



Veröffentlichung des Universitätsverlags Osnabrück bei V&R unipress

Osnabrücker Abhandlungen
zum gesamten Wirtschaftsstrafrecht

Band 3

Herausgegeben von
Hans Achenbach, Andreas Ransiek und Hero Schall
Universität Osnabrück

V&R unipress

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Michael H. Hagemann

»Grauer Kapitalmarkt« und Strafrecht

Eine Untersuchung von Beteiligungen an geschlossenen
Immobilienfonds, Microcapital und Penny Stocks,
Commodity Funds, Commodity Pools und Bankgarantien
unter besonderer Berücksichtigung
der straf- und zivilrechtlichen Prospekthaftung und
der Vorschriften des Gesetzes über das Kreditwesen

V&R unipress

© V&R unipress GmbH, Göttingen



Mixed Sources
Product group from well-managed
forests and other controlled sources

Cert no. GFA-COC-1229
www.fsc.org
© 1996 Forest Stewardship Council

„Dieses Hardcover wurde auf FSC-zertifiziertem Papier gedruckt. FSC (Forest Stewardship Council) ist eine nichtstaatliche, gemeinnützige Organisation, die sich für eine ökologische und sozialverantwortliche Nutzung der Wälder unserer Erde einsetzt.“

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

ISBN 3-89971-239-0

© 2005, V&R unipress in Göttingen / www.vr-unipress.de
mit Universitätsverlag Osnabrück

Alle Rechte vorbehalten. Das Werk und seine Teile sind urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung in anderen als den gesetzlich zugelassenen Fällen bedarf der vorherigen schriftlichen Einwilligung des Verlages. Hinweis zu § 52a UrhG: Weder das Werk noch seine Teile dürfen ohne vorherige schriftliche Einwilligung des Verlages öffentlich zugänglich gemacht werden. Dies gilt auch bei einer entsprechenden Nutzung für Lehr- und Unterrichtszwecke. Printed in Germany.

Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

© V&R unipress GmbH, Göttingen

Für Jenia in Freundschaft

»Geld verschwindet nicht.
Es wechselt den Besitzer.«

Hanseatischer Kaufmannsspruch nach
JAMES MAYER DE ROTHSCHILDT
(1792–1868)

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Juni 2004 abgeschlossen und im Sommersemester 2005 in etwas erweiterter Form vom Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück als Dissertation angenommen.

Zwischenzeitlich – am 28.10.2004 – ist das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (AnSVG) – mit Ausnahme der Vorschriften zur Prospektpflicht von Vermögensanlagen – in Kraft getreten. Nach Abschluss der Arbeiten am Manuskript ließ sich die endgültige Fassung des Gesetzes noch nicht absehen. Gegenstand der Untersuchung war daher zunächst das im Sommer 2004 geltende Kapitalmarkt(straf-)recht. Für die Veröffentlichung wurde die Arbeit aktualisiert. Insbesondere wurden die Auswirkungen des AnSVG auf den strafrechtlichen Anlegerschutz am »Grauen Kapitalmarkt« im 2., 5. und 6. Kapitel der Abhandlung näher beleuchtet.

Rechtsprechung und Literatur sowie sonstige Gesetzesänderungen konnten bis einschließlich Juni 2005 berücksichtigt werden. Unter dem Aspekt der Aktualität des Themas wurde am Ende der Untersuchung zusätzlich ein Verzeichnis angefügt mit den Internetadressen von Aufsichtsbehörden, Anleger- und Verbraucherschutzverbänden, Bundesgerichten sowie internationalen und (US-)amerikanischen Institutionen resp. Organisationen.

Die Abhandlung verdankt ihr Zustandekommen vielfältiger Unterstützung, für die ich allen Beteiligten verpflichtet bin. Meinem verehrten Doktorvater, Herrn *Prof. Dr. Hans Achenbach*, gilt mein besonderer Dank. Er hat diese Arbeit wissenschaftlich betreut und mit zahlreichen wertvollen Anregungen und weiterreichenden Hinweisen ihr Werden gefördert. Seine fachliche Begleitung und verständnisvolle Unterstützung haben das Entstehen dieser Arbeit erst ermöglicht.

Ausdrücklich danke ich auch Herrn *Prof. Dr. Andreas Ransiek, LL.M.*, der die Mühe der Mitberichterstattung auf sich genommen hat.

Meiner Familie danke ich von ganzem Herzen dafür, dass sie mir während der Anfertigung der Arbeit mit jeder Hilfe zur Seite gestanden hat.

Schließlich bin ich den Herausgebern der »Osnabrücker Abhandlungen zum gesamten Wirtschaftsstrafrecht« zu Dank verpflichtet für die Aufnahme der Arbeit in diese Schriftenreihe.

Ich widme dieses Buch *Jenia* für ihre Freundschaft und Herzlichkeit.

Osnabrück, im Frühjahr 2005

Michael H. Hagemann

Inhalt

VORWORT.....	7
ABKÜRZUNGEN	29
EINLEITUNG.....	41
A. Die praktische Relevanz des Themas – das Schadensausmaß oder der Verlust der Anleger	44
I. Polizeiliche Kriminalstatistik	46
II. Umfrage des BMF	47
III. Strafrechtlicher Anlegerschutz	48
B. Das Ziel der Untersuchung	51
C. Der Gegenstand der Untersuchung.....	55
1. KAPITEL: DIE RECHTSTATSÄCHLICHEN GRUNDSTRUKTUREN DES SOG. »GRAUEN KAPITALMARKTES«	59
§ 1. DIE PHÄNOMENOLOGIE UND EINORDNUNG DES »GRAUEN KAPITALMARKTES«.....	61
A. Die gesamtwirtschaftlichen Aspekte des »Grauen Kapitalmarktes«.....	61
B. Zum Begriff und der Genese des »Grauen Kapitalmarktes«	63
I. Die Entstehung des »Grauen Kapitalmarktes«	64
II. Die organisierten und nicht-organisierten Kapitalmärkte.....	66
1. Die organisierten Kapitalmärkte.....	66
a) Regulierung.....	66
b) Die Organisation eines Kapitalmarktes.....	68
aa) Der amtliche Markt.....	70
bb) Der geregelte Markt	71
cc) Der Freiverkehr.....	71
dd) Themenmärkte	74
(1) Der Neue Markt	75
(2) Der SMAX.....	76
ee) Neustrukturierung der Börsensegmente durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz	77

	(1) Gesetzliche Anforderungen	77
	(2) General und Prime Standard	78
ff)	Der Börsen- und Terminhandel.....	80
	(1) Die deutsch-schweizerische Terminbörse.....	80
	(2) Die Warenterminbörse in Hannover	81
2.	Die nicht-organisierten Kapitalmärkte und der außerbörsliche Handel	81
a)	Erscheinungsformen der nicht-organisierten Kapitalmärkte.....	82
b)	Der außerbörsliche Wertpapierhandel.....	83
aa)	Der Telefonhandel.....	84
bb)	Der vorbörsliche Handel per Erscheinen.....	87
cc)	Virtuelle Handelsplattformen und Alternative Handelssysteme.....	89
	(1) Die Entwicklung von ATS.....	90
	(2) Das legislatorische Umfeld für ATS nach dem 4. FMFG.....	93
dd)	Stellungnahme – die Zuordnung Alternativer Handelssysteme.....	95
ee)	Internalisierung im Aktienhandel.....	95
ff)	Der OTC-Handel und das OTC Bulletin Board	96
c)	Weitere außerbörsliche Märkte für Unternehmensbeteiligungen.....	105
aa)	GmbH-Anteile.....	105
bb)	KG-Beteiligungen	106
d)	Virtuelle Emissionshäuser.....	108
	(1) Initial Public Offering.....	108
	(2) Initial Private Placement.....	108
	(3) Direct Public Offering	110
3.	Klassifizierung und Überblick über die am »Grauen Kapitalmarkt« angebotenen Anlageformen	111
a)	Der Begriff »Kapitalanlage«	111
b)	Stellungnahme.....	112
c)	Systematische Übersicht zu den Anlagegruppen	112
d)	Die einzelnen Anlageformen.....	114
aa)	»Penny Stocks« und Warenterminoptionen	114
bb)	Die Anlage in Premium Saving Bonds	114
cc)	Geschlossene Immobilienfonds.....	115

dd)	Stille und atypisch stille Beteiligungen.....	115
(1)	Stille Beteiligungen	115
(2)	Atypisch stille Beteiligungen.....	118
ee)	Beteiligungssparpläne	120
ff)	Timesharing-Modelle.....	121
gg)	Der Diamanten-Handel	123
hh)	Cash-back Modelle	124
ii)	Depositendarlehen	124
jj)	Die sog. »Nigeria-Darlehen«	126
kk)	Vorgetäuschte »Bankgarantiegeschäfte«	127
ll)	Das vorgetauschte »Trading« mit Grundschuldbriefen	128
4.	Die Zuordnung von Waretermingeschäften und »Penny Stocks« nach der 6. KWG-Novelle	129
a)	Fehlende Aufsicht als charakteristisches Merkmal ?	133
b)	Der rechtlich geordnete Kapitalmarkt ?	134
c)	Das Kriterium »Regelungsbedürftigkeit«	137
d)	Eigener Lösungsansatz	138
C.	Strukturelemente einer gemeinsamen Begriffsbestimmung des »Grauen Kapitalmarktes«	139
I.	»Grauer Kapitalmarkt«, Nebenkapitalmarkt und alternativer Kapitalmarkt.....	139
II.	Die einzelnen Definitionsansätze	140
III.	Lösungsvorschlag	141
IV.	Ergebnis.....	145
D.	Definition des »Grauen Kapitalmarktes«	146
E.	Zusammenfassung	147
2. KAPITEL:	STRAFBARE VERMITTLUNGSPRAKTIKEN BEI BETEILIGUNGEN AN GESCHLOSSENEN IMMOBILIENFONDS.....	149
§ 2.	KAPITALANLAGEN IN IMMOBILIEN.....	151
A.	Das Spektrum der Immobilienanlagen	151
B.	Immobilienanlagen in Form von Immobilienfonds	152
I.	Offene Immobilienfonds	153
II.	So genannte »Abschreibungsgesellschaften«	154
III.	Geschlossene Immobilienfonds.....	156
1.	Einleitung	156

2.	Strukturmerkmale geschlossener Immobilienfonds.....	156
3.	Vertrieb.....	159
4.	Rechtsformen.....	161
a)	Geschlossene Immobilienfonds als GbR.....	161
b)	Geschlossene Immobilienfonds als KG mit unmittelbarer Beteiligung der Anleger.....	162
c)	Geschlossene Immobilienfonds als KG mit mittelbarer Beteiligung der Anleger.....	163
aa)	Die unechte Treuhandenschaft.....	163
bb)	Die echte Treuhandenschaft.....	163
5.	Fondsvarianten	165
a)	Steuerorientierte geschlossene Immobilienfonds.....	165
b)	Renditeorientierte geschlossene Immobilienfonds.....	167
c)	»Blind-Pool«-Beteiligungen	168
d)	Ansparfonds	168
e)	Thesaurierende Fonds	169
f)	Hamburger Modell.....	169
g)	Geschlossene Auslandsimmobilienfonds.....	170
IV.	Die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds.....	172
1.	Einleitung	172
2.	Steuerrechtliche Grundlagen unter Berücksichtigung der Motive der Anleger.....	174
a)	Rechtslage vor dem In-Kraft-Treten des Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002	174
b)	Neuere steuerrechtliche Rahmenbedingungen	176
V.	Die gegenwärtige Situation am Immobilienmarkt (in den neuen Bundesländern)	179
§ 3.	DER STRAFRECHTLICHE SCHUTZ BEI DER VERMITTLUNG VON BETEILIGUNGEN AN GESCHLOSSENEN IMMOBILIENFONDS.....	183
A.	Die Schutzwürdigkeit der Anleger am »Grauen Kapitalmarkt«	183
I.	Thesen gegen die Schutzwürdigkeit	183
II.	Bewertung	185
1.	Zu den (straf-)rechtspolitischen Argumenten im Einzelnen	185
a)	Fehlallokation und erodierendes Anlegervertrauen.....	185
b)	Mangelnde Schutzwürdigkeit aufgrund der Risikofreudigkeit der Anleger?	187

c)	Die Frage nach den Anlagezielen im Lichte der veröffentlichten Motivanalysen und Studien	188
d)	Investitionen zur Altersvorsorge	192
e)	Akquisitionsmethoden	194
f)	Bildung von Vermögen aus Steuerersparnissen ?	195
g)	»Organisierte Kriminalität«	197
h)	Anlage von »Schwarzgeldern«	201
i)	Zwischenergebnis	203
2.	Ergebnis.....	204
B.	Die empirisch-praktische Relevanz der Strafnorm des § 264a StGB	205
C.	Strafschutzlücken vor Einfügung der Strafnorm	216
D.	Einleitendes Beispiel	218
E.	Voraussetzungen der Strafbarkeit nach § 264a StGB bei geschlossenen (Inlands-)Immobilienfonds	219
I.	Der sachliche Anwendungsbereich der Vorschrift	220
II.	Das geschützte Rechtsgut	220
1.	Das Individualvermögen als allein geschütztes Rechtsgut?	221
2.	Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ?.....	223
3.	Stellungnahme und Lösungsvorschlag	223
a)	Terminologische Konturen des Kapitalmarktbegriffs... ..	223
b)	Entscheidung des Gesetzgebers	225
c)	Ausklammerung der Individualtäuschung	226
d)	Entstehungsgeschichte	227
e)	Gesetzessystematik	228
f)	Ergebnis	229
III.	Die von § 264a StGB erfassten Anlageformen	229
1.	Wertpapiere	229
a)	Der »klassische« Wertpapierbegriff.....	230
b)	Der extensive Wertpapierbegriff.....	231
c)	Lösungsvorschlag	231
2.	Anteile	232
3.	Ergebnis.....	234
IV.	Der Strafschutz bei Treuhandbeteiligungen	234
1.	Die unechte Treuhandenschaft bei Immobilienfonds-Beteiligungen	234

2.	Die echte Treuhandenschaft bei Immobilienfonds-Beteiligungen.....	235
V.	Erhöhung vorhandener Beteiligungen	236
VI.	Mittel der Tatbegehung: Prospekte, Darstellungen oder Übersichten.....	237
1.	Der Prospekt als Anknüpfungspunkt der Strafbarkeit	237
a)	Prospekte und Exposés.....	239
b)	Inhalt und Vertrieb von Prospekten	241
2.	Darstellungen und Übersichten.....	241
VII.	Erfordernis des Zusammenhangs mit dem Vertrieb der Beteiligung	242
VIII.	Die pönalisierte Tathandlungen (§ 264a Abs. 1 StGB)	243
1.	Unrichtige vorteilhafte Angaben (§ 264a Abs. 1, 1. Alt. StGB).....	243
a)	Angaben (Werturteile und Prognosen).....	243
b)	Differenzierung nach dem Tatsachenkern.....	246
c)	Lösungsvorschlag.....	246
d)	Zwischenergebnis.....	249
e)	Ausschluss positiver Falschangaben ?	249
f)	Unrichtigkeit	250
aa)	Unrichtige Prognosen.....	251
bb)	Praxisbeispiele – steuerrechtliche Sachverhalte.....	254
2.	Zusammenfassung	254
3.	Vorteilhaft	255
4.	Erheblichkeit der unrichtigen vorteilhaften Angaben oder der verschwiegenen nachteiligen Tatsachen bei der Zeichnung von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds.....	255
a)	Das Merkmal der erheblichen Umstände im Lichte des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatzes.....	256
b)	Fehlende Gesetzesbestimmtheit ?	257
c)	Das Bestimmtheitsgebot nach der Judikatur des BVerfG.....	258
d)	Das Meinungsspektrum.....	262
e)	Modell zur Bestimmung der Erheblichkeit	264
aa)	VerkProspG / VerkProspekt-VO.....	264
bb)	WpHG	265
cc)	BörsG / Börsenzulassungs-VO	266

dd)	InvG (AuslInvestmG)	266
ee)	Vorgaben in den Materialien zum 2. WiKG	267
ff)	Maßstab des verständigen durchschnittlich vorsichtigen Anlegers	267
gg)	Stellungnahme	268
hh)	Spezieller Maßstab ?	270
ii)	Zwischenergebnis	273
jj)	Prospektinhaltskataloge	273
kk)	Übertragbarkeit der zivilrechtlichen Prospekthaftungsgrundsätze auf § 264a StGB ?	275
ll)	Ergebnis	276
f)	Systematische Darstellung der Erheblichkeit von unrichtigen vorteilhaften Angaben bei geschlossenen Immobilienfonds (vor In-Kraft-Treten des AnSVG)	276
aa)	Täuschung über den Charakter und Umfang der Kapitalanlage	277
bb)	Falsche Werturteile und Prognosen ohne Tatsachenbasis	278
cc)	Täuschung über die Rentabilität und Sicherheit der Kapitalanlage	279
g)	Der Maßstab im Lichte des Art. 103 Abs. 2 GG	281
h)	Gesetzlicher Maßstab nach In-Kraft-Treten des AnSVG	282
i)	Der Maßstab des § 8g VerkProspG i. V. m. §§ 1 ff. VermVerkProspV und das Bestimmtheitsgebot	285
5.	Verschweigen nachteiliger Tatsachen (§ 264a Abs. 1, 2. Alt. StGB)	286
a)	Gesetzlicher Maßstab für die Vollständigkeit von Prospekten vor In-Kraft-Treten des AnSVG ?	287
b)	Stellungnahme	289
c)	Systematische Darstellung der Erheblichkeit von verschwiegenen nachteiligen Tatsachen bei geschlossenen Immobilienfonds	292
aa)	Tatsachen, die den Vertragszweck vereiteln können	292
bb)	Tatsachen, die die Werthaltigkeit betreffen – verdeckte Innenprovisionen und »Kick-backs«	292
cc)	Enge persönliche und wirtschaftliche Verflechtungen	294
d)	Gesetzlicher Maßstab nach In-Kraft-Treten des AnSVG	295