

# Recht elektronischer Kapitalmärkte - Bedeutung, Einordnung und spezifische Fragen des Anlegerschutzes

---

*von Dr. Stefan Roth aus Nürnberg \**

## A. EINFÜHRUNG – KONKRETISIERUNG DER FRAGESTELLUNG

### I. Einleitung

1. Bedürfnis nach Anlegerschutz
2. Der Boom des Online-Broking

### II. Ziele

### III. Methoden und Gang der Untersuchung

1. Rechtstatsächlicher Teil
2. Recht der Marktorganisation
3. Untersuchung von Besonderheiten/Schutzdefiziten
4. Wertung von Besonderheiten/Schutzdefiziten

## B. RECHTSTATSÄCHLICHER TEIL

## C. RECHT DER MARKTORGANISATION

## D. HAFTUNGSRECHT – SPEZIFISCHE FRAGEN DES ANLEGERSCHUTZES

## E. FAZIT UND AUSBLICK

\* Der Autor war langjähriger Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftsprivat- und Versicherungsrecht der Universität Erlangen-Nürnberg und ist nun als Rechtsanwalt in Frankfurt am Main tätig. Der vorliegende Beitrag ist Teil der Dissertation des Verfassers. Um die Verletzung von Verwertungsrechten zu vermeiden, ist der Hauptteil der Arbeit hier nicht abgedruckt. Es muss diesbezüglich auf die Buchveröffentlichung bei Duncker & Humblot, Berlin verwiesen werden.

# A. Einführung – Konkretisierung der Fragestellung

## I. Einleitung

### 1. Bedürfnis nach Anlegerschutz

Um die Jahrtausendwende galt die Anlage in Aktien, insbesondere in solche, die am Neuen Markt gehandelt wurden, als eine Art „Gelddruckmaschine“. Selbst unerfahrene Privatanleger konnten durch ihr Engagement in fast jede gelistete Aktie innerhalb kürzester Zeit ihr Kapital stark vermehren, teilweise vervielfachen. Seit Beginn des rasanten und weltweiten Kursrutsches im Jahre 2000, der sogar Parallelen zum Börsencrash von 1929 aufwies<sup>1</sup> und mit horrenden Verlusten, Skandalen und Firmenpleiten einherging, wurden allerdings zunehmend Juristen und Anlegerschützer auf den Plan gerufen.

Als besonders anfällig erwies sich in der Bundesrepublik das Segment Neuer Markt der Frankfurter Wertpapierbörse. Nach der großen Euphorie Ende des Jahres 1999 bzw. Anfang 2000, in der dessen Index, der NEMAX All Share, auf über 8000 Zähler stieg, fiel er, sobald die Krise begann, beinahe ins Bodenlose. Etliche der dort gelisteten Firmen mussten aufgrund des Einbruchs des Hightech-Booms Insolvenz anmelden. Immer mehr wurde der Neue Markt mit Begriffen wie Geldvernichtung oder „Geldvernichtungsmaschine“ verbunden. Nachdem das Vertrauen in dieses Segment so erheblich erschüttert bzw. zerstört war, dass sich viele der dort gelisteten (teilweise renommierten) Firmen<sup>2</sup> mit gesunder Ertragslage zurückzogen, wurde letztlich sogar dessen Auflösung beschlossen.<sup>3</sup>

Die Berechnungen des NEMAX All Share und des NEMAX 50 erfolgten in den bisherigen Zusammensetzungen einschließlich bis zum 21.03.2003. Anschließend wurde die Berechnung des NEMAX All Share eingestellt. Der NEMAX 50 wurde bis Ende 2004 weiter berechnet, allerdings änderte sich die Zusammensetzung. Seit dem 24.03.2003 waren in diesem Index die 50 nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz größten in Deutschland gehandelten Technologieunternehmen enthalten.<sup>4</sup> Voraussetzungen für die Aufnahme in den

NEMAX 50 waren somit neben der Größe der Unternehmen die Zugehörigkeit zum Prime Standard<sup>5</sup> und zum Technologiesektor. Zuvor war es auch möglich, dass Unternehmen aus anderen Sektoren im NEMAX 50 vertreten waren.

Zusätzlich wurde der geregelte Aktienmarkt an der Frankfurter Wertpapierbörse mit der am 1. Januar 2003 in Kraft getretenen Börsenordnung in nur zwei neue Marktsegmente, den Prime Standard und den General Standard, eingeteilt. Für beide Segmente gelten die Bestimmungen des Börsengesetzes zum Amtlichen und Geregelten Markt, d.h. die dort festgehaltenen Mindestanforderungen müssen von allen Unternehmen erfüllt sein. Darüber hinaus werden an die Unternehmen des Prime Standards weiterführende Transparenzanforderungen gestellt. Insgesamt ergibt sich demnach für den General Standard die Pflicht zu Jahres- bzw. Halbjahresberichten, sowie zu Ad hoc-Mitteilungen in deutscher Sprache. Darüber hinaus müssen Unternehmen des Prime Standards Quartalsberichte nach den Vorgaben der Börsenordnung, Abschlüsse nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS, IAS oder US-GAAP) sowie einen Unternehmenskalender erstellen. Außerdem müssen diese mindestens eine Analystenkonferenz pro Jahr abhalten sowie ihre Ad hoc-Mitteilungen zusätzlich in englischer Sprache veröffentlichen. Von den bis dato im Neuen Markt und im ebenfalls aufgelösten Segment SMAX gelisteten Unternehmen wechselten nach der Umstellung 382 in den Prime Standard, 411 in den General Standard.<sup>6</sup>

Die durch den Abschwung insbesondere des Neuen Marktes geschädigten Aktionäre versuchten unterdessen, durch Klagen gegen die Gesellschaften und deren Geschäftsführer sowie gegen Banken über den Gerichtsweg ihre Verluste ersetzt zu bekommen. Die Erfolge haben sich jedoch insbesondere bei Klagen gegen die Gesellschaften und deren Geschäftsführer, von Extremfällen abgesehen, in Grenzen gehalten. Meist war gegenüber den beklagten Geschäftsführern, die regelmäßig selbst über größere Aktienpakete verfügten, der Nachweis des Betrugsvorsatzes nicht zu führen, da sich die Beklagten schlicht auf eigene Inkompetenz beriefen.<sup>7</sup> Zudem ergeben sich in diesem Zusammenhang erhebliche

Probleme des Nachweises von Taterfolg und die Kausalität.<sup>8</sup> Folglich fehlte es auch gegenüber den beklagten Gesellschaften, falls diese überhaupt noch solvent waren, an einer Zurechnungsmöglichkeit und damit an einer Haftungsgrundlage. In diesem Zusammenhang ist jedoch festzuhalten, dass geschädigte Anleger in einigen Verfahren im Zusammenhang mit fehlerhaften Ad hoc-Mitteilungen obsiegt haben<sup>9</sup> und viele andere noch nicht abschließend bzw. rechtskräftig entschieden sind.

Aber auch diejenigen Anleger, die die vermeintlich sicherere Anlageform der Schuldverschreibung gewählt hatten, mussten zum Teil erhebliche Verluste hinnehmen. Beispielsweise gerieten die High Yield-Bonds der Republik Argentinien im Frühsommer 2001 enorm unter Druck, als Zahlungsschwierigkeiten bekannt wurden.

Selbst die – wenn auch zögerliche -Intervention des Internationalen Währungsfonds (IWF) mit weiteren Kreditzusagen führte zu keiner nachhaltigen Erholung des Kurses dieser Anleihen. Den Anlegern blieb also nur die Möglichkeit, entweder die erheblichen Verluste zu realisieren oder auf steigende Kurse bzw. volle Rückzahlung zum Ende der Laufzeit zu hoffen, wobei letzteres im Hinblick auf die Ratings sehr ungewiss erschien. Schließlich rief die Republik Argentinien durch Gesetz Nr. 25.561 vom 06.01.2002 den öffentlichen Notstand auf sozialem, wirtschaftlichem, administrativem, finanziellen und währungspolitischen Gebiet aus<sup>11</sup> und stellte die Bedienung von Auslandsschulden durch Verordnung Nr. 256/2002 vom 06.02.2002 ein.<sup>12</sup> Einige Anleger versuchten daraufhin, ihre Forderungen klageweise durchzusetzen, was im Wesentlichen von Erfolg gekrönt war.<sup>13</sup> Jedoch erwies sich die Durchsetzung dieser Titel als äußerst schwierig, wenn nicht als unmöglich.<sup>14</sup>

Mittlerweile haben die meisten Anleger ein Umschuldungsangebot der Republik Argentinien angenommen, das eine Rückzahlung des Nominalbetrags bis 2038 inklusive einer niedrigen Stufenzinszahlung vorsieht.<sup>15</sup> Darüber hinaus hat das OLG Frankfurt im Juni 2006 entschieden, dass sich die Republik Argentinien gegenüber Rückzahlungsverlangen von Privatgläubigern nicht mehr auf Staatsnotstand berufen könne, da sich die wirtschaftliche Situation mittlerweile erheblich verbessert hat.<sup>16</sup> Dies kommt jedoch nur denjenigen

Anleihegläubigern zugute, die das Umschuldungs- bzw. Umtauschangebot seinerzeit nicht angenommen haben, und setzt daher völlig falsche Anreize, da gerade diejenigen Anleger bevorzugt werden, die sich nicht konstruktiv am Umschuldungsverfahren beteiligt haben.<sup>17</sup>

Anlegerschutzorganisationen wie die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SdK) forderten seit längerem, insbesondere im Hinblick auf die geschilderte Krise am deutschen Aktienmarkt, massive Verbesserungen des Anlegerschutzes. Dies sei nicht nur im Interesse der Anleger selbst notwendig, sondern auch unerlässlich, um die Vertrauenskrise am Aktienmarkt im Interesse der Wirtschaft zu überwinden.

Denn wenn nicht bald gehandelt werde, sinke die Zahl der Aktionäre weiter, was die Kapitalbeschaffung für die Unternehmen erschwere bzw. unmöglich mache.<sup>18</sup>

Zwischenzeitlich hat sich aber auch abseits solcher Interessengruppen die Erkenntnis durchgesetzt, dass der Marktmissbrauchs- und damit Anlegerschutz in der Bundesrepublik zur Überwindung der Vertrauenskrise verbessert werden muss.<sup>19</sup> Nicht zuletzt war dies ein zentrales Thema auf dem Deutschen Juristentag 2002, der sich in der Abteilung Wirtschaftsrecht mit den Möglichkeiten zur Verbesserung des Anlegerschutzes durch Information und auch zu dessen Angleichung auf EU-Ebene intensiv befasst hat.<sup>20</sup> Auf dessen Beschlüsse soll an dieser Stelle nicht im Einzelnen eingegangen werden; besonders herausragend erscheint jedoch, dass im Wesentlichen Einigkeit bestand, die persönliche Haftung der Organe für Fehlinformationen des Kapitalmarkts erheblich auszudehnen.<sup>21</sup>

Diesem Anliegen ist der Gesetzgeber mittlerweile durch zahlreiche Gesetzesänderungen<sup>22</sup> weitgehend nachgekommen.

## **2. Der Boom des Online-Broking**

Eine Sonderform der Direktbanken sind die so Genannten Direct Broker. Sie spezialisieren sich auf die kostengünstige Abwicklung von Wertpapierdienstleistungen, meist ohne individuelle Beratung. Per Definition versteht man unter Internet- (bzw. Online-) Brokerage die

Erbringung von Wertpapierdienstleistungen über den Zugangsweg Internet, ohne dass (zumindest in den meisten Fällen) Beratung stattfindet. Damit handelt es sich folglich nicht um ein Produkt, sondern nur um einen Absatz- bzw. Vertriebskanal, über den mittels des effizienten Kommunikationsmediums Internet der globale Vertrieb möglich wird.<sup>24</sup> Dem Marktdurchbruch des Online-Brokerage als Massengeschäft stand in Deutschland bis vor der Jahrtausendwende noch der relativ geringe Verbreitungsgrad des privaten Aktienbesitzes entgegen. Im Nachgang zu den großen Privatisierungswellen und zum Anfangserfolg des Neuen Markts sowie angesichts der bereits vorherzusehenden Reform des Systems der privaten Altersvorsorge wurde jedoch eine Trendwende vollzogen. Bereits zum Jahresende 1999 wickelten die vier größten deutschen Direct Broker 13% des deutschen Aktienumsatzes ab. Dieser Wert lag nur knapp unterhalb des entsprechenden Wertes (16%) in den USA.<sup>25</sup> Die Zahl der Online-Brokerage-Kunden hat sich vom Jahresende 1998 bis zum 3. Quartal 2000 von 355.000 auf 1,710 Mio. mehr als vervierfacht.

Diese Entwicklung ist auch nicht weiter erstaunlich, ist doch das Internet als kostengünstiges und schnelles Medium geradezu für den Kapitalmarkt prädestiniert, der ja schnelle und effiziente Transaktionen und eine ungehinderte Informationsverteilung benötigt.

In den folgenden Jahren stieg die Zahl der Kunden im Online-Brokerage weiter an, wenn auch nicht in diesem Ausmaß, wie die nachfolgende Tabelle zeigt, die allerdings auf anderem Zahlenmaterial als die vorige beruht. Für die Zukunft wird zudem ein weiterer Anstieg erwartet.

Wenn man nun bedenkt, dass beim Online-Broking wichtige Anlageentscheidungen mittels weniger Mausklicks, also binnen Sekunden, getroffen werden, drängt sich nunmehr die Frage auf, inwieweit den Anforderungen des Anlegerschutzes Rechnung getragen werden kann.

## II. Ziele

Ziel der Arbeit ist es zunächst aufzuzeigen, welche Einsatzmöglichkeiten für das Medium Internet auf deutschen Kapitalmärkten bestehen, und inwieweit es in diesen Bereichen tatsächlich zum Einsatz kommt. Dieser Teil dient dazu, der interessierten Fachöffentlichkeit den Gesamtkomplex der Internet-Kapitalmarktaktivitäten beschreibend darzustellen, wobei jedoch kein Anspruch auf Vollständigkeit sämtlicher Phänomene erhoben wird. Vielmehr soll durch diesen darstellenden Teil die erforderliche tatsächliche Grundlage für die rechtliche Bewertung in den folgenden Kapiteln der Arbeit geschaffen werden.

Im Anschluss ist eine umfassende Analyse des Vertrags- und Kapitalmarktrechts dahingehend vorzunehmen, ob dem Einsatz des Absatzkanals Internet *de lege lata* Hindernisse entgegenstehen, und ob diese gegebenenfalls durch entsprechende Auslegung überwunden werden können. In diesem Bereich hat Florian mit seiner Arbeit Rechtsfragen des Wertpapierhandels im Internet<sup>28</sup> bereits wertvolle Vorarbeit geleistet, wobei jedoch einige Aspekte unbeleuchtet geblieben sind, insbesondere was den Zeitraum der letzten fünf Jahre betrifft.

Weiteres Ziel der Arbeit ist die Untersuchung der sich nun aufdrängenden Frage, in welchem Umfang der Anlegerschutz in elektronischen Kapitalmärkten und auch reinen Informationsmärkten bzw. -plattformen<sup>29</sup> gewährleistet ist. Bei Auslegungszweifeln wird sowohl gefragt, ob ein besseres Schutzniveau durch Maßnahmen *de lege ferenda* oder durch entsprechende Auslegung des bestehenden Gesetzesrechts herzustellen ist, aber auch kritisch untersucht, ob dadurch die Funktionsfähigkeit dieser Märkte gefährdet ist. Hierbei soll insbesondere auf kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtliche Aspekte eingegangen werden. Die kritische Fragestellung knüpft an das Online-Broking an, da sie in diesem Bereich bereits recht gut untersucht ist<sup>30</sup>; allerdings muss sie nunmehr auch für den Internet-Kapitalmarkt insgesamt beantwortet werden. Rein bankrechtliche Fragen, die keinen konkreten Bezug zum Online-Broking aufweisen, werden nur am Rande im Rahmen einer Bestandsaufnahme und Analyse des aktuellen Standes der Rechtsprechung erörtert.

Dagegen soll auf Probleme, die sich aus der Nutzung des Internet als Absatzkanal ergeben, ausführlich eingegangen werden. Schwerpunkt wird hier die Darstellung der Beratungs- und Aufklärungspflichten des Wertpapierdienstleisters und insbesondere deren enorme Reduzierung im Bereich des Execution-Only sein. Im Rahmen der Untersuchung der kapitalmarktrechtlichen Normen, die auf die Emittenten zielen, ist insbesondere auf die Pflicht zu Ad hoc-Mitteilungen nach § 15 WpHG einzugehen. Diese Norm, die an sich den Anleger schützen soll, wird allzu oft zum Anlass genommen, sich abzeichnende Geschäftsentwicklungen ad hoc allzu positiv darzustellen, was dem Schutzzweck gerade entgegelläuft. Der Anleger kann nämlich diese Mitteilungen über diverse Finanzportale bzw. Informationsplattformen sehr zeitnah abrufen und trifft im Vertrauen hierauf sehr rasch seine Anlageentscheidung. Stellt sich die mitgeteilte Geschäftsentwicklung nun nicht ein, lässt der Emittent gewöhnlich einige Zeit bis zur Veröffentlichung einer negativen Ad hoc-Mitteilung verstreichen. Verkauft der Anleger nun sein Wertpapier, muss er meist kräftige Verluste hinnehmen. Die Untersuchung wird zeigen, in wieweit Klagen, die sich auf diese Praxis stützen, Aussicht auf Erfolg haben. Im Wesentlichen außer Acht gelassen werden jedoch die Pflichten der Aufsichtsbehörden sowie diejenigen der Inhaber großer Aktienpakete, da deren Erörterung entsprechend der Zielsetzung der Arbeit, Besonderheiten der elektronischen Teilnahme an Kapitalmärkten sowie die Verbindung von Onlinerecht mit Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht aufzuzeigen, nicht angebracht erscheint.

Auch was die rechtlich wertenden Teile der Arbeit angeht, unterscheidet sie sich von derjenigen von Florian hinsichtlich der Zielrichtung erheblich: Während diese Arbeit als wesentliches Ziel verfolgt, die Schutzbedürftigkeit des mündigen Anlegers zu untersuchen, problematisiert diejenige von Florian hauptsächlich Fragestellungen der Internationalität, der Verwendung des Mediums Internet, sowie Formvorschriften und Aufklärungs- und Beratungspflichten.<sup>31</sup> Überschneidungen hinsichtlich der Untersuchungsziele ergeben sich daher hauptsächlich in letzterem Bereich, wobei in der hier vorliegenden Arbeit, wie bereits ausgeführt, rein bankrechtliche Aspekte nur bei konkretem Bezug zur Nutzung des Internet

vertieft werden.

Die Untersuchung soll nicht nur der rein akademischen Analyse der aufgeworfenen Rechtsfragen dienen; sie richtet sich also nicht ausschließlich an das wissenschaftliche Publikum, sondern auch an alle Teilnehmergruppen der behandelten Märkte.

### **III. Methoden und Gang der Untersuchung**

#### **1. Rechtstatsächlicher Teil**

Das folgende Hauptkapitel dient der Verbindung von Tatsachen und rechtlicher Einordnung im Hinblick auf die gehandelten Finanzinstrumente sowie der Untersuchung, wo das Internet mit Bezug zum Kapitalmarkt zum Einsatz kommt. Es erfolgt also neben der Darstellung der Einsatzgebiete und -möglichkeiten des Internet im Kapitalmarkt eine Bestandsaufnahme der im Internet gehandelten Finanzinstrumente, in deren Rahmen bereits zwangsläufig Fragen aufgeworfen werden, die für die weitere Untersuchung, insbesondere zur Beurteilung der Möglichkeit und rechtlichen Erfordernisse des Einsatzes des Internet, von Relevanz sind. Es handelt sich hierbei also in weiten Teilen nicht um eine rechtliche Bewertung, sondern um die Erforschung von Rechtstatsachen. Diese im Jahre 1914 von Nußbaum<sup>32</sup> begründete Forschungsrichtung hat es sich zum Ziel gesetzt, die tatsächliche Bedeutung der Rechtsinstitute zu erfassen, um die Rechtswissenschaft ohne Rücksicht auf prinzipielle dogmatische Interessen auf die im Rechtsleben besonders wichtigen Bestimmungen zu konzentrieren.<sup>33</sup> Dies soll die Möglichkeit eröffnen, „gegenstandslose Probleme als solche zu erkennen“ mit dem Ziel, „der Freimachung missbrauchter geistiger Energie zu fruchtbarer Arbeit“.<sup>34</sup> Die Notwendigkeit und die Grundsätze dieser Disziplin sind heute unbestritten, sie hat sich vor allem im Wirtschafts-, aber auch im Arbeitsrecht durchgesetzt.<sup>35</sup> Hauptanliegen des rechtstatsächlichen Teils dieser Arbeit ist trotz statistischer Angaben weniger die exakte quantitative Erfassung, sondern vielmehr eine tatsächliche Darstellung der Marktstrukturen, der unterschiedlichen Organisation der betreffenden Märkte sowie der gehandelten

Instrumente.

## 2. Recht der Marktorganisation

Anschließend soll die Marktorganisation in denjenigen Bereichen dargestellt werden, in welchen das Medium Internet im Kapitalmarkt Bedeutung hat. An dieser Stelle wird insbesondere untersucht, ob der Einsatz des Mediums Internet de lege lata sowie nach den Leitlinien der Rechtsprechung zulässigerweise möglich ist. Grundsätzlich sind in diesem Zusammenhang folgende Bereiche zu unterscheiden:

- Das Internet als reiner Informationsmarkt,
- das Internet als primärer Kapitalmarkt
- das Internet im sekundären Kapitalmarkt,
- das Internet als Fondsmarkt und
- Internethandelsplattformen sowie virtuelle Börsen.

Besonders interessant erscheint im Rahmen der Nutzung des Internets als sekundären Kapitalmarkt die Möglichkeit einer "echten" virtuellen Börse. Bisher werden beim Online-Broking zumeist die Orders per Internet gesammelt und an die herkömmlichen Börsen oder an das XETRA-System weitergeleitet. Bei einer virtuellen Börse liefe der Handel, genauer gesagt das Zusammenführen von Angebot und Nachfrage (Matching) im Internet. Diese Möglichkeit soll genau untersucht und eingehend erörtert werden, da es innerhalb der Europäischen Union hierfür bereits Ansätze gibt<sup>36</sup>. Manche der sich bereits aufdrängenden Fragen des Anlegerschutzes müssen an dieser Stelle jedoch zur Vermeidung von Wiederholungen zunächst offen gelassen werden.

## 3. Untersuchung von Besonderheiten/Schutzdefiziten

Im Folgenden wird die Gewährleistung des Anlegerschutzes im elektronischen Kapitalmarkt durch Gesetzgebung und Rechtsprechung beleuchtet. Entsprechend der Zielsetzung der Arbeit soll allerdings lediglich auf spezifische Fragen, die aus der Nutzung des Internet resultieren, eingegangen werden.

Dabei soll zuerst der Kreis der Adressaten der (Schutz-)Pflichten festgestellt werden.

Grundsätzlich ist von folgenden Adressaten auszugehen:

- Informationsanbieter,
- Emittenten,
- Wertpapierdienstleister,
- Handelsplattformen,
- Inhaber größerer Aktienpakete und
- Staatliche Organe (auf die Erörterung der beiden letztgenannten Adressaten wird wie bereits ausgeführt nur am Rande eingegangen).

Begonnen wird mit der Verpflichtung der reinen Informationsanbieter, nur richtige Informationen bereitzuhalten. Es folgt die Erörterung der Informations- und Publizitätspflichten der Gesellschaft. Hierbei findet eine Aufgliederung in Pflichten bei der Emission bzw. Zulassung der Wertpapiere, Regelpublizität sowie Ad hoc-Publizität statt. Die relevanten Normen dieser Rechtsgebiete werden in erster Linie auf die Besonderheiten bei elektronischer Abwicklung untersucht.

Anschließend werden die Pflichten des Wertpapierdienstleisters, also der Informationsanbieter und Banken bzw. Online-Broker untersucht. Es wird wie bei den Pflichten der Gesellschaft jede spezifische anlegerschützende Norm untersucht und anschließend auf die Besonderheiten bei elektronischer Abwicklung eingegangen. Hierbei wird besonderes Gewicht auf § 31 WpHG liegen. Innerhalb der in diesem Bereich anerkannten Abstufung der Informations- bzw. Beratungspflichten in Beratung, reine Information und Execution-Only, also der reinen Ausführung von Orders, wird Online-Broking stets im letztgenannten Bereich angesiedelt sein, was jedoch nicht zu einer Absenkung der Pflichtenstandards auf Null führt. Aus rein tatsächlichen Gründen werden in diesem Zusammenhang die Bereiche der Börsentermingeschäfte, der Handel mit Optionsscheinen und Day trading-Geschäfte große Bedeutung haben, da diese zumindest von Privatanlegern hauptsächlich im Wege elektronischer Abwicklung abgeschlossen werden und auch Grundlage einer Vielzahl der relevanten Gerichtsentscheidungen darstellen. Aufgrund der Online-Abwicklung sämtlicher Geschäfte ergibt sich ungeachtet der Wertpapierart zudem das Problem der zeitnahen Ausführung sowie das Problem der Nichterreichbarkeit des

Online-Brokers.

Des Weiteren soll im Bezug auf die bis dato gefundenen Ergebnisse untersucht werden, in wie weit sich in den untersuchten Bereichen die Geltung grundlegender, übergreifender Haftungsstandards nachweisen lässt. Im Vordergrund steht hierbei die Frage der Eigenhaftung der unmittelbar Handelnden sowie, ob auch die im Hintergrund stehenden Veranlasser und Auftraggeber im Falle von Pflichtverletzungen Haftungsadressaten sind. Zudem sollen in diesem Kontext Fragen der Beweislast und der Art des Schadensersatzes erörtert werden.

#### **4. Wertung von Besonderheiten/Schutzdefiziten**

Bei den sich ergebenden Besonderheiten wird nun untersucht, ob die entsprechenden Defizite im Bereich des Anlegerschutzes im Hinblick auf Zeit- und Kostenvorteile des Anlegers hinzunehmen sind. Es muss dabei aber stets beachtet werden, dass von einem mündigen Verbraucher auszugehen ist, der sich für diese Art der Marktteilnahme frei entschieden hat und seine Anlageentscheidungen eigenverantwortlich trifft.

## **B. Rechtstatsächlicher Teil**

Wertpapiere und Finanzinstrumente, die über das Internet gehandelt werden –  
Erscheinungsformen

## **C. Recht der Marktorganisation**

Das Internet als reiner Informationsmarkt – Das Internet als primärer Kapitalmarkt – Das Internet im sekundären Kapitalmarkt – Erfüllung im Kassageschäft – Termingeschäfte – Besonderheiten im Fondsgeschäft – Internethandelsplattformen und virtuelle Börsen

## **D. Haftungsrecht – Spezifische Fragen des Anlegerschutzes**

Definition und Abgrenzung – Anlegerschutz bei reinen Informationsdiensten – Mitteilungs- und Publizitätspflichten der emittierenden Gesellschaften – Pflichten des Wertpapierdienstleisters beim Online-Broking – Anlegerschutz bei Internethandelsplattformen und virtuellen Börsen – Anlegerschutz bei geschlossenen Fonds – Grundlegende Haftungsstandards – Bewertung des Schutzniveaus für mündige Anleger

## **E. Fazit und Ausblick**

Grundsätzlich ist jeder Marktteilnehmer von Börsen und damit auch der Anleger insbesondere auf marktendogene Informationen angewiesen. Es besteht jedoch seit langem unstreitig eine Informationsasymmetrie zwischen den Anlegern, den Kapitalgebern, und den Kapitalnachfragern. Die zeitnahe Bereitstellung von Finanzinformationen über das Internet ist geradezu prädestiniert, diesem Zustand abzuweichen.

Hierbei ist auch bei Auslandsbezug deutsches Verbraucherschutz- und Deliktsrecht in erheblichem Umfang anwendbar. Allerdings ist eine vertragliche Bindung des Informationsanbieters mit der Folge einer möglichen Haftung aus Vertragsrecht im Regelfall nur bei entgeltlicher Informationsgewährung gegeben.

Weiterer Anwendungsbereich des Internet ist der Primäre Kapitalmarkt. Hier treten nicht nur die Emittenten selbst, sondern vor allem von diesen eingeschaltete Finanzintermediäre, die sog. Emissionsbanken, auf. Deren Dominanz auf diesem Markt und damit auch die Höhe der Emissionskosten könnten jedoch aufgrund der Möglichkeit, das Internet als primären Kapitalmarkt zu nutzen, deutlich sinken.

Bezüglich der kollisionsrechtlichen Anknüpfung im Kapitalmarktrecht hat sich mittlerweile die der amerikanischen Regelung folgende Zielmarktorientierung durchgesetzt. Für die Prospektpflichtigkeit ist damit entscheidend, ob sich das Angebot (auch) an deutsche

Anleger richtet.

Im Bereich des Vertragsrechts ergeben sich für Fremdemissionen kaum Besonderheiten im Vergleich zur „klassischen“ Emission von Wertpapieren. Dagegen bestehen bei Eigenemissionen über selbständige Emissionsplattformen vertragsrechtliche Probleme, die aber nicht zu unüberwindlichen Hindernissen für den Einsatz des Internet in diesem Bereich führen. Allerdings ist in diesem Fall de lege lata zumindest bei Entgegennahme der Annahmeerklärung des Anlegers durch die Plattform vom Bestehen einer Erlaubnispflicht nach KWG und vom Vorliegen einer Wertpapierdienstleistung nach § 2 WpHG auszugehen, obwohl das einschlägige Richtlinienrecht dies nicht zwingend anordnet.

Börsenmäßig organisierte Märkte sowie außerbörsliche Märkte als Sekundärmärkte sollen die Übertragung bereits emittierter Wertpapiere von einem Anleger an den anderen gewährleisten. Die Online-Broker leiten die Ihnen erteilten Aufträge normalerweise an eine der weltweiten Börsen weiter, ohne dass ein Matching im Internet stattfindet. Daher kann in diesen Fällen auch nicht von einer virtuellen bzw. Internet-Börse gesprochen werden.

Für die Anwendbarkeit deutschen Rechts im Verhältnis zwischen Anleger und Wertpapierdienstleister gilt das Internationale Privatrecht, während deutsches Kapitalmarktrecht bei Betroffenheit inländischer Anleger grundsätzlich anwendbar ist. Hierbei existieren keine vertragsrechtlichen Besonderheiten.

Auf Internet-Handelsplattformen werden unter Einsatz des Internet sofort bindende Kaufverträge über die entsprechenden Wertpapiere abgeschlossen. Von einer Internetbörse kann dagegen nur gesprochen werden, wenn eine mit dem Matching einhergehende Feststellung eines Börsenpreises erfolgt. Der Einsatz des Internet begegnet hierbei in vertragsrechtlicher Hinsicht keinen Bedenken.

Sämtliche Handelsplattformen und börsenähnliche Einrichtungen unterfallen der Anzeigepflicht des § 58 Abs. 1 S. 1 BörsG, wenn sie im Inland organisiert sind.

Werden Vertragsschlüsse unter mehreren Teilnehmern auf Handelsplattformen

ermöglicht, die von Kredit-oder Finanzdienstleistungsinstituten in Inland betrieben werden, liegen börsenähnliche Einrichtungen im Sinne von § 59 S. 1 BörsG vor, was zum Eingreifen spezifischer Pflichten und der Aufsicht durch die Börsenaufsichtsbehörde führt.

Internetbörsen unterliegen der Genehmigungspflicht und der Aufsicht nach dem BörsG sowie den Regelungen des deutschen Börsen-und Kapitalmarktrechts, weswegen Privatanleger als Teilnehmer ausgeschlossen sind. EU-ausländischen Internetbörsen, die den Regelungen ihres Sitzstaates zur Genehmigung und Überwachung unterliegen, ist Zugang zum deutschen Kapitalmarkt zu gewähren. Bei entsprechender Regelung im Sitzland ist demnach eine direkte Teilnahme von deutschen Privatanlegern am Handel möglich.

Was den Anlegerschutz angeht, so bietet sich ein zweigeteiltes Bild: Im Bereich der Pflichten der Wertpapierdienstleister, insbesondere beim Online-Broking, bestehen Besonderheiten bzw. Schutzdefizite und damit gesteigerte Risiken. Dennoch ist die elektronische Abwicklung von Wertpapiergeschäften nach dem Gesagten insbesondere für erfahrene bzw. diese Risiken bewusst in Kauf nehmende Anleger geeignet, da bestehende Schutzdefizite für eigenverantwortlich handelnde Anleger insgesamt hinzunehmen sind. Hierbei ist vor allem auch zu berücksichtigen, dass diese Art der Geschäftsabwicklung eine kostengünstige und bequeme Alternative zur "klassischen" darstellt.

Hinsichtlich der Pflichten der Emittenten führt der Einsatz des Internet dagegen regelmäßig zur Erhöhung der Markttransparenz und damit zur Vermeidung bzw. Verminderung von Informationsasymmetrien. Die Schutzdefizite, die sich in diesem Bereich finden, sind nicht unbedingt spezifisch auf den gewollten Einsatz des Internet zurückzuführen, da es sich im Wesentlichen um generelle Regelungen handelt. Lediglich aus tatsächlichen Gründen erhöht der Einsatz des Internet beispielsweise die Gefahr der raschen Verbreitung falscher oder selektiver Ad hoc-Mitteilungen.

Abzuwarten bleibt der letzte Schritt bezüglich der Virtualisierung des Aktienrechts: Die

Möglichkeit der Abhaltung von Online-Hauptversammlungen mit direkter Stimmabgabe, wie

sie bereits von der Regierungskommission Corporate Governance gefordert wurde.<sup>37</sup>

Richtungsweisend wird in diesem Zusammenhang meines Erachtens wiederum das USamerikanische

Recht sein, genauer gesagt § 211 des Delaware Corporation Code. Dieser

stellt seit 01.07.2000 zunächst eine Online-Teilnahme von Aktionären einschließlich einer

direkten Stimmabgabe zur Disposition des board of directors, § 211(a)(2) 8 Del. C. Darüber

hinaus kann das board aber auch selbst entscheiden, dass Hauptversammlungen komplett

virtuell abgehalten werden, § 211(a)(1) a.E. 8 Del. C. Wörtlich ist von einer Teilnahme bzw.

einem Abhalten des meetings of stockholders "by means of remote communication" die

Rede, welche definiert wird als "any form of communication, not directly involving the

physical transmission of paper, that creates a record that may be retained, retrieved and

reviewed by a recipient thereof, and that may be directly reproduced in paper form by such a

recipient through an automated process.", § 232(c) 8 Del. C. Folglich ist auch nach dem

Recht von Delaware dem Dokumentations- und Beweissicherungserfordernis genüge getan.

Ähnlich will auch die EU-Generaldirektion Binnenmarkt Hindernisse im einzelstaatlichen

Recht beseitigen, die eine virtuelle Teilnahme an Präsenz-Hauptversammlungen

verhindern.<sup>38</sup> Dieses Anliegen hat nunmehr auch die EU-Kommission aufgegriffen und

schlägt vor, dass die Mitgliedsstaaten künftig eine Online-Teilnahme an (Präsenz-

)Hauptversammlungen, einschließlich der Möglichkeit der direkten Stimmabgabe erlauben

müssen, vgl. Art. 8 Abs. 1 Richtlinienentwurf EU-Kommission 2005/0265 (COD).<sup>39</sup> Die

Emittenten selbst sollen demnach künftig die Wahl haben, ob sie eine derartige Möglichkeit

anbieten wollen.<sup>40</sup> Wenn diese allerdings so verfahren, dürfen ihre Satzungen gemäß Art. 12

Nr. 2 des Richtlinienentwurfes keinerlei Regelungen vorsehen, welche die elektronische

Teilnahme verhindern oder an unzumutbare Bedingungen knüpfen.<sup>41</sup>

Die Bestrebungen der Generaldirektion und der Kommission sind zunächst sicherlich ein

Schritt in die richtige Richtung, jedoch meines Erachtens hinsichtlich der Gestaltungsfreiheit

der Gesellschaften noch nicht weitgehend genug. Vielmehr sollte es den Gesellschaften selbst überlassen sein, ob sie ihre Versammlungen weiterhin als Präsenzveranstaltungen mit der Möglichkeit des Online-Voting oder als virtuelle Hauptversammlungen abhalten wollen.<sup>42</sup>

Diese Entscheidung sollte allerdings nicht wie in Delaware vom Vorstand allein,<sup>43</sup> sondern durch eine entsprechende Satzungsregelung getroffen werden, und damit in das Benehmen der Aktionäre, der Eigentümer der Gesellschaft, gestellt werden.

Demgegenüber geht allerdings ein älterer Vorschlag von Noack<sup>44</sup>, nach welchem dieser die Internet-Hauptversammlung verpflichtend einführen und die Präsenzveranstaltung in die Diskretion der Satzung stellen will, meines Erachtens zu weit.

Es bleibt abzuwarten, wie der nationale und der EU-Gesetzgeber auf die zunehmende Internationalität der Aktionärsstruktur einerseits und die rasanten Fortschritte in der Informationstechnologie andererseits reagieren und diese Herausforderung bewältigen werden. Sicher ist jedenfalls, dass in Zukunft eine virtuelle Teilnahme an Hauptversammlungen möglich sein muss, damit das Organ Hauptversammlung in Zeiten der Globalisierung seine verfassungsmäßige Aufgabe wirkungsvoll wahrnehmen kann und nicht de facto in der Bedeutungslosigkeit verschwindet.<sup>45</sup>

1 Vgl. Wetzel, DAI: Der Crash von 1929 und die aktuelle Situation – Ein Vergleich. DAI-Kurzstudie 2/2002, NZG 2002, 713, 714.

2 Beispielsweise die Dicom AG, die an den Geregelten Markt wechselte [o.V., DICOM wechselt an den Geregelten Markt, [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net) vom 02.07.2005] oder die Senator AG [o.V., Senator zeigt der Börse die kalte Schulter, Financial Times Deutschland vom 26.08.2002, S. 5].

3 Vgl. v. Frenzt, Neuer Markt. Die Chronik einer Kapitalvernichtung, Online-Ausgabe des Manager Magazins vom 01.06.2003, [www.manager-magazin.de](http://www.manager-magazin.de); Wittkowski, Die Entwicklung am Kapitalmarkt, insbesondere am Neuen Markt, ZHR (167) 2003, 130ff.

4 Quelle: Deutsche Bank AG.

5 Hierzu sogleich.

6 o.V., Deutsche Börse. Vorzeitiges Aus für die Skandalbörse, Online-Ausgabe des Manager Magazins vom 03.06.2003, [www.manager-magazin.de](http://www.manager-magazin.de).

7 Selbstverständlich gibt es auch Fälle, in denen die Verantwortlichen wegen Kursbetrugs verantwortlich gemacht wurden, wie beispielsweise im Fall des ehemaligen Chefs der Comroad AG, der am 21.11.2002 rechtskräftig verurteilt wurde [LG München I, Urteil vom 21. 11. 2002 -6 Kls 305 Js 34066/02, NStZ 2004, 291].

8 Vgl. Hellgardt, Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität als strafbare Marktmanipulation, ZIP 2005, 2000, 2001.

9 Vgl. o.V., Anlegerschutz. EM.TV muß erstmals Schadensersatz zahlen, Online-Ausgabe der FAZ vom 24.05.2006.

10 Quelle: Deutsche Bank AG.

11 Vgl. Baars/Böckel, Argentinische Auslandsanleihen vor deutschen und argentinischen Gerichte, ZBB 2004, 445, 447f.

12 Vgl. Tatbestand des Arresturteils des LG Frankfurt/M. vom 14.03.2003 – 2-21 O 509/02, abrufbar über [www.landgericht.frankfurt-main.de](http://www.landgericht.frankfurt-main.de).

13 Vgl. beispielsweise das Urteil des LG Frankfurt/M. vom 14.03.2003 – 2-21 O 294/02, abrufbar über [www.landgericht.frankfurt-main.de](http://www.landgericht.frankfurt-main.de).

14 Vgl. Baars/Böckel, ZBB 2004, 445, 462ff.

15 s. o.V., Argentinien beendet größte Umschuldung der Finanzgeschichte, Online-Ausgabe der F.A.Z. vom 25.02.2005, [www.faz.net](http://www.faz.net).

16 s. OLG Frankfurt, Urteil vom 13. 6. 2006 -8 U 107/03, NJW 2006, 2931, 2932f; zustimmend Schroeter, EWIR 2006, 557f.

17 Vgl. Sester, Argentinische Staatsanleihen: Schicksal der „Hold Outs“ nach Wegfall des Staatsnotstandes, NJW 2006, 2891, 2892.

18 Vgl. o.V., Anlegerschutz -Mehr Rechte für die Aktionäre, Online-Ausgabe der FAZ vom 30.07.2002.

19 So v. Rosen, Wege aus der Vertrauenskrise. Gastkommentar, Online-Ausgabe der FAZ vom 09.08.2002.

20 Vgl. o.V., Anlegerschutz beschäftigt Juristentag, Handelsblatt vom 11.09.2002, S. 39; o.V., Der Anlegerschutz beschäftigt auch den Juristentag, F.A.Z. vom 18.09.2002, S. 21.

21 Vgl. o.V., Beschlüsse des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002: Wirtschaftsrecht, Beschlüsse des DJT 2002, Nr. 1e, Ziff. 1.11 – 1.13, DB 2002, 2037.

22 s. dazu im Folgenden, v.a. unter D.

23 Quelle: Die Bank 11/2005, [www.die-bank.de](http://www.die-bank.de).

24 Vgl. Florian, Rechtsfragen des Wertpapierhandels im Internet, 2001, S. 8 m.w.N.

25 s. o.V., Standard & Poor's, European Banks Face Up to the Internet, 9. August 2000.

26 Quelle: JPMorgan, European Online Investor, Dec.6 , 2000, p. 17, Table 14.

27 Quelle der Daten: DAB Bank, Geschäftsbericht 2004, S. 34; 2006, S. 39.

28 Verlag C.H. Beck, München 2001.

29 Beispielsweise die Onvista AG, [www.onvista.de](http://www.onvista.de).

30 Vgl. beispielsweise Ellenberger, Die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zu Aufklärungs- und Beratungspflichten bei der Anlageberatung, WM Sonderbeil. Nr. 1 zu Heft 15/2001, 2; Horn, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken – Systematik der Rechtsentwicklung, in: Horn/Krämer (Hrsg.), RWS-Forum 22, Bankrecht 2002 sowie die Nachweise unten D. IV. 1. b) dd).

31 Vgl. Florian, Rechtsfragen des Wertpapierhandels im Internet, S. 5f.

32 s. Nußbaum, Die Rechtstatsachenforschung: ihre Bedeutung für Wissenschaft und Unterricht 1914.

33 Vgl. Nußbaum, Die Rechtstatsachenforschung, S. 24f.

34 Vgl. Nußbaum, Die Rechtstatsachenforschung, S. 12f.

35 Vgl. Raiser, Das lebende Recht: Rechtssoziologie in Deutschland 1995, S. 40 m.w.N.

36 Gemeint ist die virt-x in Großbritannien sowie einige kleinere Plattformen, auf denen ein Matching stattfindet, so dass diese nach einem richtig verstandenen Börsenbegriff als solche anzusehen sind.

37 s. Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, RdNr. 115ff.

38 s. o.V., European Commission, Internal Market and Services DG, FOSTERING AN APPROPRIATE REGIME FOR SHAREHOLDERS' RIGHTS, Second consultation by the Services of the Internal Market Directorate General, MARKT/ 13.05.2005, Ziff. 6.1, abrufbar unter [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

39 Abrufbar unter [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

40 Dass diese Entscheidung bei den Unternehmen selbst liegt, wird von den großen deutschen Industrieverbänden zwar begrüßt. Jedoch herrschen hier noch erhebliche Bedenken vor, die virtuelle Teilnahme der physischen völlig gleichzustellen, vgl. o.V., BDA/BDI/DAI/DIHK/GDV: Gemeinsame Stellungnahme zum Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Ausübung der Stimmrechte durch Aktionäre von Gesellschaften, die ihren eingetragenen Sitz in

einem Mitgliedstaat haben und deren Aktien zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sowie zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG (KOM [2005] 685 endgültig), NZG 2006, 300, 301f.

41 Vgl. Noack, Der Vorschlag für eine Richtlinie über Rechte von Aktionären börsennotierter Gesellschaften, NZG 2006, 321, 325.

42 So auch Ziff. 1.4 der Schlussfolgerungen und Empfehlungen des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses (EWSA) zum Richtlinienvorschlag 2005/0265 (COD), ECO/177 – CESE 789/2006 vom 09.08.2006, abrufbar unter [www.eesc.europa.eu](http://www.eesc.europa.eu); ähnlich plädiert Noack a.a.O., S. 327 für eine entsprechende Öffnungsklausel in der Richtlinie, die den Mitgliedsstaaten eine solche Regelung erlaubt. Kritisch dagegen MüKo-AktG/Kubis, § 118, RdNr. 29.

43 Vgl. § 211(a)(1) 8 Del. C.:“(…) the board of directors may, in its sole discretion, determine that the meeting shall not be held at any place, but may instead be held solely by means of remote communication as authorized by paragraph (a)(2) of this section.

44 s. Noack, NZG 2003, 241, 248f.

45 Vgl. Noack, Aktionärsrechte im EU-Kapitalbinnenmarkt – Bemerkungen zur Konsultation der EU-Kommission, ZIP 2005, 325, 331 m.w.N.