

REGEM Analysis 4

**Anlegerschutz im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz.
Akteure und Konfliktlinien im Gesetzgebungsverfahren.****Michael Franz**

Abstract

This paper analyses the predominant conflicts concerning the protection of investors in the legislative process of a particular law, the “Vierte Finanzmarktförderungsgesetz”, against the background of boom and crisis of the German capital market in 1998-2001. In doing so, it identifies two principal cleavages between the positions and public statements of the relevant private and public actors: Firstly, a “federal” cleavage between the regulators on the level of the “Länder” and the “Bund”, secondly a “functional” cleavage between the stakeholders of the investors and the corporations. Moreover, the traditional orientations of the German political parties are reflected also for the policy area of capital market regulations in their positions and the behavior of their representatives. Finally, these findings are being discussed with approaches of the “New political economy”. It will be shown that such approaches are able to explain both the orientations of the political parties and the relative success of corporate interests in the legislative process.

Please cite as:

Autor: Michael Franz

Titel: ”Anlegerschutz im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz. Akteure und Konfliktlinien im Gesetzgebungsverfahren”

REGEM Analysis No. 4, May 2003, Trier University

<http://www.regem.org>

Abkürzungsverzeichnis

4. FMFG	Viertes Finanzmarktförderungsgesetz
AKLBW	Arbeitskreis der Länder für Börsen- und Wertpapierfragen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BDI/DIHK	Bundesverband der deutschen Industrie / Deutscher Industrie und Handelskammertag ¹
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BVI²	Bundesverband deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs-Gesellschaften
BVR	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
BSK	Börsensachverständigenkommission des Finanzministeriums
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
SDK	Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre
VAB	Verband der Auslandsbanken Deutschland e.V.
VÖB	Bundesverband öffentlicher Banken
VZBV	Verbraucherzentralen Bundesverband
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZKA	Zentraler Kreditausschuss

¹ Hier: Gemeinsame Stellungnahme des BDI und des DIHK anlässlich der Anhörung der Sachverständigen zum 4. FMFG vor dem Finanzausschuss des Bundestages.

² Seit dem 31.10.2002 Bundesverband Investment und Asset Management.

Anlegerschutz im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz. Akteure und Konfliktlinien im Gesetzgebungsverfahren

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung.....	4
2.	Anlegerschutz im 4. FMFG - Interessenkonflikte und Konfliktlinien	5
2.1.	<i>Öffentliche und private Akteure auf dem Kapitalmarkt und im Entscheidungsprozess.....</i>	<i>6</i>
2.2	<i>Verschärfung der Ad-Hoc-Mitteilungspflicht</i>	<i>8</i>
2.3	<i>Veröffentlichungspflicht von „Director’s Dealings“ bzw. Insidergeschäften ...</i>	<i>12</i>
2.4	<i>Regelungen zur Marktmanipulation</i>	<i>14</i>
2.5	<i>Zwischenergebnis: Konfliktlinien um den Anlegerschutz im 4. FMFG</i>	<i>17</i>
3.	Der Entscheidungsprozess von der Anhörung bis zum Vermittlungsverfahren	18
3.1	<i>Die Orientierungen der Parteien in der Anhörung vor dem Finanzausschuss.....</i>	<i>18</i>
3.2	<i>Das Ergebnis der Anhörung: Die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses</i>	<i>20</i>
3.3	<i>Die Anrufung des Vermittlungsausschusses</i>	<i>21</i>
4.	Erklärungsansätze – Die Neue Politische Ökonomie	22
4.1	<i>Der Konflikt um Aufsichtskompetenz zwischen Bund und Ländern</i>	<i>23</i>
4.2	<i>Die Orientierungsmuster der Parteien</i>	<i>24</i>
4.3	<i>Die Nicht-Thematisierung des Anlegerschutzes nach der Anhörung.....</i>	<i>25</i>
5.	Resumé	27
	Literatur	30
	Anhang 1	40
	Anhang 2	44
	Anhang 3	45
	Anhang 4	50
	Anhang 5	51

1. Einleitung

Der Finanzplatz Deutschland hat um die Jahrhundertwende turbulente Zeiten gesehen. Auf den rückblickend als „Spekulationsblase“ wahrgenommenen Höhenflug der Aktienkurse folgte der freie Fall in Form eines Wertverlustes der Titel im Deutschen Aktienindex um mehr als die Hälfte sowie der nahezu völligen Auflösung der Werte des Neuen-Markt-Indexes, und all das in nicht einmal einer halben Dekade. Der deutsche Kapitalmarkt leidet an einer tiefen Vertrauenskrise, die aus vielen Quellen gespeist wird und sich gegenwärtig in - bestenfalls - stagnierenden Indices äußert. Die meisten Aktien sind infolge der Krise als Anlageobjekt unattraktiv (mit allen negativen Folgen für Unternehmensfinanzierung und Vermögensbildung), und dafür tragen die Regulierer, denen die Regelsetzung und –überwachung für den Kapitalmarkt obliegt, zumindest eine Mitverantwortung. Denn die „Blase“ wurde nicht nur von strategischem Fehlverhalten und Naivität der Anleger genährt, sondern auch von der Gier – mitunter in Verbindung mit erheblicher krimineller Energie – einiger professioneller Akteure, die entweder mehr oder weniger verdeckt bestehende Regeln brachen oder geschickt Lücken und Grauzonen im Regelwerk nutzten.

Doch die Politik hat inzwischen reagiert. In erstaunlich kurzer Zeit wurde das Vierte in einer Reihe von Gesetzen „zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland“ formuliert und verabschiedet. Ein Kernpunkt des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes war, „den Anlegerschutz durch Erhöhung der Marktintegrität und der Markttransparenz zu verbessern“, um das Vertrauen der Anleger wieder aufzubauen. Durch die Stärkung des Anlegerschutzes sollte die „Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland“ verbessert sowie „die Funktion des Kapitalmarkts als Motor für Wachstum und Beschäftigung“ (BMF 2001) fortentwickelt werden. In diesem Kontext sind die hier betrachteten Regelungen als Teil eines umfassenden Umbaus der deutschen Finanzmarktregulierung zu sehen, der im Einklang mit EU-Richtlinien zur Kapitalmarktregulierung steht. Diese Reregulierungen umfassen neben dem Komplex des 4. FMFG die gleichzeitig stattfindende Reform der Bundesbank und die Verschmelzung der Aufsichtsbehörden des Bundes zur Allfinanzaufsicht BaFin.

Der Zeitpunkt derart umfassender Reformen im Vorfeld der Bundestagswahlen vom 22. September 2002 scheint problematisch. Der parteipolitische Streit im Wahlkampf spiegelte sich zwar in zahlreichen Äußerungen und Positionen der politischen Akteure wider, eine mögliche Überlagerung fachlicher Diskussionen durch sachfremde Konflikte öffentlicher Entscheidungsträger soll hier jedoch im Hintergrund bleiben. Im

Vordergrund stehen statt dessen die Betrachtung der „vertrauensbildenden Maßnahmen“ und eine Analyse der Reaktion der Akteure und Interessengruppen auf dem deutschen Kapitalmarkt. In Anbetracht der Summen, die am und mit dem Kapitalmarkt umgesetzt und erwirtschaftet werden, und der Bedeutung, die ihm als „Zentralnervensystem“ (Sebastian Heilmann) der Volkswirtschaft zukommt, sind je nach Ausmaß der Neuregelungen erhebliche Konflikte zwischen den betroffenen Gruppen zu erwarten. Entlang welcher Linien verliefen diese Konflikte im Bereich des Anlegerschutzes im 4. FMFG? Welche Positionen haben die Parteien eingenommen? Welche Interessen setzten sich warum durch?

Zur Klärung dieser Fragen werden zentrale Regelungskomplexe des Anlegerschutzes aus dem Gesetzentwurf herausgegriffen und auf Konfliktlinien untersucht. Im Folgenden wird dargestellt, ob und wie sich die Konfliktlinien durch die Positionen der Parteien und die Beschlüsse der Ausschüsse von Bundestag und Bundesrat im weiteren Verlauf³ des Entscheidungsprozesses niedergeschlagen haben⁴. Abschließend wird mit Hilfe von Erklärungsansätzen der Neuen Politischen Ökonomie der Versuch unternommen, das Verhalten der Akteure zu erklären. Ich konzentriere mich auf den Zeitraum von der Anhörung der Sachverständigen vor dem Finanzausschuss des Bundestages am 20. Februar 2002 bis zur endgültigen Verabschiedung durch den Bundesrat am 31. Mai 2002 und auf drei zentrale, den Anlegerschutz betreffende Neuregelungen im Wertpapierhandelsgesetz.

2. Anlegerschutz im 4. FMFG - Interessenkonflikte und Konfliktlinien

Das 4. FMFG sollte - unter anderem - „durch Erhöhung der Transparenz auf den Wertpapiermärkten und durch Schaffung der rechtlichen Voraussetzungen zur wirksamen [Bekämpfung]⁵ der Kurs- und Marktpreismanipulation und des Missbrauchs von Ad-hoc-Mitteilungen“ (Finanzausschuss 2002:1) mehr Anlegerschutz bringen. Dafür wurden 27 Gesetze und Verordnungen geändert, das Gesetz entsprach damit einem sogenannten „Artikelgesetz“ (siehe Anhang 2).

Aufgrund des beschränkten Raumes, der in diesem Paper zu Verfügung steht, sollen hier nur die größeren, durch anhaltende und offene Auseinandersetzungen in den Stellungnahmen und in der Anhörung gekennzeichneten Konflikte um den Anleger-

³ Ein detaillierter Überblick über den Gesetzgebungsvorgang zum 4. FMFG findet sich in Anhang 1.

⁴ Aufgrund der Aktualität ist Sekundärliteratur für den empirischen Teil praktisch nicht vorhanden. Daher werden hier neben Presseartikeln vor allem die öffentlich zugänglichen Dokumente von Bundesrat und Bundestag verwendet.

⁵ Im Original „Durchsetzung“ statt Bekämpfung. Wohl ein, wenn auch pikanter, Tippfehler.

schutz im Bereich des Wertpapierhandelsgesetzes⁶ betrachtet werden. Auf der Grundlage des Wortprotokolls der Anhörung der Sachverständigen vor dem Finanzausschuss des Bundestages vom 20.02.2002 und deren schriftlichen Stellungnahmen habe ich mich auf drei Komplexe des Anlegerschutzes im WpHG beschränkt⁷:

- § 15: Verschärfung der Regelungen zur Ad-Hoc-Publizität in Verbindung mit Schadensersatzregelungen bei unterlassenen (§ 37b) oder unwahren (§ 37c) Ad-Hoc-Mitteilungen (12)⁸
- § 15a: Mitteilungspflicht von Aktienkäufen und –verkäufen durch Unternehmensinsider (10)
- § 20a (Verbot) und § 20b (Überwachung): Verschärfung der Regelungen zur Kurs- und Marktpreismanipulation, Überwachung durch die Aufsichtsbehörde des Bundes (18).

Im Folgenden werden zunächst die Akteure im Entscheidungsprozess kurz vorgestellt. Anschließend werden diese drei Komplexe vorgestellt⁹ und die Konflikte zwischen den Interessen und Interessengruppen nachvollzogen, um zugrunde liegende Konfliktlinien offen zu legen.

2.1. Öffentliche und private Akteure auf dem Kapitalmarkt und im Entscheidungsprozess

An den Kapitalmärkten lassen sich, wenn auch nicht immer ganz trennscharf, drei Gruppen von privaten Akteuren unterscheiden: Anleger und Emittenten, die Kapital gegen Wertpapiere tauschen sowie die Intermediäre, welche die Abwicklung des Tausches organisieren (Beike/Schlütz 2001:7; Rudolph / Fischer 2000:372ff).

Auch für den Kapitalmarkt werden die rechtlichen Rahmenbedingungen, die für das

⁶ So ist nach Ansicht des Sachverständigen Schlochtermann von der BSK „die Frage des Anlegerschutzes insbesondere im Wertpapierhandelsgesetz gut geregelt“ (Finanzausschuss 2002:18; vgl. FAZNET 2001a).

⁷ Für den Rechtsanwalt Klaus Rotter ist in seiner Serie in FAZ.NET zum Anlegerschutz im Gesetzentwurf „im Fazit insbesondere die ausdrückliche Regelung eines Schadensersatzanspruches bei Verstößen gegen die Ad-Hoc-Publizität zu begrüßen. Gleiches gilt für die Verschärfung des Verbots der Kursmanipulation und die Mitteilungspflichten der verantwortlichen Organe börsennotierter Unternehmen über getätigte Wertpapierkäufe und -verkäufe.“ (FAZNET 2001).

⁸ In Klammern die Anzahl der Akteure, die sich in ihren Stellungnahmen anlässlich der Anhörung zum 4.FMFG vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002 zum jeweiligen Paragraphen geäußert haben (Finanzausschuss 2002).

⁹ Ein Überblick über den Wortlaut der Änderungen durch den Gesetzentwurf findet sich in Anhang 3.

Funktionieren des Marktes unverzichtbar sind, von öffentlichen Entscheidungsträgern gesetzt. Da die Rahmenbedingungen direkten Einfluss auf die Profitchancen der privaten Akteure haben, lassen diese ihre spezifischen Interessen im politischen Entscheidungsprozess von professionellen Interessenorganisationen vertreten, deren Funktionäre auch als Lobbyisten bezeichnet werden (vgl. Rudzio 2000:93).

Die Interessen der Klein- und Privatanleger werden hauptsächlich von der Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre sowie der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz vertreten. Für die Gruppe der Institutionellen Anleger, bei denen es sich zumeist um Finanzintermediäre handelt, existiert keine übergreifende Interessenorganisation. Vielmehr gibt es dem jeweiligen Geschäftsbereich entsprechend individuelle Branchenverbände wie beispielsweise den Bundesverband Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungs-Gesellschaften oder den Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft. Die Interessenorganisationen der Intermediäre stellen die größte Gruppe. Um nur einige zu nennen: Der Zentrale Kreditausschuss als Dachverband der Bankenverbände, die Bundesverbände der Kursmakler, der Finanzintermediären der Wertpapierhandelsfirmen sowie die Verbände der Finanzdienstleistungsinstitute und der Auslandsbanken. Außerdem lassen zahlreiche, einzelne Intermediäre, vor allem die Börsenplätze, ihre Interessen von eigenen, professionellen Lobbyisten vertreten. Die Interessen der Emittenten werden vom Deutschen Aktieninstitut sowie dem Bundesverband der Industrie und dem Deutschen Industrie- und Handelskammertag wahrgenommen.

Daneben existieren im Entscheidungsprozess zwei weitere Akteursgruppen: Die öffentlichen Entscheidungsträger sowie Sachverständige aus Wissenschaft und indirekt berührten Branchen, wie beispielsweise die Berufsverbände der Steuerberater und der Rechtsanwälte. Unter den öffentlichen Akteuren sind die Vertreter der Aufsichtsbehörden des Bundes¹⁰ und die Vertreter der Exekutive sowie auf der Ebene des deutschen Föderalismus die Vertreter der Länder und der Länderaufsichtsbehörden hervorzuheben.

¹⁰ Am 1. Mai 2002 sind die Bundesämter für das Versicherungs- (BAV) und Kreditwesen (BAKred) sowie den Wertpapierhandel (BAWe) zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) verschmolzen. Da der Entscheidungsprozess zum 4. FMFG zu diesem Zeitpunkt noch im Gange war und hier nur der Bereich des Wertpapierhandels betrachtet wird, ist in der vorliegenden Arbeit noch vom BAWe die Rede.

Im Folgenden sollen die Äußerungen und Positionen dieser Akteure¹¹ zu den drei genannten Regelungskomplexen im Entscheidungsprozess zum 4. FMFG analysiert werden.

2.2 Verschärfung der Ad-Hoc-Mitteilungspflicht

Die ursprüngliche Regelung verpflichtete Emittenten, kursrelevante Tatsachen zu veröffentlichen, um den Marktteilnehmern die für die Kauf- oder Verkaufentscheidung nötigen Informationen zur Verfügung zu stellen. Offenbar wurde dies nicht als ausreichend empfunden, denn das Ziel der „Konkretisierung der Vorschriften zur Ad-Hoc-Publizität“ (BMF 2001b:5) im neuen § 15 des WpHG war die weitere „Verbesserung der Transparenz“ (ebd.) an den Kapitalmärkten. Um Vergleichbarkeit zu gewährleisten, wurde neuerdings die Verwendung „im Geschäftsverkehr üblicher Kennzahlen“ (BMF 2001a:57) vorgeschrieben. Unwahre Meldungen mussten nun „unverzüglich“¹² korrigiert werden (ebd.). Die Mitteilung überflüssiger Inhalte wurde verboten, was nach Auffassung des BAWe ein notwendiges Verbot „verdeckter Werbung“ in Ad-Hoc-Mitteilungen als „Reaktion auf bisherige Mißstände“ (BAWe 2002:140) darstellte. Verstöße gegen die Publizitätspflichten nach § 15 wurden als Ordnungswidrigkeiten mit Bußgeldern sanktioniert. Bezüglich dieser Neuregelungen herrschte offenbar Konsens unter den Akteuren¹³. Nach Auffassung von SDK und DAI wurde durch die Verwendung „üblicher Kennzahlen“ die Vergleichbarkeit erhöht und dadurch mehr Transparenz für Anleger geschaffen. Die Verpflichtung zur „unverzüglichen Berichtigung“ unrichtiger bzw. unvollständiger Mitteilungen trug zum zweiten erklärten Ziel des 4. FMFG, der Verbesserung der Marktintegrität, bei. Nach den Erfahrungen mit der „Flut von missbräuchlichen Ad-Hoc-Mitteilungen bei Neuen-Markt-Werten“ (DSW

¹¹ Eine genaue Auflistung der zur Anhörung geladenen Sachverständigen und Interessengruppenvertreter findet sich in Anhang 4.

¹² Allerdings besteht hier Konkretisierungsbedarf, wie ein Vorstandsmitglied des Bundesverbands der Wertpapierhandelsfirmen in der Börsenzeitung einen Tag nach der Anhörung deutlich macht: „Was in diesem Zusammenhang unter 'Unverzüglichkeit' (...) in zeitlicher Hinsicht zu verstehen ist, bedarf wegen des generalklauselartigen Charakters des Begriffs der rechtlichen Klärung, zumal dies (...) zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit führt. Der Hinweis auf die Legaldefinition in § 121 BGB, wonach die Unverzüglichkeit zu bejahen ist, wenn kein 'schuldhaftes Zögern' vorliegt, bedarf daher einer an der Praxis orientierten Präzisierung.“ Das BAWe sei in diesem Bereich jüngst aktiv geworden. „Anlass hierfür war die Beobachtung des BAWe, dass im Jahr 2001 ca. 60% aller über elektronische Medien verbreiteten Ad-hoc-Meldungen montags bis freitags in der Zeit von 7.00 bis 9.00 Uhr (...) veröffentlicht wurden. Das BAWe sieht hierin offensichtlich Anhaltspunkte dafür, dass diese Ad-hoc-Meldungen (...) zur Vermeidung von Kursaussetzungen und sonstiger negativer Auswirkungen auf den Aktienkurs zeitverzögert erst am nächsten Morgen bekannt gegeben wurden.“ (Börsenzeitung 2002).

¹³ Dieser Konsens äußert sich entweder in ausdrücklicher (BAWe 2002:140) oder stillschweigender Zustimmung der restlichen Akteure zu den Neuerungen.

2001:2) dürften sämtliche Marktteilnehmer ein Interesse daran gehabt haben, durch zwei nachvollziehbare und mit geringem Kostenaufwand verbundene Regelungen verlorenes Vertrauen wieder aufzubauen.

Anders sieht es aus bei den mit Verstößen gegen die Ad-Hoc-Mitteilungspflichten verbundenen, neu eingeführten Schadensersatzregelungen in § 37 b und c des WpHG. § 37b beinhaltete Schadensersatzansprüche bei unterlassener, unverzüglicher Veröffentlichung, während § 37c Schadensersatz bei Veröffentlichung unwahrer Mitteilungen zusprach. Die Beweislast lag beim Emittenten, der nachweisen mußte, dass der Verstoß nicht vorsätzlich oder grob fahrlässig erfolgt war. Der Anspruch verjährte ein Jahr, nachdem der Geschädigte von dem Verstoß erfuhr, spätestens nach drei Jahren (BMF 2001a:65-67). Die Konflikte zwischen den Akteuren¹⁴ sich im wesentlichen um folgende Fragen:

- Welche Haftungstatbestände gelten? Reicht grobe Fahrlässigkeit aus oder muß vorsätzliches Handeln vorliegen? Erstreckt sich die Haftung nur auf fehlerhafte Ad-Hoc-Mitteilungen oder auch auf Interviews, Reden und sonstige Äußerungen?
- Haften die verantwortliche Organmitglieder oder die Aktiengesellschaft? Müssen also die Verantwortlichen in der Unternehmensführung für Schadensersatzforderungen persönlich mit ihrem Privatvermögen einstehen oder werden Forderungen mit Mitteln des Unternehmens ausgeglichen?

Auch in der Frage, ob Vorsatz oder bereits grobe Fahrlässigkeit die Grundlage für Schadensersatzforderungen bildet, zeigte sich eine deutliche Differenz zwischen den Akteuren. Das DAI (DAI 2002:371), BDI/DIHK (BDI/DIHK 2002:402) sowie der ZKA (ZKA 2002:154) und damit drei „Schwergewichte“ auf Seiten der Brancheninteressen beklagten einhellig die durch den anspruchsbegründenden Haftungstatbestand der groben Fahrlässigkeit entstehende Rechtsunsicherheit für die Unternehmen und forderten eine Beschränkung auf Vorsatz. Die vorgesehene Regelung würde dazu führen, dass bei negativer Kursentwicklung Anleger auf Fahrlässigkeit klagen würden, woraufhin die „Unternehmen den Klägern den „Lästigkeitswert“ solcher Verfahren

¹⁴ Zu § 15 und bzw. oder §§ 37 b,c äußerten sich folgende Sachverständige: BAWe, BDI/DIHK, BSK, DAI, DSW, Gruppe Deutsche Börse, Kanzlei Tilp & Kälberer, Prof. Gerke, Prof. Schwark, SDK, VZBV und der ZKA.

durch Vergleichszahlungen abkaufen“ (DAI ebd.) würden, um selbst bei Unschuld „die negative Publizität einer Klage im Interesse aller Aktionäre und der Gesellschaft durch und während des Verfahrens zu vermeiden“ (BDI/DIHK ebd.). Daher forderten der ZKA (ZKA ebd.), das DAI (DAI ebd.) und BDI/DIHK (BDI/DIHK 2002:403) eine Beschränkung der Schadensersatzpflicht auf Vorsatz. Die Anlegerseite hüllte sich, was die Frage der negativen Folgen für die Unternehmen durch eine Stärkung des Schutzes der Anleger über die Haftungstatbestände angeht, in Schweigen.

Die BSK (BSK 2002:145), die SDK (SDK 2002:456), die VZBV (VZBV 2002:460) und Prof. Gerke forderten überdies eine Ausweitung der Haftungstatbestände, indem dafür plädiert wurde, jede Art von „kapitalmarktrelevanten Informationen“ (BSK ebd.), also auch Äußerungen in Form von Interviews, Pressemitteilungen oder Reden auf Aktionärsversammlungen außerhalb von Ad-Hoc-Mitteilungen zu erfassen¹⁵. Die VZBV (VZWB 2002:460) und die Sachverständigen der Kanzlei Tilp&Kälberer (Tilp&Kälberer 2002:538) sahen überdies eine Aufweichung des Anlegerschutzes durch die Formulierung „Tatsachen“ in § 15 und traten statt dessen für eine Ausdehnung der Haftungstatbestände auf alle kapitalmarktrelevanten „Angaben“ wie bspw. Prognosen in Form von Gewinnerwartungen ein. Diesbezüglich war wiederum seitens der Branchenverbände keine Position erkennbar. Ohne einen entsprechenden Nachweis führen zu können, ließe sich daraus der Schluß ziehen, dass diese doch recht offensichtliche Schwäche und Inkonsistenz des Entwurfes den Branchenverbänden durchaus bewusst war und man diesbezüglich „schlafende Hunde“ besser nicht wecken mochte. Angesichts der zu erwartenden hohen Kosten einer derartigen Ausweitung der Haftungstatbestände ist allerdings für den Fall, dass entsprechende Formulierungen eingebracht werden, mit erbittertem Widerstand seitens der Branchenverbände zu rechnen.

Die im Entwurf vorgesehene Haftung der Gesellschaft und nicht der verantwortlichen Funktionsträger persönlich für Verstöße gegen die Vorschriften zur Ad-Hoc-Publizität stieß auf breiten Widerstand: Von den Akteuren, die überhaupt Position bezogen haben, kritisierten nur der ZKA, die Gruppe Deutsche Börse AG und die Kanzlei Tilp & Kälberer nicht ausdrücklich die vorgesehene Regelung. Die übrigen Sachverständigen – bis auf die SDK - hoben hervor, dass eine Haftung der Gesellschaft „dem Kapitalerhaltungsprinzip und dem Gläubigerschutz“ (Schwark 2002:108; DAI 2002:371) widerspräche, die Gesamtheit der Aktionäre schädige (BDI/DIHK 2002:403) und so-

¹⁵ Siehe dazu Fußnote 16.

mit einer persönlichen Haftung der verantwortlichen Vorstände vorzuziehen¹⁶ oder nach Ansicht der SDK zusätzlich zur Haftung der Gesellschaft einzuführen sei (BSK 2002: 145; Gerke 2002:96; DAI ebd.; SDK 2002:457; VZWB 2002:461). BDI/DIHK bezogen hier wiederum eine markante Position: Aus der oben erläuterten Rechtsunsicherheit aufgrund des Haftungstatbestands der groben Fahrlässigkeit in Verbindung mit der offensichtlich problematischen Haftung der Gesellschaft wurde geschlossen, dass „der Gesetzgeber die Befugnisse des Bundesaufsichtsamtes erweitern, weiterhin jedoch den Aktienkäufern und Aktienverkäufern keine Klagemöglichkeiten gegen den Emittenten eröffnen oder diese Klagemöglichkeiten auf die Verbreitung von vorsätzlich falschen Ad-Hoc-Meldungen beschränken“ (BDI/DIHK 2002:403) sollte. Wiederum nahmen BDI/DIHK mit ihrem Vorschlag im vorliegenden Material eine exponierte und isolierte Position ein. Während das DAI (DAI 2002:371) und der ZKA (ZKA 2002:154) zumindest in der Beschränkung auf Haftung und Schadensersatz für vorsätzliches Handeln mit BDI/DIHK übereinstimmten¹⁷, könnte mit dem Vorschlag von BDI/DIHK (der völligen Abschaffung jeglicher Schadensersatzansprüche) eine Maximalforderung vorzuliegen, die in die Verhandlungsmasse eingebracht wurde, um als von vorneherein unhaltbare Position eventuell noch gegen Zugeständnisse aufgegeben zu werden. Eine andere Erklärung wären Interessenkonflikte¹⁸ der Verbandsfunktionäre, die - als Führungskräfte - auf der einen Seite zu Loyalität gegenüber ihrem Unternehmen und nutzenmaximierendem Verhalten in dessen Interesse verpflichtet sind, auf der anderen Seite aber auch eigene Interessen haben. Während sie im Interesse ihres Arbeitgebers (des Prinzipals) die Haftung der Gesellschaft kritisierten, lehnten sie in ihrem eigenen Interesse (als Agenten) eine persönliche Haftung ab oder versuchten, diese weitestgehend auf Vorsatz zu beschränken.

¹⁶ Dieser Ansicht schloss sich der 64. Deutsche Juristentag mit einer knappen Mehrheit von 27 zu 26 Stimmen an. Diese „Informationshaftung“ solle nicht nur für Ad-Hoc-Mitteilungen, sondern für „sämtliche Pflichtveröffentlichungen wie Jahresabschlüsse oder Zwischenberichte“, aber „auch für freiwillige Angaben zum Beispiel bei Interviews oder Analystengesprächen“ gelten (SZ 2002b:31). Wohlgedemerk: Die Themen für den Juristentag wurden bereits zwei Jahre zuvor festgelegt (SZ 2002c:23).

¹⁷ Zur Erinnerung: das DAI ist der „Verband der börsennotierten Aktiengesellschaften“. Der ZKA ist der Dachverband der Bankenverbände, also steht er als Interessenvertretung der Großbanken für einige der größten Emittenten im DAX. Die Ursache für die durchaus moderate Position des ZKA ist darin zu sehen, dass die Großbanken nicht nur Intermediäre und Emittenten, sondern auch Institutionelle Anleger sind. Nichtsdestotrotz wird sich im Verlauf dieser Arbeit zeigen, dass die Interessenlage der institutionellen Anleger, wie sie durch den ZKA artikuliert wird, eher den Brancheninteressen als den durch SDK, DSW und VZBV vertretenen Anlegerinteressen zuzuordnen ist.

¹⁸ Derartige Interessenkonflikte werden in der Ökonomischen Theorie der Institutionen im Zweig der Prinzipal-Agenten-Theorie als „Agency-Probleme“ bezeichnet, bei denen „der Agent gegenüber dem Prinzipal Informationsvorsprünge besitzt und eigeninteressierte Ziele verfolgt, die konträr zu denen des Prinzipals sind“ (Behrends 2001:92-93).

2.3 Veröffentlichungspflicht von „Director’s Dealings“ bzw. Insidergeschäften

Der neue § 15a verpflichtete Unternehmensinsider¹⁹, Transaktionen von Papieren des eigenen Unternehmens „unverzüglich“²⁰ dem Unternehmen und der Aufsichtsbehörde mitzuteilen. Ehepartner, eingetragene Lebenspartner und Verwandte ersten Grades der Insider sowie Insider eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens wurden ausdrücklich eingeschlossen. Das Unternehmen hatte die Information entweder auf seiner Homepage oder in einem „überregionalen Börsenpflichtblatt“ zu veröffentlichen (BMF 2001a:58f). Damit sollte ebenfalls die Transparenz am Markt verbessert werden, denn derartige Veröffentlichungen bieten Anlegern „Anhaltspunkte für die Einschätzung der weiteren Geschäftsaussichten durch die Unternehmensleitung“ (BMF 2001b:6), verbessern damit die Informationsgrundlage für die Kauf- oder Verkaufsentscheidung und steigern durch mehr Chancengleichheit die Integrität des Kapitalmarkts.

Über die Notwendigkeit und Zweckmäßigkeit einer derartigen Regelung schien auch hier Konsens zu bestehen. Übereinstimmung herrschte ebenfalls hinsichtlich des Bedarfs an einer im Entwurf nicht enthaltenen Bagatellgrenze für die Meldepflichtigkeit, da ansonsten ein „Papier aufgrund einer Petitesse unter Druck“ (DAI 2002:364) geraten könnte²¹. Die Debatte drehte sich vor allem um zwei Fragen²²:

- Muss die Meldung der Transaktion bereits im Vorfeld oder erst im Nachhinein erfolgen?
- Ist die Reichweite der Meldepflicht auf Transaktionen von Primärinsidern und deren Verwandten ersten Grades angemessen?

Im 4. FMFG existieren nur wenige Regelungen, bei denen die Positionen der Akteure derart deutlich die Konfliktlinien zwischen Anleger- und Brancheninteressen offenba-

¹⁹ Als Insider wird nach § 14 WpHG bezeichnet, wer „als Mitglied des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans oder als persönlich haftender Gesellschafter des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens, aufgrund seiner Beteiligung am Kapital des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens oder aufgrund seines Berufs oder seiner Aufgabe (...) Kenntnis von einer nicht öffentlich bekannten Tatsache hat, die (...) geeignet ist, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs (...) erheblich zu beeinflussen“ (Bundesministerium der Justiz 2002).

²⁰ Siehe dazu Fußnote 12.

²¹ Der Vorschlag des DAI lautete hier, analog zum „Entwurf eines Corporate Governance-Kodex“ eine Bagatellgrenze in Höhe von einem Prozent der umlaufenden Geschäftsanteile einzuführen (DAI 2002:365).

²² Zu § 15a äußerten sich folgende Sachverständige: BAWe, BDI/DIHK, BSK, DAI, DSW, Gruppe Deutsche Börse, Prof. Gerke, Prof. Rudolph, SDK und der ZKA.

ren. Einerseits standen die Anlegerinteressen mit Prof. Gerke (Gerke 2002:95), der DSW (DSW 2002:3) und der SDK (SDK 2002:453), die eine Vorabmeldung aufgrund des Informationswertes befürworteten und im Falle der SDK der Auffassung waren, „dass es angemessen ist, wenn dieses Risiko der Meldepflichtige trägt“ (SDK ebd.). Im Gegensatz dazu warnten die Branchenvertreter, dass aufgrund der Möglichkeit, „dass in einem Zeitraum, wie er sich zwischen der Meldung und dem Ausführungsdatum ergeben kann, grundlegende Änderungen am Markt eintreten“ können und es „unstatthaft“ wäre, das Organmitglied zu verpflichten, an seinem ursprünglichen Plan festzuhalten (DAI 2002:366). Außerdem könne „eine solche Absichtserklärung dazu missbraucht werden, in manipulativer Absicht Signale an den Markt zu geben“ (ebd.; Gruppe Deutsche Börse 2002:301)²³. Auch hier stachen BDI/DIHK mit einer bemerkenswerten Position hervor: „Soweit das Gesetz Insiderhandel durch Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats unterbinden will, würde es genügen, wenn der betreffende Personenkreis nach Ende eines jeden Kalenderjahres gegenüber dem Aufsichtsamt schriftlich mitteilen muß, inwiefern und ggf. wann entsprechende Wertpapiergeschäfte getätigt wurden“ (BDI/DIHK 2002:407). Offensichtlich hatten sich die Sachbearbeiter von BDI/DIHK nur unzureichend in die Materie und die Begründungen des BMF zum Gesetzentwurf eingearbeitet. Das Gesetz sollte nicht den Insidern ein Handelsverbot auferlegen, sondern der Öffentlichkeit die Informationen, die in einer Insidertransaktion an sich enthalten sind, möglichst schnell und umfassend zugänglich machen, um damit die Informationsasymmetrie zwischen Insidern und dem übrigen Markt zu beheben (Vgl. BMF 2001c:50). In der zitierten Form stellte die Forderung jedenfalls einen deutlichen Versuch dar, den anlegerschützenden Kern des § 15a entscheidend aufzuweichen.

Unter den Sachverständigen, die sich zu dieser Frage geäußert haben, war man sich zwar über die Unzweckmäßigkeit der bestehenden Regelung (Meldepflicht bei Verwandtschaft ersten Grades) einig, allerdings offenbar aus unterschiedlichen Beweg-

²³ Auffallend ist, dass das BAWe wie auch die BSK - mit dem Hinweis auf das Risiko einerseits einer „Desinformation“ bei entgegen einer Ankündigung nicht getätigten Transaktionen (BAWe 2002:137) sowie andererseits analog zu den genannten die Gefahr des Missbrauchs (BSK 2002:143) - Position zuungunsten der Anlegerseite bezogen. Die Ursache hierfür liegt möglicherweise in dem Umstand, dass die Forderung nach einer Vorabmeldung geplanter Transaktionen massiv durch die Vertreter des Bundesrates geäußert wird (BSK 2002:143; Financial Times Deutschland 2002). Denkbar wäre, dass die Bundesregierung (in der Anhörung eben vor allem durch die BSK, aber auch das BAWe vertreten) einerseits dem Bundestag keinen „Punkt“ gönnen will, um Gesicht zu wahren und Stärke im (partei)politischen Streit zu zeigen, andererseits aber auch - getreu dem Konzept des „Politischen Unternehmers“ (Behrends 2001:65-68) - die Balance zwischen Anleger- und Brancheninteressen wahren möchte.

gründen. Auf der Emittentenseite kritisierte man die vorgesehene Regelung²⁴ und forderte, dass statt dessen Transaktionen von Personen, die dem Haushalt des Primärinsiders angehören, gemeldet werden sollten (ZKA 2002:154; DAI 2002:367; BDI/DIHK 2002:407). Nach Ansicht des DAI war ein „Unterschied zwischen z.B. (meldepflichtigen) Kindern mit eigenem Hausstand und (nicht meldepflichtigen) Lebensgefährten / -innen, die in der selben Wohnung wie das Vorstandsmitglied leben“ nicht nachvollziehbar (DAI 2002:367). Der gleichen Ansicht waren auch der ZKA (ZKA ebd.) und BDI/DIHK, nach deren Auffassung zumindest alle „volljährigen Kinder, die nicht mehr zum Haushalt der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats gehören, von der Meldepflicht befreit sein“ sollten (BDI/DIHK ebd.).

Demgegenüber sah die SDK den meldepflichtigen Kreis „zwar (...) schon weiter, aber noch nicht weit genug“. Vielmehr sollten auch Kapitalgesellschaften, die aus steuerlichen Gründen gebildet wurden und den Vorständen bzw. ihrer Familie gehören, erfasst werden (SDK 2002:452). Die SDK sah also die Geltung der Meldepflichtigkeit für Verwandte ersten Grades nicht als unzumutbar, sondern als unzureichend im Interesse des Anlegerschutzes an. Während die SDK wohl aus der (berechtigten) Kritik der Emittentenverbände gefolgert hätte, dass neben dem Verwandtschaftsgrad auch die Haushaltszugehörigkeit Grundlage für Meldepflichtigkeit sein sollte, dürfte sich die Zustimmung der Gegenseite zu den Forderungen der SDK in Grenzen gehalten haben.

2.4 Regelungen zur Marktmanipulation

Inhalt der Neuregelungen des § 20a waren das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation. Darunter fallen „unrichtige Angaben“ über kursrelevante Umstände, das Verschweigen derselben oder der Versuch, über „sonstige Täuschungshandlungen Einfluss auf den Preis eines Wertpapiers zu nehmen“²⁵ (BMF 2001a; siehe Anhang

²⁴ „Ob es wahrscheinlich ist, dass publizitätsscheue Führungskräfte tatsächlich nahe Familienangehörige als „Strohleute“ nutzen würden, mag dahinstehen. Jedenfalls erscheint die Erstreckung der Meldepflicht auf Verwandte ersten Grades eher willkürlich“ (DAI 2002:367). Offenbar ist die „Publizitätsscheue“ zumindest für Bodo Schnabel von Comroad kein Hindernis gewesen, seine Tochter als „Strohkind“ zu benutzen: „Aus den Depots des Paars und seiner minderjährigen Tochter seien insgesamt knapp 29 Mio. EUR Erlöse erzielt worden“ (SZ 2002a:19; Siehe auch Fußnote 25).

²⁵ Im Laufe der Entstehung dieses Papers wurde die erste Klage gegen einen Manager des Neuen Markts wegen Kursmanipulation und Insiderhandel eingeleitet. Die Hauptverhandlung gegen den ehemaligen Comroad-Vorstandschef Bodo Schnabel und seine Ehefrau Ingrid fand am 17.10.2002 statt. Nach Angaben der Süddeutschen Zeitung sprach die Anklage „von Kursbetrug, weil das Ehepaar durch gefälschte Unterlagen Geschäftsvorgänge fingiert und die falschen Ergebnisse der Öffentlichkeit präsentiert habe, um den Kurs nach oben zu treiben. Insiderhandel liege vor, weil die Beschuldigten den Kursanstieg für Aktienverkäufe genutzt hätten, obwohl sie von den fingierten Geschäften wussten.“ (SZ 2002a:19). Der geständige Bodo Schnabel wurde „wegen gewerbsmäßigen Betrugs,

3). Das Finanzministerium erhielt die Ermächtigung, Verordnungen zu erlassen, um kursrelevante Umstände, sonstige Täuschungshandlungen oder Handlungen, die ausdrücklich nicht unter das Verbot fallen, näher zu konkretisieren. Diese Verordnungsermächtigung kann auf das BAWe übertragen werden (ebd.). In § 20b wurde die Aufsichtsbehörde des Bundes mit der Überwachung des Verbots in § 20a beauftragt und es wurden das Überwachungsverfahren sowie die entsprechenden Kompetenzen festgelegt. Die Positionen der Akteure²⁶ drehten sich um zwei Schwerpunkte:

- Die Zuordnung der Aufsichtskompetenz
- Rechtssicherheit in der Formulierung der Tatbestände

Im Gesetzentwurf waren die Regelungen zur Kurs- und Marktpreismanipulation Teil des Wertpapierhandelsgesetzes und damit Kompetenzbereich der Aufsichtsbehörde des Bundes. Die Länder forderten demgegenüber die Regelung der Kurs- und Marktpreismanipulation im Börsengesetz, womit die Überwachung Aufgabe der den Länderwirtschaftsministerien untergeordneten Börsenaufsichtsämter geworden wäre. In der Anhörung wurde diese Position durch den AKLBW sowie den Vertreter der Länder in der BSK vertreten.

Prinzipiell wurde die Aufsichtshoheit des Bundes von allen Akteuren - bis auf den AKLBW sowie den Vertreter der Länder in der BSK - begrüßt. Keiner der wissenschaftlichen Sachverständigen und keiner der Vertreter der Marktakteure befürwortete die Forderung der Länder. Mit dem ZKA und BDI/DIHK stellten sich zwei Schwergewichte prinzipiell explizit hinter den Gesetzentwurf und monierten nur technische Fragen. Die wissenschaftlichen Sachverständigen Gerke, Rudolph und Schwark befürworteten ausdrücklich vor allem der Effizienz und Transparenz wegen eine zentrale Überwachung durch das BAWe. Der BVI monierte sogar ausdrücklich die „viele Zeit und Energie (...), die Bund und Länder in die Lösung derartiger Zuständigkeitsfragen investieren“, wo doch nach einhelliger Meinung eine „effektive Verhinderung und Bekämpfung von Marktmanipulation“ (BVI 2002:378) als „eine der Grundvoraussetzungen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes“ (DAI

2002:372) „sinnvollerweise nur zentral wahrgenommen werden“ (BVI ebd.) könne. Insiderhandels und Kursbetrugs“ zu sieben Jahren Haft, seine Ehefrau zu 2 Jahren Haft auf Bewährung verurteilt. Außerdem wurde eine Geldstrafe von rund 20 Millionen Euro verhängt (Manager-Magazin 2002).

²⁶ Zu den §§ 20 a,b äußerten sich folgende Sachverständige: AKLBW, Baden-Württembergische Wertpapierbörse, BAWe, BDI/DIHK, BSK, BVI, DAI, DSW, DVFA, Gruppe Deutsche Börse, Kanzlei Tilp & Kälberer, Prof. Gerke, Prof. Rudolph, Prof. Schwark, SDK, VAB, VZBV und der ZKA.

vollerweise nur zentral wahrgenommen werden“ (BVI ebd.) könne. Das BAWe, die DAI und auch die Anlegerschutzverbände DSW und SDK sahen außerdem die Aufsichtskompetenz bei der Bundesanstalt in den richtigen Händen, da das BAWe erprobtes Know-How und langjährige Erfahrung in der Verfolgung von Insiderhandel habe und außerdem „Insiderhandel und Marktmanipulation zwei Seiten einer Medaille seien“ (SDK 2002: 454). Die Gruppe Deutsche Börse führte auf, dass bei einer Überwachung durch die Länder schlimmstenfalls 16 Definitionen von Manipulation zu beachten sein dürften, was „keine Antwort auf die Bedürfnisse des Marktes“ sei (Gruppe Deutsche Börse 2002: 302).

Dem Argument des AKLBW der „größeren Sachnähe und Vernetzung“ (AKLBW 2002:128) der Börsenaufsicht der Länder in Verbindung mit den Handelsüberwachungsstellen der Börsenplätze wurde von Prof. Dr. Rudolph und der Gruppe Deutsche Börse eine grundsätzliche Kritik an der Aufsichtskompetenz der Länder bzw. der „ineffizienten“, dreistufigen Aufsicht (Handelsüberwachung, Länderaufsicht, Bundesanstalt) entgegengehalten²⁷. Die Gruppe Deutsche Börse sah darin einen „unangemessenen Kostenanstieg, der angemessener Haushaltsführung widerspricht“ (Gruppe Deutsche Börse 2002: 302), mithin also eine Verschwendung von Steuergeldern. Insoweit sollte nach Rudolph konsequenterweise die Börsenaufsicht als „vierte Säule“ der Finanzdienstleistungsaufsicht etabliert²⁸ (Rudolph 2002:101) und den Ländern folglich jegliche Aufsichtskompetenz entzogen werden, um eine einheitliche Regulierungsbehörde einzurichten, wie sie auch die einschlägigen Richtlinien der EU vorsehen (Westerheide 2002).

An diesem Punkt zeigte sich deutlich das unterschiedliche Verhältnis von Branchen- und Anlegerinteressen zu einer verschärften Regulierung. Während die DSW (DSW 2002:2) sich in dieser Frage ausschwig, hielt auch die SDK eine nähere Konkretisierung der Täuschungstatbestände für nötig (SDK 2002:454), da die Formulierung „sonstige Täuschungshandlungen“ im Gesetzentwurf „zu weich“ sei und aufgrund ihrer Unbestimmtheit „verfassungsrechtliche Bedenken“ (ebd.) begründe. Diese An-

²⁷ Vgl. dazu Prof. Holger Fleischers Kritik an der „Zersplitterung der Börsen- und Handelsaufsicht“ und seine Empfehlung einer gemeinsamen „Bund-Länder-Behörde mit dezentralen Außenstellen an den Börsenplätzen“ (SZ 2002:19). Einer derartige Regelung liefe konform zur EU-Kapitalmarkttrichtlinie mit der Forderung nach einer zentralen Aufsichtsbehörde, dürfte aber schwer durchzusetzen sein und mit einiger Wahrscheinlichkeit im Kompetenzstreit versanden. Ein Ausweg könnte in einer „operativ unabhängigen, aber der Öffentlichkeit verantwortlichen“ (vgl. Wellons 1999:30) Behörde nach dem Vorbild der SEC liegen. Möglicherweise würde dies auch die Zustimmung der Länder finden, da somit eine „Bevormundung“ der Aufsicht durch den Bund nahezu ausgeschlossen wäre. Andererseits brächte dies ein erhöhtes Risiko einer „regulatory capture“ (Behrends 2001:77.78) mit sich.

²⁸ Auch der 64. Deutsche Juristentag sprach sich am 20.09.2002 dafür aus, „die dezentrale Länderaufsicht über die Börsen durch eine bundeseinheitliche zu ersetzen“ (SZ 2002c: 31).

sicht teilten der ZKA (ZKA 2002:152-153), die Gruppe Deutsche Börse (Gruppe Deutsche Börse 2002:302-303), der VAB (VAB 2002:396), BDI/DIHK (BDI/DIHK 2002:405-406) und die DVFA (DVFA 2002:513), wenn auch bei diesen die Intention - zumindest bei BDI/DIHK - nicht die Stärkung des Anlegerschutzes war: Kritikpunkt dieser fünf Verbände war, dass rechtssicher „zwischen erlaubtem Handelsgeschehen und verbotener Marktmanipulation abgegrenzt werden müsse“ (ZKA 2002:152), weswegen die Kursbeeinflussungsabsicht als Abgrenzungskriterium unbedingt erhalten bleiben müsse. BDI/DIHK nahmen allerdings ihre Aufgabe als Interessenvertretung der Emittenten auffallend ernst, indem gefordert wurde, „dass der Vorsatz den Erfolg der Kurs- und Marktpreismanipulation (...) mit zu umfassen“ (BDI/DIHK 2002:406) habe. Folglich wäre der Versuch nicht mehr strafbar: Erst wenn der Kurs tatsächlich beeinflusst würde und dies auch nachgewiesen werden könnte, wäre eine Straftat gegeben. Schon in der Tatsache, dass Vergleichbares in dem mir vorliegenden Material von keiner weiteren Seite gefordert wurde, ist der Versuch, die Regelungen zur Manipulationsbekämpfung einseitig zu Gunsten der Emittenten bzw. der manipulationsfähigen Insider aufzuweichen, deutlich erkennbar.

2.5 Zwischenergebnis: Konfliktlinien um den Anlegerschutz im 4. FMFG

In den Äußerungen der Sachverständigen der Interessengruppen zum Gesetzentwurf des 4. FMFG lassen sich zwei Konfliktlinien ausmachen:

- Die föderale Konfliktlinie: Der Streit zwischen Bund und Ländern um die Aufsichtskompetenz zu den Paragraphen 20a,b;
- Die funktionale Konfliktlinie: Der Konflikt zwischen Anleger- und Brancheninteressen, der zwar auf einem interdependenten Verhältnis der beiden Seiten basiert, sich aber letztlich in klar erkennbar unterschiedlichen Ansichten über die konkrete Gestaltung der Paragraphen 15, 15a, 20 sowie 37b und c zeigt.

Im Folgenden wird zu klären sein, ob sich diese Konfliktlinien im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens in Modifikationen niederschlagen. Dabei ist insbesondere darauf zu achten, ob sich gemäß der Ökonomischen Theorie der Interessengruppen (Olson 1992; Offe 1969) oder der Theorie des politischen Unternehmers (Wagner 1966; Behrends 2001:65-68) abzeichnet, dass bestimmte Interessengruppen größeren Erfolg bei der Artikulation ihrer Interessen haben als andere. Das Ergebnis wird

aber auch davon abhängen, wie die Verhandlungsprozesse zwischen den gesetzgebenden Organen Bundesrat und Bundestag ausgehen. Dafür werden zunächst die Positionen der Parteien beleuchtet.

3. Der Entscheidungsprozess von der Anhörung bis zum Vermittlungsverfahren

3.1 Die Orientierungen der Parteien in der Anhörung vor dem Finanzausschuss

Um Aussagen darüber zu treffen, ob es unterschiedliche bzw. spezifische Orientierungen der Parteien zu bestimmten Interessen gibt, wurde eine Inhaltsanalyse des Wortprotokolls der Anhörung der Sachverständigen vorgenommen (Anhang 5). Die erste Tabelle zeigt das Ergebnis einer Einteilung der von den nach Parteien sortierten Ausschussmitgliedern gestellten Fragen in die Bereiche „Anleger“- und „Brancheninteressen“ sowie „Sonstiges“. In der zweiten Tabelle ist dargestellt, an welche Sachverständigen die Ausschussmitglieder der jeweiligen Partei ihre Fragen richteten. Es bietet sich ein interessantes Bild, das den Stereotypen der deutschen Parteienlandschaft durchaus entspricht: Die traditionelle Bindung der Union an die Wirtschaftsverbände äußerte sich darin, dass zum einen nur drei Fragen zum Bereich Anlegerschutz²⁹ gegenüber zehn in den Bereichen Brancheninteressen und Sonstiges gestellt und zum zweiten weder an die SDK noch an die DSW oder an den VZWB Fragen gerichtet wurden. Ähnliches zeigte sich bei der FDP, die im Übrigen insgesamt nur zwei Fragen stellte. Demgegenüber verteilten sich die Fragestellungen der SPD insgesamt annähernd gleichmäßig³⁰, außerdem richtete die SPD nur

²⁹ Dabei ist die erste Frage an ZKA und DAI gerichtet und dreht sich um die „Sorge, dass wir als Folge der sehr umfangreichen Auskunfts- und Meldepflichten vielleicht sogar Bestimmungen verabschieden, die nicht zu einer weiteren positiven Entwicklung führen“ (Finanzausschuss 2002:22), was vom DAI verneint wird. Die zweite Frage geht an die Deutsche Börse und den Verband der Finanzintermediäre und fragt, ob der Präsenzhandel, dessen Vorrang durch den Entwurf aufgehoben wird, nicht doch gerechter für die Anleger sei (ebd.:35). Die dritte Frage schließlich richtet sich an ZKA und DVFA und fragt nach der Angemessenheit der Verhaltensregelungen und Aufklärungspflichten bei Termingeschäften für Wertpapierdienstleister, wobei die Antworten (erwartungsgemäß) negativ ausfallen (ebd.:77).

³⁰ Die Fragen der SPD zum Bereich Anlegerschutz betreffen: An BSK und ZKA, ob der Anlegerschutz generell durch den Entwurf gestärkt wird (Finanzausschuss 2002:18). Zweitens an die Deutsche Börse und den Verband der Wertpapierhandelsfirmen nach der Beurteilung der Aufhebung des Vorrangs des Präsenzhandels (ebd.:20). Drittens an die Kanzlei Tilp&Kälberer sowie die DSW, ob Regelungen zum Umgang mit Termingeschäften angemessen sind (ebd.:34). Viertens an ZKA und BAWe, ob die Reichweite der Meldepflichtigkeit von Insidergeschäften sachgerecht sind (ebd.:58). Fünftens an Stefan Loipfinger, ob die Regelungen zu Interessenskonflikten bei Sachverständigen offener Immobilien-

zwei Fragen an den ZKA gegenüber sechs durch die CDU/CSU. Bei Bündnis90/den Grünen ist ein deutliches Übergewicht anlegerschutzorientierter Fragestellungen auszumachen³¹, die sich überwiegend entlang der aufgezeigten Konfliktlinien bewegen. Die PDS wiederum fragte annähernd gleichmäßig verteilt³², bei auffallend vielen Fragen an Sachverständige in Steuerangelegenheiten und ähnlich Bündnis90/den Grünen einem deutlichen Ausschlag auf der Anlegerseite.

Die Ausrichtung der Fraktionen hin zu den jeweiligen Interessen lässt sich, ohne vorgereifen zu wollen, ebenfalls in den Entschließungsanträgen von CDU / CSU und FDP erkennen, die keine Mehrheit im Ausschuss fanden. Diese sind somit nicht in die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, die im nächsten Kapitel betrachtet wird, eingegangen. Die Kritik der Union drehte sich neben vier verfahrenstechnischen Gesichtspunkten um acht inhaltliche Bereiche³³, von denen nur der letzte anlegerschutzrelevant war. Die Interessenkonflikte im Bereich des WpHG entlang der funktionalen Konfliktlinie wurden nicht berücksichtigt. Diese Position war mit derjenigen der FDP nahezu deckungsgleich, auch hier tauchte der Komplex des Anlegerschutzes nur in

fonds angemessen sind (ebd.:81) und schließlich an Prof. Hammen und Prof. Gerke bzw. das BAWe, ob die Regelungen in § 20a,b des WpHG die Aufsicht ausreichend stärken (ebd.:84).

³¹ Die erste Frage richtet sich an die VZBV, ob der Entwurf geeignet ist, das Vertrauen der Anleger wieder herzustellen (Finanzausschuss 2002:24). Zweitens werden BSI und DAI gefragt, ob die Regelungen zu Ad-Hoc-Mitteilungen ausreichend sind (ebd.: 38). Drittens die gleiche Frage an DSW und Prof. Gerke, der darin eine der „spannendsten Fragen“ sieht (ebd.:45-46). Die vierte Frage geht an DAI und BAWe, ob die Verhaltensregelungen für Wertpapierdienstleister ausreichenden Schutz der Anleger bieten (ebd.:52). Außerdem sind die Grünen die einzige Partei, die Prof. Wolfgang Gerke befragt, der in Presse und Anhörung eine deutlich anlegerschutzorientierte Position vertritt (Gerke 2002; Finanzausschuss 2002; FAZNET 2002).

³² Die erste Frage geht an VZWB und SDK, wie diese die Realisierbarkeit ihrer Forderungen beurteilen (Finanzausschuss 2002:27). Damit ist die PDS die einzige Partei, die die SDK befragt. Die zweite Frage richtet sich an BAWe und ZKA, wie die bisherigen Erfahrungen mit Insidergeschäften in Bezug auf Volumen, konkrete Fallzahlen und aufgedeckte Fälle sowie das Verhältnis von Aufwand und Nutzen der neuen und alten Regelung (ebd.:71).

³³ Die Kritik der Union betrifft im einzelnen zusammengefasst (Finanzausschuss 2002b:32-33): Überfrachtung des Entwurfes mit "unnötigem und teilweise sachfremden Ballast", insbesondere den Regelungen zur Geldwäschebekämpfung; Unzureichende Zeit zur sachgerechten Bearbeitung des Entwurfs, da den Ausschüssen dafür nur zwei Monate zur Verfügung standen; Überforderung der zuständigen Abteilung des BMF; Unzureichende Präsenz Deutschlands auf der europäischen Ebene der Kapitalmarktregulierung; Das Verbot von Leerverkäufen sei gegen die Auffassung der Mehrheit der Sachverständigen; Der automatisierte Abruf von Konteninformationen sei auf das schärfte abzulehnen; ebenso das vorgesehene "Konten-Screening", welches das "Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung (...) verletzen (...) und zudem von Experten als „nicht zielführend“ für die Geldwäschebekämpfung gesehen werde; Hypothekenbanken sollten "unter risikopolitischen Gesichtspunkten" das Geschäftsvolumen in Kanada, USA und Japan auf das fünffache des haftenden Eigenkapitals ausdehnen können; Ausländische "Weiße Fonds" sollten auch vom Halbeinkünfteverfahren profitieren; Die Unsicherheiten über die Anwendung des Rechtsberatungsgesetzes seien im Interesse u.a. von Unternehmensfinanzierung zu beseitigen; Vor dem Hintergrund von Anlegerschutz, Chancengleichheit und der Liquidität der börslichen Preisfeststellung müsse "der Gesetzgeber auch in Zukunft eine verlässliche Vorstellung davon haben, was unter einem börslichen Preisbildungsprozess zu verstehen ist".

Bezug auf die Börsenpreisbildung auf (Finanzausschuss 2002b:34). Offensichtlich genossen allerdings die Hypotheken- und Geschäftsbanken sowie der Wertpapierhandel in Bezug auf die Frage der Leerverkäufe Rückendeckung durch Union und FDP (Finanzausschuss 2002b).

Demgegenüber befasste sich der äußerst knapp gehaltene, gemeinsame Entschließungsantrag von SPD und Bündnis90/die Grünen ausschließlich mit dem absehbaren Diskussionsbedarf bezüglich der „Rechtsvorschriften über das Verhältnis zwischen Aufsicht, Börse und Börsenträger“ (Finanzausschuss 2002b:35). Das Ziel müsse sein „die Wettbewerbsfähigkeit der Börsen (...) zu stärken, (...) [die] Marktintegrität zu sichern und dem Verbraucherschutz volle Geltung zu verschaffen“ (ebd.). Dies stellte eine Anforderung an die Zukunft dar, die nicht Teil des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes war, die aber durch den Entschließungsantrag der Regierungsfractionen auf die Agenda gesetzt werden sollte.

Im Folgenden wird geprüft, ob und gegebenenfalls wie sich die Konfliktlinien zwischen den Akteuren und die dargestellten Positionen der im Finanzausschuss vertretenen Parteien in der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses an den Bundestag niedergeschlagen haben.

3.2 *Das Ergebnis der Anhörung: Die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses*

Am 20. bzw. 21. März 2002, einen Monat nach der Anhörung der Sachverständigen, legte der Finanzausschuss dem Bundestag im Rahmen der 2. Beratung einen Bericht (Finanzausschuss 2002b) und eine Beschlussempfehlung (Finanzausschuss 2002a) vor, die zahlreiche, zumeist kleinere Änderungen des ursprünglichen Gesetzentwurfes enthielt. Die Beschlussempfehlung wurde vom Bundestag am 22.03. angenommen. Im hier betrachteten Bereich des Wertpapierhandelsrechts wurden der § 15a „Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften“ von Unternehmensinsidern und der § 20a „Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation“ (Finanzausschuss 2002a:7) von den Änderungen berührt. Die wichtigsten sind:

- *Einführung einer Bagatellgrenze von 25.000 EUR*

Mit der Einführung einer Bagatellgrenze kam der Finanzausschuss der übereinstimmenden Forderung der Sachverständigen aus der Anhörung nach. Offensichtlich hatte man sich entschieden, ähnlich der österreichischen Lösung,

die eine Bagatellgrenze von nur 10.000 EUR vorsieht, (DAI 2002:364) einen absoluten Schwellenwert statt der von DAI und BSK propagierten 1% der umlaufenden Geschäftsanteile festzusetzen.

- *Konkretisierungen des § 20 durch BMF bzw. BAWe über Verordnungen bedürfen der Zustimmung des Bundesrats*

Nach der Beschlussempfehlung darf das BMF nur mit Zustimmung des Bundesrats per Rechtsverordnung die Ermächtigung zur Konkretisierung der Tatbestände der Kurs- und Marktpreismanipulation auf das BAWe übertragen. Außerdem bedürfen die entsprechenden Verordnungen durch das BAWe der Zustimmung des Bundesrats (Finanzausschuss 2002a:60).

Die übrigen Änderungen betrafen sprachliche und formale Vereinfachungen oder Klärungen. Das ist insoweit auffällig, als bis auf die Einführung der Bagatellgrenze weder im Konsens der Sachverständigen noch von einer bestimmten Seite kritisierte Regelungen entlang der funktionalen Konfliktlinie geändert wurden, wohingegen sich die föderale Konfliktlinie in einer konkreten Entschärfung des Entwurfs niederschlagen hatte. Bevor aus diesen Befunden Schlussfolgerungen gezogen werden können, wird zunächst noch die Anrufung des Vermittlungsausschusses und somit die letzte Möglichkeit für die Aufnahme von Änderungswünschen organisierter Interessen betrachtet.

3.3 Die Anrufung des Vermittlungsausschusses

Am 26. April 2002 rief der Bundesrat den Vermittlungsausschuss aus den folgenden Gründen an (Bundesrat 2002:2-5; Bundesrat 2002a:207-208; Bundestag 2002):

- Streichung des Verbots von Leerverkäufen;
- Überarbeitung des automatisierten Abrufs von Kontoinformationen ;
- Überarbeitung des „Konten-Screenings“;
- Hypothekenbanken sollten Grundstückbeleihungen mit dem fünffachen statt dem dreifachen des haftenden Eigenkapitals durchführen können;
- Öffentlich-Rechtlichen Banken soll der Handel mit Derivaten unter den gleichen Beschränkungen wie den Hypothekenbanken erlaubt werden;

Der Vermittlungsausschuss legte dem Bundesrat am 15. Mai eine entsprechende Beschlussempfehlung vor, in der vier der Änderungen – das Konten-Screening wurde wie im Entwurf vorgesehen implementiert (FAZNET 2002b) - übernommen wurden (Bundestag 2002a; Bundesrat 2002b). Es fällt auf, dass der Vermittlungsausschuss nicht etwa aufgrund von anlegerschutzrelevanten Kritikpunkten angerufen wurde, sondern dass die fünf Aspekte ausschließlich Brancheninteressen berühren³⁴ und von Branchenvertretern vehement kritisiert wurden³⁵. Außerdem sind die Übereinstimmungen der Kritik der Unionsmitglieder des Finanzausschusses mit den oben genannten Gründen, aufgrund derer der Vermittlungsausschuss angerufen wurde, nicht zu übersehen³⁶.

4. Erklärungsansätze – Die Neue Politische Ökonomie

Nachdem zwei große Konfliktlinien aufgezeigt, die Positionen der Parteien und die Änderungen durch den Finanzausschuss des Bundesrates und den Vermittlungsausschusses dargestellt wurde, bleiben drei große Fragen offen:

- Warum versuchten die Länder, entgegen der Auffassung sämtlicher Interessengruppen und Sachverständigen, die Aufsichtskompetenz im Bereich der

³⁴ Die ersten drei Punkte sind Teil des Komplexes „Terrorismus- und Geldwäschebekämpfung“. Die Streichung des Verbots von Leerverkäufen kommt Ausweichreaktionen der Finanzbranche (Wirtschaftswoche 2002; Thomas Weisgerber vom ZKA in: Finanzausschuss 2002:74) und damit einer möglichen Schwächung des Finanzplatzes Deutschland zuvor. Abgesehen davon würde ein Verbot im Falle einer akuten Marktstörung ohnehin zu spät kommen (Christa Franke von Gruppe Deutsche Börse in: Finanzausschuss 2002:32) und „in einem fallenden Markt wahrscheinlich noch mehr Verwirrung stifte“ (Dr. Leven vom DAI in Finanzausschuss 2002:70. Der automatisierte Abruf von Konteninformationen und die Möglichkeit des „Konten-screening“ (einer Art Rasterfahndung in den Transaktionen) bergen erhebliche Kosten für die Geschäftsbanken, da „allein die nachträgliche Erhebung des Merkmals „Geburtsort“ durch Mailing-Aktionen (...) die Institute der Sparkassen-Finanzgruppe weit über 1 Mrd. Euro kosten“ würde (Hoppenstedt 2002:4; ähnlich Heinz-Jürgen Tischbein vom ZKA in Finanzausschuss 2002:22-23; Thomas Weisgerber vom ZKA in: Finanzausschuss 2002:19). Daher wird die Erfassung des Geburtsorts vom Vermittlungsausschuss gekippt (Bundestag 2002a, FAZNET 2002d) Die vierte Regelung erhöht den maximal möglichen Umsatz der Hypothekenbanken und räumt diesen damit auch größere Profitancen ein. Die fünfte Regelung schließlich ermöglicht den Öffentlich-Rechtlichen Banken den Handel mit Derivaten (Bundesministerium der Justiz 2002:2061-2062), damit das „Hedgen“ von Risiken und somit die Absicherung größerer Kreditvolumina.

³⁵ So fordert der VÖB die Gleichstellung von Hypotheken- und Öffentlichen Banken, die Aufhebung der Verbotsmöglichkeit von Leerverkäufen sowie den automatisierten Abruf von Kontoinformationen und sieht in der „Entscheidung des Bundesrates, (...) den Vermittlungsausschuss anzurufen, eine Chance zu Korrekturen des Gesetzesvorhabens in wichtigen Kernbereichen“ (VÖB 2002). Der BVR „hält den geplanten anonymen Zugriff des Staates auf alle bei den Banken gespeicherten Kundendaten für weit überzogen.“ Auch die „vorgesehene Untersagung von Wertpapier-Leerverkäufen begegnet erheblichen Bedenken“ und auch „der BVR hofft, dass der Vermittlungsausschuss die erforderlichen Korrekturen vornehmen wird. (BVR 2002).

³⁶ Vgl. dazu Fußnote 33.

Marktmanipulation an sich zu ziehen?

- Warum zeigten sich bei den Parteien die dargestellten Orientierungsmuster hin zu spezifischen Interessen bei den „Konservativen“ einerseits und Bündnis90/den Grünen andererseits, warum balancierte die Position der SPD zwischen Anleger- und Brancheninteressen?
- Warum mündete nur ein einziger - mehr oder weniger - anlegerschutzrelevanter Aspekt nach der Anhörung vor dem Finanzausschuss des Bundestages in einer entsprechenden Modifikation des Entwurfs, obwohl Interessengruppen und Sachverständige auf Seiten der Anlegerschützer in der Anhörung deutlichen Verbesserungsbedarf artikuliert hatten?

Zur Beantwortung werden hier drei Ansätze der mikroökonomisch determinierten Neuen Politischen Ökonomie³⁷ herangezogen. Die „Ökonomische Theorie der Bürokratie“ (Downs 1974; Niskanen 1974), die „Ökonomische Theorie der Interessengruppen“ (Olson 1992; Offe 1969) und die „Ökonomische Theorie des politischen Unternehmers“ (Wagner 1966; Behrends 2001:65-68).

4.1 Der Konflikt um Aufsichtskompetenz zwischen Bund und Ländern

Versteht man die Aufsichtsbehörden und ihre hierarchisch übergeordneten Ministerien (Finanzministerium des Bundes für das BAWe, Wirtschaftsministerien der Länder für die Börsenaufsicht) als Organisationen, die aus eigennutzen-maximierenden³⁸ Individuen bestehen, so lässt sich daraus folgern, dass „jedes Amt versucht, sich ein bestimmtes „Territorium“ an Entscheidungen (...) abzustecken, es zu verteidigen und zu erweitern“³⁹ (Downs 1974:205). William A. Niskanen stärkt diese These durch sein

³⁷ Die NPÖ wird auch unter dem Begriff der „Ökonomischen Theorien der Politik“ (Holzinger 1995:383) gefasst, die „das Instrumentarium der (...) Wirtschaftstheorie (...) für die Erklärung politischer Strukturen und Prozesse anwenden“ (Behrends 2001:1). Unter den „ökonomischen Instrumenten“ werden verstanden erstens der methodologische Individualismus, zweitens das Rationalverhalten und drittens das Eigennutzenaxiom (Behrends 2001:1). Das heißt, dass das Verhalten politischer Akteure durch das Verhalten der einzelnen und in Gruppen eingebundenen Individuen erklärt wird, die ökonomisch rational handelnd danach streben, ihren Eigennutzen (der auch den Nutzen anderer umfassen kann) zu maximieren (Holzinger 1995:384). Mit anderen Worten ist das „Rationalverhalten ein Mittel zur Zielerreichung des Eigeninteresses“ der Individuen, daher „sind auch Gruppenphänomene und das Verhalten von Gruppen vollständig aus den Einstellungen und Verhaltensweisen der einzelnen Gruppenmitglieder zu bestimmen und auf sie zurückzuführen“ (Behrends 2001:5).

³⁸ Nach Anthony Downs, auf den dieser Ansatz maßgeblich zurückgeht, verfolgen nutzen-maximierende Staatsbürokraten „komplexe Zielbündel“ wie „Macht, Einkommen, Prestige, Sicherheit, Bequemlichkeit, Loyalität, Stolz auf ausgezeichnete Arbeit und den Wunsch dem öffentlichen Wohl zu dienen“ (Downs 1974:201).

³⁹ Dadurch maximieren die beteiligten Individuen die Chancen, ihre jeweiligen „komplexen Zielbündel“ zu erreichen.

Modell der Staatsbürokratie als Budgetmaximierer, da „alle diese Variablen [die „komplexen Zielbündel“] positiv monotone Funktionen des Gesamtbudgets des Amtes“ seien (Niskanen 1974:209). Mit anderen Worten: Je größer das Budget eines Amtes, desto größer der Nutzen der Bürokraten, desto höher ihre Einkommen und ihr Prestige. Dies gilt für die Börsenaufsichtsbehörden der Länder an sich wie auch für die übergeordneten Wirtschaftsministerien. Im Prinzip lässt sich die These auch auf die Länder als solche ausdehnen: Je größer der Kompetenzbereich der Börsenaufsichtsämter, desto größer der Einflussbereich (die Macht) der Länder bzw. der Landesregierungen, aber auch der Länderkammer als Ganzes. Daher versuchten die Länder, entgegen der Auffassung aller übrigen Beteiligten, die Aufsichtskompetenz über die Kurs- und Marktpreismanipulation an sich zu ziehen.

Das Zugeständnis durch den Finanzausschuss des Bundesrats ist vor diesem Hintergrund als ein partieller Machterhalt der Länder zu verstehen, denen dadurch eine mögliche Blockade des Gesetzes im Bundesrat „abgekauft“ wurde. Der Kompetenzstreit zwischen Bund und Ländern um die Aufsichtshoheit ließ sich zwar nicht beilegen, doch wurde seine Schärfe gemildert, indem die Absage an die Forderung der Länder nach der Aufsichtshoheit zumindest teilweise kompensiert werden konnte. Weitere derartige Zugeständnisse in dieser Richtung sind zu erwarten, wenn den EU-Richtlinien und den Positionen der Sachverständigen zu einer Vereinheitlichung der Kapitalmarktaufsicht in einer Behörde und damit einer völligen Abschaffung der Börsenaufsichtsämter der Länder entsprochen wird.

4.2 Die Orientierungsmuster der Parteien

Auf die Erklärung der Orientierungsmuster lässt sich der Ansatz des „politischen Unternehmers“ anwenden. Eigentlich ist dieser Ansatz darauf ausgerichtet zu erklären, warum „auch die Interessen unorganisierter Gruppen (...) Beachtung finden“ (Behrends 2001:66). Er lässt sich aber auch „ausgehend von der Überlegung (...), dass jede Partei die Strategie der Wählerstimmenmaximierung“ (ebd.) verfolgt⁴⁰, für die Erklärung der Orientierungsmuster der Parteien verwenden⁴¹. Die SPD sah – aufbauend auf den Empfehlungen des von ihr als Regierungspartei kontrollierten Minis-

⁴⁰ Weswegen es sich „für politische Unternehmer (...) lohnt, die Unzufriedenheit bestimmter (wahlwirksamer)“ (Bevölkerungs)gruppen „zu entdecken, um durch geeignete (wirtschafts-)politische Maßnahmen (...) Wählerstimmen zu erhalten“ (Behrends 2001:66).

⁴¹ Die PDS bleibt hier unberücksichtigt, weil sie im parlamentarischen Entscheidungsfindungsprozess „außen vor“ steht. Die FDP wird ebenfalls nicht berücksichtigt, weil ihre Position mit der der Union nahezu übereinstimmt und im übrigen von der FDP in der Anhörung nur zwei Fragen gestellt wurden, worauf sich keine Analyse aufbauen lässt.

teriums – das Funktionieren des Kapitalmarkts abhängig von der richtigen Balance zwischen Anleger- und Brancheninteressen. Außerdem stand sie als größte Fraktion der Regierungsparteien im Rampenlicht des gesamten Spektrums der Interessen und mußte sich in alle Richtungen rechtfertigen. Von daher verbat sich für die SPD eine einseitig ausgerichtete Strategie. Anders die Union: Sie sah den Handlungsbedarf in Sachen Anlegerschutz (auch und gerade vor dem Hintergrund einer traditionellen Ausrichtung zu den Wirtschaftsverbänden) von den Regierungsfractionen voll abgedeckt. Mit der Androhung einer Blockade im Bundesrat und der Modifikation des Entwurfs zugunsten der Branchen(Banken)verbände wollte sie im Wahljahr punkten (vgl. FAZNET 2002a). Sie konzentrierte sich - auch angesichts der schlechten gesamtwirtschaftlichen Lage - auf die Interessen der Wirtschaftsverbände. Diese standen im Gegenzug zu ihrer traditionellen Position an der Seite der Union, steigerten über entsprechende öffentlichkeitswirksame Äußerungen die „Wirtschaftskompetenz“ der Union in den Augen der Öffentlichkeit und agierten somit im Sinne der Union „wählerstimmenmaximierend“. Umgekehrt galt für Bündnis90/die Grünen: Sie schlugen sich klar und deutlich auf die Seite der Anleger, da die Positionen der Volksparteien hier Spielraum ließen (zumal sie sich als kleiner Koalitionspartner eine eindeutige Orientierung hin zu einer Seite erlauben konnten), um dadurch auf der Seite der ihnen traditionell nahe stehenden Verbraucher(Anleger)interessen ihr Wählerstimmenpotential zu maximieren⁴².

4.3 Die Nicht-Thematisierung des Anlegerschutzes nach der Anhörung

Der Befund, dass nach der Anhörung nicht ein einziger anlegerschutzrelevanter Aspekt im Gesetzentwurf modifiziert wurde, obwohl die Interessengruppen der Anlegerseite lautstark Verbesserungsbedarf artikuliert haben, erklärt sich zum einen bereits aus dem Gesagten zur Positionierung der Parteien: Die SPD wahrte die Balance, CDU/CSU und FDP verfügten nicht über die Ausschussmehrheit⁴³ und B90/die Grünen hatten als kleinerer Koalitionspartner nicht das nötige politische Gewicht. Nachdem das Gesetz durchaus öffentlichkeitswirksame Verbesserungen der Rechte der Anleger vorsah, sahen die Entscheidungsträger in Ausschüssen und Fraktionen das Wählerstimmenpotential anlegerseits ausgereizt.

⁴² Ob die Grünen Anfang des Jahres 2002 die weitere Entwicklung des Kapitalmarktes bereits vorausgesehen haben und sich dementsprechend positioniert haben, ist zumindest zweifelhaft. Wäre dies der Fall gewesen, so wären sie im Wahlkampf bereit gewesen, diese Karte gegen den politischen Gegner auszuspielen.

⁴³ Ganz abgesehen davon, dass Anlegerschutz von ihnen nicht thematisiert wird.

Andererseits wurden aber im Vermittlungsverfahren vier Änderungen durchgesetzt, die von Seiten der Brancheninteressen eingefordert wurden. Da die Union seit der Wahl in Sachsen eine sichere Mehrheit im Bundesrat besitzt, liegt mit der Instrumentalisierung des Bundesrates und des Vermittlungsausschusses im Wahljahr aus den oben dargelegten Motiven eine plausible Erklärung für den Gegenstand des Vermittlungsverfahrens vor.

Eine weitere Erklärungsmöglichkeit geht auf den Ansatz der „ökonomischen Theorie der Interessengruppen“ zurück. Danach haben kleine Gruppen mit heterogener Mitgliedsstruktur größere Chancen, ihre Interessen erfolgreich einzubringen als große, homogene Gruppen. Die Ursache ist, dass sich in heterogenen Gruppen wahrscheinlicher „große“⁴⁴ Mitglieder finden, die bereit sind, einen überproportional großen Beitrag zu leisten, solange der Nutzen aus der Gruppenleistung ihre Kosten übertrifft (Olson 1992:33). In diesem Fall ist es völlig unerheblich, ob und wie viele kleine Gruppenmitglieder Free-Rider-Verhalten⁴⁵ an den Tag legen. Daher sind kleine, heterogene Gruppen weniger anfällig für derartiges Verhalten, wodurch das gemeinsam bereitgestellte Kollektivgut der Interessengruppe, nämlich politischer Druck - und damit Chancen auf erfolgreiche Realisierung des Gruppeninteresses - , in größerem Umfang erzeugt wird als in großen, homogenen Gruppen. Die Brancheninteressen sind dadurch den Anlegerinteressen hinsichtlich der „Organisationsfähigkeit“ überlegen (Offe 1969:157f), es gelingt den Branchenverbänden leichter und in größerem Ausmaß, gezielte und effektive Lobbytätigkeit bereit zu stellen. Außerdem hängen die Erfolgsaussichten einer Interessenartikulation von der „Konfliktfähigkeit“ (Offe 1969:158) einer Interessengruppe ab: Die Bankenverbände konnten glaubhaft mit einer „systemrelevanten Leistungsverweigerung“ (ebd.) in Form eines Abbaus von Arbeitsplätzen, Verschärfung der Kreditkonditionen oder schlechter Publicity in den Massenmedien drohen, was so für die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre, die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz oder die Verbraucherzentralen nicht gilt. Es lässt sich also folgern, dass es den Branchenverbänden auch aufgrund

⁴⁴ „Groß“ sind Verbandsmitglieder im Sinne ihres Verhältnisses zu den übrigen Gruppenmitgliedern, welches durch die Ausprägung verbands- oder branchenspezifischer Kriterien bestimmt wird. Typische Kriterien wären Umsatz, Zahl der Beschäftigten oder die Wettbewerbsposition. Die Größe eines Gruppenmitglieds im Verhältnis zu den anderen bestimmt den Anteil an den Ressourcen, die für das Kollektivgut bereitgestellt werden sowie den Nutzen, der aus dem Erreichen des Gruppenziels auf die Gruppenmitglieder zurückfällt.

⁴⁵ Free-Rider- oder Trittbrettfahrerverhalten bedeutet, dass ein rational handelndes Individuum, sofern es von der gemeinsamen Nutzung (Nichtrivalität) des Kollektivgutes nicht ausgeschlossen werden kann (Nichtausschließbarkeit), keinen Anreiz hat, sich an den Kosten zur Bereitstellung des Gutes zu beteiligen (Behrends 2001:54).

der besseren Organisations- und Konfliktfähigkeit gelungen ist, über den Vermittlungsausschuss aus ihrer Sicht notwendige Veränderungen des 4. FMFG entsprechend ihren Vorstellungen durchzusetzen.

5. Resumé

Im Ergebnis offenbaren die Anhörung der Sachverständigen selbst und deren Stellungnahmen zunächst zwei Konfliktlinien: Zum einen den Kompetenzstreit zwischen Bund und Ländern und zum anderen das ambivalente Verhältnis von Anleger- zu Brancheninteressen. Letzteres zeigt, dass das Spektrum von durchgreifenden Forderungen seitens der SDK, der DSW und der VZBV, über die abwägenden Positionen der BSK und des DAI⁴⁶ bis hin zu den Positionen des ZKA und der durchaus überraschenden Einseitigkeit von BDI/DIHK⁴⁷ reicht.

Während jedoch der Konflikt um die Aufsichtshoheit im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens durch Zugeständnisse seitens des Bundes abgeschwächt wurde, spielte der Komplex Anlegerschutz nach der Anhörung überhaupt keine Rolle mehr.

Die Positionen der Parteien zeichnen ein Bild, welches dem Stereotyp der deutschen Parteienlandschaft durchaus entspricht: Die Linksparteien Grüne und PDS orientierten sich zu den Anlegern und Verbrauchern, die SPD als die regierende, große „Mitte-Links“-Partei verteidigte die durch das Ministerium vorgelegte Balance und die Mitte-Rechts-Parteien CDU und FDP nahmen ihre traditionelle Position an der Seite der Wirtschaftsverbände ein. Entsprechend der Mehrheitsverhältnisse im Finanzausschuss begnügte sich die Beschlussempfehlung als Ergebnis der Ausschussarbeit und der Anhörung mit logischen (Bagatellgrenze) und formalen Korrekturen sowie einer Entschärfung der föderalen Konfliktlinie.

Das Vermittlungsverfahren schließlich stellte sich dar in Form einer reinen Berücksichtigung von Brancheninteressen, darunter entweder Nischeninteressen wie die der Hypothekenbanken oder die Interessen der Geschäftsbanken durch die geballte

⁴⁶ Das DAI versteht seine Aufgabe offenbar darin, auf möglichst gute Konditionen für Kapitalaufnahmen ihrer Mitglieder auf dem Markt hinzuarbeiten und tendiert daher zur Mediatisierung zwischen Anleger- und Brancheninteressen, mit leichtem Ausschlag zugunsten letzterer.

⁴⁷ Es hat sich gezeigt, dass zum einen BDI/DIHK in der Anhörung von keiner Seite um eine Stellungnahme gebeten wurden und zum zweiten keiner der Sachverständigen in den Stellungnahmen auf eine der exponierten Positionen von BDI/DIHK Bezug genommen hat. Daraus lässt sich ableiten, dass die so oft betonte Macht der Arbeitgeberverbände in Fragen der Kapitalmarktregulierung nicht gilt oder zumindest als sehr viel geringer einzuschätzen ist.

Kraft des Zentralen Kreditausschusses⁴⁸. Der Schutz der Anleger wird überhaupt nicht thematisiert, obwohl zahlreiche Sachverständige Verbesserungsbedarf deutlich gemacht hatten.

Zur Erklärung konnten Ansätze der Neuen politischen Ökonomie herangezogen werden: Die Ökonomische Theorie der Bürokratie kann die föderale Konfliktlinie durch das nutzenmaximierende Verhalten der in den konkurrierenden Aufsichtsbehörden auf Landes- und Bundesebene beschäftigten Staatsbürokraten erklären. Die Theorie des politischen Unternehmers erklärt im Bereich der funktionalen Konfliktlinie die Orientierung der SPD zur Balance, der „Konservativen“ zu den Brancheninteressen und der kleinen Parteien des linken Flügels zu den Anlegern. Die Ökonomische Theorie der Interessengruppen liefert eine Erklärung dafür, dass die nach der Anhörung realisierten Änderungen im Entwurf ausschließlich Brancheninteressen zugute kommen. Außerdem lässt sich die Frage, warum es den Anlegerverbänden nicht gelungen ist, dagegen eine schlagkräftige Opposition aufzubauen, mit diesem Ansatz beantworten. Dies sind starke Indizien für die Gültigkeit der These, dass die Branchenverbände ihre Interessen mit größeren Erfolgsaussichten einbringen können als die Verbraucher- und Anlegerverbände. Es sei denn, besondere Umstände - wie eine anhaltende Baisse - zwingen die „politischen Unternehmer“ dazu, den Anlegern mehr Aufmerksamkeit zu schenken.

Schließlich scheinen im Bereich der Kapitalmarktregulierung die Fachkompetenzen eindeutig – wie auch in der Anhörung Thomas Weisgerber vom ZKA hervorhebt – bei der zuständigen Abteilung des Finanzministeriums zu liegen. Es drängte sich der Eindruck auf, dass die Modifikationen durch den Finanzausschuss des Bundestages und den Vermittlungsausschuss, aber auch die Vorschläge von Union und FDP in ihren Entschließungsanträgen eher auf gezielten und detaillierten Eingaben durch Verbandsvertreter beruhen als auf einer breiten, eigenständigen Kompetenzbasis in den mit Parteivertretern besetzten Gremien. Vermutlich dürfte dies bei der SPD und Bündnis90/ den Grünen nicht wesentlich anders aussehen. Allerdings können diese, da sie die Regierung stellen, auf die Ressourcen des Finanzministeriums zurückgreifen. Daher lässt sich die Frage, ob die Positionen der Regierungsparteien auf eigener Kompetenz, auf Vorlagen von Verbandsvertretern oder auf dem Sachverstand

⁴⁸ Wobei der ZKA vor dem Hintergrund der perzipierten Bedrohung durch den „internationalen Terrorismus“ und dem akuten Handlungsdruck im Gefolge der Anschläge vom 11.09.2001 in Sachen Bekämpfung von Terrorismusfinanzierung und Geldwäsche seinen Widerstand gegen die entsprechenden Regelungen wie gesehen nicht voll durchsetzen konnte.

der zuständigen Experten des Finanzministeriums beruhen, hier nicht entsprechend beurteilen.

Am Horizont zeigt sich bereits das fünfte Finanzmarktförderungsgesetz. Das hier betrachtete Vierte hat in zahlreichen Bereichen, wie beispielsweise der persönlichen Haftung von Vorständen, der unverständlichen Beschränkung von Schadensersatzansprüchen auf formelle Ad-Hoc-Mitteilungen oder den lückenhaften Regelungen zur Einschränkung von „Director's - Dealings“ erkennen lassen, dass sinkende Kurse und steigender Unmut der Öffentlichkeit zum Zeitpunkt der Entscheidungsfindung nicht genug Handlungsdruck hin zu mehr Anlegerschutz aufbauen konnten. Daher waren die Anreize für die Entscheidungsträger, für die Brancheninteressen empfindliche, aber für das Anlegervertrauen unerlässliche, stärkere vertrauensbildende Maßnahmen zu verabschieden, offensichtlich nicht groß genug. Es bleibt, die weitere Entwicklung der deutschen Kapitalmarktregulierung zu analysieren und insbesondere zu verfolgen, wie die Akteure sich im Folgenden positionieren und ob bei einem Wechsel der Machtkonstellationen auf Bundes- und auf Länderebene Verhaltensänderungen zu beobachten sind.

Literatur

Arbeitskreis der Länder für Börsen- und Wertpapierfragen: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 1120-130.

Behrends, Silke 2001: Neue Politische Ökonomie. Systematische Darstellung und kritische Beurteilung ihrer Entwicklungslinien. WiSo Kurzlehrbücher, Reihe Volkswirtschaft. München: Verlag Franz Vahlen.

Beike, Rolf / Schlütz, Johannes 2000: Finanznachrichten. Lesen – verstehen – nutzen. Ein Wegweiser durch Kursnotierungen und Marktberichte. Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag.

Börsensachverständigenkommission BSK 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 142-146.

Börsenzeitung 2002: Was "Unverzüglichkeit" bei Ad-hoc-Meldungen bedeutet. Kritik an der Art der Begriffskonkretisierung durch das BAWe - Gesetzgeber verzichtet bewusst auf Unterscheidung nach der Wahl des Veröffentlichungsmediums. 21.2.2002. Unter: <http://www.boersenzeitung.de> [10.06.2002].

Bund der Deutschen Industrie / Deutsche Industrie- und Handelskammertag BDI/DIHK 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 400-411.

Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel BAWe 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 134-141.

Bundesministerium der Finanzen BMF 2001: Pressemitteilung vom 14.11.2001: 4. Finanzmarktförderungsgesetz vom Bundeskabinett beschlossen. <http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage8364/Pressemitteilung-des-BMF.pdf> [25.09.2002].

Bundesministerium der Finanzen BMF 2001a: Regierungsentwurf. Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz). Drucksache 14/8017. <http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage8361/Gesetzesentwurf.pdf> [25.09.2001].

Bundesministerium der Finanzen BMF 2001b: Begründung. Allgemeiner Teil. <http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage8362/Begruendung-Allgemeiner-Teil.pdf> [25.09.2001].

Bundesministerium der Finanzen BMF 2001c: Begründung. Besonderer Teil. <http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage8363/Begruendung-Besonderer-Teil.pdf> [25.09.2001].

Bundesministerium der Finanzen BMF 2002: Pressemitteilung vom 06.05.2002. Start der neuen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Unter: <http://www.bundesfinanzministerium.de> [31.05.2002].

Bundesministerium der Justiz 2002: Bundesgesetzblatt Nr. 39, Teil 1. Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz). Bonn: Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft.

Bundesrat 2002: Empfehlungen der Ausschüsse zum Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz). Drucksache 257/01/02.

Bundesrat 2002a: Stenographischer Bericht der 775. Sitzung vom 26.04.2002. Plenarprotokoll 775.

Bundesrat 2002b: Beschluss des Deutschen Bundestages der Beschlussempfehlung des Vermittlungsausschusses zum 4.FMFG vom 17.05.2002. Drucksache 434/02.

Bundestag 2002: Unterrichtung durch den Bundesrat vom 02.05.2002 über die Anrufung des Vermittlungsausschusses zum Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz). Drucksache 14/8958.

Bundestag 2002a: Beschlussempfehlung des Vermittlungsausschusses zum 4. FMFG vom 15.05.2002. Drucksache159096.

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken BVR 2002: BVR zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz: "Das kann den Kunden nicht zugemutet werden". Informationen für Presse, Funk und Fernsehen. 26.04.2002. <http://www.bvr.de> [10.06.2002].

Bundesverband öffentlicher Banken VÖB 2002: Presseinformation. Vermittlungsverfahren eröffnet Chance zu grundlegender Nachbesserung des 4. FMFG. 26.04.2002. <http://www.voeb.de/News/presse156.htm> [05.06.02].

Bundesverband Deutsche Investment- und Vermögensverwaltungsgesellschaften BVI 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 377-389.

Deutsches Aktieninstitut DAI 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 357-376.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz DSW 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002.

Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management DVFA 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 513-519.

Downs, Anthony 1974: Nichtmarktliche Entscheidungssysteme – Eine Theorie der Bürokratie. In: Widmaier, Hans Peter (Hrsg.): Politische Ökonomie des Wohlfahrtsstaates. Frankfurt a.M.: Athenäum Fischer Taschenbuchverlag, S. 199-207.

FAZNET 2001: Gesetz zur zur Finanzmarktförderung bedarf der weiteren Nachbesserung. Gastkommentar von Klaus Rotter. 23.09.2001. Unter: <http://www.faz.net> [23.07.2002].

FAZNET 2001a: Kabinett billigt Viertes Finanzmarktförderungsgesetz. 14.11.2001. Unter: <http://www.faz.net> [23.07.2002].

FAZNET 2002: Nicht auf Testate der Wirtschaftsprüfer vertrauen. Interview mit Prof. Wolfgang Gerke. 06.03.2002. Unter: <http://www.faz.net> [23.07.2002].

FAZNET 2002a : Anlegerschutz gerät in den Wahlkampfstrudel. 26.04.2002. Unter: <http://www.faz.net> [23.07.2002].

FAZNET 2002b: Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz ist beschlossen. 31.05.2002. Unter: <http://www.faz.net> [23.07.2002].

Financial Times Deutschland 2002: Finanzmarkt. Die Tücken des Neuen Gesetzes stecken im Detail. In: Financial Times Deutschland, 19.02.2002.

Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124.

Finanzausschuss 2002a: Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz). Drucksache 14/8600.

Finanzausschuss 2002b: Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz). Drucksache 14/8017.

Gerke, Wolfgang 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 93-97.

Gruppe Deutsche Börse 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 282-305.

Holzinger, Katharina 1995: Ökonomische Theorien der Politik. In: Nohlen, Dieter / Schultze, Rainer-Olaf (Hrsg.) 1995: Lexikon der Politik. Band 1: Politische Theorien. München: Verlag C.H.Beck, S. 383-391.

Hoppenstedt, Dietrich H. 2002: Rede des Präsidenten des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes Dr. Dietrich H. Hoppenstedt anlässlich des Parlamentarischen Abends des DSGV am 21. Februar 2002 in Berlin. Unter: www.dsgv.de [11.06.2002].

Kanzlei Tilp & Kälberer 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 535-542.

Manager Magazin 2002: Comroad. Sieben Jahre Haft für Bodo Schnabel. In: Manager Magazin, 21.11.2002. Unter: <http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,223854,00.html>, [10.003.2003].

Niskanen, William D. 1974: Nichtmarktliche Entscheidungen. Die eigentümliche Ökonomie der Bürokratie. In: Widmaier, Hans Peter (Hrsg.): Politische Ökonomie des Wohlfahrtsstaates. Frankfurt a.M.: Athenäum Fischer Taschenbuchverlag, S. 208-222.

Offe, Claus 1969: Politische Herrschaft und Klassenstrukturen: Zur Analyse spätkapitalistischer Gesellschaftssysteme. In: Kress, Gisela / Senghaas, Dieter (Hrsg.): Politikwissenschaft: Eine Einführung in ihre Probleme. Frankfurt a.M.: Europäische Verlagsanstalt, S. 155-189.

Olson, Mancur 1992: Die Logik des kollektiven Handelns. Kollektivgüter und die Theorie der Gruppen. Tübingen: Mohr Siebeck Verlag.

Rudolph, Bernd 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 98-101.

- Rudolph, Bernd / Fischer, Christoph 2000: Grundformen von Finanzsystemen. In: von Hagen, Jürgen / von Stein, Johann Heinrich (Hrsg.): Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen - Handbuch des Finanzsystems, 40. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, S. 371-446.
- Rudzio, Wolfgang 2002: Das politische System der Bundesrepublik Deutschland. Opladen: Leske + Budrich.
- Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre (SDK) 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 450-458.
- Schwark, Eberhard 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 102-109.
- Süddeutsche Zeitung SZ 2002: Im Namen des Kapitalmarkts. Juristentag diskutiert über Anlegerschutz und Börsenreform. In: Süddeutsche Zeitung Nr. 215, 17.09.2002, S. 19.
- Süddeutsche Zeitung SZ 2002a: Erstmals Neuer-Markt-Manager vor Gericht. In: Süddeutsche Zeitung Nr. 217, 19.09.2002, S. 19.
- Süddeutsche Zeitung SZ 2002b: Finanzplatz braucht Reformen. Experten wollen mehr Rechte für Anleger und zentrale Aufsicht. In: Süddeutsche Zeitung Nr. 219, 21./22.09.2002, S. 31.

Süddeutsche Zeitung SZ 2002c: Wer lügt, der zahlt. In: Süddeutsche Zeitung Nr. 219, 21./22.09.2002, S. 23.

Verband der Auslandsbanken in Deutschland e.V. VAB 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 390-399.

Verbraucherzentrale Bundesverband VZBV 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 459-467.

Wagner, Richard E. 1966: Pressure Groups and political Entrepreneurs: A Review Article. In: papers on Non-Market Decision Making, S. 161-170.

Wellons, Philip A. 1999: Prototypes of Securities Regulation for Africa : Key Issues. CAER Discussion Paper 47. Harvard; Harvard Law School.

Westerheide, Peter 2002: Neue Regelungen zur Steigerung der Transparenz am Kapitalmarkt. Newsletter, Ausgabe Juli 2002. Unter: <http://www.finanzplatz.de/INTERNET/FPLATZ3/fplatz3.nsf/Webmaskenformeln/DD9F135DE3C680BDC1256BFE0029E1DA?opendocument>, [24.09.2002].

Wirtschaftswoche 2002: Bundesrat billigt Finanzmarktförderungsgesetz. 31.05.2002. Unter: <http://www2.wiwo.de> [05.07.02].

Zentraler Kreditausschuss ZKA 2002: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuss am 20.02.2002. In: Finanzausschuss 2002: Öffentliche Anhörung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) am 20.02.2002. Wortprotokoll und schriftliche Stellungnahmen der Sachverständigen. Protokoll Nr. 124, S. 147-282.

Anhang 1

Vorgang 14019824

Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz)

Vorgangstyp: Gesetzgebung

Inhalt Finanzmarktförderungsgesetz

Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Börsen im Rahmen der internationalen Finanzmärkte sowie des Anlegerschutzes, Neuordnung des Maklerrechts, Entkoppelung von Börsenzulassung und Preisfeststellung, Änderung wertpapierrechtlicher Vorschriften, u.a. Ad-hoc- Publizität, Schadenersatzansprüche von Anlegern und Neuregelung für Termingeschäfte, Erweiterung der Geschäftsmöglichkeiten von Kapitalanlagegesellschaften unter Wahrung der Anlegerinteressen, Verbesserung der Aufsicht über das Kreditwesen, u.a. Anpassung an die Baseler Kreditrichtlinie, weitere Maßnahmen gegen Geldwäsche, Angleichung der Anteilseignerkontrolle zwischen Banken- und Versicherungsaufsicht; Neufassung des Börsengesetzes als Art. 1 der Vorlage; Änderung und Ergänzung von zwanzig Gesetzen und Verordnungen

Ablauf des Vorgangs (BT = Bundestag; BR = Bundesrat):

BR - Gesetzentwurf Bundesregierung 14.11.2001 Drucksache 936/01 (neu)

Zuweisung: Finanzausschuss (federführend), Innenausschuss, Rechtsausschuss, Wirtschaftsausschuss

BR - Empfehlungen Finanzausschuss (federführend); Innenausschuss; Rechtsausschuss;
Wirtschaftsausschuss 11.12.2001 Drucksache 936/1/01

Finanzausschuss, Rechtsausschuss, Wirtschaftsausschuss: Änderungsvorschläge -
Rechtsausschuss, Wirtschaftsausschuss: zus. Stellungnahme - Innenausschuss:
Stellungnahme

1. Durchgang

BR - Plenarprotokoll 771 20.12.2001 S. 760B-C

Beschluss: S. 760C - Stellungnahme: u.a. Änderungsvorschläge - gemäß Art. 76
Abs. 2
GG

BR - Stellungnahme Bundesrat 20.12.2001 Drucksache 936/01 (Beschluss)

BT - Gesetzentwurf Bundesregierung 18.01.2002 Drucksache 14/8017

Anlage: Stellungnahme Bundesrat und Gegenäußerung Bundesregierung

1. Beratung

BT - Plenarprotokoll 14/212 24.01.2002 S. 20960D, 20961D

Beschluss: S. 20961D - Überweisung: Finanzausschuss (federführend), Innenausschuss,
Rechtsausschuss, Ausschuss für Wirtschaft und Technologie

BT - Beschlussempfehlung Finanzausschuss 20.03.2002 Drucksache 14/8600

Zahlreiche Einzeländerungen, u.a. Änderung börsenrechtlicher Vorschriften: Entgeltordnung für Skontoführer und Auflösung der Kursmaklerkammern, Informations- und Meldepflichten beim Wertpapierhandel, Vertriebsregelungen für Fonds, Reduzierung des Bußgelds bei unterlassener Meldung des Aktienrückkaufs, Abschaffung der Gewährträgerhaftung des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes für die DGZ DekaBank, Befugnisnorm zur Weitergabe von Steuergeheimnissen bei Strafverfahren nach § 261 Strafgesetzbuch (Geldwäsche) u.a.m.; Änderung weiterer vier Gesetze und Verordnungen

BT - Bericht Finanzausschuss 21.03.2002 Drucksache 14/8601

Berichterstatter:

Nina Hauer, SPD, Finanzausschuss; Leo Dautzenberg, CDU/CSU, Finanzausschuss;
Andrea Fischer (Berlin), Bündnis 90/Die Grünen, Finanzausschuss; Carl-Ludwig Thiele,
F.D.P., Finanzausschuss; Heidemarie Ehlert, PDS, Finanzausschuss

2. Beratung

BT - Plenarprotokoll 14/228 22.03.2002 S. 22650C-22657C

zusammenberaten mit

· Entschließungsantrag zum Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) s. Finanzmarktförderungsgesetz
BT Drucksache 14/8674

Redner:

Nina Hauer, SPD S. 22650D-22651D; Leo Dautzenberg, CDU/CSU S.22652 A-22654A; Andrea Fischer (Berlin), Bündnis 90/Die Grünen S. 22654A-22655A; Gerhard Schüßler, F.D.P. S.22655 A-D; Heidemarie Ehlert, PDS S. 22655D-22656B; Dr. Barbara Hendricks, Parlamentarischer Staatssekretär Bundesministerium der Finanzen S. 22656C-22657C Beschluss: S. 22657C - Annahme Drucksache 14/8017 idF Drucksache 14/8600

3. Beratung

BT - Plenarprotokoll 14/228 22.03.2002 S. 22657C-D

Beschluss: S. 22657D - Annahme Drucksache 14/8017 idF Drucksache 14/8600

BR - Gesetzesbeschluss Deutscher Bundestag 05.04.2002 Drucksache 257/02

Zuweisung: Finanzausschuss (federführend), Wirtschaftsausschuss

BR - Berichtigung 17.04.2002 Drucksache zu 257/02 (2)

Zuweisung: Finanzausschuss (federführend), Wirtschaftsausschuss

BR - Empfehlungen Finanzausschuss (federführend); Wirtschaftsausschuss
15.04.2002 Drucksache 257/1/02

Finanzausschuss: Zustimmung - Wirtschaftsausschuss: Anrufung des Vermittlungsausschusses; Anrufungsziel: Überarbeitung des Gesetzesbeschlusses Deutscher Bundestag

BR - Antrag Niedersachsen 24.04.2002 Drucksache 257/2/02

Anrufung des Vermittlungsausschusses; Anrufungsziel: Überarbeitung des Gesetzesbeschlusses Deutscher Bundestag

BR - Antrag Bayern 25.04.2002 Drucksache 257/3/02

Anrufung des Vermittlungsausschusses; Anrufungsziel: Überarbeitung des Gesetzesbeschlusses Deutscher Bundestag

2. Durchgang

BR - Plenarprotokoll 775 26.04.2002 S. 207B-208C

Redner:

Dr. Barbara Hendricks, Parlamentarischer Staatssekretär Bundesministerium der Finanzen S. 207C-208A Beschluss: S. 208C - Anrufung des Vermittlungsausschusses - gemäß Art. 77 Abs. 2 GG

BR - Anrufung des Vermittlungsausschusses Bundesrat 26.04.2002 Drucksache 257/02 (Beschluss) **BT** - Unterrichtung Bundesrat 02.05.2002 Drucksache 14/8958

Anrufung des Vermittlungsausschusses durch den Bundesrat

BT - Beschlussempfehlung Vermittlungsausschuss 15.05.2002 Drucksache 14/9096

Streichung der Untersagungsmöglichkeit für Leerverkäufe mit Wegfall der entsprechenden Meldepflicht, Regelung für derivative Geschäfte bei Pfandbriefen mit Kreditinstituten als Treuhänder, Verzicht auf die Aufnahme des Geburtsorts in den Datenabruf zwecks Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismus, Anhebung der Beschränkung des Geschäftsvolumens von Grundstücksbeleihungen für die USA und Kanada; Änderung versch. §§ Gesetz über Pfandbriefe und verwandte Schuldver-

schreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten

Berichterstatter: Gerda Hasselfeldt, CDU/CSU, Vermittlungsausschuss

Vermittlungsverfahren

BT - Plenarprotokoll 14/237 17.05.2002 S. 23655D-23656A

Beschluss: S. 23656A - Annahme Drucksache 14/9096

BR - Beschluss Deutscher Bundestag 17.05.2002 Drucksache 434/02

BR - Plenarprotokoll 776 31.05.2002 S. 264D-265B

Berichterstatter: Gernot Mittler, Staatsminister, Minister der Finanzen Rheinland-Pfalz, Vermittlungsausschuss S. 264D-265B

Beschluss: S. 265B - Zustimmung - gemäß Art. 84 Abs. 1 GG

BR - Beschluss Bundesrat 31.05.2002 Drucksache 434/02 (Beschluss)

Bundesregierung - Gesetz vom 21.06.2002 - Bundesgesetzblatt Teil I 2002 Nr.39
26.06.2002 S.2010

Bundesregierung - Berichtigung vom 27.06.2002 - Bundesgesetzblatt Teil I 2002
Nr.42 29.06.2002 S.2316

Inkrafttreten:

01.02.2003 Artikel 1 § 58 Abs. 1, §§ 59, 60

01.04.2003 Artikel 2 Nr. 6b

19.07.2005 Artikel 14a

01.07.2002 übrige Artikel

Parlamentsarchiv Gesetzesdokumentation: Signatur XIV/436

Quelle: Überarbeitete Langform des Suchergebnisses im DIP unter
www.bundestag.de: Gesetzgebungsvorgang 14019824 zum 4.FMFG

Anhang 2

Inhaltsübersicht des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes

- Artikel 1: Änderung des Börsengesetz (BörsG)
- Artikel 2: Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes
- Artikel 3: Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften
- Artikel 4: Änderung des Auslandsinvestment-Gesetzes
- Artikel 5: Änderung des Verkaufsprospektgesetzes
- Artikel 6: Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen
- Artikel 7: Änderung des Aktiengesetzes
- Artikel 8: Änderung des Handelsgesetzbuches
- Artikel 9: Änderung des Bürgerlichen Gesetzbuches
- Artikel 10: Änderung der Zivilprozessordnung
- Artikel 11: Änderung des Hypothekendarlehenbankgesetzes
- Artikel 11a: Änderung des Gesetzes über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute
- Artikel 12: Änderung des Schiffsbankgesetzes
- Artikel 13: Änderung des Gesetzes über Bausparkassen
- Artikel 14: Änderung des Gesetzes über die Kreditanstalt für Wiederaufbau
- Artikel 14a: Änderung der dritten Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen und zur Bekämpfung politischer Ausschreitungen
- Artikel 15: Änderung des Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes
- Artikel 16: Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes
- Artikel 17: Änderung des Telekommunikationsgesetzes
- Artikel 18: Änderung der Abgabenordnung
- Artikel 19: Änderung des Einkommensteuergesetzes
- Artikel 19a: Änderungen des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
- Artikel 20: Änderung der Börsenzulassungs-Verordnung
- Artikel 21: Änderung der Verkaufsprospekt-Verordnung
- Artikel 21a: Änderung des Rechtsberatungsgesetzes
- Artikel 22: Rückkehr zum einheitlichen Verordnungsrang
- Artikel 23: Inkrafttreten; Außerkrafttreten

Quelle: Bundesministerium der Justiz 2002

Anhang 3

Änderungen im WpHG durch das 4. FMFG

§ 15

Veröffentlichung und Mitteilung kursbeeinflussender Tatsachen⁴⁹

- (1) Der Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, muss unverzüglich eine neue Tatsache veröffentlichen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, oder im Fall zugelassener Schuldverschreibungen die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, beeinträchtigen kann. **In der Veröffentlichung genutzte Kennzahlen müssen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen. Sonstige Angaben, die die Voraussetzungen des Satzes 1 offensichtlich nicht erfüllen, dürfen, auch in Verbindung mit veröffentlichungspflichtigen Tatsachen im Sinne des Satzes 1, nicht veröffentlicht werden. Unwahre Tatsachen, die nach Satz 1 veröffentlicht wurden, sind unverzüglich in einer Veröffentlichung nach Satz 1 zu berichtigen, auch wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 nicht vorliegen.** Das Bundesaufsichtsamt kann den Emittenten auf Antrag von der Veröffentlichungspflicht befreien, wenn die Veröffentlichung der Tatsache geeignet ist, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden.
- (2) Der Emittent hat die nach Absatz 1 zu veröffentlichende Tatsache vor der Veröffentlichung
1. der Geschäftsführung der Börsen, an denen die Wertpapiere zum Handel zugelassen sind,
 2. der Geschäftsführung der Börsen, an denen ausschließlich Derivate im Sinne des § 2 Abs. 2 gehandelt werden, sofern die Wertpapiere Gegenstand der Derivate sind, und
 3. dem Bundesaufsichtsamt

mitzuteilen. Absatz 1 Satz 2 bis 4 gilt entsprechend für die Mitteilung nach Satz 1 **Die Geschäftsführung darf die ihr nach Satz 1 mitgeteilte Tatsache vor der Veröffentlichung nur zum Zwecke der Entscheidung verwenden, ob die Feststellung des Börsenpreises auszusetzen oder einzustellen ist. Das Bundesaufsichtsamt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Mitteilung nach Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vornehmen, wenn dadurch die Entscheidung der Geschäftsführung über die Aussetzung oder Einstellung der Feststellung des Börsenpreises nicht beeinträchtigt wird.**

- (3) Die Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1 **und 4** ist
1. in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder
 2. über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das bei Kreditinstituten, nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen tätigen Unternehmen, anderen Unternehmen, die ihren Sitz im Inland haben und an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, und Versicherungsunternehmen weit verbreitet ist,

in deutscher Sprache vorzunehmen; das Bundesaufsichtsamt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Veröffentlichung in einer anderen Sprache vornehmen; eine zeitgleiche Fassung in englischer Sprache ist gestattet, wenn dadurch eine ausreichende Unterrichtung der Öffentlichkeit nicht gefährdet erscheint. Eine Veröffentlichung in anderer Weise darf nicht vor der Veröffentlichung nach Satz 1 erfolgen. Das Bundesaufsichtsamt kann bei umfangreichen Angaben gestatten, dass eine Zusammenfassung gemäß Satz 1 veröffentlicht wird, wenn die vollständigen Angaben bei den

⁴⁹ Da § 15 nicht neu eingeführt, sondern geändert wird, sind die Änderungen fett hervorgehoben.

Zahlstellen des Emittenten kostenfrei erhältlich sind und in der Veröffentlichung hierauf hingewiesen wird.

- (4) Der Emittent hat die Veröffentlichung nach Absatz 3 Satz 1 unverzüglich der Geschäftsführung der in Absatz 2 Satz 1 Nr. 1 und 2 erfassten Börsen und dem Bundesaufsichtsamt zu übersenden, soweit nicht das Bundesaufsichtsamt nach Absatz 2 **Satz 4** gestattet hat, die Mitteilung nach Absatz 2 Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vorzunehmen.
- (5) Das Bundesaufsichtsamt kann von dem Emittenten Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen, soweit dies zur Überwachung der Einhaltung der in den Absätzen 1 bis 4 geregelten Pflichten erforderlich ist. Während der üblichen Arbeitszeit ist seinen Bediensteten und den von ihm beauftragten Personen, soweit dies zur Wahrnehmung seiner Aufgaben erforderlich ist, das Betreten der Grundstücke und Geschäftsräume des Emittenten zu gestatten. § 16 Abs. 6 und 7 gilt entsprechend.
- (6) Verstößt der Emittent gegen die Verpflichtung nach Absatz 1, 2 oder 3, so ist er einem anderen **nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c** zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Schadensersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben unberührt.

§ 15a Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften [neu eingeführt]

- (1) Wer als Mitglied des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans oder als persönlich haftender Gesellschafter eines Emittenten, dessen Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, oder eines mit diesem Emittenten verbundenen Unternehmens
 1. Wertpapiere des Emittenten
 2. Derivate, deren Preis unmittelbar oder mittelbar vom Börsen- oder Marktpreis der Wertpapiere des Emittenten abhängt
- (2) erwirbt oder veräußert, hat dem Emittenten und der Bundesanstalt den Erwerb oder die Veräußerung unverzüglich schriftlich mitzuteilen. Die Verpflichtung nach Satz 1 gilt auch für Ehepartner, eingetragene Lebenspartner und Verwandte ersten Grades der nach Satz 1 Verpflichteten.
- (3) Die Mitteilung nach Absatz 1 muss für jedes Geschäft enthalten:
 1. die Bezeichnung des Wertpapiers oder Derivats und die Wertpapierkennnummer,
 2. das Datum des Geschäftsabschlusses,
 3. den Preis, die Stückzahl und den Nennbetrag der Wertpapiere oder Derivate,
 4. die an dem Geschäft beteiligten Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute oder Unternehmen nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen,
 5. die Börse, sofern es sich um ein Börsengeschäft gehandelt hat.
- (2) Der Emittent hat eine Mitteilung nach Absatz 1 ohne die Angaben in Absatz 2 Nr. 4 und 5 unverzüglich zu veröffentlichen. Die Veröffentlichung kann erfolgen durch
 1. Bekanntgabe im Internet oder
 2. Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt, wenn die Bekanntgabe im Internet für den Emittenten mit einem unverhältnismäßigen Aufwand verbunden wäre. Der Emittent hat der Bundesanstalt unverzüglich einen Beleg über die Veröffentlichung zu übersenden.
- (3) Die Bundesanstalt kann von den nach Absatz 1 Verpflichteten sowie den beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen, soweit dies zur Überwachung der Einhaltung der in Absatz 1 und 3 geregelten Pflichten erforderlich ist.“

Abschnitt 4 [neu eingeführt]
Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation

§ 20a
Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation

- (1) Es ist verboten,
1. unrichtige Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken oder
 2. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken.

Vermögenswerte im Sinne des Satzes 1 sind Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate, Rechte auf Zeichnung, ausländische Zahlungsmittel im Sinne des § 59 Abs. 2 Börsengesetz und Waren, die

1. an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind, oder
 2. in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.
- (2) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über
1. Umstände, die für die Bewertung von Vermögenswerten erheblich sind,
 2. das Vorliegen einer sonstigen Täuschungshandlung und
 3. Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des Absatzes 1 Satz 1 darstellen.

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt übertragen.

§ 20b
Überwachung

- (1) Die Bundesanstalt überwacht die Einhaltung des Verbots nach § 20a.
- (2) Hat die Bundesanstalt Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Verbot nach §20a, kann sie von den Beteiligten Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen, die für die Überwachung der Einhaltung des Verbots erforderlich sind. Sie kann von den Beteiligten insbesondere die Angabe der Bestandsveränderungen in den Vermögenswerten im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 2 sowie der Identität weiterer Beteiligter, insbesondere der Auftraggeber und der aus den Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen, verlangen. Die Befugnisse nach Satz 1 und 2 stehen der Bundesanstalt auch gegenüber Beteiligten zu, deren Identität nach Satz 2 mitgeteilt worden ist.
- (3) Während der üblichen Arbeitszeit ist Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen, soweit dies zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist, das Betreten der Grundstücke und Geschäftsräume der Beteiligten zu gestatten. Das Betreten außerhalb dieser Zeit, oder wenn die Geschäftsräume sich in einer Wohnung befinden, ist ohne Einverständnis nur zulässig und insoweit zu dulden, wenn dies zur Verhütung von dringenden Gefahren für die öffent-

liche Sicherheit und Ordnung erforderlich ist und bei diesem Beteiligten Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Verbot nach § 20a vorliegen. Das Grundrecht der Unverletzlichkeit der Wohnung (Artikel 13 des Grundgesetzes) wird insoweit eingeschränkt.

- (4) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen nach den Absätzen 2 und 3 haben keine aufschiebende Wirkung.
- (5) Handelt es sich bei einem Beteiligten um ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder ein Unternehmen mit Sitz im Inland, das an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen ist, darf der Beteiligte die Auftraggeber oder die berechtigten oder verpflichteten Personen oder Unternehmen nicht von einem Auskunftsverlangen nach Absatz 2 oder einem daraufhin eingeleiteten Ermittlungsverfahren in Kenntnis setzen.
- (6) Die Bundesanstalt hat Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat nach § 38 Abs. 1 Nr. 4 oder Abs. 2 begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft anzuzeigen.
- (7) § 16 Abs. 6 ist anzuwenden. § 18 Satz 2, §§ 19 und 20 gelten für das Verbot der Kurs- und Markt-preismanipulation entsprechend.“

Abschnitt 7 [neu eingeführt] Schadenersatz nach unterlassener Veröffentlichung

§ 37b Schadenersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen

- (1) Unterlässt es der Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, unverzüglich eine neue Tatsache zu veröffentlichen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist und die wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, ist er einem Dritten zum Ersatz des durch die Unterlassung entstandenen Schadens verpflichtet, wenn der Dritte
 1. die Wertpapiere nach der Unterlassung erwirbt und er bei Bekanntwerden der Tatsache noch Inhaber der Wertpapiere ist oder
 2. die Wertpapiere vor dem Eintritt der Tatsache erwirbt und nach der Unterlassung veräußert.
- (2) Nach Absatz 1 kann nicht in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass die Unterlassung nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht.
- (3) Der Anspruch nach Absatz 1 besteht nicht, wenn der Dritte die nicht veröffentlichte Tatsache im Falle des Absatzes 1 Nr. 1 bei dem Erwerb oder im Falle des Absatzes 1 Nr. 2 bei der Veräußerung kannte.
- (4) Der Anspruch nach Absatz 1 verjährt in einem Jahr von dem Zeitpunkt an, zu dem der Dritte von der Unterlassung Kenntnis erlangt, spätestens jedoch in drei Jahren seit der Unterlassung.
- (5) Weitergehende Ansprüche, die nach Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder vorsätzlichen unerlaubten Handlungen erhoben werden können, bleiben unberührt.
- (6) Eine Vereinbarung, durch die Ansprüche des Emittenten gegen Vorstandsmitglieder wegen der Inanspruchnahme des Emittenten nach Absatz 1 im voraus ermäßigt oder erlassen werden, ist unwirksam.

§ 37c Schadenersatz wegen Veröffentlichung unwahrer Tatsachen in einer Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen

- (1) Veröffentlicht der Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, in einer Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen eine unwahre Tatsache, die in

seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sein soll und nicht öffentlich bekannt ist und die wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, ist er einem Dritten zum Ersatz des Schadens verpflichtet, der dadurch entsteht, dass der Dritte auf die Richtigkeit der Tatsache vertraut, wenn der Dritte

1. die Wertpapiere nach der Veröffentlichung erwirbt und er bei dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Tatsache noch Inhaber der Wertpapiere ist oder
 2. die Wertpapiere vor der Veröffentlichung erwirbt und vor dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Tatsache veräußert.
- (2) Nach Absatz 1 kann nicht in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass er die Unrichtigkeit der Tatsache nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht.
- (3) Der Anspruch nach Absatz 1 besteht nicht, wenn der Dritte die Unrichtigkeit der Tatsache im Falle des Absatzes 1 Nr. 1 bei dem Erwerb oder im Falle des Absatzes 1 Nr. 2 bei der Veräußerung kannte.
- (4) Der Anspruch nach Absatz 1 verjährt in einem Jahr von dem Zeitpunkt an, zu dem der Dritte von der Unrichtigkeit der Tatsache Kenntnis erlangt, spätestens jedoch in drei Jahren seit der Veröffentlichung.
- (5) Weitergehende Ansprüche, die nach Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder vorsätzlichen unerlaubten Handlungen erhoben werden können, bleiben unberührt.

Eine Vereinbarung, durch die Ansprüche des Emittenten gegen Vorstandsmitglieder wegen der Inanspruchnahme des Emittenten nach Absatz 1 im voraus ermäßigt oder erlassen werden, ist unwirksam.

Quelle: Bundesministerium der Justiz 2002

Anhang 4

Zur Anhörung anlässlich des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes vor dem Finanzausschuss des Bundestages geladene Sachverständige

Interessen	Interessengruppen
Anleger	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre Verbraucherzentrale Bundesverband
Emittenten	Bundesverband der Deutschen Industrie Deutsches Aktieninstitut Deutscher Industrie- und Handelskammertag
Intermediäre	Baden-Württembergische Wertpapierbörse zu Stuttgart Bayerische Börse Berliner Wertpapierbörse Bremer Wertpapierbörse Bundesverband der Finanzintermediäre an den deutschen Wertpapierbörsen Bundesverband der Kursmakler an den deutschen Wertpapierbörsen Bundesverband der Wertpapierhandelsfirmen Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften Deutsche Börse AG Deutsche Bundesbank Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management Eurex Deutschland Frankfurter Wertpapierbörse Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg Institut der Wirtschaftsprüfer Niedersächsische Börse zu Hannover Rheinisch-Westfälische Börse zu Düsseldorf Siegfried Bergles (DAB Direktanlagebank) Verband der Auslandsbanken Verband der Finanzdienstleistungsinstitute Verband Unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland Zentraler Kreditausschuss
Regulierer	Börsensachverständigenkommission Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel MR Martin Hagena, Vorsitzender des Arbeitskreises der Länder für Börsen- und Wertpapierfragen
Sonstige	Bundesrechtsanwaltskammer Bundessteuerberaterkammer Deutsche Steuer-Gewerkschaft Deutscher Steuerberaterverband Dr. Ralf Engel GSK Gassner Stockmann & Kollegen Kanzlei Tilp & Kälberer Prof. Dr. Bernd Rudolph, Universität München Prof. Dr. Eberhard Schwark, Humboldt-Universität Berlin Prof. Dr. Horst Hammen, Universität Gießen Prof. Dr. Jan-Peter Krahen, Universität Frankfurt/M. Prof. Dr. Joachim Süchting, Ruhr-Universität Bochum Prof. Dr. Klaus J. Hopt, Universität Tübingen Prof. Dr. Norbert Winkeljohann Prof. Dr. Theodor Baums, Universität Frankfurt/M. Prof. Dr. Wolfgang Gerke, Universität Erlangen Stefan Loipfinger

Quelle: Finanzausschuss 2002b:7-8

Anhang 5

Inhaltsanalyse des Wortprotokolls der Anhörung

Fragen zu⁵⁰

	Anlegerinteressen	Brancheninteressen	Sonstige
SPD	XXXXXX	XXXXXX	XXX
CDU/CSU	XX	XXXXXXXXXX	XXX
FDP		X	X
B90/Grüne	XXXX	XX	X
PDS	XXX	X	XX

Fragen an⁵¹

	SPD	CDU/CSU	FDP	B90/Grüne	PDS
BaKred	X	X	X		
BaWe	XXX			X	X
BaVers		X			
Bayerische Börse		X			
BSK	X			X	
Bundesverband der Wertpapierhandelsfirmen	X				
Bundesverband deutscher Investmentgesellschaften	X				
BVI		X			
DAI	X	X		XXX	
DAB Direktanlagebank	X				
Deutsche Börse AG	X			X	
Deutsche Steuergewerkschaft	X				XX
Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management		X			
DSW	X			X	
Gesamtverband Versicherungswirtschaft		X			
Institut der Wirtschaftsprüfer		X			X
Kanzlei Tilp & Kälberer	X				
SDK					X
Steuerberaterkammer		X			XX
Verband der Finanzdienstleistungsinstitute					
Verband der Auslandsbanken		XX			
Verband der Finanzintermediäre		X			
Verband der Kursmakler		X			
Verband unabhängiger Vermögensverwalter	X				
Verbraucherzentrale Bundesverband				X	X
ZKA	XX	XXXXXX	X		X
Prof. Gerke				XXX	
Prof. Hammen	X			X	
Prof. Schwark	X	X			
Stefan Loipfinger	X				
Dr. Engel			X		

⁵⁰ Überschneidungen zwischen den Bereichen sind möglich. Abgrenzung insbesondere zwischen den Kategorien „Sonstiges“ und „Brancheninteressen“ oft nicht möglich. „Sonstiges“ umfasst vor allem die Regelungen zur Terrorismus- und Geldwäschebekämpfung. Da dies meist mit Kosten für Branchen verbunden ist habe ich in diesen Fällen den Bereich Brancheninteressen mit angekreuzt. CDU/CSU und SPD dürfen ca. doppelt so viele Fragen stellen wie B90/Grüne, FDP und PDS.

⁵¹ Die Abgeordneten dürfen ihre Fragen an zwei Adressaten richten.