet man noch die operationale und institutionelle Effizienz, s. *Assmann*, a.a.O.
- 33 Zur Informationseffizienz der Kapitalmärkte und der *Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH)* s. s. etwa *Fama*, 25 J.Finance 383, 384 f. (1970); *derselbe*, 46 J.Finance 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.
- 34 Begr. RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87 zu § 15 WpHG; Begr. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34 r. Sp.
- 35 Allgemein *Fleischer*, Gutachten F für den 64. DJT, S. 1, 27 f. 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.
- 36 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.
- 37 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.

der Dienstleistungsfreiheit anerkannt.<sup>38</sup> Börsennotierte Unternehmen sind Informationsmonopolisten<sup>39</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>40</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>41</sup> Auch Marktmanipulationen und Informationsasymmetrien führen, wie eingangs gesehen, zu einem Vertrauensschwund, so dass sich der Anleger von der Börse zurückzieht; das gilt vor allem auch bei einem Missbrauch von Insiderwissen.<sup>42</sup> Mit 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>43</sup> Im Ergebnis muss daher gewährleistet sein, dass die einschlägigen Informationspflichten das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Markt gewährleisten.<sup>44</sup>

38 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“.

39 Vgl. zu diesem Begriff Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1654.

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

41 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.

42 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., Posner, Economic Grundmann, RabelsZ 61 (1997) 425, 436; Lahmann, 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 I.; Fleischer, ZGR 2004, 1, 30; Hirte, in: KK-WpHG, 2007, Einl. Rn. 26 ff. A.A. Mame, Insider Trading and the Stock Market, 1966, Chap. CIII – X, S. 33 – 158; Kress, Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung, 1996, S. 161 ff.

43 S. oben Fn. 16 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.

44 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 veröffentlichenden 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.

Diese Überlegungen verdeutlichen, dass ökonomische Überlegungen dem WpHG immanent sind.<sup>45</sup> Die Transparenz-RiL, die jüngst in das WpHG umgesetzt wurde<sup>46</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>47</sup>

### 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>48</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>49</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>50</sup> Nach dem *Coase-Theorem* werden ferner Ressourcen im Wege privater Transaktionen immer dorthin gelangen, wo sie am effektivsten eingesetzt werden können.<sup>51</sup> Aus diesen Überlegungen wurden u.a. die Schlussfolge-

45 So auch für das Insiderrecht S. gerade Fn. 42.

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

47 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) Kursivdruck durch Bearbeiter.

48 *Schmidtchen*, in: Schmidtchen/Weth, *Der Effizienz auf der Spur*, 1999, S. 9, 14.

49 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.

50 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. 490 ff.

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

rungen gezogen, dass Transaktionskosten minimiert<sup>52</sup> und Rechtspositionen denjenigen zugewiesen werden müssen, in deren Händen sie der effizientesten Verwendung zugeführt werden.<sup>53</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>54</sup> Das börsennotierte Unternehmen hat gegenüber dem Anleger einen Informationsvorsprung im Hinblick auf unternehmensinterne Informationen.<sup>55</sup> Es kann relativ günstig dem Anleger die benötigten Informationen zur Verfügung stellen, um das Informationsdefizit des Anlegers auszugleichen; es ist in dieser Hinsicht *cheapest cost avoider*.<sup>56</sup> Aus dieser Überlegung heraus rechtfertigen sich die einschlägigen Publizitätsvorschriften.<sup>57</sup>

Die ökonomische Analyse des Rechts untersucht die Folgen rechtlicher Regelungen im Sinne einer Folgenabschätzung (positive Analyse) und Zielbestimmung (normative Analyse).<sup>58</sup> Im Rahmen der Bewertung fragt sie, ob die rechtlichen Regelungen effizient sind und das Wohl der Gesamtheit am besten fördern (*Allokationseffizienz*).<sup>59</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>60</sup>

52 Coase, 3 J.L. & Econ. 1, 27 (1960); Drexl, Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers, 1998, S. 198. Zum Begriff s. Eidenmüller, Effizienz als Rechtsprinzip, 3. Aufl., 2005, S. 97 ff.

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

54 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.

55 Zum Begriff des Informationsmonopolisten s. oben Fn. 39.

56 Zetzsche, Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2006, S. 37; Köndgen, in: FS Druey, 2002, S. 791, 796 spricht vom *cheapest information provider*.

57 S. umfangreich hierzu Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 149, 435, 508.

58 Posner, Economic Analysis of Law, 7th ed. 2007, § 2.2, S. 24 f.

59 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.

60 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 Möllers, AcP 208 (2008), Heft 1, Fn. 145.

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

### I. Zur unzureichenden Überwachung durch die Börsen

Die autonome Regelungssetzung kann für die Börse ein effektives Regelungsinstrument sein<sup>61</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>62</sup> bis zum Erlass des zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (2. FGG) im Jahre 1993 galten. Sie waren weder Rechtsnorm noch Handelsbrauch, sondern galten nur durch vertraglich begründete Anerkennung. Weil sie kaum angewendet wurden, wurden sie alsbald als ineffektiv kritisiert.<sup>63</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>64</sup> Zwischen 1986 und 1993 wurden gerade sechs Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht<sup>65</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>66</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>67</sup>

Ähnlich negativ waren die Erfahrungen am Neuen Markt in den Jahren 1999 – 2001. Nur privatrechtliche Regelwerke zwangen zu Ad-hoc-Publizität oder Quar-

61 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, Rn. 17.386.

62 Bestehend aus Insiderhandels-Richtlinien, Händler- und Beraterregeln und der Verfassungsordnung in der Fassung v. Juni 1988, BAHz. 1988, S. 2833; hierzu *Baumbach/Hopt*, HGB, 29. Aufl., 1995, (16) m. Erläuterungen.

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

64 *Pellens*, AG 1991, 62, 63.

65 *Schwarze*, in: *Baetge*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 1995, S. 97, 99; *Wittich*, AG 1997, 1, 2; *Happ*, JZ 1994, 240, 241.

66 *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.

67 S. die Nachweise bei *Möllers*, in: *Möllers/Rotter*, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 9 ff. *Schäfer*, in: *Marsch-Bamer/Schäfer*, Handbuch der börsennotierten AG, 2005, § 14 Rn. 4.

talsberichten, etwa das bisherige Regelwerk des Neuen Marktes.<sup>68</sup> Die Börse ließ zu viele Unternehmen in das Marktsegment, denen die Marktreife 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>69</sup>. Zudem ging die Börse nicht wirksam gegen Missstände vor.<sup>70</sup> Weiterhin war höchst umstritten, in welchem Umfang die Börse das Regelwerk einseitig verändern durfte.<sup>71</sup> Der Reputationsverlust war so groß, dass letztlich der Neue Markt als Marktsegment gänzlich abgeschafft werden musste.<sup>72</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>73</sup> Zudem fehlten den Börsen Sanktionsmittel, um bei einer Missachtung der Regelwerke wirkungsvoll vorgehen zu können.<sup>74</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>75</sup> Deshalb war es nur folgerichtig, dass die freiwillige Selbstkontrolle der Insiderrichtlinien ebenso verrechtlicht wurde wie jüngst die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Quartalszahlen.<sup>76</sup>

---

68 Abschn. 2 Ziff. 7.1 Regelwerk Neuer Markt v. 10.3.1997, abgedruckt, in: WM 1997, Sonderbeil. 3, S. 11 ff., Frankfurter Wertpapierbörse, Losebl. Nr. 9; *Haufl/Kretschmer*, AG 2001, 84 ff.

69 *Claussen*, BB 2002, 105, 106 m.w.Nachw.

70 Bezeichnenderweise waren die Unternehmen, gegen die erfolgreich geklagt wurde, am Neuen Markt gelistet, s. *Möllers*, AcP 208 (2008), Heft 1, Fn. 136.

71 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; *Schwark*, in: Schwark, KMRK, 3. Aufl., 2004, § 49 BörsG Rn. 4.

72 Hierzu, Bären: vom Aussterben bedroht, in: Performance – das Kundenmagazin der Berliner Effektenbank, Juli 2003, [http://www.efektenbank.de/perf/PERF\\_0703.pdf](http://www.efektenbank.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_).

73 *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, 2003, S. 82.

74 So etwa *Rudolph/Röhr*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 143, 189 für die Ahndung von Insiderverstößen.

75 Deutlich angesprochen von *Rudolph/Röhr*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 143, 217: „Die Überwachenden formen ein Schweigekartell mit den Überwachten“.

76 Durch das TUG (Fn. 46). Im Ergebnis führt dies zu einem Bedeutungsgewinn des WpHG und einen entsprechenden Bedeutungsverlust des BörsG.

## 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>77</sup> Mit der Umsetzung der Insider-RiL hatte auch der deutsche Gesetzgeber das Ziel, einen im internationalen Vergleich attraktiven Finanzplatz mit staatlich geregelter Marktaufsicht und einem effektiven Insiderhandelsverbot zu schaffen<sup>78</sup>. Die Umsetzung durch den deutschen Gesetzgeber erfolgte durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz (FFG) mit der Schaffung des Wertpapierhandelsgesetzes.<sup>79</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>80</sup> Damit wurde in Deutschland das Kapitalmarktrecht als eigenständiges Rechtsgebiet etabliert.<sup>81</sup> Wenig später schuf man die BaFin, eine Zusammenlegung des Bundesaufsichtsamtes für Wertpapierhandel (BAWe), des Bundesaufsichtsamtes für Kreditwesen (BAKred) und des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen (BAVers).<sup>82</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>83</sup> Durch das Lamfalussy-Verfahren hat die Normsetzung auf eu-

---

77 Erste Vorschriften zur Errichtung solcher Behörden befanden sich in Art. 12 Beteiligungs-transparenz-RiL (Fn. 37), Art. 8 Insider-RiL 89/592/EWG (Fn. 37) und Art. 22 Wertpapierdienstleistungs-RiL (Fn. 36). 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. Marktmissbrauchs-RiL (Fn. 44) oder Art. 24 ff. Transparenz-RiL (Fn. 47).

78 Assmann, AG 1994, 196, 199; *Bundesminister der Finanzen*, Konzept Finanzplatz Deutschland, WM 1992, 420, 422; *Kümpel*, WM 1992, 381, 385.

79 Zweite Finanzmarktförderungsgesetz v. 26.7.1994, BGBl. I, S. 1749.

80 2. FFG, Begr. RegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 35 sowie Finanzausschuss, BT-Drucks. 12/7918, S. 95.

81 *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 163.

82 Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht (FinDAG) v. 22.4.2002, BGBl. I 2004, 2630.

83 S. *Giesberts*, in: KK-WpHG, 2007, § 4 Rn. 13.

ropäischer Ebene zudem nochmals eine stärkere Regelungsintensität in Richtung Vollharmonisierung erreicht.<sup>84</sup>

## b) Ökonomische Überlegungen zur staatlichen Überwachung

Grundsätzlich soll der Staat nur dann in den Markt eingreifen, wenn der Markt versagt.<sup>85</sup> Für die Rechtssetzung durch Private spricht, dass diese den Markt oft besser kennen und flexibel sind, erforderliche Anpassungen vorzunehmen.<sup>86</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>87</sup> Da die BaFin allerdings von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst und nur zum geringen Teil über Gebühren finanziert wird,<sup>88</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>89</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>90</sup> etwa wenn vorhandenes Insiderwissen zulasten Dritter ausgenutzt wird. Da ein Anreiz für Fehlverhalten besteht, leidet zwangsläufig das Vertrauen.<sup>91</sup> Der Anleger hätte hohe eigene Kosten, wenn er selbst das Wertpapierdienstleistungsunternehmen überwachen müsste.<sup>92</sup> Die staatliche Aufsicht würde solche Kosten deutlich reduzieren. Je höher die Wahrscheinlichkeit von Falschinformationen ist, desto höhere Vorsorgeaufwendungen müsste der Anleger tätigen.<sup>93</sup> Ferner kann bei einer staatlichen Überwachung der Anleger darauf vertrauen, dass die wesentlichen Standards durch den Gesetzge-

84 Zum Lamfalussy-Verfahren s. Fn. 15.

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

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

87 *S. BaFin*, Jahresbericht 2006, 2007, S. 214.

88 Z.Z. werden 84% der Kosten über das Umlageverfahren finanziert, s. § 16 FinDAG (Fn. 82).

89 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.

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

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

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

93 *Mahoney*, 78 Va.L.Rev. 623, 630 f. (1992).

ber und von einer öffentlich-rechtlichen Behörde überwacht werden.<sup>94</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>95</sup> Staatliche Organe verfügen regelmäßig über bessere Eingriffs- und Sanktionsmechanismen als private Organisationen. Die BaFin kann verwarnen, Bußgelder aussprechen, die veranlassenden Maßnahmen öffentlich machen, schließlich Verfahren an die Staatsanwaltschaft 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>96</sup> In der Vergangenheit veröffentlichte die BaFin ihre Sanktionsentscheidungen nicht, so dass die Öffentlichkeit nicht erfuhr, wer gegen die Pflichten des WpHG verstoßen 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>97</sup> Durch die Umsetzung der Marktmissbrauchs-RiL<sup>98</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>99</sup> Eine Veröffentlichung

94 S. für die Wohlhaltensregeln des Art. 11 Wertpapierdienstleistungs-RiL (Fn. 40) *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 284.

95 S. oben Fn. 36 ff.

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

97 Zu dieser Kritik s. *Möllers*, ZBB 2003, 390, 408.

98 § 40b WpHG setzt Art. 14 Abs. 4 Marktmissbrauchs-RiL (Fn. 44) um. Inzwischen finden sich ähnliche Formulierungen in Art. 51 Abs. 3 MiFiD (Fn. 77); Art. 28 Abs. Abs. 2 Transparenz-RiL (Fn. 47).

99 Zu den einzelnen Verfahren s. instruktiv *BaFin*, Jahresbericht 2006, 2007, S. 167 ff.

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>100</sup> Zudem erleichtert die Kenntnis der Verstöße die Geltendmachung von zivilrechtlichen Ansprüchen.<sup>101</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>102</sup>

In anderen Veröffentlichungstatbeständen findet sich eine solche Abwägungspflicht dagegen nicht.<sup>103</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 Umgehungstatbestände und erhöhen damit die Abschreckungswirkung.<sup>104</sup>

### 3. Das Zusammenspiel privater und öffentlich-rechtlicher Überwachungsbeugnisse (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 Grenzen stoßen, ist es durchaus auch ökonomisch sinnvoll, sich Privater zu bedienen. Von privater Rechtssetzung spricht man, wenn private Organisationen Regeln setzen.<sup>105</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

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

101 Fleischer, ZGR 2004, 437, 477; Möllers, ZBB 2003, 390, 498.

102 Kursivdruck vom Bearbeiter.

103 Vgl. etwa § 43 BörsG.

104 Das verdeutlicht recht schön die Sec. 10 (b) SEA i.V.m. Rule 10b-5 im US-amerikanischen Recht, s. Möllers, AcP 208 (2008), Heft 1, Fn. 130.

105 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. 4 f., 34 ff.;

Strukturen aufzubauen, um die Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu überwachen, § 33 Abs. 1 Nr. 3 WpHG.<sup>106</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>107</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>108</sup> Der Umfang der Compliance-Struktur für Wertpapierdienstleistungsunternehmen<sup>109</sup> oder das Führen von Insiderverzeichnissen für börsennotierte Unternehmen sind etwa jeweils abhängig von der Unternehmensgröße.<sup>110</sup> Diese Regelungen zielen nicht nur auf eine bessere Überwachung, sondern auch auf Abschreckung: Das Unternehmen soll angehalten werden, die Zahl der Personen, die mit Insiderinformationen in Kontakt kommen kann, möglichst gering zu halten.<sup>111</sup> Mit dem Insiderverzeichnis soll schließlich wiederum die Integrität der Märkte und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte gestärkt werden.<sup>112</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>113</sup> Er findet etwa Ausdruck in der Regelung des § 36 WpHG, nach dem einmal jährlich Wirtschaftsprüfer die Wertpapier-

106 Beruhend auf Art. 10 S. 2 I. Spiegelstrich Wertpapierdienstleistungs-RiL (Fn. 40) bzw. Art. 13 Abs. 2 MiFiD (Fn. 69).

107 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.

108 Diese unterscheiden sich nach der Größe des Unternehmens; für eine Übersicht s. *BAWe*, Jahresbericht 2002, 2003, S. 79 f.

109 *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl., 2006, § 33 Rn. 35.

110 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.

111 *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.

112 Erwägungsgrund 12 Marktmissbrauchs-RiL (Fn. 44) 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.

113 Zur Umsetzung bedient man sich sog. Beliehener, die hoheitliche Maßnahmen wahrnehmen, s. *Möllers*, Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht, 1996, S. 332 ff.

dienstleistungsunternehmen zu prüfen haben. Das unrichtige Führen der Insiderverzeichnisse kann als Ordnungswidrigkeit geahndet werden, § 39 Abs. 2 Nr. 8 WpHG.<sup>114</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>115</sup>

## 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>116</sup> Während die Wirtschaftsprüfer nach § 36 WpHG erstmals unabhängig die Einhaltung der Pflichten nach §§ 31 ff. WpHG prüfen, haben im Rahmen des Enforcementsverfahrens 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>117</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>118</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.

114 Zu den Maßnahmen bei einem Verstoß gegen § 33 WpHG, s. *Meyer/Paetzel*, in: KK-WpHG, 2007 Rn. 115 ff.

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

116 *Schulze-Osterloh*, *Der Konzern*, 2004, S. 173, 182 und die Autoren in den Fn. 117 f.

117 *Böcking*, BFuP 2004, 268, 269; *Hirte/Mock*, in: KK-WpHG, § 37n Rn. 46.

118 *Lenz/Bauer*, BFuP 2002, 246, 252, 260; *Böcking*, *zIbF* 2003, 683, 702; *Schulze-Osterloh*, *Der Konzern*, 2004, S. 173, 182.

## 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>119</sup> Nach europäischem und deutschem Recht gilt dies jedoch nicht für Journalisten, sofern diese einer vergleichbaren Selbstregulierung einschließlich wirksamer Kontrollmechanismen unterliegen.<sup>120</sup> Mit dieser Regelung sollte der Pressefreiheit Rechnung getragen werden.<sup>121</sup> Inzwischen hat der Deutsche Presserat zwar den Pressekodex überarbeitet.<sup>122</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>123</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>124</sup>

### 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 zivilrechtliche, öffentlich-

---

119 § 34 Abs. 1 Nr. 2 WpHG i.V.m. § 5 FinanzanalyseVO v. 17.12.2004, BGBl. I S. 3522. Berühend auf Art. 6 Abs. 5 Marktmissbrauchs-RiL (Fn. 44) 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.

120 § 34 Abs. 4 WpHG beruhend auf Art. 2 Abs. 4, 3 Abs. 3, 5 Abs. 5 Durchführungs-RiL 2003/125/EG (Fn. 119).

121 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.

122 Pressekodex des Deutschen Presserates v. 2.3.2006, abrufbar unter [presserat.de](http://presserat.de).

123 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.

124 § 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.“

rechtliche 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.

Inzwischen denken nicht wenige Unternehmen über ein Delisting von der New York Stock Exchange nach<sup>125</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 abzuwägen sind. Dazu wollte die Abhandlung einen Beitrag leisten.

---

125 S. Stoltenberg/Lacey/Crutchfield George/Cuthbert, 53 Am.J. of Comp.L. 457, 470 ff.; *Brad-dock*, 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.