

Thilo Lars Hild

Grenzen einer  
strafrechtlichen  
Regulierung  
des Kapitalmarktes

Eine kriminalrechtliche Untersuchung  
von Börsengängen und Aktienhandel  
in Deutschland und den USA



PETER LANG

Europäischer Verlag der Wissenschaften

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>Einleitung .....</b>	<b>17</b>
<b>1. Kapitel: Prinzipien des Strafrechts .....</b>	<b>19</b>
<b>A. Das Prinzip der Strafgesetzlichkeit als Ausgangspunkt der Legitimation rechtsstaatlichen Strafrechts bei Immanuel Kant .....</b>	<b>21</b>
I. Ablehnung der Empirie als Ausgangspunkt der Strafgesetzlichkeit .....	21
II. Metaphysik als Grundlage der Strafgesetzlichkeit .....	23
III. Vergeltungstheorie .....	25
IV. Legitimation des Strafrechts .....	26
<b>B. Strafgesetzlichkeit und Kriminalpolitik .....</b>	<b>28</b>
I. Rechtshistorische Modelle des strafrechtlichen Gesetzlichkeitsprinzips .....	28
1. Cesare Beccaria .....	28
a) Straf- und gesellschaftshistorischer Bezug .....	28
b) Das Gesetz als Ausgangspunkt staatlichen Strafens .....	29
c) Gesetzlichkeit und Kriminalpolitik .....	30
2. Paul Johann Anselm von Feuerbach .....	32
a) Staatszweck und Strafe .....	32
b) Rechtsstaatliche Liberalität bei Feuerbach ? .....	34
c) Gesetzlichkeit und Kriminalpolitik .....	35
3. Franz von Liszt .....	38
a) Das Marburger Programm von 1882 .....	38
b) Interventionsstrafrecht als rechtsstaatliche Schranke der Kriminalpolitik ? .....	40
c) Gesetzlichkeit und Kriminalpolitik .....	41
II. Aktuelles Verhältnis von Gesetzlichkeit und Kriminalpolitik .....	42
1. Legale Opportunität im Strafrecht .....	42
a) Das Legalitätsprinzip .....	42
b) Strafrechtliche Erledigungspraxis .....	43
c) Informalisierung und administrative Rationalisierung des Strafverfahrens .....	44
2. Bestimmtheitsgrundsatz und Strafverfolgung .....	46
3. „Problemlösung“ ? : Kriminalisierung .....	49
<b>2. Kapitel: Formen des Kapitalmarktes und seine gesetzlichen Bedingungen .....</b>	<b>53</b>
<b>A. Legislative Grundlagen in Europa und Deutschland .....</b>	<b>53</b>
<b>B. Funktionsbedingungen des Kapitalmarktes .....</b>	<b>54</b>
<b>C. Kapitalbeschaffung durch IPO .....</b>	<b>55</b>

I. Börseneinführung.....	56
II. Erstellung des Verkaufsprospektes.....	57
<b>D. Handel von Aktien und Optionen in Deutschland.....</b>	<b>57</b>
I. Gesetzlicher Rahmen des börsenmäßigen Wertpapierhandels.....	58
II. Rechtliche Einstufung der Börsen.....	59
III. Marktsegmente an deutschen Börsen.....	60
1. Amtlicher Handel.....	60
a) Öffentlich-rechtliche Organisationsstruktur.....	61
b) Wertpapierzulassung.....	61
c) Deutscher Aktienindex (DAX).....	62
2. Geregelter Markt.....	62
a) Keine amtliche Notierung.....	62
b) Öffentlich-rechtlich organisiertes Marktsegment.....	63
c) Smallcaps Aktien Index (SMAX).....	63
3. Freiverkehr.....	63
a) Kontrolle des Freiverkehrs durch Börsenüberwachung.....	64
b) Insiderregelung im Rahmen des Freiverkehrs.....	64
4. Neuer Markt.....	65
a) Unternehmen am Neuen Markt.....	65
b) Rechtsvorschriften und Regelwerk für das Segment Neuer Markt.....	66
<b>E. Amerikanischer Aktienmarkt und seine Regulierung.....</b>	<b>67</b>
I. Nasdaq und Nyse.....	68
1. National Association of Securities Dealer Automated Quotation System (NASDAQ).....	68
2. New York Stock Exchange (NYSE).....	69
II. Securities Regulation in den Vereinigten Staaten.....	70
1. Grundstruktur des amerikanischen Strafrechts.....	70
a) Gesetzgebungskompetenzen.....	70
b) Verfassungsrechtliche Bestimmtheitsprinzipien.....	71
c) Einfluß des common law.....	72
d) Straftatbestand.....	72
e) „Plea bargaining“ – Der Deal als Instrument der Prozessökonomie.....	73
2. Kapitalmarktregulierung in den Vereinigten Staaten.....	74
a) Historische Entwicklung.....	74
b) Securities Act of 1933.....	75
c) Securities Exchange Act of 1934.....	76
3. Allgemeine Schutzbestimmungen im bundesstaatlichen Recht.....	76
a) Registrierung der Wertpapiere und Publizitätspflichten nach dem Securities Act.....	76
b) Registrierung der Wertpapiere und Publizitätspflichten nach dem Securities Exchange Act.....	77
4. Strafvorschriften der „securities laws“.....	78

a) Einschlägige Gesetze und Bestimmungen.....	78
aa) Section 17 Securities Act : Fraudulent Interstate Transactions Sec. 17 (a) SA: Use of interstate commerce for purpose of fraud or deceit .....	79
bb) Section 9 (a) Securities Exchange Act: Prohibition against Manipulation of Securities Prices.....	80
cc) Section 10 Securities Exchange Act: Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices.....	81
dd) Rule 10b – 5 : Employment of Manipulative and Deceptive Devices.....	82
(1) Die Verwaltungsvorschrift Rule 10b – 5.....	82
(2) Anwendung von 10b – 5 auf den Insiderhandel.....	83
5. Einzelstaatliche Strafvorschriften zur Wertpapierregulierung .....	84
6. Kompetenzbereich der Securities Exchange Commission .....	85
7. Inkompatibilität des deutschen Gesetzlichkeitsprinzips und des flexiblen US-amerikanischen Börsenstrafrechts .....	88
<b>3. Kapitel: Strafrechtlicher Schutz der Aktienemission und des     Handels von Wertpapieren .....</b>	<b>89</b>
<b>A. Kapitalanlagebetrug (§ 264a StGB) .....</b>	<b>89</b>
I. Genese der Vorschrift .....	91
II. Individueller oder überindividueller Rechtsgüterschutz.....	92
1. Dispositionsfreiheit .....	93
2. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts .....	93
3. Vermögen der Anleger.....	95
III. Sachlicher Anwendungsbereich des § 264 a StGB.....	97
1. Wertpapiere.....	97
2. Optionscheine.....	98
IV. Tathandlung .....	98
1. Unrichtige vorteilhafte Angaben (§ 264a Abs. 1 1. Alt. StGB) .....	98
a) Angaben im Sinne von § 264a StGB.....	98
b) Unrichtigkeit und Vorteilhaftigkeit der Angaben.....	100
2. Verschweigen nachteiliger Tatsachen nach § 264a Abs. 1 2. Alt. StGB.....	100
3. Erheblichkeit der Umstände.....	101
a) Prospektpflicht Neuer Markt .....	103
b) Prospektpflicht aus dem Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile .....	105
c) Zivilrechtliche Börsenprospekthaftung .....	106
d) Erheblichkeit im Strafgesetzbuch.....	106
aa) Wucher, § 291 StGB.....	106
bb) Bankrott, § 283 Abs. 1 Nr. 3 StGB.....	107
cc) Subventionsbetrug, § 264 Abs. 1 Nr. 1, Nr. 3, Nr. 4 StGB....	107
dd) Kreditbetrug, § 265 b StGB .....	107
ee) Erheblichkeit im Aktiengesetz.....	108

ff) Unbestimmtheit des Erheblichkeitsbegriffs .....	108
V. Tatmodalitäten .....	110
Emission der Aktien als Vertriebshandlung .....	110
a) Prospekte als Tatmittel .....	111
aa) Klassischer Verkaufsprospekt zur Emission .....	111
bb) Platzierung des Emissionsprospekts via Internet .....	112
b) Darstellungen .....	113
c) Übersichten über den Vermögensgegenstand.....	113
VI. Kommunikationssoziologischer Ansatz .....	113
VII. Quantitative Bedeutungslosigkeit der Vorschrift .....	114
VIII. Subjektiver Tatbestand.....	116
IX. Tätige Reue nach § 264a Abs. 3 StGB .....	116
X. Täterschaft und Teilnahme .....	117
XI. Konkurrenzen und Verjährung .....	117
XII. Rechtliche Grundlagen zur Sanktionierung des Kapitalanlagebetrugs vor Einführung des § 264a StGB.....	118
1. Betrug § 263 StGB.....	118
a) Täuschung über Tatsachen und der hierdurch hervorgerufene Irrtum .....	119
b) Irrtumskausale Vermögensverfügung.....	120
c) Vermögensschaden .....	120
d) Unterlassene Aufklärung .....	121
e) Subjektiver Tatbestand .....	121
f) Stellungnahme.....	121
2. Strafbare Werbung § 4 UWG .....	122
a) Rechtsgut .....	122
b) Tatbestandsvoraussetzungen.....	122
aa) Objektiver Tatbestand.....	123
bb) Subjektiver Tatbestand .....	123
c) Mangelnde Bestimmtheit der Vorschrift .....	123
<b>B. Kursmanipulation gemäß § 88 BörsG .....</b>	<b>124</b>
I. Genese der Vorschrift .....	125
II. Geschütztes Rechtsgut .....	127
III. Börsenpreisfindung und Kursbeeinflussung einer Aktie.....	127
IV. Anwendungsbereich.....	129
1. Tatmittel.....	129
a) Wertpapiere.....	129
b) Optionsscheine.....	129
2. Tathandlungen.....	130
a) Tatbestand des § 88 Nr. 1 BörsG.....	130
aa) Unrichtige Angaben.....	130
bb) Bewertungserheblichkeit .....	132
cc) Unterlassensalternative des § 88 Nr. 1 BörsG.....	133
b) Tatbestand des § 88 Nr. 2 BörsG.....	133
c) Subjektiver Tatbestand .....	134

d) Täterschaft und Teilnahme .....	135
V. Generalklauselartige Fassung der Norm .....	135
1. Fingierte Unternehmensmeldungen über Nachrichtenagenturen .....	135
2. Chat-Foren als Informationsmedium im Internet .....	136
3. Amerikanische Muster .....	136
a) Fiktive Transaktionen .....	137
(1) Wash sales .....	137
(2) Matched orders .....	138
(3) Circular trading .....	138
b) Tatsächliche Transaktionen .....	139
VI. Die interpretatorische Bestimmtheit des § 88 BörsG .....	140
VII. Praktische Bedeutungslosigkeit .....	140
VIII. Abgrenzung Kurspflege – Kursmanipulation .....	141
IX. Überwachung des Börsenhandels .....	143
<b>C. Verleiten zu Börsenspekulationen gemäß § 89 BörsG .....</b>	<b>144</b>
I. Genese der Vorschrift .....	145
II. Verleiten zu Börsenspekulationsgeschäften .....	146
1. Börsenspekulationsgeschäfte .....	146
2. Verleiten .....	147
III. Unerfahrenheit .....	147
IV. Gewerbsmäßigkeit .....	149
V. Subjektiver Tatbestand .....	149
VI. Vermögensverwaltungsvertrag mit einer Bank .....	149
<b>D. Insiderstrafrecht .....</b>	<b>150</b>
I. Genese des Insiderstrafrechts .....	151
II. Einführung des Insiderstrafrechts in das Wertpapierhandelsgesetz .....	152
III. Geschütztes Rechtsgut des Insiderhandelsverbots .....	152
1. Individuelles Rechtsgut .....	153
2. Überindividuelles Rechtsgut .....	153
IV. Insider und Insidertatsachen .....	154
1. Insider .....	154
a) Primärinsider .....	154
b) Sekundärinsider .....	155
2. Insidertatsache .....	155
3. Erheblichkeit der Kursbeeinflussung durch Insidertatsachen .....	156
a) Fixierung von Schwellenwerten .....	157
b) Erheblichkeitskriterium ohne fixe Schwellenwerte .....	158
c) Würdigung der Erheblichkeitskriterien .....	159
V. Insiderpapiere .....	160
1. Positive Auswirkungen des Insiderhandels auf die Wertpapiermärkte .....	161
a) Effizienztheorie nach E. Fama .....	161
b) Volatilitätssenkung .....	161
c) Insiderhandel als Mitarbeitermotivation .....	162

2. Negative Effekte des Insiderhandels .....	162
VI. Insiderhandelsverbot gemäß §§ 38 WpHG i.V.m. 14 WpHG.....	162
1. Insiderhandlungen.....	163
2. Praktische Bedeutung der Norm.....	163
a) Seit Einführung der Norm.....	163
b) Neue Tendenzen .....	166
aa) Scalping .....	166
bb) Frontrunning .....	167
VII. Subjektiver Tatbestand .....	168
VIII. Kompetenzbereich des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapier- ...	168
handel (BAWe) bzw. BAFin.....	168
1. Entstehungsgrund des BAWe.....	168
2. Tätigkeitsbereiche und Kompetenzen des BAWe.....	169
3. Internationalisierung der Wertpapieraufsicht .....	170
4. Verwaltungsbehörde als Strafverfolger ? .....	171
5: Die Integration des BAWe in die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) .....	172
<b>E. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz in der kriminal- politischen Diskussion.....</b>	<b>173</b>
I. Veränderungen im Börsengesetz.....	173
II. Veränderungen im Wertpapierhandelsgesetz .....	174
1. Veränderungen bezüglich der Strafvorschriften und Kompetenzen .....	174
2. Kriminalpolitische Diskussion der neuen Gesetzeslage.....	178
3. Veränderungen bezüglich zivilrechtlicher Schadensersatzansprüche.....	182
<b>4. Kapitel: Disfunktionalität des deutschen Strafrechts zur Steuerung des Kapitalmarktes .....</b>	<b>183</b>
<b>A. Verfassungsrechtliche Bestimmtheit als Maßstab eines rechtsstaatlichen Strafrechts.....</b>	<b>183</b>
I. Art. 103 Abs. 2 GG als Schranke des rechtsstaatlichen Strafgesetzes .	183
II. Rechtsstaatliche Bestimmtheit contra politisch opportuner Präventionspolitik .....	184
<b>B. Unangemessenheit des Einsatzes von strafrechtlichen Vorschriften zur Regulierung des Kapitalmarktes .....</b>	<b>185</b>
I. Strafrecht - ultima ratio der staatlichen Sanktionsmöglichkeit und das Subsidiaritätsprinzip .....	185
1. Strafrechtsphilosophische Bestimmung eines rechtsstaatlichen Strafrechts .....	186
2. Ziel und Aufgabe des Strafrechts .....	186
II. Präventionsstrafrecht als politisches Steuerungsinstrument.....	188

<b>C. Inkompatibilität des Strafrechts mit der Notwendigkeit der Regulierung des Kapitalmarktes .....</b>	<b>189</b>
<b>5. Kapitel: Anleger- und Kapitalmarktschutz durch außer- strafrechtliche Regulierung .....</b>	<b>191</b>
<b>A. Vorrangigkeit des Zivilrechts zum Schutz des Kapitalmarkts.....</b>	<b>191</b>
<b>I. Zivilrechtlicher Anlegerschutz de lege lata .....</b>	<b>192</b>
1. Zivilrechtliche Prospekthaftung als Alternative zu § 264a StGB.....	192
2. Deliktsrecht als Alternative zum Strafrecht.....	193
a) § 823 Abs. 1 BGB als Anlegerschutznorm.....	193
b) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit Schutzgesetz.....	194
c) § 826 BGB .....	195
d) Deliktischer Schadensersatz am Beispiel des Falls Informatec ...	195
<b>II. De lege ferenda: Schadensersatzklagemöglichkeit des Anlegers.....</b>	<b>196</b>
1. Zivilrechtliche Sammelklage nach dem Vorbild der US- amerikanischen „class action“ .....	197
2. Zivilrechtliche Verbandsklage als Substitution für die strafrechtliche Regulierung des Kapitalmarktes.....	198
3. Modifikation des zivilrechtlichen Schadensersatzes .....	200
<b>B. Mögliche verwaltungsrechtliche Maßnahmen de lege ferenda.....</b>	<b>200</b>
<b>C. Exkurs: Forderungen des 64. Deutschen Juristentages zum Thema Anlegerschutz .....</b>	<b>201</b>
<b>D. RECHTSSTAATLICHE PERSPEKTIVE: .....</b>	<b>204</b>
<b>Literaturverzeichnis: .....</b>	<b>205</b>