

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungen	13
1. Kapitel: Einleitung/Vorarbeiten	15
A. Einleitung	15
B. Grundlagen	20
I. Finanzinvestitionen und Kapitalmarkt	20
II. Akteure am Kapitalmarkt	22
III. Arten des Kapitalmarktinvestments	24
1. Unterschiedliche Erfüllungszeitpunkte: (derivate) Termin- und (originäre) Kassageschäfte	25
2. Verschiedene Märkte: Börsenhandel und außerbörslicher Handel	26
3. Arten verschiedener Finanztitel	27
IV. Der Eigenhandel von Unternehmen	32
V. Begriff des „Risikos“	34
VI. Die Struktur eines Investmentprozesses	37
1. Die Planungsphase	39
2. Die Realisierungsphase	42
3. Die Kontrollphase	45
C. Täterkreis bei der Investmentuntreue	45
2. Kapitel: Pflichtwidrigkeit	58
A. Ausgestaltung des untreuerelevanten Pflichtenrahmens	59
I. Pflichtenlage bei Risikogeschäften	60
1. Risikogeschäfte: erlaubtes und unerlaubtes Risiko	62
2. Begriff und Konstellationen der „Risikopolitik“	65
a) Vorgegebene Risikopolitik	67
b) Teilweise vorgegebene Risikopolitik	68
c) Nicht vorgegebene Risikopolitik	70
II. Entstehung der Pflichtenlage	72
1. Natur des Innenverhältnisses	72
2. Voraussetzungen des Einverständnisses bei der Untreue	75
a) Anforderungen an die Dispositionsbefugnis	76

b) Bedeutung normativer Bindungen des Vermögensinhabers für die Pflichtenlage	79
aa) Dispositionsbegrenzung durch Normen mit vermögensschützendem Gehalt	82
bb) Vermögensschützender Gehalt von aufsichtsrechtlichen Strukturnormen	86
cc) Geltung aufsichtsrechtlicher Strukturnormen außerhalb der Finanzwirtschaft	88
dd) Keine (zwingende) Pflichtgemäßheit bei Befolgung aufsichtsrechtlicher Vorgaben	92
B. Voraussetzungen der Untreuerrelevanz eines Pflichtverstoßes	96
I. Vermögensschützender Gehalt der verletzten Pflicht	96
II. Bezugspunkt der Rechtsgutsbezogenheit: „Primär-“ und „Sekundärverstöße“	98
III. Funktionaler Zusammenhang zwischen Pflichtverstoß und Treuepflicht	103
IV. Mittelbarer und unmittelbarer Vermögensschutz	107
C. Zum Pflichtenrahmen bei Anlagegeschäften	110
I. Besonderheiten der Pflichtenlage für unternehmerische Risikoentscheidungen	114
1. Weiter Ermessensspielraum und eklatante Ermessensfehlerhaftigkeit	114
a) Gesellschaftsrechtlicher Ursprung und Business Judgement Rule	116
b) Anerkennung unternehmerischen Ermessens im Strafrecht	120
c) Voraussetzungen der Business Judgement Rule und strafrechtlicher Transfer	124
d) Keine unbedingte Pflichtmäßigkeit bei Einhaltung formaler Vorgaben	129
2. Gravierende Pflichtverletzung nicht als autonom strafrechtsspezifisches Kriterium	133
II. Einflussfaktoren für die Erarbeitung der Risikopolitik	140
1. Zu berücksichtigende gesetzliche (externe) Pflichtenquellen	141
a) Strukturnormen für den Bankensektor: KWG und EU-Kapitaladäquanzverordnung	145
b) Strukturnormen für Versicherungsunternehmen: VAG und EU-Verordnung 2015/35	150

c) Strukturnormen für Kapitalanlagegesellschaften: KAGB (vormals: InvG)	152
d) Generelle Strukturnorm für den Wertpapierhandel: WpHG	153
e) Andere Strukturnormen	154
2. Rundschreiben, Richtlinien und Verlautbarungen der BaFin	154
3. Mittelbare Pflichtenquellen: Gesetzliche Vorgaben zum Risikomanagement	159
III. Übertragung von Pflichten zur Kreditvergabe auf Anlagegeschäfte	165
D. Die konkrete Pflichtenlage bei Anlagegeschäften	167
I. Formelle Pflichtenlage: Gebundene Entscheidung ohne Ermessen	172
1. Grundlegend: Kompetenzgrenzen als vermögensschützende Vorgaben	175
2. Kompetenzbegrenzung durch unmittelbare Weisungen	180
3. Kompetenzbegrenzung durch Vorgabe zulässiger Anlageobjekte und Geschäfte	182
a) Gesetzliche Anlagevorgaben: Versicherungen	182
b) Gesetzliche Anlagevorgaben: Kapitalanlagegesellschaften	185
c) Sonstige rechtsgeschäftliche Vorgabe zulässiger Anlagegegenstände und Geschäfte	187
d) Sonstige rechtsgeschäftliche Vorgaben zu Anlagegegenständen mit Rating-Bezug	190
4. Kompetenzbegrenzung durch Geschäftsobergrenzen	191
a) Kreditinstitute: Großkreditregelungen	192
b) Kreditinstitute und Versicherungen: Eigenmittelanforderungen	195
c) Mischungsvorgaben für Kapitalanlagegesellschaften	198
d) Sonstige Geschäftsobergrenzen, Zuständigkeitsverteilungen und Mischungsvorgaben	199
5. Kompetenzbegrenzung durch Zustimmungs- oder Mitwirkungserfordernisse	202
a) Rechtsgeschäftliche Zustimmungserfordernisse	203
b) Rechtsgeschäftliche Zustimmungserfordernisse unter Berücksichtigung der MaRisk	205
c) Gesetzliche Beschlussfassungspflichten nach §§ 13 Abs. 2, 15 KWG	211

d) Gesetzliche Zustimmungserfordernisse nach dem VAG	213
e) Aktienrechtliches Zustimmungserfordernis bei tiefgreifendem Eingriff in Mitgliedschafts- oder Vermögensrechte	214
6. Kompetenzbegrenzung durch komplexe Limitsysteme	215
a) Limitarten	217
aa) Stückzahllimit/Positionslimit	218
bb) Kreditrisikolimit	219
cc) Instrumentenlimit	222
dd) Handelslimit	222
ee) Stop-Loss-Limit/Verlustlimit	222
ff) Laufzeitlimits	223
gg) Value-at-Risk-Limitierung	223
(1) Definition von Value at Risk	225
(2) Die verschiedenen Berechnungsmethoden zum Value at Risk	227
(3) Umsetzung und Anwendung als Kompetenzbegrenzung	229
hh) Cashflow-orientierte Limits	230
b) Limits im Regelungssystem des Aufsichtsrechts	231
7. Kompetenzbegrenzungen durch andere rechtsgeschäftliche Vorgaben	235
8. Anzeige-, Melde-, Mitteilungs- und Informationspflichten	236
II. Materielle Pflichtenlage: Richtigkeitskriterien bei der eröffneten unternehmerischen Entscheidung	241
1. Das Unternehmensinteresse als Ausgangspunkt für die materielle Pflichtenlage	243
2. Fallgruppen unvertretbarer Risikogeschäfte	250
a) Unvertretbarkeit bei Verstoß gegen Denkgesetze und betriebswirtschaftliche Logik	251
b) Unvertretbarkeit durch das Eingehen absoluter Risiken: Potentielle Schadenshöhe und Bestandserhaltungsinteresse	253
aa) Erfordernis einer konkreten Bestandsgefährdung	257
bb) Abgrenzung konkreter Existenzgefährdung nach Wahrscheinlichkeitsbetrachtung	260
cc) Der Umfang eines potentiellen Ausfalls als bestandsgefährdend	267

c) Unvertretbarkeit durch Unwirtschaftlichkeit: Allgemeines Schädigungsverbot	274
d) Unvertretbarkeit wegen der Höhe der Ausfallwahrscheinlichkeit des Geschäfts	286
aa) Unvertretbarkeit bei Überschreiten generalisierter Risikohöhe („Spielerformel“)	287
bb) Exkurs: Spekulationsverbot als allgemeiner Grundsatz der Vermögensverwaltung	297
cc) Unvertretbarkeit bei Verstoß gegen die Risikoneigung des Treugebers	303
(1) Betriebswirtschaftliche Terminologie: Risikoaffinität, -neutralität und -aversion	306
(2) Die Anlageziele bei der Vermögensverwaltung	310
(3) Spezialgesetzliche oder aufsichtsrechtliche Vorgaben zur Risikopolitik	312
e) Unvertretbarkeit durch „sinnlose“ Risiken: Verlustrisiko und Gewinnchance	316
aa) Umsetzbarkeit: Das Capital Asset Pricing Model als Bemessungsgröße	320
bb) Ergebnis und Einschränkung zu einer reinen Risiko-Rendite-Betrachtung	333
f) Unvertretbarkeit durch Unkalkulierbarkeit	338
g) Unvertretbarkeit wegen Nichteinhaltung des Unternehmensgegenstandes	342
h) Keine subjektiv begründete Unvertretbarkeit: Aushöhlungsabsicht und Interessenkonflikte	348
3. Unvertretbarkeit einer Anlagestrategie	351
a) Zur Unvertretbarkeit der Anlagestrategie wegen unterbliebener Risikodiversifikation	351
aa) Der Begriff der Diversifikation und die moderne Portfoliotheorie	352
bb) Vermögensschützender Gehalt von Diversifikationserwägungen	356
cc) Diversifikationserwägungen als allgemeine Sorgfaltsanforderung und Bestandteil des Unternehmensinteresses bei der Vermögensanlage?	356
(1) Zur Markowitz-Diversifikation (Gebot „effizienter Anlagestrategie“)	359

(2) Zur „naiven Diversifikation“	364
b) Unvertretbarkeit der Anlagestrategie bei Verstoß gegen spezifische Risikoneigung des Treugebers	378
c) Keine Unvertretbarkeit der Anlagestrategie bei fehlenden Sicherungsstrategien	381
d) Keine Unvertretbarkeit der Anlagestrategie wegen kurzfristiger Finanzierung langfristiger Engagements – Verbot der Fristentransformation	383
III. Die Entscheidungsvorbereitung von Anlagegeschäften	386
1. Dogmatische Einordnung: Vermögensschützender Gehalt, Doppelnatur der Entscheidungsvorbereitung und Gedanke einer „Alternativpflichtwidrigkeit“	388
2. Umfang und Sorgfaltsmaßstab bei der Entscheidungsvorbereitung	393
a) Dimensionen der Entscheidungsvorbereitung: Informationssammlung und Prüfung	394
b) „Angemessene Information“: kein absoluter, sondern ein relativer Sorgfaltsmaßstab	395
c) Der Begriff der „angemessenen“ Information: Abhängigkeit vom konkreten Geschäft	399
d) Informationssammlung und -prüfung als unternehmerische Ermessensentscheidung	403
3. Zur Entscheidungsvorbereitung bei Investmentgeschäften	406
a) Negativabgrenzung: Unzureichende Entscheidungsvorbereitung	407
b) Juristisches Schrifttum: Anforderungen an die Entscheidungsvorbereitung	409
aa) Inhaltliche Anforderungen: einzuholende Informationen	409
bb) Inhaltliche Anforderungen: zeitliche Dimension	411
cc) Qualitative Anforderungen an die Entscheidungsvorbereitung	413
(1) Qualität der Informationssammlung und -verwaltung	414
(2) Qualität der Informationsauswertung	416
c) Betriebswirtschaftliche Analyse- und Prognosemethoden	419
aa) Fundamentalanalyse und Technische Analyse	422

bb) Die Wahl zwischen verschiedenen betriebswirtschaftlichen Analysemethoden	426
d) Maßgaben des Arbeitskreises Externe und interne Überwachung der Unternehmung	429
e) DVFA-Mindeststandards für das Finanzresearch	430
f) Rückschluss von den Standards zur Wirtschaftsprüfung	433
g) Spezialgesetzliche Vorgaben	433
h) „WestLB/Sengera“: Verpflichtung zu Marktanalyse und Due Diligence	435
i) Zur Aufarbeitung der Bankenkrise: die grundlegende Problematik der Pflichtenlage bei intransparenten und hochkomplexen Finanzprodukten	438
aa) Generelle Feststellungen im Schrifttum zur Finanzmarktkrise	439
bb) Informations- und Prüfungsanforderungen bei hochkomplexen Finanzprodukten	441
cc) Das Vertrauen auf Analysen durch Dritte („Rating-Problematik“)	443
(1) Anforderungen an die Zulässigkeit von Vertrauen in Dritte	444
(2) Zulässigkeit des Vertrauens auf Ratingagenturen	447
4. Zusammenfassung zur Entscheidungsvorbereitung bei Anlagegeschäften	463
3. Kapitel: Schaden, Zurechnung und subjektiver Tatbestand	464
A. Zum Schaden bei Anlagegeschäften	464
I. Gesamtsaldierung bei Wertpapiergeschäften	464
1. Der Marktwert eines Wertpapiers als Ausgangspunkt der Wertbemessung	467
2. Die Berücksichtigung des Risikos des Anlagetitels	468
a) Risikoabschlag als Bestandteil der schadensgleichen Vermögensgefährdung	469
b) Alleinrelevanz des Marktpreises oder Berücksichtigung eines Risikoabschlags	471
3. Risiko und Wertberichtigung nach kaufmännischen Grundsätzen: bilanzieller Ansatz	480

II. Individueller Schadenseinschlag	495
1. Individueller Schadenseinschlag wegen übergroßen Risikos	498
2. Individueller Schadenseinschlag bei Existenzgefährdung	500
3. Stellungnahme: Individueller Schadenseinschlag bei der Investmentuntreue	502
B. Kausalität und objektive Zurechnung bei Anlagegeschäften	509
1. Schutzzweckzusammenhang	510
2. Pflichtwidrigkeitszusammenhang	511
3. Anwendung der Grundsätze im Einzelnen – Fallgruppen	514
a) Einwand rechtmäßigen Alternativverhaltens beim Verstoß gegen formelle Pflichten	514
b) Verstoß gegen Mitteilungs-, Mitwirkungs- und Zustimmungserfordernisse	517
c) Verstoß gegen Anlagevorgaben, Geschäftsobergrenzen und Limits	524
d) Verstoß gegen Informations- und Prüfungspflicht	527
C. Der subjektive Tatbestand	530
I. Pflichtwidrigkeitsvorsatz	530
II. Schädigungsvorsatz	535
1. Wissenskomponente beim Schädigungsvorsatz	535
2. Voluntatives Element beim Schädigungsvorsatz	538
3. Schädigungsvorsatz und Finanzmarktkrise	545
4. Kapitel: Schlussbetrachtung	550
Literatur	555