

Jan Dirk XXX

Berlin, 5. Januar 2000

xxxxx

10000 Berlin

Matr.Nr.: 145xxx

5. Fachsemester

## **Rechtliche Probleme des Wertpapierhandels im Internet**

**Seminararbeit im Seminar für Bank- und Kapitalmarktrecht**

**Prof. Dr. Schwark**

**Wintersemester 1999/2000**

## Literaturverzeichnis

- Hackemann, Martin  
Fragen des Austauschverhältnisses beim  
Online-Vertrag  
in: CR 1987, S. 660 - 671  
(zit.: Hackemann, CR 1987)
- Hoeren, Thomas  
Kreditinstitute im Internet - eine digitale Odysee im  
juristischen Weltraum  
in: WM 1996, S. 2006  
(zit.: Hoeren, WM 1996)
- Hopt, Klaus J.  
Berufshaftung und Berufsrecht der Börsendienste,  
Anlageberater und Vermögensverwalter  
in: Festschrift für Robert Fischer  
Berlin; New York 1979  
(zit.: Hopt, FS-R.Fischer)
- Kegel, Gerhard  
Internationales Privatrecht  
7. Auflage  
München 1995  
(zit.: Kegel, IPR)
- Koch, Frank A.  
Internet-Recht  
1. Auflage  
München; Oldenbourg 1998  
(zit.: Koch, InternetR)
- Müller, Carsten  
Internationales Privatrecht und Internet  
in: Rechtsfragen der Informationsgesellschaft  
Berlin 1999  
(zit.: C. Müller, IPR und Internet)
- Münchener Kommentar  
Bürgerliches Gesetzbuch  
Band 4: Schuldrecht Besonderer Teil II  
Band 10: Internationales Privatrecht  
3. Auflage  
München 1998  
(zit.: MüKo-Bearbeiter)
- Palandt, Otto  
u.a.  
Bürgerliches Gesetzbuch - Kommentar  
58. Auflage  
München 1998  
(zit.: Palandt/Bearbeiter)
- Pfüller, Markus  
und Westerwelle, Kai  
Das Internet als Kapitalmarkt  
in: MMR 1998, S. 171 - 174  
(zit.: Pfüller/Westerwelle, MMR 1998)

- Schwark, Eberhard  
Börsen und Wertpapierhandelsmärkte in der EG  
in: WM 1997, S. 293 - 307  
(zit.: Schwark, WM 1997)
- Taupitz, Jochen  
und Kritter, Thomas  
Electronic Commerce - Probleme bei  
Rechtsgeschäften im Internet  
in: JuS 1999, S. 839 - 846  
(zit.: Taupitz/Kritter, JuS 1999)
- Vassilaki, Irini  
Online-Wertpapierhandel: Making or Losing Money  
Faster, Easier and Legally? (Editorial)  
in: MMR 1999, S. 625 - 626  
(zit.: Vassilaki, MMR 1999)
- von Rottenburg, Franz  
Rechtsprobleme beim Direktbanking  
in: WM 1997, S. 2381 - 2393  
(zit.: Rottenburg, WM 1997)
- Weber, Martin  
Internet-Emissionen  
in: MMR 1999, S. 385 - 390  
(zit.: Weber, MMR 1999)
- Wendel, A. Dominik  
Wer hat Recht im Internet?  
1. Auflage  
Aachen 1997  
(zit.: Wendel, Recht im Internet)

# **Inhaltsverzeichnis**

## **LITERATURVERZEICHNIS**

2

## **INHALTSVERZEICHNIS**

4

### **RECHTLICHE PROBLEME DES WERTPAPIERHANDELS IM INTERNET**

#### **I. EINLEITUNG**

#### **II. VERTRAGSSCHLUß PER INTERNET**

A. Vertragsschluß via Homepage

B. Vertragsschluß via E-mail

#### **III. BÖRSEINFORMATIONEN ONLINE**

#### **IV. SEKUNDÄRER KAPITALMARKT**

A. Hindernis „Know your Customer“ Prinzip

B. Hindernis: eigenhändige Unterschrift

#### **V. INTERNATIONALITÄT DES INTERNET**

A. Deliktsrecht

B. Vertragsrecht

1. freie Rechtswahl

2. keine Rechtswahl

3. Kapitalmarktrecht / Überwachungszuständigkeit der deutschen Aufsichtsbehörden

4. denkbare Sichtweisen

5. weitere Differenzierung

6. Ergebnis

#### **VI. INTERNET-INITIAL PUBLIC OFFERINGS**

A. Kurze Geschichte der IPOs

B. Fremd- und Eigenemission

C. Anzuwendendes Kapitalmarktrecht

D. Erlaubnispflicht nach § 32 KWG

1. Fremdemission

2. Eigenemission

E. §§ 31 - 34 a WpHG

#### **VII. ZUKUNFTSAUSSICHTEN - SCHLUßBEMERKUNG**

# **1                    Rechtliche Probleme des 1                    Wertpapierhandels im Internet**

## **1     Einleitung**

Der Handel mit Wertpapieren im Internet ist „in“. Das Abfragen von (fast) aktuellen Kursen, Geschäftsberichten, Bilanzen, Jahresabschlüssen, Unternehmenskonzepten und nicht zuletzt das Kaufen und Verkaufen („Trading“) von Wertpapieren aller Art ist für jedermann mit einem handelsüblichen PC und einem Modem vom heimischen Schreibtisch in aller Welt möglich. Online-Broker unterbieten sich gegenseitig mit Transaktionskosten, ja „verschenken“ sogar Aktien und gewähren kostenlose Depotführung. In sogenannten „Broker-Boards“ werden von selbsternannten Experten heiße Tipps gegeben. Eine neue Kultur des Wertpapierhandels ist entstanden.

Wie sieht es nun aber mit dem Schutz der Anleger aus? Ist durch die nicht-Staatlichkeit des Internet beziehungsweise dessen Internationalität ein Rechts- und Anlegerschutzfreier Raum entstanden? Wann begibt sich der Anleger aber auch die Bank aus ihrer nationalen Rechtsordnung? Wie sind die neuartigen Internet-IPOs rechtlich zu bewerten? Sind BAWe und BAKred überhaupt noch für Internetemissionen zuständig? Und grundlegend, wie kommen überhaupt Verträge durch simples Klicken mit der Maus zustande? Diese rechtlichen Probleme sollen in dieser Arbeit erörtert werden. An den Anfang einzelner Abschnitte sollen dabei in kursiven Lettern gedruckte Beispielfälle eine Idee für die praktische Relevanz des jeweils diskutierten Problems geben.

## **1     Vertragsschluß per Internet**

Der Vertragsschluß per Internet selbst ist relativ unproblematisch. Mit den bestehenden Grundsätzen und Normen kann hier befriedigend gearbeitet werden. Der Vollständigkeit halber und zur Verdeutlichung seien jedoch hier die Grundzüge dargestellt.

### **1 Vertragsschluß via Homepage**

Die Dienstleistungen (und natürlich auch Waren), welche die Anbieter im Internet über Ihre Homepage feilbieten, kann man bei flüchtiger Betrachtung als Angebot im rechtlichen Sinne einordnen. Allerdings liegt hier der Vergleich zu einem Schaufenster eines Ladens oder einer Zeitungsanzeige näher, so daß man in einer Homepage lediglich ein *invitatio ad offerendum* sehen kann. Das Angebot des Interessenten erfolgt regelmäßig durch Klicken auf einen sogenannten „OK-Button“ oder einem einfachen Druck auf die Enter-Taste. Angenommen wird das Angebot entweder durch einfache Erbringung der Dienstleistung oder durch eine Bestätigung der die Homepage betreibenden Firma. Insofern gibt es hier keine wesentlichen Probleme.

### **1 Vertragsschluß via E-mail**

Erfolgt ein Austausch via E-mail, so handelt es sich um eine mit Briefwechsel vergleichbare Kommunikation unter Abwesenden. Wann mit einer Kenntnisnahme zu rechnen ist, hängt hier stark vom Einzelfall ab. Dies wird je nach Größe des Unternehmens zwischen einer Stunde und einem Tag liegen können.

## **1 Börseninformationen online**

*A hat bei der ABC Bank per Internet ein Depot eröffnet. Zu den Dienstleistungen gehört neben der Führung des Depots auch die Abfrage von aktuellen Börsenkursen in Real-Time. Durch Nachlässigkeit des Webmasters aktualisiert die Bank die Kursanzeigen auf ihrer Seite jedoch oft erst nach Tagen oder stellt unrichtige Daten dar.*

Problematisch ist hier, welche vertraglichen Beziehungen bei der Online-Inanspruchnahme eines Börseninformationsdienstes wie dem Bereitstellen von aktuellen Kursen bestehen. Es muß differenziert werden: Wird die Börseninformation im Rahmen einer ständigen Geschäftsbeziehung erbracht, erfolgt die Leistung auf der Grundlage der zwischen der Bank und dem Kunden bestehenden Vertragsbeziehung. Ohne eine solche Vertragsbeziehung begründet jeder entgeltliche Abruf

von derartigen Informationen eine gesonderte vertragliche Beziehung. Für den Vertragsschluß gelten die allgemeinen Regeln. Ein besonderer Formzwang für Auskunftsverträge ist nicht gegeben. Inhaltlich sind die Parteivereinbarungen sowie die wirksam einbezogenen AGB des Anbieters der Informationen maßgebend. Fehlen diese, richtet sich der Vertragsinhalt nach den allgemeinen Gesetzen und hängt dann von der rechtlichen Einordnung des sogenannten Börseninformationsvertrages ab. Jedenfalls gilt die gesetzliche Haftungsfreistellung für fehlerhafte Informationen aus § 676 BGB nicht, soweit der Börseninformationsdienst gegen Entgelt in Anspruch genommen wird. Der Anbieter haftet für die Richtigkeit der angebotenen Informationen im Rahmen seiner Sorgfaltspflichten nach den allgemeinen Regeln (pVV, §§ 823, 826, 831 BGB jeweils iVm. § 5 I TDG), so auch die ABC Bank.

## **1 Sekundärer Kapitalmarkt**

*A möchte bei der ABC Bank via Internet Aktien der S - AG erwerben.*

Der Handel mit Wertpapieren, die bereits öffentlich im Inland angeboten wurden, wird als sekundärer Kapitalmarkt bezeichnet. Inzwischen haben die meisten großen Banken interessierten Anlegern die Möglichkeit eines direkten Zuganges zu diesen Sekundärmärkten via Internet eröffnet. Da die Banken die ihnen erteilten Wertpapieraufträge ihrerseits lediglich zur Ausführung an eine der weltweiten Börsen weiterleiten und selbst nicht automatisch Angebot und Nachfrage zusammenführen, sind sie nicht selbst eine „virtuelle“ Börse. Vielmehr stellen die Banken Auftragsannahmesysteme zur Verfügung, die eine schnelle Reaktion der Anleger auf die Marktentwicklung ermöglichen.

### **1 Hindernis „Know your Customer“ Prinzip**

Ob ein Wertpapiergeschäft (ausschließlich) online abgeschlossen werden kann ist problematisch. Hindernis ist hier das sogenannte „Know your Customer“ Prinzip, welches Grundlage des Bankgeschäftes und in Deutschland in § 154 AO gesetzlich verankert ist. Zudem verlangt § 1 I GwG, daß die Identifizierung anhand eines Personalausweises oder Reisepasses zu erfolgen hat. Zumindest bei Eröffnung eines Depots ist

eine reine Abwicklung aller Geschäftsvorgänge über das Internet zumindest in Deutschland ausgeschlossen. In Erwägung ziehen könnte man sogenannte digitale Signaturverfahren. Diese stellen jedoch nur sicher, daß ein Dokument von einem berechtigten Inhaber des jeweiligen Schlüssels signiert wurde. Eine Unterzeichnung durch Dritte denen dieser Schlüssel überlassen wurde, ist aber nicht ausgeschlossen. Die geforderte Authentizität kann also nicht gewahrt werden. Der potentielle Kunde muß sich zumindest per PostIDENT Verfahren identifizieren lassen.

### **1      *Hindernis: eigenhändige Unterschrift***

Ist diese Hürde überwunden, so ist das nächste Problem das Legitimationsmittel im Sinne der §§ 126, 127 BGB. Die eigenhändige Unterschrift scheidet nach Natur der Sache aus. Bewährt hat sich an dieser Stelle das sogenannte PIN-/TAN-Verfahren. Der Kunde erhält eine Persönliche Identifizierungsnummer und eine Liste mit Transaktionsnummern die nach Gebrauch verfällt.

## **1      Internationalität des Internet**

Das Internet ist keinem Staat zuordbar. Es ist genauso international wie staatenlos. Zwangsläufig führt dies dazu, daß die Regelungen unterschiedlicher Rechtsordnungen miteinander kollidieren.

*Der Deutsche A eröffnet ein Depot bei der ABC Bank in X-Land via Internet.*

Hier drängt sich die Frage auf, welches Recht anwendbar ist. Das Einführungsgesetz zum BGB enthält für wesentliche Rechtsbereiche - so auch für das Vertrags- und das Deliktsrecht - Kollisionsnormen, die festlegen, ob im jeweiligen Falle des Konfliktes zwischen zwei verschiedenen Rechtsordnungen deutsches Recht oder das Recht des jeweils anderen Staates anwendbar ist. Grundsätzlich sind diese Normen auch für Kommunikation per Internet anwendbar.



## **1 Deliktsrecht**

Beim Deliktsrecht (§§ 823 ff. BGB) ist die Anwendung des Rechtes eines bestimmten Staates trotz der Internationalität und der technischen Gegebenheiten des Internet relativ unproblematisch. Deliktshaftung richtet sich grundsätzlich nach dem Recht des Tatortes. Als Tatort gilt sowohl der Handlungsort, also der Ort an dem die deliktische Handlung ausgeführt wird, als auch der Ort an dem die Verletzung des Rechtsgutes eintritt und sich das Delikt demnach vollendet (Erfolgort). Sofern Handlungsort und Erfolgort in verschiedenen Staaten liegen, können wahlweise die Rechtsordnungen beider Länder herangezogen werden. Unterscheiden sich die Rechtsordnungen, so entscheidet grundsätzlich das für den Verletzten günstigere Recht. Eingeschränkt wird die Deliktshaftung Deutscher sowie von juristischen Personen mit Sitz in Deutschland durch Art. 38. Dieser beschränkt die Haftung auf das nach deutschem Recht vorgesehene Höchstmaß. Ersatzansprüche selbst bestehen nur insoweit, als sie auch nach deutschem Recht begründet wären. Ein rechtlicher Schutz gegen unerlaubte Handlungen ist also im Internet gegeben.

## **1 Vertragsrecht**

Anders als beim Deliktsrecht ist die Lage beim Vertragsrecht weniger klar. Nach Art. 27 EGBGB steht es den Vertragsparteien frei, welches Recht sie auf den von ihnen zu schließenden Vertrag anwenden wollen. Auf der EU-Ebene ist dies durch ein EG-Übereinkommen vom 19.06.1980 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anwendbare Recht abgesichert. Eine Abwahl aller nationalen Rechtsordnungen ist nicht möglich.

### **1 freie Rechtswahl**

Allerdings ist es möglich, daß ein beispielsweise ein Deutscher und ein Holländer die Geltung japanischen Rechts vereinbaren. Diese Rechtswahlfreiheit gilt jedoch auch nur für Vertragsrecht, nicht für Deliktsrecht. Weitere Einschränkungen gibt es durch

Sonderanknüpfungen wie in Art. 29 und § 12 AGBG. Hingegen besteht für die Rechtswahl kein Formzwang und diese kann auch konkludent getroffen werden. Ob die Rechtswahl wirksam ist, bestimmt sich wiederum nach dem gewählten Recht. Hat also der A bei Eröffnung des Depots beispielsweise einen „button“ angeklickt durch welchen er sein OK zur Anwendung der X-ländischen Rechtsordnung gegeben hat, so bestimmt sich die weitere Anwendung des Vertragsrechtes nach der x-ländischen Rechtsordnung.

### **1 keine Rechtswahl**

Häufig fehlen jedoch Vertragsbestimmungen zur Rechtswahl. Gemäß Art. 28 I 1 unterliegt der Vertrag dann dem Recht desjenigen Staates, mit dem der Vertrag die engsten Verbindungen aufweist. Nach Art. 28 II 2 ist dies im Zweifel derjenige Staat, in dem die Partei, die die charakteristische Leistung erbringt, ihren Aufenthalt bzw. Sitz hat.

### **1 Kapitalmarktrecht / Überwachungszuständigkeit der deutschen Aufsichtsbehörden**

Dies führt wiederum zu Problemen bei der Anwendung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften. Die Frage ist, ob deutsches Kapitalmarktrecht hier gilt und ob damit korrespondierend eine Überwachungszuständigkeit deutscher Aufsichtsbehörden besteht. Werden Wertpapierdienstleistungen von ausländischen Anbietern in Deutschland ausschließlich über das Internet erbracht, fehlt es an Teilleistungen außerhalb des Internet, an die die aufsichtsrechtliche Zuständigkeit deutscher Behörden anknüpfen könnte. Die einzigen Bezugspunkte im Inland sind der PC des Kunden und die damit hergestellte Interaktion zwischen Kunde und Anbieter.

### **1 denkbare Sichtweisen**

Von Pfüller und Westerwelle werden hier drei denkbare Sichtweisen vorgeschlagen:

1. Deutsches Kapitalmarktrecht könnte uneingeschränkt anwendbar sein, da der PC des Kunden als inländische Präsenz des Anbieters in Gestalt einer Zweigstelle (§ 53 KWG) oder Repräsentanz (§ 53a KWG) gewertet werden kann.

Da das „Wesen des Internets“ eine Fiktion einer Zweigstelleneinrichtung an jedem PC nicht zuläßt, wird diese Ansicht abgelehnt.

2. Für deutsches Kapitalmarktrecht besteht kein Anknüpfungspunkt, da sich der Kunde durch das Aufsuchen der Homepage des ausländischen Anbieters und die Übermittlung von Wertpapier-Orders zum Anbieter ins Ausland begibt.

Auch diese Sichtweise wird abgelehnt mit Hinweis darauf, daß der Verbraucherschutz eine solche Sichtweise verbieten würde.

3. Via Internet erbrachte Wertpapierdienstleistungen sind ein grenzüberschreitender Service, ohne daß hierbei Anbieter oder Kunde ihren Standort wechseln. Nur die hierfür maßgeblichen Vorschriften deutschen Rechts könnten demzufolge gelten.

Diese Qualifizierung wird für allein zutreffend erachtet; mit der Folge, daß für Wertpapierdienstleistungen, die im Internet erbracht worden sind, deutsches Kapitalmarktrecht gelten soll.

### **1 weitere Differenzierung**

Dieser Ansicht kann jedoch nur bedingt zugestimmt werden. Es bedarf hier vielmehr einer weiteren Differenzierung.

Ansatzpunkt hierfür kann Art. 29 (analog) sein, der die Rechtswahlfreiheit des Art. 27 für sogenannte Verbraucherverträge einschränkt. Auch die Teilnahme an Devisen-, Wertpapier- und Waretermingeschäften an ausländischen Börsen wird von Art. 29 umfaßt. Eine Gewinnerzielungsabsicht des Privatkunden steht dem nicht entgegen, solange dieser nicht in seiner beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit handelt. Voraussetzung für die Anwendung des Art. 29 und somit für eine Anwendung deutschen Kapitalmarktrechtes ist also, daß dem Vertragsschluß ein ausdrückliches Angebot oder eine Werbung in

dem Staat, in dem der Verbraucher seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat, vorausgegangen ist und der Verbraucher in diesem Staat die zum Abschluß des Vertrages erforderliche Rechtshandlung vorgenommen hat, Art. 29 I Nr. 1. Dies ist auf jeden Fall dann problematisch, wenn sich der Server des ausländischen Anbieters außerhalb Deutschlands befindet. Technisch und physisch wird das Angebot dann nämlich in diesem Land vorgenommen. Ein solches Abstellen auf den physischen Standort als Anknüpfungspunkt wird jedoch der Charakteristika des World Wide Web als nicht gerecht werdend empfunden. Vielmehr soll es nur auf die Zugänglichkeit des Servers von Deutschland aus ankommen. Dies wird damit begründet, daß es aus der Sicht des Verbrauchers keinen Unterschied mache, in welchem Land der Server steht, auf dessen Homepage er zugreift. Im Sinne einer teleologischen Betrachtung wird also von einer Werbung in Deutschland ausgegangen. Weiter wird behauptet, daß der Anbieter sich auf den Markt des Verbrauchers begibt. Allerdings muß hier eingewendet werden, daß es der Verbraucher selbst ist, der die Seite des Anbieters auswählt. Es ist der Verbraucher, der sich zwar nicht materiell, aber sozusagen virtuell ins Ausland begeben hat. Dem Verbraucher ist es aufgrund der Internationalität des Internets auch bewußt, daß ein Bezug zum Ausland besteht, so daß er grundsätzlich auch mit der Anwendung ausländischen Rechts rechnet (rechnen muß). Unterschieden werden muß hier also zwischen zwei Fällen. Zunächst der Fall, bei welchem der Anbieter aktiv z.B. auf deutschen Websites seine Dienstleistung bewirbt und somit den Anwender (beispielsweise durch Anklicken) auf seine eigene Seite leitet. Hier kann die Werbung im Inland bejaht werden. Ähnliches gilt für Fälle, bei welchem sich das Dienstleistungsangebot direkt (auch) an Deutsche richtet. Nicht als inländische Werbung kann es gelten, wenn der Verbraucher sich selbst die Seite des Anbieters sucht und diese aufruft. Richtet sich zudem das Angebot nicht erkennbar an Deutsche so muß inländische Werbung ganz abgelehnt werden. Eine Lösung, wie sie Taupitz und Kritter und auch Pfüller und Westerwelle pauschal anbieten kann nicht greifen, weil es nicht sein kann, daß ein Kreditinstitut bei seinem Online-Angebot auf die

Summe aller Rechtsordnungen zu achten hat, in denen ein potentieller Kunde zuhause ist.

### **1 Ergebnis**

Die Anwendbarkeit deutschen Kapitalmarktrechtes bestimmt sich also maßgeblich nach dem (intendierten) Willen des Anbieters. Richtet sich dessen Angebot erkennbar auch an Deutsche, so ist deutsches Kapitalmarktrecht anzuwenden und eine Überwachungszuständigkeit deutscher Behörden gegeben.

## **1 Internet-Initial Public Offerings**

Ein weiterer interessanter Aspekt ist die Nutzung des Internets als Möglichkeit der Aktienplazierung. Werden Wertpapiere von Emittenten beziehungsweise von eingeschalteten Finanzintermediären (Emissionsbanken) den Investoren zum ersten Mal zum Kauf angeboten, spricht man von Primärmarkt oder primären Kapitalmarkt.

### **1 Kurze Geschichte der IPOs**

Der erste virtuelle Börsengang (sogenanntes Internet-Initial Public Offering) wurde von Andrew D. Klein in New York initiiert. Klein brachte seine Gasthaus-Brauerei Spring Street Brewing Company über das Internet an die Börse und konnte auf diese Weise 3500 Anleger gewinnen, die Anteile im Gesamtwert von 1,6 Mio. \$ zeichneten. Die Securities and Exchange Commission (SEC) hatte dieses Verfahren mit der Auflage gebilligt, daß die Abwicklung der Geschäfte (Austausch von Geld und Wertpapieren) durch eine Bank oder einen Treuhänder erfolgen müsse. In Deutschland hat im März 1999 die Deutsche Bank als erstes großes europäisches Kreditinstitut Aktien der Firma FortuneCity auf diesem Wege angeboten.

### **1 Fremd- und Eigenemission**

Es gibt zwei Formen des virtuellen Emissionsgeschäftes: Erstens die Fremdemission, d.h. zur Durchführung der Wertpapierplazierung wird sich eines Emissionshauses welches wenigstens teilweise virtuell ist bedient. Zweitens: Bei der Eigenemission werden die Wertpapiere vom Emittenten selbst plaziert und angeboten.

## **1 Anzuwendendes Kapitalmarktrecht**

An diesem Punkt kommt wiederum die Frage des anzuwendenden Kapitalmarktrechts ins Spiel. Woran muß kollisionsrechtlich angeknüpft werden? In Betracht kommen der Sitz des Emittenten, der Sitz des virtuellen Emissionshauses, der Sitz des Providers und die (hauptsächlich) angesprochenen Verkehrskreise. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel knüpft dabei an die Zielmarktorientierung an. Dies bedeutet, daß Internet-Anbieter einer Prospektpflicht unterliegen sofern Anleger in Deutschland zielgerichtet angesprochen werden oder jedenfalls von dem möglichen Adressatenkreis des Angebots nicht eindeutig ausgenommen werden. Damit übernimmt das BAWe eine entsprechende Regelung der USA. Amerikanischen Registrierungspflichten unterliegen alle Veröffentlichungen im Internet die über allgemeine Werbung und bloße Nachrichten hinausgehende Angebote enthalten. Diese müssen an Personen gerichtet sein, deren gewöhnlicher Aufenthaltsort innerhalb der Vereinigten Staaten ist. Unschädlich ist dabei ein zeitweiliger Aufenthalt außerhalb der USA. Dies kann mittels einer eindeutigen Ausschlußklausel klargestellt werden. Weiter muß sichergestellt werden, daß Verkäufe und Dienstleistungen an die ausgeschlossenen Personenkreise tatsächlich nicht erbracht werden können.

Besteht also ein solcher Ausschluß für deutsche Anleger nicht, und ist das Angebot beispielsweise in deutscher Sprache abgefaßt, die Währungsangabe in DM oder ein deutscher Ansprechpartner angegeben, so wird die Prospektpflicht nach dem Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz ausgelöst. Gerechtfertigt ist dieser Ansatz dadurch, daß der Anbieter die Internationalität und Ubiquität des Internets nutzen will und demzufolge davon ausgehen muß, daß sein Angebot weltweit - also auch in Deutschland - zugänglich ist. Dies bedeutet, daß auch Internet-IPO Emittenten bei erstmaligen Angebot der Wertpapiere im Inland einen Verkaufsprospekt erstellen, beim BAWe hinterlegen und veröffentlichen müssen. Auf den Sitz des Emittenten kommt es dann nicht mehr an. Eine lediglich virtuelle Veröffentlichung

des Prospekts im Internet hält das BAWe für nicht zulässig. Ebenso unzulässig ist eine elektronische Hinterlegung des Prospektes beim BAWe.

### **1 Erlaubnispflicht nach § 32 KWG**

Ein weiterer Punkt ist die Erlaubnispflicht nach § 32 KWG. Wann muß eine schriftliche Erlaubnis des Bundesaufsichtsamtes für Kreditwesen für den Betrieb von Bankgeschäften und das Erbringen von Finanzdienstleistungen „im Inland“ eingeholt werden? Hier wird unterschieden zwischen Fremd- und Eigenemission.

#### **1 Fremdemission**

Bei einer Fremdemission stellt diese eine Wertpapierdienstleistung dar, für die in Anspruch genommenen Dritten dar. Dies hat zur Folge, daß eine Erlaubnis nach § 32 KWG erforderlich ist. Der Emittent selbst unterliegt weder der Zulassungspflicht noch der Beaufsichtigung des BAKred nach dem KWG. Auch wenn eine Fremdemission ausschließlich vom Ausland her getätigt wird, werden inländische Zulassungsvoraussetzungen nicht ausgelöst. Erst die Abwicklung der Transaktion über inländische Bankrepräsentanzen oder Vertretungen der ausländischen Wertpapierdienstleister führen zu einer Zulassungspflicht. Aber auch schon die reine Mitwirkung beim Wertpapierangebot via Internet löst Zulassungspflichten nach § 32 I 1 KWG aus, da mit der dabei regelmäßig getätigten Anlage- oder Abschlußvermittlung eine erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung nach § 1 Ia 2 Nr.1 bzw. Nr.2 KWG erbracht wird.

#### **1 Eigenemission**

Lediglich eine Eigenemission im Internet macht den Emittenten noch nicht zum Wertpapierdienstleister. Einer Beaufsichtigung durch das BAWe und das BAKred unterliegt er nicht. Mit einer Eigenemission wird weder ein Bankgeschäft im Sinne von § 1 I 2 KWG noch eine Finanzdienstleistung im Sinne von § 1 Ia 2 KWG erbracht.

### **1 §§ 31 - 34 a WpHG**

Fraglich ist im Rahmen der IPO Diskussion, ob Internet - Emissionshäuser sich an die Pflichten des WpHG zu halten haben. Gemäß § 35 WpHG hat das BAWe die Einhaltung der Verhaltens- und

Organisationspflichten der §§ 31 - 34a WpHG zu überwachen. Diese Pflichten obliegen allen Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Wertpapierdienstleistungen im Sinne von § 2 III Nrn. 3-5 WpHG sind Abschluß- und Anlagenvermittlungen sowie Emissionsgeschäfte. Diese werden regelmäßig von virtuellen Emissionshäusern bei Fremdemissionen erbracht. Dies hat zur Folge das virtuelle Emissionshäuser bei Fremdemissionen auf jeden Fall bei Sitz des Emissionshauses im Inland die Verhaltens- und Organisationspflichten des WpHG zu beachten haben. § 31 III WpHG bestimmt zudem, daß jedenfalls § 31 I,II WpHG auch bei ausländischen virtuellen Emissionshäusern greifen. Erforderlich dafür ist jedoch zum einen, daß die Wertpapierdienstleistungen gegenüber Kunden mit gewöhnlichem Aufenthalt oder einer Geschäftsleitung im Inland erfolgen, und zum anderen, daß mindestens ein Teil der Wertpapierdienstleistung im Inland erbracht wird.

## **1 Zukunftsaussichten - Schlußbemerkung**

Mit Hilfe der bereits bestehenden Gesetze können die verschiedenen Probleme des Wertpapierhandels im Internet befriedigend gehandhabt werden. Für die EU wird voraussichtlich in nächster Zeit eine Richtlinie erlassen werden, die als Ergänzung zur Richtlinie 97/7/EG vom 17. Februar 1997 über den Verbraucherschutz bei Vertragsabschlüssen im Fernabsatz, den Fernabsatz (also auch den Handel per Internet) zwischen Anbietern und Verbrauchern regelt.

Ausreichend ist dies noch nicht, da daß Internet nun einmal auch nicht auf die EU beschränkt ist. Vielmehr muß eine internationale Zusammenarbeit und Einigung über entsprechende Richtlinien stattfinden. Eine international zuständige Aufsichtsbehörde würde mehr Rechtssicherheit zur Folge haben. So sehr diese „Regulierung“ des Internet in vielen anderen Bereichen abzulehnen ist, so ist hier eine Notwendigkeit vorhanden. Wie in anderen Bereichen auch kann ein Austausch – nicht nur von Wertpapier(dienstleistung)en – nur dauerhaft



reibungslos verlaufen, wenn potentielle Reibeflächen auf ein Minimum reduziert werden.

Ein Ende des Wachstums des Internet ist nicht abzusehen. E-Commerce und das Directbroking/-banking sind längst noch nicht voll ausgereift. Die traditionellen Parkettbörsen, Bankfilialen, Emissionsformen (ver)schwinden. Regelungen die der Unkonventionalität des Internet entsprechen müssen schnell geschaffen werden.