

# **Kapitalmärkte als Vorsorgeinstrument: ›Risikobegrenzung durch Rechtsnormen?**

---

CHRISTINE WINDBICHLER

## **I. Einleitung: Altersvorsorge als Beispiel**

Als Zeus in Gestalt eines Wanderers bei Philemon und Baucis, einem Paar alter Leute, einkehrte, war er von deren großzügiger Gastfreundschaft so beeindruckt, dass er für die Erfüllung ihres sehnlichsten Wunsches, nämlich gemeinsam zu sterben, auf sehr elegante Weise sorgte: Er verwandelte sie in zwei beieinander stehende Bäume.<sup>1</sup> Die Gastfreundschaft bestand darin, dass Philemon und Baucis von einer Art Schinken, den sie am Dachbalken hängen hatten, ein dünnes Scheibchen für den Gast abschnitten.<sup>2</sup> Das ist außergewöhnlich, denn der Schinken stellte, neben ihrem Häuschen, ihre Altersversorgung dar. Er musste bis zum Ende ihres Lebens reichen, oder umgekehrt, mit dem Schinken würde auch ihr Leben zu Ende gehen.

Vorsorge für das Alter ist nur ein Feld unseres weit umfassenderen Themas, aber ein sehr eindrückliches. Zwei Dinge möchte ich hervorheben: zum Einen das Zeitelement – Beginn der Vorsorge und die erwartete Zeit, für die vorzusorgen ist, und zum Anderen die Art der Vorsorge. Ein Haus kann man bauen und erhalten, ein Lebensmittel kann man in gewissen Grenzen aufheben und bei Bedarf verzehren. Heutzutage ist es damit nicht getan. Man sorgt eher in einer Weise vor, dass man bei Bedarf Geld zur Verfügung hat. Leider lässt sich Geld – als werthaltiges

---

1 Ovid: Metamorphosen, Achtes Buch, 615-724 (S. 430-439).

2 »[...] resecat de tergere partem exiguum [...], Fn. 1, S. 649-650.

Tauschmittel - aber nicht räuchern und am Dachbalken aufhängen. Geld aufheben ist mindestens so schwierig wie elektrischen Strom aufheben.

In aller Kürze und grober Vereinfachung möchte ich auf Möglichkeiten der Altersvorsorge hinweisen: Zunächst das Umlageverfahren, das die jüngere Generation dazu zwingt, die ältere mit zu ernähren und die ältere dazu zwingt, mit dem Vorlieb zu nehmen, was sie bekommt (das ist natürlich eine Karikatur, die aber die inhärenten Probleme anspricht). Das zweite ist die Vorsorge durch Bereithalten von Gütern, das wäre also die selbst bewohnte Immobilie<sup>3</sup> oder der Schinken. Das dritte Modell ist Geld ›aufheben‹, d.h. Kapital ansparen und anlegen. Damit sind wir u.a. bei den Kapitalmärkten als Vorsorgeinstrument angelangt. Philemon legt die wenigen Münzen unter die Matratze, was den Liegekomfort beeinträchtigt. Baucis geht zur Börse. Als Vorsorgeanlegerin, wie auch andere Anleger, verfolgt sie mehrere Ziele: Das Kapital soll (1) erhalten bleiben, und zwar (2) mit seiner Kaufkraft, und (3) sich nach Möglichkeit noch vermehren: Sicherheit – Werterhaltung – Wertzuwachs. Diese Ziele stehen in einem Spannungsverhältnis zueinander; hohe Rendite geht mit hohem Risiko einher.<sup>4</sup> Der Anleger (Privatperson oder Institution, z.B. Pensionsfonds, Lebensversicherung) trifft Entscheidungen, die nach Möglichkeit die richtige Mischung ergeben. Dass das nicht immer gelingt, wissen wir.

## **II. Das »Risikobegrenzungsgesetz« als Beispiel**

Da ich in diesem illustren Kreis etwas aus der Perspektive der Rechtswissenschaft beisteuern möchte, liegt die Frage nahe, was denn die Rechtsordnung zur Geldanlage am Kapitalmarkt und zum Umgang mit dem damit verbundenen spezifischen Risiko beitragen kann. Im Bundesgesetzblatt vom 12. August 2008 wurde ein »Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)« verkündet.<sup>5</sup> Diese Bezeichnung hat mich von Anfang an sehr geärgert. Ein privater Finanzdienstleister, der ein solches Instrument anbietet, würde sofort der irreführenden Werbung gezielen und nach fehlgeschlagener Risikobegrenzung in die Haftung genommen. Kann man

---

3 Die Debatte um die Einbeziehung der selbst genutzten Wohnimmobilie in die sog. Riester-Förderung kam nicht von ungefähr.

4 Das erscheint heute banal, war aber keineswegs immer selbstverständlich. Als Markowitz 1952 seinen bahnbrechenden Aufsatz »Portfolio Selection« veröffentlichte, erachtete man es als revolutionär, dass dem Risiko der gleichen Stellenwert beigemessen wurde wie der Ertragserwartung; dazu näher Bernstein: Wider die Götter, S. 316, 322-323.

5 BGBI. I, 2008, S. 1666.

durch ein Gesetz Finanzmarktrisiken begrenzen? Meines Erachtens ist das grober Unfug. Aber lassen Sie mich einen Blick auf den Inhalt des Gesetzes werfen.

Das Risikobegrenzungsgesetz ändert eine Reihe bereits vorhandener Gesetze. Im Wertpapierhandelsgesetz werden z.B. die Veröffentlichungspflichten verschärft.<sup>6</sup> Ferner werden weitere Mitteilungspflichten in das Aktiengesetz und in das Betriebsverfassungsgesetz<sup>7</sup> eingeführt. Im Bürgerlichen Gesetzbuch wird verlangt, dass bei Immobiliendarlehensverträgen klargestellt werden muss, ob der Darlehensgeber die Darlehensforderung an Dritte abtreten (z.B. an ein Unternehmen verkaufen, das dann ein Paket aus Immobiliendarlehen schnürt und am Kapitalmarkt verkauft) darf.<sup>8</sup> Dieses bunte Sammelsurium von Vorschriften begrenzt zwar nicht die mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken<sup>9</sup>, wie die Bezeichnung glauben machen möchte, erlaubt aber immerhin einen Blick in den rechtlichen Werkzeugkasten.

### **III. Kapitalmärkte als Rechtsprodukte**

In der Wissenschaft gehören die Kapital- und Finanzmärkte vor allem zu den Forschungsgegenständen der Volks- und Betriebswirtschaftslehre. Die Rechtswissenschaften haben aber auch ihren Teil, meines Erachtens sollten sie sich sogar noch mehr damit befassen. Denn: all' das, was an Finanzmärkten gehandelt wird, ist auf die eine oder andere Weise ein Rechtsprodukt.<sup>10</sup> Aktien und Hypotheken wachsen nicht auf Bäumen. Die einzelnen Transaktionen folgen rechtlichen Regeln. Der institutionelle Rahmen (Banken, Börsen, geregelter Markt, Freiverkehr) ist nicht aus Holz gezimmert, sondern aus Rechtsnormen und Verträgen.

---

6 Vgl. Überblick bei Diekmann/Merkner: Erhöhte Transparenzanforderungen, S. 921ff.

7 Vgl. § 106 Abs. 3 Nr. 9a Betriebsverfassungsgesetz n.F.; dazu Schröder/Falter: Unterrichtung des Wirtschaftsausschusses, S. 1099-1100.

8 Vgl. § 492 Abs. 1a, Satz 3 BGB und § 496 Abs. 2 BGB n.F.; dazu BT-Dr 16/9821, S. 20; Langenbucher: Kredithandel, S. 3170-3171.

9 Vgl. die Kritik bei Eidenmüller: Regulierung von Finanzinvestoren, S. 2118-2121.

10 Darstellung der Grundlagen bei Ekkenga: Börsenfähige Wertpapiere, § 6 Rn. 110-123; 137-227 m.w.N.

## 1. Instrumente

Die Rechtsordnung stellt die Instrumente zur Verfügung, ohne die Kapitalmärkte nicht auskommen. Die handelbaren Rechtsprodukte beginnen mit der schlichten Anleihe, einer festverzinslichen Schuldverschreibung. Der Darlehensvertrag, die Zinsabsprache, die Aufteilung der Anleihe in einzelne Wertpapiere, die Übertragungsmöglichkeiten für Wertpapiere beruhen auf Rechtsregeln.<sup>11</sup> Ohne die darin liegende Standardisierung und ggf. Durchsetzbarkeit vor Gericht könnte das System nicht funktionieren.<sup>12</sup> Noch deutlicher wird das bei Aktien: Die Aktiengesellschaft ist eine juristische Person, also ein Konstrukt, das ohne die Anerkennung durch eine Rechtsordnung nicht existieren kann; die Aktie, die die Mitgliedschaft und die wirtschaftliche Beteiligung verkörpert,<sup>13</sup> ist ein Wertpapier, das in der Natur ebenso wenig vorkommt wie Versicherungen; sie sind reine Rechtsprodukte, wie z.B. auch die Versicherung von Anleihen – *credit default swaps (CDSs)*.<sup>14</sup>

Die Märkte, auf denen solche Produkte gehandelt werden, sind im Gegensatz zum Bauernmarkt für – *nota bene* – Schinken nicht frühe Erungenschaften einfacher Gesellschaften, sondern durch hoch komplexe Regelwerke konstruiert. Börsen können als staatliche Veranstaltungen mit den Mitteln des öffentlichen Rechts bereit gestellt werden.<sup>15</sup> Handelsplätze können aber auch privatrechtlich gestaltet werden.<sup>16</sup> Jeden-

---

11 Umfassend Ekkenga: Börsenfähige Wertpapiere, § 6 Rn. 137-159 m.w.N.

12 Zur Bedeutung von Standardisierung und Vertrauen in die Durchsetzung von Regelungen vgl. Hueck/Windbichler: Gesellschaftsrecht, § 25 Rn. 18; Schmidt-Tenz: Recht und Ökonomie, S. 11; speziell zur Gewährleistung der Integrität des Finanzmarkts als Regelungsaufgabe Krolop: Rückzug, S. 140-141.

13 Ekkenga: Börsenfähige Wertpapiere, § 6 Rn. 125-136: »Aktie als Mitgliedschaftswertpapier«; Hueck/Windbichler: Gesellschaftsrecht, § 25 Rn. 7-8 m. w.N.

14 Näher etwa Heinrich: Kreditderivate, S. 35-60; Luttermann: Kreditversicherung, S. 737ff.; CDSs sind nur eine Form von Kreditderivaten, die der Absicherung gegen Zahlungsausfall dienen.

15 So etwa die Rechtsnatur der Frankfurter Wertpapierbörsse: nach h.M. nicht-rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts, mit öffentlichen Befugnissen beliehene private Deutsche Börse AG als Träger; vgl. Krolop: Rückzug: Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, S. 26 m.w.N. Deutsches Börsenrecht ist daher im Ausgangspunkt Wirtschaftsverwaltungsrecht, vgl. nur Kümpel: Bank- und Kapitalmarktrecht, Abschn. 8.182-183.

16 Im Rechtsvergleich überwiegen rein privatrechtliche Organisationen, sog. *self-regulatory organizations (SROs)*, die aber staatlicher Aufsicht unterliegen, Cox/Hillman/Langevoort: Securities Regulation, S. 974ff. sowie die Untersuchung Börsenreform von Hopt/Rudolph/Baum 1997.

falls gibt es jeweils ein Regelwerk, das den Zugang, das Verfahren für die Teilnahme und die Bedingungen des Handels gleichmäßig festlegt. Auch dies ist ein Rechtsprodukt.

Wie die Beispiele zeigen, unterscheiden sich diese Instrumente von einander gewaltig. Das betrifft zunächst die Entstehung. Der Staat kann durch ein Gesetz oder Verwaltungshandeln ein Produkt kreieren. Aber auch Private können durch Vertrag oder Satzung ein verbindliches Regelwerk für die Beteiligten schaffen.<sup>17</sup> Weiterhin stellt die Rechtsordnung Transaktionsformen zur Verfügung, also etwa den Vertrag oder das Insolvenzverfahren (früher: Konkurs). Das bedeutet: Das Wirtschaftsrecht ist ein Stück Infrastruktur für eine entwickelte Wirtschaft, insbesondere für Kapitalmärkte, genauso wie Elektrizitätsversorgung, Verkehrswege oder Telekommunikation. Auch dort kann die Bereitstellung durch den Staat selbst erfolgen oder durch Private, die dann aber staatlicher Regulierung unterliegen. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob und wie durch Rechtsnormen die, um bei der unsäglichen Gesetzesbezeichnung zu bleiben, mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken begrenzt oder wenigstens gesteuert werden können.<sup>18</sup>

## 2. Regulierung

Hier soll nach den Eingriffen durch zwingendes Recht gefragt werden, im Gegensatz zur privatautonomen Ordnung durch Vertrag. Solche Eingriffe setzen ganz unterschiedlich an. Ich lege hier eine breite, funktionale Betrachtung zugrunde, zumal sie im Rechtsvergleich und in der europäischen Rechtsentwicklung weiter führt als die reine Rechtstechnik, die nach Gesetz, Verordnung, Verwaltungsakt, Kompetenzen etc. fragt.<sup>19</sup>

---

17 Auch für derartige private Regelwerke stellt Markets in Financial Instruments Directive – MiFID in Art. 14 Mindestanforderungen; vgl. auch § 31f Wertpapierhandelsgesetz. Überblick über die Marktsegmente in Deutschland und die für sie geltenden Regularien bei Bröcker: Kapitalmarktrecht, § 6 Rn. 42-74 m.w.N.; zur europarechtlichen Perspektive vgl. Grundmann: European Company Law, Rn. 646.

18 Vgl. Weber: Kapitalmarktrecht, S. 65: »Das Kapitalmarktrecht nimmt den Marktteilnehmern diese [scil. Anlegerrisiken] nicht ab. Es sollte aber zum einen die Einschätzung bestimmter Risiken unterstützen (etwa Unternehmensrisiken) und zum anderen bestimmte Risiken minimieren (etwa Transferrisiken).«

19 Zum Rechtsvergleich im Bereich des Gesellschaftsrechts allgemein Hopt: Comparative Company Law; Windbichler/Krolop: Gesellschaftsrecht, § 19 Rn. 56-59.

### a) Informationsregime

Den ersten Ansatz kann man mit »Informationsregime« bezeichnen.<sup>20</sup> Das bedeutet, dass eine Vorschrift dem Bürger, Unternehmen oder Marktteilnehmer nicht vorschreibt, was zu tun oder zu unterlassen ist, sondern welche Informationen unter bestimmten Voraussetzungen und in welcher Weise zu geben sind. Der staatliche Eingriff ist zurückhaltender als das materielle Gebot oder Verbot. Der Vertrieb alkoholischer Getränke ist z.B. nicht verboten, aber der Alkoholgehalt ist auf dem Flaschenetikett anzugeben.<sup>21</sup>

Das amerikanische Kapitalmarktrecht, eingeführt in den Jahren 1933 und 1934 als Reaktion auf die große Finanzkrise und anschließende Depression Ende der 1920er Jahre, beruht ganz wesentlich auf dem Informationsmodell.<sup>22</sup> Erst mit dem *Sarbanes-Oxley-Act* 2002 in Reaktion auf das Enron-Debakel erfolgte eine stärkere Hinwendung zu inhaltlicher Regulierung.<sup>23</sup> Darauf ist noch zurück zu kommen. Etwas holzschnittartig auf den Punkt gebracht schreiben die amerikanischen Kapitalmarkt-vorschriften nicht vor, welche Verhaltensweisen zulässig oder verboten sind, sondern verlangen die Offenlegung von Finanzberichten, Transaktionen und wesentlichen Ereignissen.<sup>24</sup>

Auf derselben Linie liegen das deutsche<sup>25</sup> und europäische<sup>26</sup> Kapitalmarktrecht, nach dem Finanzberichte, Beteiligungsverhältnisse und Tat-

- 
- 20 Den Begriff des »Informationsmodells« prägte wesentlich Grundmann: Privatautonomie im Binnenmarkt, Grundmann: Information und ihre Grenzen; ausführlich Grohmann: Das Informationsmodell.
  - 21 Vgl. EuGH v. 20.2.1979 – Rs. 120/78, Slg. 1979, 649 – Cassis de Dijon; Grundmann: Privatautonomie im Binnenmarkt, S. 1138.
  - 22 Oft in diesem Zusammenhang zitiert Justice L.D. Brandeis: »Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman« (nach Macey: A Pox on both your houses, S. 329; vgl. auch die Aussage bei Loss/Seligmann: Securities Regulation, S. 29: »disclosure, again disclosure, and still more disclosure«; zu Entstehungsgeschichte und Hintergründen Sale: Gatekeepers, S. 403ff.; Becker: Börsen- und Kapitalmarktrecht, S. 785ff.
  - 23 Cox/Hillman/Langevoort: Securities Regulation, S. 9-10, 548-550; Macey: A Pox on both your houses, S. 329ff.; Merkt/Göthel: US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Rn. 39-48.
  - 24 Pointiert Fleischer: Das Aktiengesetz von 1965, S. 458: »[...] durchdrungen von einer alle Regelungsbereiche erfassenden Offenlegungsphilosophie und bereit, verbandsrechtliche Verbote gegen ein kapitalmarktrechtliches Informationsmodell auszutauschen.«
  - 25 Dabei handelt sich zu einem bedeutenden Teil um eine Rezeption des Grundgedankens des US-amerikanischen Modells, vgl. Fleischer: Das Aktiengesetz von 1965, S. 454.

sachen, die Kursrelevanz haben können (ad-hoc Mitteilungen) zu veröffentlichten sind. Am Anfang, d.h. beim Gang an die Börse, steht jeweils der »Prospekt«. Das ist ein technischer Begriff für ein Dokument, das das zum Börsenhandel einzuführende Wertpapier und das dahinter stehende Unternehmen beschreibt;<sup>27</sup> die naheliegende Assoziation der Hochglanzbroschüre ist allerdings manchmal nicht ganz falsch.<sup>28</sup> Der Börseneinführung nachfolgend gibt es periodische Mitteilungen sowie die bereits genannten aus besonderem Anlass.<sup>29</sup>

Das zitierte Risikobegrenzungsgesetz verschärfte überwiegend Mitteilungspflichten, also das Informationsregime. Aus ökonomischer Sicht geht es darum, Informationsasymmetrien abzubauen um dadurch schädliche (ineffiziente) opportunistische Verhaltensweisen zu vermindern.<sup>30</sup> Es stärkt die informationelle Entscheidungsbasis und fördert den marktmäßigen Selbstschutz. Wenn ich z.B. gegen Erdnüsse allergisch bin, genügt zu meinem Schutz die Angabe auf der Packung der Schokolade, dass sie aus einer Fabrik kommt, die auch Erdnüsse verarbeitet. Einer materiellen Regelung, etwa eines Verbots von erdnusskontaminierten Lebensmitteln oder gar Erdnüssen, bedarf es nicht. In diesem Sinne hat Information eine Risikobegrenzungsfunktion. Der Prospekt unterrichtet mich darüber, ob ich mein Geld in ein hoch spekulatives Unternehmen oder Wertpapier investiere; die nachfolgenden Informationen dienen meiner Entscheidungsfindung i.S.d. Wall Street Rule: kaufen – halten – verkaufen.<sup>31</sup>

---

26 Z.B. Erwägungsgrund 21 der Prospektrichtlinie: »Information ist ein zentrales Element des Anlegerschutzes.«

27 Vgl. Art. 3 Prospektrichtlinie. Die inhaltlichen Anforderungen ergeben sich unmittelbar aus der Prospektverordnung, vgl. § 7 Wertpapierprospektgesetz. Zu Einzelheiten vgl. Bröcker: Kapitalmarktrecht, § 6 Rn. 105-108 m.w.N.

28 In interdisziplinären Forschungen (*Behavioral Finance*) wurde die naheliegende Annahme, dass die Verarbeitung der Information von ihrer Präsentation abhängt, als sogenannter *Framing-Effect* empirisch untersucht, vgl. Conrad: Kapitalallokation, S. 397; Fleischer: Finanzinvestoren, S. 188 jew. m.w.N.

29 Insbesondere Jahresbericht, Halbjahresbericht und Zwischenmitteilung, vulgo Quartalsbericht, vgl. Art. 5-7 Transparenzrichtlinie; §§ 37vff. Wertpapierhandelsgesetz; Überblick bei Langenbucher: Aktien und Kapitalmarktrecht, § 17 Rn. 298-299.

30 Zu diesem Konzept als Regulierungsgrund auf europäischer Ebene vgl. Grundmann: European Company Law, Rn. 271ff., 686ff., 775, 792-793 jew. m.w.N.

31 Vgl. u.a. Hopt: Gemeinsame Grundsätze, S. 779; Grundmann: European Company Law, Rn. 652ff.; Cheffins: Company Law, S. 64: »We don't buy management, we buy shares. If we don't like the management we sell.«

Darüber hinaus ist, z.B. im Gesellschaftsrecht, das Informationsregime ein Vehikel dazu, dass (mitgliedschaftliche) Rechte rational und wirksam wahrgenommen werden können, ich mich z.B. zur Ausübung meines Stimmrechts als Aktionär in einem bestimmten Sinne entschließe.<sup>32</sup> Damit haben Informationsvorschriften eine doppelte Funktion: den Individualschutz und den Institutionenschutz. Rechtstechnisch wird unterschieden nach Regeln für die Informationsbereitstellung und solchen für die Informationsabsicherung. Erstere legen fest, welche Informationen zu geben sind, z.B. welchen Inhalt ein Börsenprospekt haben muss. Die Informationsabsicherung erfolgt durch eine behördliche Billigung<sup>33</sup> oder eine privatrechtlich organisierte Prüfung, vor allem durch Wirtschaftsprüfer,<sup>34</sup> sowie Sanktionen (Stimmrechtsverlust,<sup>35</sup> Bußgelder,<sup>36</sup> Unwirksamkeit von Rechtsakten,<sup>37</sup> Kriminalstrafe für Falschinformation,<sup>38</sup> Haftung auf Schadensersatz<sup>39</sup> etc.).

Die Reichweite und Leistungsfähigkeit des Informationsmodells sind freilich umstritten.<sup>40</sup> In der ökonomischen Modellschreinerei sind Märkte effizient bei vollkommener Information.<sup>41</sup> Im wirklichen Leben gibt es weder vollständige Information noch effiziente Märkte. Bei den Kapitalmärkten herrscht die sog. schwache Hypothese effizienter Märkte vor.<sup>42</sup> Es spielen eben noch eine ganze Reihe anderer Komponenten hin-

---

32 Hueck/Windbichler: Gesellschaftsrecht, § 29 Rn. 12f., 20ff.

33 Vgl. § 13 Wertpapierprospektgesetz: Billigung des Prospekts durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

34 Vgl. § 316 Abs. 1 Handelsgesetzbuch; näher dazu Hueck/Windbichler: Gesellschaftsrecht, § 31 Rn. 18-21 m.w.N.

35 Z.B. § 23 Wertpapierhandelsgesetz.

36 Z.B. § 39 Wertpapierhandelsgesetz.

37 Z.B. Nichtigkeit des Jahresabschlusses wegen gravierender Mängel gemäß § 256 Aktiengesetz.

38 Z.B. §§ 38 Abs. 2, 39 Abs. 1 i.V.m. § 20a Wertpapierhandelsgesetz; vgl. auch den Straftatbestand der »unrichtigen Darstellung« in § 400 Aktiengesetz.

39 Umfassend die von Hopt herausgegebene rechtsvergleichende Untersuchung zur Kapitalmarktinformationshaftung 2005.

40 Vgl. Fleischer: Finanzinvestoren, S. 204-211; Schön: Zwingendes Recht, S. 1195ff.; deutlich der Titel des Beitrags von Grossmann/Stiglitz 1980, S. 393: On the Impossibility of Informationally Efficient Markets.

41 Franke/Hax: Finanzwirtschaft, S. 398. Dabei bedeutet »vollständige Information« nicht, dass jeder Teilnehmer über sämtliche Informationen verfügt. Es genügt vielmehr, wenn jedem Teilnehmer eine Teilmenge der Information hat, die aggregiert werden und so in die Preisbildung einfließen, Grundmann: European Company Law, Rn. 684; Hüffer/Schmidt-Abemann/Weber: Anteilseigentum, S. 154; grundlegend Fama (1970), 383ff.

42 Die maßgeblich von Fama: Efficient Capital Markets, S. 383ff. entwickelte *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH) wurde modifiziert von Grossmann/Stiglitz: On the impossibility, S. 393ff.; zum aktuellen Stand

ein.<sup>43</sup> Informationen sind nicht beliebig verfügbar; ihre Bereitstellung und Vermittlung verursacht Kosten. Außerdem müssen Informationen verarbeitet werden, was aus quantitativen und qualitativen Gründen nur begrenzt möglich ist. Zu fordern ist daher nicht ein Maximum, sondern ein Optimum an Information.<sup>44</sup> Rechtlich zeigt sich das Problem an den Anforderungen, denen etwa ein Börsenprospekt oder eine Aktionärsinformation standhalten muss. Gemäß § 5 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz muss ein Prospekt in »leicht analysierbarer und verständlicher Form« sämtliche Angaben enthalten, die notwendig sind, um dem Publikum ein »zutreffendes Urteil [sic] über die Verhältnisse des Emittenten« zu ermöglichen.<sup>45</sup> Hoch komplexe Sachverhalte sind aber nicht in drei einfachen Sätzen in Alltagssprache zu erklären.<sup>46</sup> Außer der Komplexität erschwert, ja verhindert die schiere Fülle von Informationen (*Information Overload*) deren Verarbeitung.<sup>47</sup> Hier setzt das Phänomen der

---

Sester: Interpretation der Kapitalmarkteffizienz, S. 323ff. Zur Rezeption durch den Gesetzgeber in Deutschland Krolop: Rückzug, S. 138-139.

- 43 Kosten für Informationsbeschaffung und Durchführung der einzelnen Transaktion, sog. Arbitragekosten, eingeschränkte Rationalität des menschlichen Verhaltens (*bounded rationality*); vgl. Ekkenga: Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, S. 426-436; Schön: Zwingendes Recht, S. 1206-1208 (allgemeines Privatrecht). Deshalb ist seit jeher bestritten, dass es einen linearen Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Entwicklung des Börsenkurses gibt; so bereits Keynes/Knight: Risk, S. 320ff. Zur Bedeutung der Debatte für den Regelungsgeber Grundmann: European Company Law, Rn. 685ff.; Krolop: Rückzug, S. 139-140; Sester: Interpretation der Kapitalmarkteffizienz, S. 326-348.

- 44 Schön: Zwingendes Recht, S. 1208.

- 45 Vgl. auch das »plain english«-Erfordernis in bestimmten von der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde SEC verlangten Veröffentlichungen, s. etwa SEC Release 33-8732a S. 191 m. Fn. 539, [www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732a.pdf](http://www.sec.gov/rules/final/2006/33-8732a.pdf).

- 46 Es handelt sich um sog. Fachkommunikation, vgl. Simonnaes: Fachkommunikation, S. 377; oder scherhaft die Variante von Murphy's Law: Für jede hoch komplexe Frage gibt es eine einfache, geradlinige, falsche Antwort.

- 47 Vgl. Plastisch der Titel der von Paredes, S. 417: Blinded by the Light. Hinzu kommt das Problem selektiver Wahrnehmung und Selektion nach Aufwand für den Informationszugang (*availability bias*), vgl. Conrad: Kapitalallokation, S. 397-398. Die Gefahr wurde vom Gesetzgeber teilweise erkannt; vgl. Erwägungsgrund 21 der Prospektrichtlinie: »Damit diese Information leicht zugänglich ist, sollte die Zusammenfassung in allgemein verständlicher Sprache abgefasst werden und in der Regel nicht mehr als 2500 Wörter in der Sprache umfassen, in der der ursprüngliche Prospekt abgefasst wurde.« Die Umsetzung steht allerdings auf einem anderen Blatt.

Informationsmittler und -verarbeitungshelfer ein.<sup>48</sup> Das sind Berater, Analysten, Rating-Agenturen etc. Auch die Beziehung zwischen Berater und Beratenem unterliegt rechtlichen Regeln.<sup>49</sup> Sparkassen, die wegen der besseren Rendite statt Sparkassenbriefen Lehmann-Zertifikate empfohlen haben, bekommen das z.Zt. zu spüren. Die Rating-Agenturen und ihre Regulierung sind wiederum ein Kapitel für sich und Gegenstand aktueller rechtspolitischer Diskussion.<sup>50</sup>

### b) Materielle Regulierung

Im Gegensatz zu Informationsregeln schreibt materielle Regulierung ein bestimmtes Verhalten oder bestimmte Maßnahmen vor oder verbietet sie, ist also der vergleichsweise tiefere Eingriff. Ein Beispiel: Kredite der Aktiengesellschaft an ihre Vorstandsmitglieder sind mit besonderen Risiken verbunden. Deshalb verlangen manche Rechtsordnungen die Offenlegung solcher Kredite im Geschäftsbericht (Informationsmodell),<sup>51</sup> knüpfen die Ausreichung solcher Kredite an die Zustimmung des Aufsichtsrates (Verfahrens-, Governance-Regelung),<sup>52</sup> manche verbieten sie ganz (materielle Regulierung). Ein komplettes Verbot findet sich z.B. im bereits zitierten *Sarbanes-Oxley Act*<sup>53</sup> und markiert den Übergang von einem reinen Informationsmodell im amerikanischen Kapitalmarktrecht zu materieller Regulierung.<sup>54</sup>

---

48 So bereits Hopt: Kapitalanlegerschutz, S. 381ff., 413ff.; ferner Escher-Weingart: Reform durch Deregulierung, S. 187ff.; Grundmann: European Company Law, Rn. 758ff.; Merkt: Unternehmenspublizität, S. 415ff; Schmidt/Tyrell: Information Theory, S. 496, 501-507.

49 Vgl. vor allem die sog. Wohlverhaltensregeln in § 31ff. Wertpapierhandelsgesetz für Banken und in § 34b WpHG für Finanzanalysten beruhend auf der *Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*, insbesondere Art. 19 und 24. Ferner liegt in der Beratung des Kunden nach der Rechtsprechung der stillschweigende Abschluss eines Vertrages, der zur sorgfältigen Beratung verpflichtet und im Falle der vorsätzlichen oder fahrlässigen Verletzung dieser Pflicht zum Schadensersatz berechtigt.

50 Vgl. IOSCO: Review.

51 Z.B. § 285 Nr. 9c) des deutschen Handelsgesetzbuches.

52 So etwa das deutsche Modell, vgl. § 89 Aktiengesetz.

53 § 402 Sarbanes Oxley Act; vgl. dazu Merkt/Göthel: US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Rn. 45.

54 Vgl. oben bei Fn. 23.

## IV. Der Umgang mit dem Risiko

Sowohl die Informations- wie die Regulierungsvorschriften dienen auch dazu, dass Risiken erkannt, übernommen, nicht unziemlich verschoben und letztlich auch begrenzt werden. Risikobegrenzung liegt z.B. den Vorschriften des Bankrechts zugrunde, die verlangen, dass Banken über im Verhältnis zu den betriebenen Geschäften angemessene Eigenmittel verfügen.<sup>55</sup> Ein anderes Beispiel ist das Versicherungsaufsichtsgesetz, das von Lebensversicherungen und Pensionsfonds verlangt, dass sie die eingezahlten Mittel in einer bestimmten Art und Weise anlegen (Immobilien, festverzinsliche Papiere und Aktien in einem bestimmten Verhältnis).<sup>56</sup>

Letzteres zeigt etwas, was inzwischen auch dem nicht speziell fachkundigen Zeitungleser geläufig ist: Man kann Risiken vermindern, indem man die angelegten Mittel streut; *never put all your eggs in one basket*. Ist der Anlagebetrag für ernsthafte Streuung zu klein – Philemon und Baucis werden bei Ovid ausdrücklich als arm bezeichnet – hilft man sich mit einem Fonds, der die eingesammelten Beträge gestreut anlegt, so dass die Fondsbe teiligung ein gestreutes Portfolio abbildet.<sup>57</sup> Für Investmentfonds, die öffentlich vertrieben werden, ist ein Mindestmaß an Risikostreuung vorgeschrieben.<sup>58</sup> Die Rechtsordnung sorgt mit sanfter Hand dafür, dass Altersvorsorge durch Sparen (= Geld aufheben) hauptsächlich in solchen gestreuten Formen erfolgt: Lebensversicherung, Pensionsfonds, Riester-Produkte.

Diese Strategie der Risikostreuung bezieht sich auf das Risiko, dass ein einzelnes Unternehmen schlechte Geschäfte macht, gar insolvent wird, oder dass ein Schuldner nicht zahlt. Dazu, wie oft das vorkommt, gibt es Statistiken und Erfahrungswerte, die man der jeweiligen Strategie zugrunde legt.<sup>59</sup> Der Ausfall eines Unternehmens bzw. dessen Verluste werden durch Gewinne anderer Unternehmen kompensiert; jedenfalls statistisch und unter einigermaßen normalen Rahmenbedingungen ist es sehr unwahrscheinlich, dass viele oder gar alle Unternehmen auf einmal

---

55 § 10 Kreditwesengesetz.

56 §§ 54, 112, 115 Versicherungsaufsichtsgesetz.

57 Grundlegend zur Risikominimierung durch Diversifizierung Markowitz: Portfolio Selection, S. 77ff.

58 Gemäß § 60 Investmentgesetz darf maximal 5-10% des Fondsvermögens bei einem Aussteller bzw. Schuldner angelegt werden; gemäß § 64 Investmentgesetz dürfen die Anlagebeträge maximal 10% der im Umlauf befindlichen Papiere desselben Emittenten erreichen.

59 Zu Einzelheiten und Ideengeschichte und aktuellen Problemen der Risikokalkulationen auf statistisch-mathematischer Grundlage Bernstein: Wider die Götter, S. 173ff.

insolvent werden. Was aber, wenn eine ganze Branche notleidend wird, gar das ganze Finanzsystem nicht mehr funktioniert? Von dem allgemeinen Anlagerisiko (= Marktrisiko) zu unterscheiden ist das Systemrisiko (*systemic risk*). Das ist generell von Bedeutung für die Betrachtung von Kapitalmärkten als Vorsorgeinstrument, jetzt aber in der Finanzkrise ganz drastisch aktuell geworden.

Über die Definition des Systemrisikos im Einzelnen wird gestritten; ein konsentiertes Element ist jedoch das der Kettenreaktion. Die Insolvenz von Lehmann Brothers für sich genommen wäre zwar bitter, aber verkraftbar gewesen wie etwa der Zusammenbruch des Hedgefonds LTCM. Die Notlagen von Bear Stearns, Lehmann Brothers, AIG, Fannie Mae und Freddie Mac, Royal Bank of Scotland, IKB, mehrerer deutscher Landesbanken *etc.* ist jedoch etwas Anderes. Der Kreditverkehr unter den Banken war so gut wie gänzlich zum Erliegen gekommen.<sup>60</sup> Da hilft kein Streuen von Risiken mehr. Deshalb finden wir die erstaunliche Einigkeit unter Vertretern aller politischen Richtungen, dass hier Regulierung Not tut. Was zu geschehen hat, ist aber ganz weitgehend von der Beantwortung ökonomischer Fragen abhängig. Die einzelnen Maßnahmen wiederum sind ganz überwiegend Gegenstand von Rechtsnormen. Ein derartiges Instrument hatte ich als Beispiel bereits erwähnt: Die Eigenmittelausstattung der Banken.

Weitere denkbare Mittel sollen hier nur kurz im Hinblick auf ihre Struktur genannt werden. Der Gesetzgeber könnte bei der einzelnen Transaktion ansetzen. Falls Philemon und Baucis ihr Häuschen finanziert haben sollten (besser für sie wäre allerdings die sog. *reverse mortgage*), könnte ihre Verbindlichkeit in einem Paket weiterverkaufter Immobilienfinanzierungen gelandet sein, zusammen mit den Schulden recht unfrommer und unzuverlässiger Leute. Um das zu unterbinden, könnte der Gesetzgeber den Weiterverkauf von Forderungen verbieten. Damit würde er sehr weit in die Vertragsfreiheit eingreifen, ökonomisch sinnvolle Geschäfte unmöglich und die Hypotheken teurer machen.<sup>61</sup> Deshalb hat das »Risikobegrenzungsgesetz« sich darauf beschränkt, die Klärstellung des Normalfalles zu fordern, nämlich dass Forderungen ohne Zustimmung des Darlehensnehmers abgetreten werden dürfen, soweit die Abtretung nicht im Vertrag ausgeschlossen ist. Ein weiteres Beispiel für das Ansetzen bei der Transaktion ist § 112 Abs. 2 S. 1 Investmentgesetz, wonach der deutschen Regulierung unterliegende »Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken«, *vulgo* Hedgefonds, nicht öffentlich vertrieben werden dürfen.

---

60 Vgl. die Darstellung bei Rudolph: Die internationale Finanzkrise, S. 62-63.

61 Näher dazu Stürner: Transparenz, 1ff. in seiner Stellungnahme zum Risikobegrenzungsgesetz.

Der Gesetzgeber könnte bei den einzelnen Finanzprodukten ansetzen und sie einer Zulassung unterwerfen, so wie die Notierung von Wertpapieren einen genehmigten Prospekt erfordert. Auch das wäre ein schwer abzugrenzender Eingriff in die Vertragsfreiheit und würde eine gewaltige Bürokratie erfordern. Solche Ansätze werden aber durchaus diskutiert, z.B. in Anlehnung an die Arzneimittelzulassung.<sup>62</sup> Eine Alternative zur Zulassung *ex ante* wäre eine Eingriffsbefugnis *ex post*: Finanzprodukte, die sich als gefährlich erweisen, könnten verboten werden.<sup>63</sup> Bei allen Lösungen muss mit beträchtlichen Risiken und Nebenwirkungen gerechnet werden; Allheilmittel gibt es nicht.<sup>64</sup>

Der Gesetzgeber könnte beim Anleger ansetzen und so etwas wie einen Führerschein für riskante Geschäfte verlangen.<sup>65</sup> In der Rechtsgeschichte finden wir das: Als E.T.A. Hoffmann Referendar bei der Oberamts-Regierung in Glogau war (und noch nicht hier gegenüber am Gendarmenmarkt in Berlin bei Lutter und Wegener »Sekt« trank), musste er ein Wechselrechtsgutachten erstellen, bei dem es im Wesentlichen um die Wechselfähigkeit des Grafen von Groeben auf Ponarjen als Zeichner ging.<sup>66</sup> Der war nämlich nicht Kaufmann, sondern Rittergutsbesitzer; nach dem damals anwendbaren Preußischen Allgemeinen Landrecht waren nur Kaufleute umfassend wechselfähig. Schon im Laufe des 19. Jahrhunderts wurde der Wechsel vom Privileg der (kundigen) Kaufleute zum allgemein verfügbaren Instrument. Die ebenfalls zunächst Kaufleuten

- 
- 62 Vgl. die Standpunkte von Stiglitz und Mc Fadden beim Treffen der Ökonomie-Nobelpreisträger in Lindau (Storbeck: Wissenschaft mit Motorschaden?); McFadden verweist explizit auf die US-amerik. *Federal Drug Administration (FDA)* als Vorbild; vgl. auch die Forderung von Franz Müntefering nach einem »TÜV für Finanzprodukte«, Wiedemann: Müntefering fordert TÜV.
  - 63 Ein Ansatzpunkt für dieses Konzept könnte § 37g Wertpapierhandelsgesetz sein; danach können bestimmte Finanztermingeschäfte verboten oder beschränkt werden, wenn dies für den Anlegerschutz erforderlich ist; vgl. Mülbert: § 37g WpHG, § 37g Rn. 3. Das Bundesfinanzministerium hat angesichts der Finanzkrise auf dieser Grundlage kreditfinanzierte Leerverkäufe verboten.
  - 64 Allgemeiner zur Problematik der prospektiven Gesetzesfolgenabschätzung Fleischer: Finanzinvestoren, S. 191-193.
  - 65 Vgl. Begriff des »qualifizierten Anlegers« in §§ 2 Nr. 6, 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 Wertpapierprospektgesetz, der nach Auffassung des Gesetzgebers keinen Prospekt benötigt; ferner die Differenzierung der Beratungs- und Aufklärungspflichten nach der Trias professioneller Kunde – geeignete Gegenpartei – Privatkunde, Art. 19-25 der *Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*, §§ 31a-e Wertpapierhandelsgesetz; dazu Fleischer: Richtlinie über Märkte, S. 394-395.
  - 66 Probe-Relation des Auskultators Hoffmann, 16.4.1798, Hoffmann: Juristische Arbeiten, S. 45ff.

vorbehaltene Börsentermingeschäftsfähigkeit wurde bereits 1908 gelockert und 1989 allgemein gewährt.<sup>67</sup> Die Tendenz ist also allgemein eher gegenläufig. Die moderneren Schutzinstrumente sind nicht die Verhinderung des Zugangs zu bestimmten Geschäften, sondern wiederum Informationspflichten.<sup>68</sup> Beim Anleger setzen auch die Regeln an, die bei Produkten mit hoher Hebelwirkung einen eigenen Mindesteinsatz verlangen. Das beruht zunächst auf Vertrag, könnte aber auch gesetzlich geregelt werden,<sup>69</sup> ebenso wie Beschränkungen von bestimmten Geschäften mit geliehenem Geld.<sup>70</sup>

Die Liste ließe sich endlos verlängern und in zahlreiche technische Details verfeinern. Das würde hier nicht weiter führen, weshalb ich noch eine andere, übergreifende Frage stellen will.

## V. Finanzmärkte und Realwirtschaft

Ich möchte von der Geldakrobistik wieder zum Schinken kommen. Oben habe ich ausgeführt, dass man Ersparnisse schlecht räuchern und an den Dachbalken hängen kann. Stattdessen stellt man das Ersparte der gegenwärtigen Wirtschaft zur Verfügung und fordert es bei Bedarf zurück (in der Hoffnung, dass noch etwas da ist). Wenn ich dem Bauern einen Kredit für die Anschaffung von Ferkeln gebe, habe ich gute Aussichten, aus dem Erlös der letztendlich produzierten Schinken bezahlt zu werden. Ich kann mir die Zuverlässigkeit und die bisherigen Erfolge des Schweinehirten vorher ansehen. Dieser unmittelbare Zusammenhang mit der Realwirtschaft ist aber in hoch entwickelten Industrienationen vielfach gebrochen und vermittelt; aus guten und aus schlechten Gründen. Die Bank, die ein dreißig Jahre laufendes Hypothekendarlehen verkauft, muss sich nicht dreißig Jahre lang mit der Verwaltung dieses Kredits befassen; sie bekommt sofort Geld. Der Käufer besorgt sich das Geld am Kapitalmarkt, indem er Wertpapiere verkauft, die durch Bündel von Hypotheken oder sonstigen Forderungen gesichert sind. Für den Wertpapierkäufer wird es damit so gut wie unmöglich, die gebündelten Risiken einzuschätzen. Das Informationsmodell wird in seiner Funktionsfähigkeit beeinträchtigt, vor allem wenn die Pakete zerschnitten, neu zusammenge-

---

67 Schwark: Kapitalmarktsrechts-Kommentar, Einl. BörsG Rn. 2, 6.

68 Z.B. § 37d Wertpapierhandelsgesetz.

69 In diese Richtung geht auch die Vorgabe in § 51 Abs. 2 Investmentgesetz:  
Die Kapitalanlagegesellschaft (*vulgo* der regulierte Investmentfonds) muss hiernach sicherstellen, dass durch den Einsatz von Derivaten und Finanzinstrumenten mit derivativer Komponente das Marktrisikopotenzial des verwalteten Sondervermögens sich höchstens verdoppelt.

70 Dazu (mit skeptischen Grundton) Möschel: Finanzmarktkrise, S. 110.

schnürt und mehrfach weiter verkauft werden.<sup>71</sup> Das Auseinanderdriften von Finanzmarkt (den ich hier bewusst so und nicht Kapitalmarkt nenne)<sup>72</sup> und Realwirtschaft produziert m.E. ein systemisches Risiko.<sup>73</sup>

Ein ebenso altmodisches wie plastisches Beispiel dafür ist die Diskontfähigkeit von Wechseln. Eine Bank kann Wechsel nur bei der Deutschen Bundesbank diskontieren, d.h. vor Fälligkeit an diese gegen bar verkaufen, wenn es sich um Waren- oder Handelswechsel handelt, also eine Transaktion in der Realwirtschaft zugrunde liegt. Einen Finanzwechsel nimmt die Bundesbank nicht.<sup>74</sup> Die Unterscheidung gab es auch schon zu Zeiten E.T.A. Hoffmanns. In eine ähnliche Richtung weist die Unterscheidung in § 37g Wertpapierhandelsgesetz, wonach Beschränkungen im Interesse des Anlegerschutzes nur für Finanztermingeschäfte (und nicht für Warentermingeschäfte) angeordnet werden dürfen. Ebenso systemrelevant sind m.E. reine Finanzgeschäfte mit großen Hebeln, die nicht der Absicherung realwirtschaftlicher Transaktionen dienen. Einfacher ausgedrückt: Spekulation mit geliehenem Geld.<sup>75</sup> Diesen Erwägungen liegt ein Verständnis von Finanzmärkten als Dienstleistungsmärkten zugrunde.<sup>76</sup> Zur Finanzierung hoch komplexer Marktwirtschaften sind Kapital- und Finanzmärkte unverzichtbar. Dabei entstehen auch hoch komplexe Finanzprodukte. Soweit diese der Finanzierung der Realwirtschaft, der Absicherung von Risiken (z.B. *hedging* von Handelsgeschäften), der Enthebung der Mühen des Tauschhandels (*money recycling*) etc. dienen, ist dagegen gar nichts zu sagen. Wenn Finanzmärkte zum Selbstzweck werden, setzen die Bedenken ein, mit denen sich die Regulierungsbemühungen auseinandersetzen müssen.

---

71 Grundmann/Hofmann/Möslein: Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, S. 8-12, 33-35; Dendorff: Einsatz von Kreditderivaten, S. 70-82; Luttermann: Kreditversicherung, S. 739-741.

72 Zum Verhältnis der Begriffe Finanzmarkt, Kapitalmarkt im engeren und Kapitalmarkt im weiteren Sinne aus juristisch-systematischer Sicht Kümpe: Bank- und Kapitalmarktrecht, Abschn. 8.124-126.

73 Rudolph: Die internationale Finanzkrise, S. 68-69 beschreibt dies als »Frictionen im Prozess des Kreditrisikotransfers«.

74 Peters: Der Wechsel, § 64 Rn. 1, § 65 Rn. 2-7.

75 Kritisch gegenüber dieser Praxis auch Möschel: Finanzmarktkrise, S. 110; Beispiel: kreditfinanzierte Leerverkäufe. Deren Verbot durch das Bundesfinanzministerium auf der Grundlage der Befugnis aus § 37g Wertpapierhandelsgesetz war eine der ersten Maßnahmen der Bundesregierung in Reaktion auf die Finanzkrise. Leerverkäufe als solche können aber durchaus effizient sein, die ökonomischen Implikationen sind durchaus strittig.

76 Zur Börse als Dienstleister im Sinne der Dienstleistungsfreiheit Krolop: Rückzug, S. 353-354. Der Vorläufer der *Markets in Financial Instruments Directive – MiFID* hieß noch »Wertpapierdienstleistungsrichtlinie«; dazu Fleischer: Richtlinie über Märkte, S. 389-390.

## VI. Ausblick

Im Ergebnis kommt das heraus, was ich oben hinein getan habe, nämlich die Feststellung, dass Kapitalmärkte ein Vorsorgeinstrument sind. Nicht zuletzt deshalb ist die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte ein wichtiges Gemeinschaftsgut, das der Staat mit den Mitteln des Rechts zu hüten hat. Die Mittel im Einzelnen sind vielfältig, kompliziert und umstritten. Es gilt jedenfalls zu unterscheiden zwischen dem Schutz einzelner Individuen vor Übervorteilung und dem Institutionenschutz. »Risikobegrenzung« durch Rechtsnormen in dem Sinne, dass Rechtsnormen unmittelbar Risiken vermindern könnten, ist nicht möglich. Das Ferkel geht ein, auch wenn das Gesetz es verbietet, und dann gibt es keinen Schinken. Risikoverlagerungen, Beschränkung von Transaktionsmöglichkeiten, behördliche Überwachung sind ihrerseits Mittel mit zahlreichen Risiken und Nebenwirkungen. Deshalb ist ihr Einsatz nicht ungefährlich, aber oft notwendig. In diesem Sinne fühle ich mich an den Vergleich bei Daniel McFadden mit den Kautelen für die Zulassung von Medikamenten erinnert.<sup>77</sup>

Die Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten ist auch deshalb ein wichtiges Gemeinschaftsgut, weil wir hier eine Langfristperspektive benötigen. Das gilt nicht nur für die dreißig Jahre laufende Hypothek oder das Industrieprodukt mit langer Entwicklungszeit, sondern gerade auch für die Vorsorgebedürfnisse. Wir leben in einer alternden Bevölkerung. Der allgemeine Aufruf vorzusorgen ist ja gut gemeint. Aber wie soll man vorsorgen, wenn es keine Pensionsfonds, Lebensversicherungen und sonstige Mechanismen gibt, Geld aufzuheben. *Last but not least:* seit Philemon und Baucis' Zeiten ist die Lebenserwartung gestiegen. Ein Schinken wird daher nicht reichen, wenn wir uns nicht vorzeitig in Bäume verwandeln lassen wollen, oder, wie in der unfreundlichen Variante in Goethes Faust, vor Schreck bei Zwangsräumung der Hütte tot umfallen.<sup>78</sup>

## Literatur

Becker, Michael: Börsen- und Kapitalmarktrecht in den Vereinigten Staaten, in: Hopt, Klaus J./Rudolph, Bernd/Baum, Harald (Hg.): *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart: Schaeffer-Poeschel 1997.

---

77 Oben bei Fn. 62.

78 Goethe: Faust II, Vierter Akt: (Mephistopheles und drei Gesellen): »Das Paar hat sich nicht viel gequält/Vor Schrecken fielen sie entseelt.«

- Bernstein, Peter L.: *Wider die Götter. Die Geschichte der modernen Risikogesellschaft*. Aus dem Amerikanischen von Gerhard Beckmann [Originaltitel: Against the Gods], Hamburg: Murmann 2004.
- Bröcker, Norbert: Kapitalmarktrecht, in: Claussen, Carsten P. et al. (Hg.): *Bank- und Börsenrecht*, § 6 Rn. 1-109, München: C.H. Beck <sup>4</sup>2008.
- Cheffins, Brian R.: *Company Law, Theory, Structure and Operation*, Oxford: Oxford UP 2004 [1997].
- Conrad, Christian A.: Kapitalallokation in der Irrational Exuberance – Erkenntnisse aus Theorie und Praxis, in: Eller, Roland/Heinrich, Markus/Perrot, René/Reif, Markus (Hg.): *Handbuch Derivativer Instrumente*, Stuttgart: Schäffer Poeschel 2005, S. 387-406.
- Cox, James D./Hillman, Robert W./Langevoort, Donald C.: *Securities Regulation. Cases and Materials*, New York: Aspen <sup>4</sup>2004.
- Diekmann, Hans/Merkner, Hans: Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht. Ein Überblick über den Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz, in: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)* (2007), S. 921-926.
- Dorendorf, Bettina: Der Einsatz von Kreditderivaten bei der Kredit- und Forderungsverbriefung, in: Eller, Roland/Heinrich, Markus/Perrot, René /Reif, Markus (Hg.): *Handbuch Derivativer Instrumente*, Stuttgart: Schäffer Poeschel 2005, S. 61-90.
- Eidenmüller, Horst: Regulierung von Finanzinvestoren, in: *Deutsche Zeitschrift für Steuerrecht (DStR)* (2007), S. 2116-2121.
- Ekkenga, Jens: Börsenfähige Wertpapiere, in: Claussen, Carten P. et al. (Hg.): *Bank- und Börsenrecht*, § 6 Rn. 110-227, München: C.H. Beck <sup>4</sup>2008.
- *Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt*, Tübingen: Mohr Siebeck 1998.
- Escher-Weingart, Christine: *Reform durch Deregulierung des Kapitalgesellschaftsrechts*, Tübingen: Mohr Siebeck 2001.
- Fama, Eugene F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence, in: *Journal of Finance* (1970), S. 383-417.
- Fleischer, Holger: Das Aktiengesetz von 1965 und das Kapitalmarktrecht, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* (2006), S. 451-459.
- Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz. Entstehung, Grundkonzeption, Regelungsschwerpunkte, in: *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR)* (2006), S. 389-396.
- Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* (2008), S. 185-224.

- Franke, Günter/Hax, Herbert: *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, Berlin/Heidelberg/New York: Springer<sup>4</sup>2004.
- Goethe, Johann Wolfgang von: *Sämtliche Werke 2. Vollständige Ausgabe in sechs Bänden*, Stuttgart: Cotta 1869.
- Grohmann, Uwe: *Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht*, Berlin: de Gruyter 2006.
- Grossmann, Sanford J./Stiglitz, Joseph E.: On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: *American Economic Review* 70/3 (1980), S. 393-408.
- Grundmann, Stefan/Hofmann, Christian/Möslein, Florian: Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung und Finanzmarktstabilität, in: dies.: *Finanzkrise und Wirtschaftsordnung – Grundsatzfragen und Politikverantwortung*, Berlin: de Gruyter 2009, S. 1-40.
- Grundmann, Stefan: *European Company Law. Organization, Finance and Capital Markets*, in Zus. mit Florian Möslein, Antwerpen/Oxford: Intersentia 2006.
- Privatautonomie im Binnenmarkt, in: *Juristenzeitung (JZ)* (2000), S. 1133-1143.
  - Information und ihre Grenzen im europäischen und neuen englischen Gesellschaftsrecht, in: Schneider, Uwe H./Hommelhoff, Peter/Schmidt, Karsten/Timm, Wolfram/Grunewald, Barbara/Drygala, Tim (Hg.): *Festschrift für Marcus Lutter*, Köln: Otto Schmidt 2000, S. 61-82.
- Heinrich, Markus: Kreditderivate, in: Eller, Roland/Heinrich, Markus/Perrot, René/Reif, Markus (Hg.): *Handbuch Derivativer Instrumente*, Stuttgart: Schäffer Poeschel 2005, S. 33-60.
- Hoffmann, E.T.A.: *Juristische Arbeiten*, hrsg. und erl. v. Friedrich Schnapp, München: Winkler 1973.
- Hopt, Klaus J.: Comparative Company Law, in: Reimann, Mathias/Zimmermann, Reinhard (Hg.): *The Oxford Handbook of Comparative Law*, Oxford: Oxford University Press 2006.
- (Hg.): *Kapitalmarktinformationshaftung*, Tübingen: Mohr Siebeck 2005.
  - Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa, in: *Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht (ZGR)* (2000), S. 779-818.
  - *Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, München: C.H. Beck 1976.
- Hopt, Klaus J./Rudolph, Bernd/Baum, Harald (Hg.): *Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart: Schaeffer-Poeschel 1997.

- Hueck, Götz/Windbichler, Christine: *Gesellschaftsrecht*, München: C.H. Beck <sup>21</sup>2008.
- Hüffer, Uwe/Schmidt-Aßmann, Eberhard/Weber, Martin: *Anteilseigen-tum, Unternehmenswert und Börsenkurs*, München: C.H. Beck 2005.
- IOSCO [Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions]: *A Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, 2009; siehe [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD286.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD286.pdf) vom 26.03.2009.
- Keynes, John Maynard/Frank H. Knight: *Risk, Uncertainty & Profit*, New York: Cosimo Inc 2005 [1921].
- Krolop, Kaspar: *Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting)*, Berlin: de Gruyter 2005.
- Kümpel, Siegfried: *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Köln: Otto Schmidt <sup>3</sup>2004.
- Langenbucher, Katja: Kredithandel nach dem Risikobegrenzungsgesetz, in: *Neue Juristische Wochenschrift (NJW)* (2008), S. 3169-3173.
- *Aktien- und Kapitalmarktrecht*, München: C.H. Beck 2008.
- Loss, Louis/Seligman, Joel: *Securities Regulation*, Boston: Aspen <sup>3</sup>1989.
- Luttermann, Claus: Kreditversicherung (Credit Default Swaps): Vertrag, Restrukturierung und Regulierung, in: *Recht der internationalen Wirtschaft (RIW)* (2008), S. 737-743.
- Macey, Jonathan R.: A Pox on Both your Houses: Enron, Sarbanes-Oxley and the Debate Concerning the Relative Efficiency of Mandatory Versus Enabling Rules, in: *Washington University Law Quarterly* 81 (2003), S. 329-355.
- Markowitz, Harry M.: Portfolio Selection, in: *Journal of Finance* 3 (1952), S. 77-91.
- Merkt, Hanno: *Unternehmenspublizität. Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme*, Tübingen: Mohr Siebeck 2001.
- Merkt, Hanno/Göthel, Stephan R.: *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*, Frankfurt/M.: Recht und Wirtschaft <sup>2</sup>2006.
- Möschele, Wernhard: Finanzmarktkrise: Die staatliche Verantwortung, in: Stefan Grundmann/Christian Hofmann/Florian Mösllein (Hg.): *Finanzkrise und Wirtschaftsordnung – Grundsatzfragen und Politikverantwortung*. Berlin: de Gruyter 2009, S. 105-117.
- Mülbert, Peter O.: § 37g WpHG, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider (Hg.): *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*, Köln: Otto Schmidt 2006.
- Ovid (P. Ovidius Naso): P. Ovidii Nasonis *Metamorphoseon libri quin-decim – Metamorphosen in fünfzehn Büchern*, Stuttgart: Reclam 1994.

- Paredes, Troy: Blinded by the light. Information Overload and its Consequences for Securities Regulation, in: *Washington University Law Quarterly* 81 (2003), S. 417-486.
- Peters, Bernd: Der Wechsel. Der Wechselkredit, in: Herbert Schimansky/Hermann-Josef Bunte/Hans-Jürgen Lwowski (Hg.): *Bankrechts-Handbuch*, München: C.H. Beck <sup>3</sup>2007, §§ 64, 65.
- Rudolph, Bernd: Die internationale Finanzkrise: Grundsatzfragen und Verantwortung aus der Sicht der Kreditinstitute, in: Stefan Grundmann/Christian Hofmann/Florian Mösllein (Hg.): *Finanzkrise und Wirtschaftsordnung – Grundsatzfragen und Politikverantwortung*, Berlin: de Gruyter 2009, S. 55-75.
- Sale, Hillary A.: Gatekeepers, Disclosure, and Issuer Choice, in: *Washington University Law Quarterly* 81 (2003), S. 403-416.
- Schmidt, H. Reinhard/Tyrell, Marcel: Information Theory and the Role of Intermediaries, in: Klaus J. Hopt/Eddy Wymeersch/Hideki Kanda/ Harald Baum (Hg.): *Corporate Governance in Context*, Oxford: Oxford UP 2005, S. 479-510.
- Schmidt-Tenz, Hans-Jörg: Recht und Ökonomie. Über die grundlegenden Institutionen und Funktionsweise einer Marktwirtschaft, in: Rolf Stober (Hg.): *Deutsches und Internationales Wirtschaftsrecht*, Stuttgart: Kohlhammer 2007.
- Schön, Wolfgang: Zwingendes Recht oder informierte Entscheidung – zu einer (neuen) Grundlage unserer Zivilrechtsordnung, in: Andreas Heldrich/Jürgen Prölss/Ingo Koller (Hg.): *Festschrift für Claus Wilhelm Canaris I*, München: C.H. Beck 2007, S. 1191-1211.
- Schröder, Oliver/Falter, Michael: Die Unterrichtung des Wirtschaftsausschusses bei Unternehmensübernahmen nach Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes, in: *Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht (NZA)* (2008), S. 1097-1101.
- Schwarz, Eberhard (Hg.): *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, München: C.H. Beck <sup>3</sup>2004.
- Sester, Peter: Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarktrichtlinien und -standards, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* (2009), S. 310-345.
- Simonnaes, Ingrid: Fachkommunikation im Recht unter Berücksichtigung der Mehrfachadressierung, in: Kent D. Lerch (Hg.): *Recht vermitteln. Strukturen, Formen und Medien der Kommunikation im Recht, Bd. 3.: Die Sprache des Rechts*, Berlin: de Gruyter 2005, S. 377-397.
- Storbeck, Olaf: Wissenschaft mit Motorschaden? Finanzkrise und Wirtschaftswissenschaft, in: *Handelsblatt* vom 25.8.2008.
- Stürner, Rolf: *Transparenz bei Verkäufen von Kreditforderungen – Stellungnahme zum Risikobegrenzungsgesetz* (2008); <http://www.jura.com>

uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuehle/moellers/materialienmaterialda  
teien040\_deutsche\_gesetzgebungsgeschichte/Risikobegrenzungsgesetz/  
risikobegrenzungsgesetz\_pdf/Stellungnahme-Prof\_Stuerner.pdf vom  
25.03.2009.

- Weber, Stefan: *Kapitalmarktrecht*, Wien/New York: Springer 2005.
- Wiedemann, Karsten: Müntefering fordert TÜV für Finanzprodukte, in:  
*Vorwärts* vom 20.10.2008, www.vorwaerts.de/nachrichten/muentef  
ring-fordert-tuev-fuer-finanzprodukte.
- Windbichler, Christine/Krolop, Kaspar: Gesellschaftsrecht, in: Karl  
Riesenthaler (Hg.): *Europäische Methodenlehre. Handbuch für Wis  
senschaft und Praxis*, Berlin: de Gruyter 2006, § 19.

## **Europarechtliche Vorschriften**

Im Internet u.a. unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuehle/moellers/materialien/materialdateien/010\\_europaeische\\_gesetze/eu\\_richtlinien](http://www.jura.uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuehle/moellers/materialien/materialdateien/010_europaeische_gesetze/eu_richtlinien)

*Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*: Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, Amtsblatt Nr. L 145 vom 30/04/2004 S. 0001-0044.

*Marktmissbrauchsrichtlinie*: Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), Amtsblatt Nr. L 096 vom 12/04/2003 S. 0016–0025.

*Prospektrichtlinie*: Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Text von Bedeutung für den EWR), Amtsblatt Nr. L 345 vom 31/12/2003 S. 0064–0089.

*Prospektverordnung*: Durchführungsverordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospektien enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, Amts-

blatt Nr. L 149 vom 30/04/2004 S. 0001-0137; berichtigte Fassung, Amtsblatt Nr. L 215 vom 16.06.2004 S. 0003–0103.

*Transparenzrichtlinie:* Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG; Amtsblatt Nr. L 390 vom 31/12/2004 S. 0038–0057.