

## Börsen- und Marktpreismanipulation

**1. Schutz der Integrität der Wertpapiermärkte.** Die Integrität der Wertpapiermärkte und seiner professionellen Teilnehmer ist eine der wichtigsten Voraussetzungen für das Vertrauen der Investoren. Dies haben die in den letzten Jahren hervorgetretenen illegalen Einflussnahmen auf die Kursentwicklung börsennotierter Wertpapiere besonders eindrucksvoll vor Augen geführt.<sup>1</sup> Das Vertrauen insbesondere der privaten Anlegerschaft in die Marktintegrität ist durch diese Vorgänge schwer beschädigt, wie nunmehr allenthalben geklagt wird.<sup>2</sup> Das mühsam gewonnene Interesse speziell der deutschen Privatanleger am Aktienbesitz ist durch Vorgänge fehlerhafter oder unterlassener Ad-hoc-Berichterstattung und durch Falschdarstellungen der Unternehmenslage seitens des Managements in Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten, Jahresabschlüssen, Zwischenberichten, Quartalsberichten, in Äußerungen auf Analystenkonferenzen und gegenüber der Wirtschaftspresse grundlegend enttäuscht. Dieses Anlegervertrauen ist aber seinerseits die Voraussetzung für einen breiten und tiefen Markt, für eine von Zufallsschwankungen freie Preisbildung und damit für die Funktionsfähigkeit der Märkte. Es liegt deswegen im Interesse aller Marktteilnehmer, der Emittenten, der Händler wie auch der Investoren, Manipulationen von Börsen- und Marktpreisen zuverlässig zu unterbinden.

Werden Handelsabläufe manipuliert, wird insbesondere der Preisbildungsprozess auf den Märkten manipulatorisch beeinflusst, so stellt dies Marktmissbrauch dar. Diese treffgenaue Bezeichnung folgt gerade daraus, dass durch solche Handlungen nicht nur der oder die unmittelbar Betroffene(n), sondern das Marktvertrauen der Anleger und der Kapitalmarkt als solcher geschädigt werden. Der Bedeutung dieser marktschädlichen Angriffsrichtung entsprechend sind grundsätzlich scharfe Reaktionen gegen Kurs- und Marktpreismanipulationen am Platze.

Die bisherigen gesetzlichen Regelungen genügten diesem Anspruch nur

---

<sup>1</sup> Genannt seien hier die Fälle Infomatec (LG Augsburg, WM 2001, 1944 ff), wo in falschen Ad-hoc-Meldungen des Vorstandes der Eingang von Großaufträgen behauptet wurde; EM.TV, dessen Vorstand die Verschleierung negativer Unternehmensentwicklungen in beschönigenden Ad-hoc-Meldungen und sonstigen öffentlichen Darstellungen vorgeworfen wird; Comroad, die wegen Vortäuschens fast des kompletten Jahresumsatzes in 2001 den Neuen Markt verlassen musste und deren Vorstandsvorsitzender im November 2002 vom LG München I wegen Kursbetrugs und Insiderhandels zu sieben Jahren Freiheitsstrafe verurteilt wurde.

<sup>2</sup> „Ausgetrickst und abgestürzt- Bilanzakrobaten verspielen das Vertrauen in den Aktienmarkt“ (Die Zeit v. 07.02.2002, S. 22); „Mit Reformen aus der Vertrauenskrise“ (SZ v. 25.11.2000, S. 25); „Glaubwürdigkeit für Neuen Markt wiederherstellen“ (Börsen Zeitung v. 07.02.2001, S. 3); „Viele schwarze Schafe am Neuen Markt“ (Financial Times Deutschland v. 21.06.2001, S. 19); „Strengere Regeln sollen Vertrauen schaffen“ (Handelsblatt v. 20.07.2001, S. 35); „Der Neue Markt ist eine Schwindel- und Abzockbörse“ (Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre lt. FAZ vom 07.08.2001, S. 23); „Den Glauben verloren“ (Manager Magazin 10/2001, S. 43); „Heiße Luft am Neuen Markt“ (FAZ v. 11.04.2002, S. 25)

sehr unzureichend. Um dem abzuweichen, hat der Gesetzgeber im Zuge des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes<sup>3</sup> in Gestalt des § 20 a WpHG ein Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation neu formuliert, dieses mit dem Bußgeldtatbestand des § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG und einem Straftatbestand des § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG bewehrt und an die Stelle der bisherigen Regelung des Kursbetruges in § 88 BörsG gesetzt.

Nach dem früheren Tatbestand des § 88 BörsG war wegen Kursbetrugs strafbar,

- wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Bezugsrechten, ausländischen Zahlungsmitteln, Waren, Anteilen, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen oder von Derivaten im Sinne des § 2 Abs. 2 des WpHG
- unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung der genannten Gegenstände erheblich sind
- oder solche Umstände entgegen bestehender Rechtsvorschriften verschweigt
- oder sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet.

Der Täter konnte mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft werden.

Bei der Novellierung des Börsengesetzes im Jahre 1975 blieb diese Vorschrift im Börsengesetz enthalten und wurde nicht wie die anderen Strafvorschriften der Pressebestechung und der unerlaubten Kurszettelverbreitung sowie des Kommissionsbetrugs ersatzlos gestrichen. Praktische Bedeutung hat sie dennoch so gut wie nicht erlangt,<sup>4</sup> was in erster Linie daran gelegen haben dürfte, dass insbesondere die subjektive Tatseite – das Handeln des Täters „zur Einwirkung auf den Börsen- und Marktpreis“ - den Staatsanwaltschaften und Gerichten hohe Nachweis-schwierigkeiten bereitet hat.

## **2. EU-Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation.**

Nachdem sich die Europäische Kommission im Rahmen ihres Aktionsplans zur Vollendung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen auch eine Verbesserung der Bekämpfung von Marktmissbrauch auf die Fahne

---

<sup>3</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.06.2002, BGBl. 2002, Teil I, 2010 ff.

<sup>4</sup> Siehe Ziouvas/Walter, WM 2002, 1483 ff 1487 mit den Nachweisen der ganz seltenen vorliegenden Judikate. Neuerdings erfolgte allerdings in dem besonders extrem gelagerten Fall der Comroad AG eine Verurteilung u.a. nach § 88 BörsG, weil vom Vorstand nahezu der gesamte Jahresumsatz des Unternehmens in 2001 vorgetäuscht worden war, um den Kurs der Aktie am Neuen Markt hoch zu treiben.

geschrieben<sup>5</sup> und einen Richtlinienentwurf entwickelt hat,<sup>6</sup> hat der deutsche Gesetzgeber die Thematik bereits im Rahmen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes aufgegriffen. Diese Schnelligkeit in der nationalen Umsetzung von EU-Richtlinien – die hier parallel bis vorausschauend geschehen ist – ist trotz aller damit verbundenen Bedenken durchaus zu begrüßen: Denn ein Regelungsbedarf war nach allen Erfahrungen der letzten drei bis vier Jahre dringend gegeben. Der bisherige § 88 BörsG war alles andere als ein scharfes Schwert; - ob die neue Vorschrift allerdings wirksamer sein kann, muss die Untersuchung zunächst noch zeigen.

Gegenstand der nachfolgenden Betrachtung soll daher die Frage sein, ob die neuen Gesetzgebungsvorschläge praxismögliche strafrechtliche Reaktionsmöglichkeiten bieten. Dazu bedarf es zunächst einer Darstellung der bisherigen, im Zuge des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes aufgehobenen Regelung des § 88 BörsG.

### **3. Kursbetrug nach § 88 BörsG (bisherige Regelung)**

§ 88 BörsG a.F. lautete:

„Wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Bezugsrechten, ausländischen Zahlungsmitteln, Waren, Anteilen, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen, oder von Derivaten i.S.d. § 2 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes

1. unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung der Wertpapiere, Bezugsrechte, ausländischen Zahlungsmittel, Waren, Anteile oder Derivate erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt oder

2. sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet,  
wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.“

#### **a) Schutzobjekt und Schutzbereich.**

Mit der Bestimmung über den Kursbetrug sollte die Bewertung verschiedener Wirtschaftsgüter durch den Preisbildungsprozess an Börsen

---

<sup>5</sup> Auf seiner Tagung in Lissabon hat der Europäische Rat im März 2000 das hohe strategische Ziel formuliert und beschlossen, die Europäische Union „zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt“ zu machen, um „dauerhaftes Wirtschaftswachstum mit mehr und besseren Arbeitsplätzen und einen größeren sozialen Zusammenhalt zu erzielen“. Zu diesem Zweck wurde ein konkreter Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Actionplan – FSAP) beschlossen, der unter Einhaltung genau vorgegebener Zwischenfristen für die wichtigsten Einzelschritte insgesamt bis zum Jahr 2005 umgesetzt sein soll. Dem Prozess der Harmonisierung der Finanzmärkte wurde dadurch hohe Priorität eingeräumt.

<sup>6</sup> In dem Bestreben, auf eine Erhöhung der Marktintegrität hinzuwirken, hat die EU-Kommission einen Richtlinienvorschlag zur „Eindämmung der Möglichkeiten für institutionelle Anleger und Intermediäre, die Märkte zu manipulieren“, vorgelegt (Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)). Diese ist Bestandteil des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen zur Schaffung eines integrierten Finanzmarktes in Europa.

und Märkten vor unredlicher Beeinflussung geschützt werden. Geschütztes Rechtsgut war damit das öffentliche Interesse an einer regelgerechten Preisbildung an diesen Märkten frei von manipulatorischer Einflussnahme. Ob auch ein Schutz des einzelnen Anlegers – primär oder doch jedenfalls in zweiter Linie – bezweckt war, war streitig.<sup>7</sup> Richtiger Auffassung nach war dies nicht der Fall, sodass individuelle Schadenersatzansprüche aus einem Normverstoß gegen § 88 BörsG nicht abgeleitet werden konnten.

Dafür sprechen bereits die Gesetzesmaterialien, die nur auf die Zuverlässigkeit und Wahrheit des Preisbildungsprozesses und auf das öffentliche Interesse hieran abheben.<sup>8</sup> Dies ergibt auch eine Wortinterpretation der gesetzlichen Vorschrift. Schließlich hätte eine Ausdehnung des Schutzzwecks auf den Individualschutz auch nicht in das „haftungsrechtliche Gesamtsystem“<sup>9</sup> des früheren Haftungsausschlusses für unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen ( § 15 Abs. 6 Satz1 WpHG) gepasst und hätte die enger umgrenzte Prospekthaftung zu einer allgemeinen Haftung für kursbeeinflussendes Fehlverhalten von Leitungsorganen ausgeweitet.<sup>10</sup>

**b) Objektiver Tatbestand.** Die Handlungsweise des Täters musste beim Kursbetrug bestehen in:

- Unrichtigen Angaben über Umstände, die für die Bewertung von bestimmten Vermögensgegenständen erheblich sind;
- dem Verschweigen derartiger Umstände entgegen bestehender Rechtsvorschriften;
- der Anwendung sonstiger auf Täuschung berechneter Mittel.

**aa) Wertpapiere und andere Vermögensgegenstände.** Der sachliche Anwendungsbereich der Vorschrift bezog sich enumerativ auf Wertpapiere, Bezugsrecht, ausländische Zahlungsmittel, Waren, auf Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollten und auf Derivate im Sinne von § 2 Abs. 1 WpHG.

**(1) Wertpapiere.** Der Begriff des Wertpapiers wurde im klassischen Sinne weit gefasst, verlangte aber eine urkundliche Verbriefung.<sup>11</sup> Erfasst wurde jede Urkunde, die ein Recht verbrieft, das nicht losgelöst von der Urkunde

---

<sup>7</sup> Für § 88 BörsG nahmen keinen Schutzgesetzcharakter an: BT-Drucks. 10/318, S. 45; *Barnert*, WM 2002, 1473 ff; *Groß*, WM 2002, 477 ff 484; *Rössner/Worms*, in: Assmann/Schütze, Hb. des Kapitalanlagerechts, § 9 Rdn. 4; *Schäfer/ Ledermann*, BörsG, § 88 Rdn. 1; *Schwark*, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 88 Rdn. 1; *Weber*, Die Bank, 1986, 417;). Der abweichenden Entscheidung des LG Augsburg, WM 2001, 1944 ff, die im übrigen keine weitere Begründung als den Hinweis auf eine „auch“ gegebene Schutzwirkung zugunsten des Wertpapieranlegers enthält, ist nicht zuzustimmen.

<sup>8</sup> Siehe BT-Drucks. 10/318, S. 45, 46 zu § 88 BörsG und BT-Drucks. 14/8017, S. 87, 89 zu §§ 20 a, 38, 39 WpHG.

<sup>9</sup> BGH NJW 1976, 1740 f.

<sup>10</sup> *Barnert*, WM 2002, 1473 ff 1481 ff.

<sup>11</sup> *Ziouvass/Walter*, WM 2002, 1483 ff 1485.

geltend gemacht werden kann.<sup>12</sup>

**(2) Bezugsrechte.** Erfasst wurden auch Bezugsrechte. Sie fielen, soweit sie unverbrieft sind, nicht unter den Wertpapierbegriff, wurden aber, weil marktmäßig gehandelt, in den Schutzbereich einbezogen.

**(3) Ausländische Zahlungsmittel** sind nicht nur ausländische Banknoten und Münzen, sondern auch auf Fremdwährung lautende Sichtguthaben bei Banken, Anweisungen, Schecks und Wechsel in Fremdwährung, soweit sie im Ausland zahlbar sind.

**(4) Waren.** Die Einbeziehung von Waren war zum Schutz der Preisbildung auf Warenmärkten geboten.

**(5) Unternehmensanteile.** Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen, sind alle diejenigen Ergebnisbeteiligungen, die nicht unter den Wertpapierbegriff fallen, insbesondere Beteiligungen an Abschreibungsgesellschaften.<sup>13</sup>

**(6) Derivate.** Hinsichtlich der Derivate bezog sich der Gesetzestext auf die Legaldefinition des § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpHG. Danach sind Derivate als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar vom Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Waren oder Edelmetallen abhängt oder von Zinssätzen oder anderen Erträgen. Außerdem waren Devisentermingeschäfte einbezogen.

**bb) Unrichtige Angaben.** Der Begriff der unrichtigen Angaben war nicht auf Tatsachenangaben beschränkt. Er bezog sich auch auf Werturteile einschließlich Bewertungsprognosen. Den Charakter von „Angaben“ haben Beurteilungen oder Prognosen allerdings nur dann, wenn sie sich aus einem Tatsachenkern plausibel ableiten lassen.<sup>14</sup> „Unrichtige Angaben“ können auch darin liegen, dass durch Selektion ein unrichtiger Gesamteindruck vermittelt wird.<sup>15</sup> Ob die Angaben mündlich – etwa in Presse- und Analystengesprächen, auf Hauptversammlungen oder im Telefonverkauf – oder schriftlich – etwa in Bilanzen, Zwischenberichten, Prospekten, Ad-hoc-Mitteilungen, Werbeschriften – gemacht wurden, war unerheblich.

Die unrichtigen Angaben mussten für die Bewertung der genannten Vermögensgegenstände erheblich sein. Dies waren sie insbesondere dann,

---

<sup>12</sup> Schäfer/Ledermann, BörsG, § 88 Rdn. 3;

<sup>13</sup> Schäfer/Ledermann, BörsG, § 88 Rdn. 5; rein schuldrechtliche, unverbriefte Ansprüche (wie etwa partiarische Darlehen) fallen wegen des strafrechtliche Analogieverbotes nicht darunter (Schwark, Börsengesetz, § 88 Rdn. 3; a.A. die wohl h.M.).

<sup>14</sup> Schwark, Börsengesetz, § 88 Rdn. 5.

<sup>15</sup> OLG Frankfurt, WM 1994, 291

wenn sie dazu geeignet waren, die Entschließung von Marktteilnehmern zum Kauf oder Verkauf der Vermögensgegenstände zu beeinflussen. Bei dieser nachträglichen richterlichen Prognose war von einem durchschnittlichen Marktteilnehmer auszugehen, der seine Investitionsentscheidungen mit durchschnittlicher Vorsicht trifft.<sup>16</sup>

**cc) Verschweigen bewertungserheblicher Umstände.** Die Tatbestandsvariante des Verschweigens bewertungserheblicher Umstände entgegen bestehender Rechtsvorschriften setzte eine rechtliche Verpflichtung des Täters voraus, die Umstände zu offenbaren. Streitig war, ob die Offenbarungspflicht auf einer gesetzlichen Regelung beruhen musste<sup>17</sup> oder ob sie auch auf Richterrecht beruhen konnte.<sup>18</sup>

**dd) Sonstige auf Täuschung berechnete Mittel.** Als gesetzlicher Auffangtatbestand diente schließlich die Anwendung „sonstiger auf Täuschung berechneter Mittel“ seitens des Täters. Dazu konnte das bewusste Verbreiten falscher Gerüchte ebenso gehören, wie der Abschluss von Scheingeschäften<sup>19</sup> oder Karussellgeschäften. Auch die Bestechung von Skontoführern zum Zwecke der Kurslenkung konnte ein geeignetes Mittel des Kursbetrugs sein.<sup>20</sup>

**c) Vorsatz und Einwirkungsabsicht.** Der subjektive Tatbestand verlangte Vorsatz hinsichtlich aller objektiven Tatbestandsmerkmale, überkreuzt mit der Absicht, auf den Börsen- oder Marktpreis der Vermögensgegenstände einzuwirken („zur Einwirkung“). Während der Täter die übrigen Sachverhaltsumstände also kennen und zumindest billigend in Kauf nehmen musste, musste die Zielrichtung seiner Handlungsweise in einer Beeinflussung der Preisbildung liegen. Insoweit war also *dolus directus* ersten Grades erforderlich.<sup>21</sup>

---

<sup>16</sup> Schröder, Aktienhandel und Strafrecht, Osnabrück 1994; Schäfer/Ledermann, Börsengesetz, § 88 Rdn. 9.

<sup>17</sup>So BT-Drucksache 10/318, 46 .

<sup>18</sup> So Baumbach-Hopt, § 88 BörsG Rdn. 1.

<sup>19</sup> Preisabsprachen zum Zwecke der Kurslenkung; Stornierungsabsprachen zur Beeinflussung des Kursniveaus; das Stellen von Ausweichkursen (vgl. Schwark, aaO Rdn. 7).

<sup>20</sup> BT-Drucksache 10/5058, 37.

<sup>21</sup> Erbs/Kohlhaas/Fuhrmann, § 88 BörsG, B 155 Rdn. 21; Groß, Kapitalmarktrecht, § 88 Rdn. 10; Kaiser, WM 1997, 1557 ff 1563; Kohlhammer/Ledermann, § 88 BörsG Rdn. 13; Möller, WM 2002, 309 ff 316; Rössner/Worms, aaO § 9 Rdn. 11; Schäfer/Ledermann, aaO, Rdn. 13; Schlüchter, Zweites Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, 1987, S. 141; Schröder, Aktienhandel und Strafrecht, 1994, S. 70. Bestritten wird dies von Tripmaker, wistra 2002, 288 ff 289 mit der Begründung, die hier zum Ausdruck kommende überschießende Innentendenz habe – wie bei der Zueignungsabsicht des Diebes, der Vorteilserlangungsabsicht des Betrügers und der Täuschungsabsicht bei der Urkundenfälschung – allein Bezug auf das mit der Norm geschützte Rechtsgut und keinen Bezug auf ein besonders verwerfliches oder gefährliches Tätermotiv. Ebenso verhalte es sich bei § 88 BörsG, weil auch hier das geforderte Handeln „zur Einwirkung“ auf den Börsen- oder Marktpreis allein die Zielrichtung der Rechtsgutsverletzung beschreibe. Es genüge daher direkter Vorsatz zweiten Grades.

Dies war die Achillesverse der bisherigen Rechtsvorschrift. Denn es war nur selten mit der im Strafverfahren erforderlichen Sicherheit nachweisbar, dass es dem Täter bei seinen unrichtigen Angaben oder bei der Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel gerade darauf ankam, die Preisbildung der Vermögensgegenstände zu beeinflussen.<sup>22</sup>

Am ehesten war eine solche Feststellung dann möglich, wenn es zu einer auffälligen Preisbewegung tatsächlich gekommen war und wenn sich feststellen ließ, dass sie auf das Verhalten des Täters zurück zu führen war. Dann konnte der bewiesene objektive Geschehensablauf und der Beweis des Kausalzusammenhangs in Verbindung mit anderen Anhaltspunkten eine Indizwirkung hinsichtlich des Vorliegens der subjektiven Tatseite entfalten. Blieb die auffällige Preisbewegung aber aus – etwa, weil die vom Täter ausgelöste Preisbeeinflussung sogleich von einer anderen, gegenläufigen überlagert wurde, – so war die Absicht der Einflussnahme auf die Preisbildung praktisch kaum nachweisbar. Auch wenn der Erfolgseintritt der tatsächlichen Beeinflussung der Preisentwicklung nicht zum objektiven Tatbestand des § 88 BörsG gehörte und die Bestimmung als abstraktes Gefährdungsdelikt konzipiert war, war sein Vorliegen für die Praxis doch ein wichtiges, fast unverzichtbares Indiz für den notwendigen Nachweis der darauf gerichteten Absicht des Täters.

Es ist deswegen nicht verwunderlich, dass die Zahl der Verurteilungen wegen Kursbetrugs in den vielen Jahren der Existenz dieses Straftatbestandes verschwindend gering geblieben ist.

In der Literatur wurde deswegen zum Teil die ersatzlose Aufhebung des § 88 BörsG gefordert.<sup>23</sup> Dem ist der Gesetzgeber des 4. FMFG zutreffend nicht gefolgt. – Angesichts einer in Vorbereitung befindlichen und als Entwurf bereits vorliegenden EU-Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation<sup>24</sup> wäre dies auch eine verfehltete Reaktion gewesen.

**3. Gesetzliche Neuregelung.** Die Neuregelung besteht aus dem gesetzlichen Verbotstatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation in § 20 a WpHG und aus einer daran unmittelbar anknüpfenden Bußgeldvorschrift des § 39 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpHG und einer Strafvorschrift des § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG, die zusätzlich den Taterfolg der Preisbeeinflussung voraussetzt. § 88 BörsG wurde aufgehoben.

**a) Inhalt der Verbotsnorm.** § 20 a Abs. 1 und 2 WpHG lauten:

(1) „Es ist verboten,

1. unrichtige Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind, oder solche

<sup>22</sup> Nach der abweichenden Ansicht von *Tripmaker*, wistra 2002, 288 ff 290 reicht es hingegen aus, dass der Täter die Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis (mit direktem Vorsatz zweiten Grades) gewollt bzw. mit Sicherheit vorausgesehen hat.

<sup>23</sup> *Assmann/Schütze/Rössner/Worms*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 9 Rdn. 4.

<sup>24</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlamentes und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 30.05.2001.

Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken oder

2. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, um auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken.

Vermögenswerte im Sinne des Satzes 1 sind Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate, Rechte auf Zeichnung, ausländische Zahlungsmittel im Sinne des § 63 Abs. 2 des Börsengesetzes und Waren, die

1. an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in der geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind, oder

2. in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. Umstände, die für die Bewertung von Vermögenswerten erheblich sind,

2. das Vorliegen einer sonstigen Täuschungshandlung und

3. Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des Absatzes 1 darstellen.

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

**b) Konkretisierung durch RVO, „Safe-Harbour“-Regelung.** Gegenüber dem früheren § 88 BörsG kommt darin eine geänderte Regelungstechnik in mehrfacher Hinsicht zum Ausdruck:

Der Gesetzgeber hat eine allgemeine Verbotsnorm formuliert, an die verschiedene, gestaffelte strafrechtliche Reaktionsmöglichkeiten in Form eines Bußgeld- und eines Straftatbestandes anknüpfen.

Die Verbotsnorm kann im Ordnungswege hinsichtlich einzelner Tatbestandsmerkmale – der bewertungserheblichen Umstände und der sonstigen Täuschungshandlungen - konkretisiert werden.

Schließlich kann durch Rechtsverordnung eine sichere Zone für Verhaltensweisen festgelegt werden („Safe-Harbour“), die zwar in der Nähe des Verbotstatbestandes liegen, gleichwohl aber rechtlich unbedenklich sind.

Durch Anwendung der Regelungstechnik der Normkonkretisierung im Ordnungswege wird vermieden, dass das Gesetz nach Vorliegen der



EU-Richtlinie zum Marktmissbrauch oder zwecks flexibler Reaktion auf neue Manipulationstechniken alsbald wieder geändert werden muss. Es genügt dann eine Änderung der Rechtsverordnung.

Zudem wird die Unschärfe des objektiven Tatbestandsmerkmals der „sonstigen Täuschungshandlungen“ konkretisiert; dies erscheint sinnvoll deswegen, weil die Möglichkeiten der unredlichen Einwirkung auf die Preisbildung an Börsen und Märkten sehr vielfältig sind und dadurch die Voraussehbarkeit und Messbarkeit reaktiven staatlichen Handelns, und damit die Rechtssicherheit, erhöht wird.<sup>25</sup>

Daneben soll eine „Safe-Harbour“-Regelung<sup>26</sup> in der Rechtsverordnung in verschiedenen typischen Fällen der rechtmäßigen Einflussnahme auf die Preisgestaltung für Rechtssicherheit sorgen, in denen Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen illegalem und legalem Verhalten und dementsprechend Wertungsunsicherheiten bestehen.<sup>27</sup> Dies gilt beispielsweise für Maßnahmen zur Kursstabilisierung und Kurspflege.<sup>28</sup>

**c) Strafbewehrung des Verbots.** Die neue gesetzliche Regelung umfasst strafrechtliche Normen, die an die Formulierung des Verbotstatbestandes anknüpfen. Sie bieten bei einfachen vorsätzlichen Verstößen die Ahndungsmöglichkeit als Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpHG. Diese liegt vor, wenn der Täter eine zur Preisbeeinflussung geeignete Handlung vorsätzlich vornimmt. Er muss eine solche weder beabsichtigt haben, noch muss es infolge seiner Handlungsweise zu einer Preisbeeinflussung gekommen sein.

Gravamen der Straftat nach § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG ist hingegen die tatsächlich erfolgte Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises infolge der Handlungsweise des Täters.

**d) Objektiver Verbotstatbestand des § 20 a WpHG.** § 20 a Abs. 1 Nr. 1 WpHG enthält das Verbot

---

<sup>25</sup> Diese Regelungstechnik ist nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zulässig, wenn der den Gesetzestatbestand konkretisierenden untergesetzlichen Norm lediglich diese Aufgabe der Normkonkretisierung zukommt (BVerfGE 14, 245 ff 252; 37, 201 ff 208, 209; 78, 374 ff 382).

<sup>26</sup> Ausführlich dazu *Möller*, WM 2002, 309 ff 314, 315.

<sup>27</sup> Dass mit dieser Regelungstechnik die Gefahr verbunden ist, neue Unklarheiten zu schaffen, zumal dann, wenn eine unzureichende Abstimmung mit bereits vorhandenen Teilregelungen des jeweiligen Komplexes stattfindet, wurde von *Ekkenga* (Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und künftigem Recht, WM 2002, 317 ff 319) zutreffend angemerkt, ist aber angesichts der überwiegenden Vorteile einer Konkretisierung der Verbotsnorm im Verordnungswege prinzipiell hinzunehmen.

<sup>28</sup> Dazu ausführlich *Ekkenga*, WM 2002, 317 ff und mit dem Ergebnis, dass Maßnahmen zur Kursstabilisierung durch Rückkauf eigener Aktien seitens des Emittenten oder von ihm beauftragter Dritter aktienrechtlich prinzipiell zugelassen sind, wenn es sich um bereits umlaufende Papiere handelt (vgl. §§ 71 Abs. 1 Nr. 8, 71 d AktG). Insoweit bestehe bereits eine aktienrechtliche „Safe-Harbour“-Regelung. Andererseits lasse das Kapitalmarktrecht keine verallgemeinerungsfähigen Aussagen über die Legalität von Kurspflegemaßnahmen zu. Daher sei der neue, spezifizierende Ansatz zu begrüßen.

- unrichtige Angaben über Umstände zu machen
- oder solche Umstände entgegen bestehender Rechtsvorschriften zu verschweigen,
- die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind,
- um dadurch auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder EWR-Staat einzuwirken.

**aa) Unrichtige Angaben.** Der Begriff der unrichtigen Angaben über bewertungserhebliche Umstände entspricht den bekannten Tatbestandsmerkmalen des aufgehobenen § 88 BörsG.

Angaben sind nicht nur Tatsachenmitteilungen, sondern auch Werturteile und Prognosen (als künftige Tatsachen), wenn sie sich aus einem Tatsachenkern plausibel ableiten lassen.<sup>29</sup> Bei prognostischen Angaben ist deren Unrichtigkeit aber nur dann anzunehmen, wenn diese über einen gegebenen erheblichen Beurteilungsspielraum hinaus schlechterdings nicht mehr vertretbar sind.<sup>30</sup>

Als Verstöße gegen die Verbotsnorm kommen unrichtige Angaben von Emittenten bei der Erfüllung ihrer Publizitätspflichten (Zwischenberichtspflichten, Ad-hoc-Publizität, Jahresabschluss), deren Äußerungen auf Analystenveranstaltungen und gegenüber Wirtschaftsdiensten und Medien ebenso in Betracht, wie Angaben von Analysten, Kundenberatern, Wirtschaftsjournalisten.

Es ist nicht erforderlich, dass die unrichtigen Angaben über bewertungserhebliche Umstände in Bezug auf die tatbestandsmäßigen Märkte, in Richtung auf diese oder gar diesen bzw. ihren Teilnehmern gegenüber gemacht werden; der Tatort muss somit keine Marktnähe aufweisen. Ausreichend ist vielmehr ihre Eignung zur Preisbeeinflussung auf diesen Märkten.

**bb) Verschweigen bewertungserheblicher Umstände.** Tatbestandsmäßig gleichgestellt ist – entsprechend der bisherigen Regelung des § 88 BörsG – das Verschweigen bewertungserheblicher Umstände entgegen einer bestehenden Offenbarungspflicht. Diese kann sich aus den Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität ebenso ergeben, wie aus den Zwischenberichtspflichten und den Bestimmungen über die Berichtspflichten im Rahmen des Jahresabschlusses der Unternehmen.

**cc) Begriff des Vermögenswertes.** Vermögenswerte im Sinne des Manipulationsverbots sind Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate,<sup>31</sup> Zeichnungsrechte, ausländische Zahlungsmittel gemäß § 63 BörsG und Waren, sofern sie

---

<sup>29</sup> Schwark, BörsG, § 88 Rdn. 5; Schäfer/Ledermann, BörsG, § 88 Rdn. 8.

<sup>30</sup>Rössner/Worms in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 8 Rdn. 70; Schäfer/Ledermann aaO.

<sup>31</sup> Jeweils im Sinne von § 2 Abs. 1 und 2 WpHG.

- an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind, oder
- in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder EWR-Staat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

**(1) Wertpapiere.** Der in § 2 Abs. 1 a WpHG legaldefinierte Begriff des Wertpapiers<sup>32</sup> setzt nicht mehr eine urkundliche Verbriefung voraus – und ist insofern weiter gefasst als der bisherige des § 88 BörsG a.F.; andererseits verlangt er aber Zirkulationsfähigkeit (Handelbarkeit auf einem Markt)<sup>33</sup> und ist insofern enger als jener.

Wertpapiere in diesem Sinne sind Aktien, Aktien vertretende Zertifikate (wie ARD's, EDR's<sup>34</sup>), Schuldverschreibungen,<sup>35</sup> Genussscheine, Optionscheine und andere Wertpapiere.<sup>36</sup>

Nicht zirkulationsfähig – und somit keine Wertpapiere – sind insbesondere die Anteile an Kommanditgesellschaften, stille Beteiligungen und GmbH-Anteile. Sie waren, soweit sie nicht unter den klassischen Wertpapierbegriff fielen, bisher in § 88 BörsG a.F. als „Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen“, einbezogen. Da sie auf dem „Grauen Kapitalmarkt“ eine besondere Rolle spielen, war dieser Bereich in den Schutz des § 88 BörsG a.F. einbezogen, sofern der „Graue Markt“ institutionalisiert war, d.h. der dortige Handel zur Bildung eines Marktpreises führte.

Durch die Einführung des neuen Wertpapierbegriffs ist der Schutz auf handelbare Werte beschränkt worden. § 20 a Abs. 1 Satz 2 beschränkt den Schutz aber noch weitergehend auf Vermögenswerte, die zum inländischen börslichen Handel bzw. zu einem der organisierten EU-/EWR-Märkte zugelassen oder in diesen einbezogen sind.<sup>37</sup>

**(2) Geldmarktinstrumente.** Gleichfalls in § 2 WpHG legal definiert ist der Begriff der Geldmarktinstrumente. Dies sind alle auf dem Geldmarkt

---

<sup>32</sup> Der Wertpapierbegriff des WpHG und des KWG hat nicht wie der zivil- und handelsrechtliche Wertpapierbegriff die Klärung der Frage der Berechtigung des Inhabers zum Gegenstand und Ziel, sondern er soll die Finanzbeziehungen zwischen Investoren bzw. Einlegern und den Banken und Finanzdienstleistungsinstituten zum Zwecke der aufsichtsrechtlichen Kontrolle und Überwachung der Wertpapiermärkte vollständig erfassen (vgl. Anhang zum Rundschreiben 17/99 des BAKred vom 08.12.1999, S. 2).

<sup>33</sup> Aus den oben Fn. 29 genannten Gründen ist die Handelbarkeit auf einem Markt das entscheidende Kriterium; um einen organisierten Markt muss es sich dabei nicht handeln; s.a. *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, B. Rdn. 19, 20.

<sup>34</sup> American Depository Receipts, European Depository Receipts; beide können an Stelle von Aktien zu einem Kapitalmarkt oder zum Börsenhandel zugelassen werden.

<sup>35</sup> Anleihen, Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen, Aktienanleihen.

<sup>36</sup> Z. B: Zwischenscheine zur vorläufigen Verbriefung von Mitgliedschaftsrechten und von Anleihen gestrippte Zinsscheine, Investmentanteile.

<sup>37</sup> *Ziouvass/Walter*, WM 2002, 1483 ff 1488 halten dies angesichts des verbleibenden strafrechtlichen Schutzes durch §§ 263, 264 a StGB für vertretbar. In der Tat wollte der Gesetzgeber in § 20 a, 38, 39 WpHG nur den organisierten Märkten besonderen Strafrechtsschutz zukommen lassen.

gehandelten Forderungen, soweit sie nicht bereits unter den Begriff des Wertpapiers fallen.

**(3) Derivate.** Finanzinstrumente sind schließlich auch die Derivate. Dabei handelt es sich um abgeleitete Produkte eines Basiswertes (Underlying). Der Begriff umfasst als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar abhängt von

- dem Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren,
- dem Börsen- oder Marktpreis von Geldmarktinstrumenten,
- dem Kurs von Devisen oder Rechnungseinheiten,
- Zinssätzen oder anderen Erträgen oder
- dem Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Edelmetallen.<sup>38</sup>

Derivate sind sonach Termingeschäfte in den beiden Grundformen des Festgeschäfts und des Optionsgeschäfts.

Es ist nicht erforderlich, dass die Derivate auf einem organisierten Markt gehandelt werden (können). Deswegen fallen nicht nur Börsentermingeschäfte, sondern auch alle OTC-gehandelten Derivate unter den Begriff des Finanzinstruments.<sup>39</sup>

**(4) Rechte auf Zeichnung.** Die „Rechte auf Zeichnung“ entsprechen den Bezugsrechten nach bisheriger Gesetzesfassung.

**(5) Ausländische Zahlungsmittel.** Dieser Begriff ist in § 63 Abs. 2 BörsG<sup>40</sup> definiert als: Geldsorten, Papiergeld, Banknoten, und dergleichen, Auszahlungen, Anweisungen und Schecks.

**(6) Waren.** Dies sind bewegliche körperliche Gegenstände, die für den börsen- oder marktmäßigen Handel geeignet sind.<sup>41</sup>

**dd) Inländischer Börsenhandel oder Freiverkehr oder organisierter EU-/EWR-Markt.** Der Vermögenswert im vorgenannten Sinne muss zum Handel in einem der inländischen börslichen Marktsegmente zugelassen<sup>42</sup> oder in den Geregeltten Markt oder in den Freiverkehr einer Inlandsbörse einbezogen sein.<sup>43</sup> Nicht ausreichend ist eine entsprechende Antragstellung auf Zulassung bzw. Einbeziehung.

---

<sup>38</sup>§ 1 Abs.11 Satz 4 KWG; §2 Abs 2WpHG.

<sup>39</sup> Dabei handelt es sich um ausschließlich außerbörslich („Over-the-Counter“)gehandelte Derivate.

<sup>40</sup> Bisher: § 96 Abs. 2 BörsG a.F.

<sup>41</sup> *Schwark*, BörsG, § 88 Rdn. 3.

<sup>42</sup> Zum Zulassungsverfahren für den amtlichen Markt und zum Geregeltten Markt, siehe *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, G. Rdn. 489 ff, 715 ff;

<sup>43</sup> Zum Einbeziehungsverfahren in den Geregeltten Markt und in den Freiverkehr, vgl. *Schlüter*, aaO G. Rdn. 748 ff, 841 ff.

Gleichgestellt ist die Zulassung der Vermögenswerte zu einem der organisierten Märkte der EU-Mitgliedstaaten oder der EWR-Staaten. Der Begriff des „organisierten Marktes“ ergibt sich aus § 2 Abs. 5 WpHG als ein Markt, der „von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und dem Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist“.

Wertpapiere, die Gegenstand einer Orderinternalisierung sind,<sup>44</sup> sind nicht etwa deswegen ausgenommen, weil auf der Internalisierungsplattform kein Börsenhandel stattfindet<sup>45</sup> – darauf käme es nicht an; vielmehr reicht es aus, dass die Werte an (irgend) einer Börse zum Handel zugelassen bzw. in diesen einbezogen sind und dass die unrichtigen Angaben geeignet sind, die Preise an jenen Börsen zu beeinflussen. Nimmt der Täter „sonstige Täuschungshandlungen“ vor, so fordert allerdings die dann hinzutretende subjektive Seite der Verbotsnorm („um einzuwirken..“) darüber hinaus die Absicht der Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis – und diese Einwirkungsabsicht darf sich nicht nur auf die Preisbildung auf der Internalisierungsplattform beziehen, weil dort nach allgemeiner Meinung keine Börsenpreise und nach zutreffender Auffassung auch keine Marktpreise entstehen.<sup>46</sup>

Dagegen würde der Handel von Vermögenswerten im Sinne von § 20 a Abs. 1 Satz 2 WpHG auf einem inländischen ATS (MTF) zur Bildung von Marktpreisen führen, sodass es erforderlich und ausreichend wäre, wenn der Täter eine „sonstige Täuschungshandlung“ zur Beeinflussung der Preisbildung auf dem ATS (MTF) vornimmt.

**dd) Bewertungserheblichkeit.** Die unrichtigen Angaben müssen für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sein. Bewertungserheblichkeit der Angaben wird dann angenommen, wenn diese auf die Investitionsentscheidung eines vernünftigen Anlegers von durchschnittlicher Vorsicht von Bedeutung sind<sup>47</sup>. Insoweit wird durch Rechtsverordnung eine nähere Ausgestaltung des Tatbestandsmerkmals erfolgen.

**ee) Nicht erforderlich: Absicht der Preiseinwirkung.** Verboten sind bewertungserhebliche unrichtige Angaben über Vermögenswerte unabhängig davon, ob dabei in der Absicht gehandelt wird, auf deren Preisbildung an einem inländischen Börsenmarkt oder einem organisierten Markt in einem EU- oder EWR-Staat einzuwirken.

Erforderlich und ausreichend ist die objektive Eignung der Handlungsweise des Täters zur Einwirkung auf die Preisbildung auf einem der genannten Märkte. Unrichtige Angaben über bewertungserhebliche Umstände von

<sup>44</sup> Z.B. durch die Ausführung in XETRA Best (dazu *Schlüter*, aaO G. Rdn. 1012 ff).

<sup>45</sup> Zu der Streiffrage, ob XETRA Best Börsenhandel darstellt, siehe *Hammen*, WM 2002, 2129 ff; *Schlüter*, aaO G. Rdn. 1034, 1035 (jeweils verneinend).

<sup>46</sup> XETRA Best fehlt der Marktplatzcharakter, weil der Internalisierer (Best Executor) als einziger Teilnehmer den Zugriff auf die eingespielten Orders hat. A.A. diejenigen, die XETRA Best als Börsenhandel ansehen.

<sup>47</sup> *Schäfer/Ledermann* aaO. Weitere Einzelheiten dazu bei *Rössner/Worms* aaO Rdn. 55 ff.

Vermögenswerten sind generell geeignet, deren Bewertung an den Märkten zu gefährden. Das gesetzliche Verbot bezieht sich daher bereits auf die unrichtigen Angaben über bewertungserhebliche Umstände, die objektiv zur Preisbeeinflussung geeignet sind. Dabei reicht es aus, dass der Täter weiß oder billigend in Kauf nimmt (*dolus eventualis* genügt), dass seine Angaben unrichtig und für die Preisbildung auf einem der tatbestandsmäßigen Märkte bewertungserheblich sind.

**e) Sonstige Täuschungshandlungen.** § 20 a Abs. 1 Nr.2 WpHG verbietet darüber hinaus

- die Vornahme sonstiger Täuschungshandlungen,
- um auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder EWR-Staat einzuwirken.

Die möglichen „sonstigen Täuschungshandlungen“ sind naturgemäß vielfältiger Art. Nach bisherigem Recht, das die Anwendung „auf Täuschung berechneter Mittel“ voraussetzte, fielen darunter beispielsweise Scheingeschäfte, Karussellgeschäfte, das Scalping, das Ausstreuen falscher Gerüchte und die Bestechung von Skontoführern.<sup>48</sup>

Der vorliegende Vorschlag einer EU-Richtlinie zum Marktmissbrauch enthält dazu eine systematisierte Aufzählung verschiedener typischer Gestaltungsformen, an denen sich die noch zu erlassende Rechtsverordnung zur Ausfüllung des unbestimmten Begriffs der „sonstigen Täuschungshandlungen“ orientieren dürfte:

**(1)Vortäuschen von Marktaktivität.** Eine Reihe von manipulativen Handlungsweisen sind darauf gerichtet, den Eindruck bestehender Marktaktivität und –liquidität vorzutäuschen.<sup>49</sup>

- **Wash sales:** Das sind Geschäfte mit identischen Vertragspartnern, mit denen kein ernsthaft gewollter Eigentumswechsel verbunden ist, sich vielmehr alle Transaktionen nur einem einzigen wirtschaftlich Berechtigten zurechnen lassen.
- **Improper matched orders:** Das sind abgesprochene inhaltsgleiche Geschäfte und Gegengeschäfte zum gleichen Kurs und in gleichem Umfang, mit denen Umsatz und Liquidität vorgetäuscht werden sollen.
- **Painting the tape:** Hierbei werden Geschäfte (allein) zu dem Zweck geschlossen, durch ihre Veröffentlichung den Eindruck lebhafter Umsätze zu erwecken.
- **Pumping and dumping:** Dabei werden von mehreren, in Absprache handelnden Personen zunächst Geschäfte zu dem Zweck geschlossen, den Preis eines Finanzinstruments hochzutreiben, um sodann Eigenbestände in großen Mengen abzustößen.

---

<sup>48</sup> Schäfer/Ledermann aaO Rdn. 12 m.w.N.

<sup>49</sup> Vgl. Anhang Abschnitt B des Vorschlags einer Richtlinie des Europäischen Parlamentes und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 30.05.2001.

- **Advancing the bid:** Auch hier geht es den Manipulanten um ein Hochtreiben des Preises für ein Finanzinstrument; das dabei eingesetzte Mittel ist allerdings ein manipulatives Anheizen der Nachfrage.

**(2) Verknappung des Angebots.** Eine manipulative Angebotsverknappung stellen die folgenden geschäftlichen Handlungen dar:

- **Cornering:** Hierbei verschafft sich der Manipulant die Kontrolle über die Nachfrage bei einem Derivat oder Basiswert, um dessen Preis sodann kraft seiner beherrschenden Stellung in die gewünschte Richtung zu bringen.
- **Abusive squeezes:** In diesen Fällen wird ein bestehender erheblicher Einfluss auf die Angebotssituation oder eine Marktstellung ausgenutzt, um einseitig ganz unangemessene Preise zu diktieren.

**(3) Manipulation von Abrechnungsgrundlagen.** Hierbei werden durch gezielte Käufe oder Verkäufe die Schlusskurse oder Kassakurse oder andere Börsenpreise beeinflusst, die als Abrechnungsgrundlage für Marktteilnehmer dienen. Dazu zählen etwa gezielten Kursbeeinflussungen am Kassamarkt zu den Auslaufterminen der Optionen am Derivatemarkt („Witching-days“).

**f) Absicht der Preisbeeinflussung.** Die „sonstigen Täuschungshandlungen“ müssen in der Absicht der Preisbeeinflussung erfolgt sein, um von dem gesetzlichen Verbot erfasst zu werden. Den meisten dieser Fälle ist gemeinsam, dass sich die Vorgänge rein äußerlich und ohne Kenntnis der Zusammenhänge der einzelnen Geschäfte und der Absichten der Kontrahenten als ganz normale Teilnahme am Handel darstellen. Denn diese „sonstigen Täuschungshandlungen“ können vielfältiger Art sein und müssen nicht notwendig und ohne weiteres in einem Bezug zur Preisbeeinflussung gesehen werden.

Oft ist es nur die mit den Geschäftsabschlüssen verfolgte Absicht – der unlauteren Beeinflussung des Kassamarktes, der illegalen Angebotsverknappung, des unerlaubten Hochtreibens („Doping“) der Kurse – die diese zu verbotswidrigen Handlungen stempelt. Dient die Maßnahme der Kursstabilisierung im Anschluss an ein IPO (Ausnutzung einer Mehrzuteilungsoption, „Greenshoe“) oder erfolgt eine Kursstützung durch gezielten Aufkauf von Papieren am Kassamarkt (Angebotsverknappung)<sup>50</sup>, so geschieht dies nicht zum Zweck der Täuschung und nicht in manipulativer Absicht. Daher liegt hier die Besonderheit vor, dass oft nicht schon der objektive Geschäftsvorfall, sondern erst die subjektive Willensrichtung der daran beteiligten Parteien den Unrechtsgehalt der Manipulation ausmacht.<sup>51</sup> Deswegen erscheint in diesen Fällen eine Feststellung des subjektiven Elements, eines Handelns in der Absicht der Preiseinwirkung („...um ... einzuwirken“) als unverzichtbar.

Es ist geltend gemacht worden, die Berücksichtigungsfähigkeit von

---

<sup>50</sup> Ausführlich zur Abgrenzung von Kurspflege und Kursmanipulation: *Ekkenga*, WM 2002, 317 ff.

<sup>51</sup> Dazu *Möller*, WM 2002, 309 ff 313.

subjektiven Motiven des Handelns an der Börse sei fraglich.<sup>52</sup> Entscheidend ist jedoch, dass in derartigen Fällen das Marktvertrauen der Wertpapieranleger in die Integrität der Preisbildungsprozesse an den Börsen beeinträchtigt werden kann. Dieses enthält die Erwartung, dass die Preisbildung frei von Geschäftsabschlüssen zustande kommt, die von Manipulationsabsicht getragen sind.<sup>53</sup>

**4. Kein Schutzgesetzcharakter.** Auch für die gesetzliche Neufassung des §§ 20 a WpHG ist nach der Entwurfsbegründung der Bundesregierung<sup>54</sup> nicht anzunehmen, dass die Bestimmung den Schutz des einzelnen Anlegers bezweckt; vielmehr soll sie allein dem Funktionsschutz der Kapitalmärkte dienen. Dem ist zuzustimmen, denn es ist an Hand des Wortlauts der gesetzlichen Neuregelung auch nicht ersichtlich, dass der Gesetzgeber durch diese im Unterschied zu der früheren Regelung eine Schutzwirkung zugunsten des einzelnen Anlegers hätte einführen wollen.<sup>55</sup>

#### **5. Sanktionsbestimmungen.**

**a) Ordnungswidrigkeit.** Ein vorsätzlicher Verstoß gegen das Verbot des § 20 a WpHG der Kurs- und Marktpreismanipulation stellt zunächst noch keine Straftat, sondern nur eine Ordnungswidrigkeit gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpHG dar.

#### **aa) Erfüllung des Tatbestands der Verbotsnorm des § 20 a WpHG.**

**(1) Unrichtige Angaben.** Wie für die Verbotsnorm als solche, reicht es für eine Ahndung als Ordnungswidrigkeit aus, dass der Täter unrichtige Angaben zu bewertungserheblichen Umständen macht oder solche verschweigt und dieses Handeln oder Unterlassen zur Preisbeeinflussung eines Vermögenswertes auf einem der genannten Börsen und Märkte geeignet ist. Es ist weder erforderlich, dass der Täter in der Absicht der Preisbeeinflussung handelt (wie dies bei § 88 BörsG a.F. der Fall war) noch muss es zu einer Beeinflussung der Börsen- oder Marktpreisbildung tatsächlich gekommen sein. Bußgeldbewehrt ist hier also bereits die abstrakte Gefährdung der Preisbildung durch unrichtige Angaben über bewertungserhebliche Umstände eines Vermögenswertes.

**(2) Sonstige Täuschungshandlungen.** Lediglich bei dem gesetzlichen Auffangtatbestand, den „sonstigen Täuschungshandlungen“, muss die Absicht der Preisbeeinflussung – nicht aber deren Eintritt selbst – hinzutreten.

Insoweit ist allerdings aus der (geringen) forensischen Praxis des bisherigen § 88 BörsG a.F. bekannt, dass ein Nachweis der Kursbeeinflussungsabsicht des Täters nicht leicht möglich ist. Sie kann und wird zumeist aus einer

---

<sup>52</sup> *Lenzen*, WM 2000, 1137.

<sup>53</sup> *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 494; *Möller* aaO, der zutreffend anführt, dass auch der Vorschlag der EU-Richtlinie zum Marktmissbrauch die subjektive Seite bei der Beurteilung des Verhaltens der Manipulanten nicht außer Betracht lässt.

<sup>54</sup> BT-Drucks. 14/8017, S. 249 ff.; so auch *Groß*, WM 2002, 477 ff 484.

<sup>55</sup> *AA Tripmaker*, wistra 2002, 288 ff 291.



tatsächlich erfolgten Preisbeeinflussung indiziell hergeleitet werden. Dann aber läge bereits der Straftatbestand des § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG vor. Daher muss befürchtet werden, dass die neu geschaffene Ordnungswidrigkeit, soweit sie auf „sonstige Täuschungshandlungen“ abhebt, eine ähnlich geringe praktische Bedeutung wie die frühere Strafbestimmung des Kursbetruges erlangen wird. Dies liegt aber in der Natur der Sache, weil, wie oben ausgeführt, diese Art der Markt Täuschung besonders durch die subjektive Willensrichtung der handelnden Marktteilnehmer gekennzeichnet ist und oft erst durch diese ihren Unrechtsgehalt erfährt. Daher gehört der subjektive Tatbestandsteil hier bereits zum Verbotstatbestand als solchem, an welchen die Bußgeldnorm anknüpft.

Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung zum 4. FMFG hatte auf diese Anforderung bei den „sonstigen Täuschungshandlungen“ noch verzichtet: Es genügte bereits die von einfachem Vorsatz getragene objektive Eignung des täuschenden Handelns oder Unterlassens zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis, ohne dass der Täter die Einwirkung beabsichtigen musste. Die Entschärfung im endgültigen Gesetzestext wurde vom Finanzausschuss des Bundestages mit der Begründung angebracht, auf diese Weise werde eine Abgrenzung zwischen legitimen Transaktionen, die ebenfalls die Preisbildung beeinflussen können, und unerwünschten Manipulationen vorgenommen.<sup>56</sup>

**bb) Vorsatz.** Der Verstoß gegen die Verbotsnorm muss im übrigen mit zumindest einfachem Vorsatz erfolgen; leichtfertige Begehungsweise genügt nicht.<sup>57</sup> Der Vorsatz muss sich auf alle Merkmale des objektiven Tatbestandes erstrecken, also auf die Vornahme unrichtiger Angaben bzw. auf das pflichtwidrige Unterlassen gebotener Angaben über bewertungserhebliche Umstände für einen Vermögenswert.

**cc) Bußgeldrahmen.** Der weit gesteckte Bußgeldrahmen sieht bewusst ganz empfindliche Geldbußen von bis zu EUR 1.5 Mio. vor.

**b) Straftatbestand der Kurs- oder Marktpreismanipulation.**

**aa) Erfüllung des Tatbestands der Verbotsnorm des § 20 a WpHG.** Auch für die zweite, höhere Reaktionsstufe des Straftatbestandes ist zunächst Voraussetzung, dass alle Merkmale der Verbotsnorm des § 20 a WpHG erfüllt sind, der Täter also unrichtige Angaben über bewertungserhebliche Umstände eines Vermögenswertes macht, die zur Einwirkung auf dessen inländischen Börsen- oder Marktpreis oder den Preis eines Vermögenswertes an einem der genannte organisierten Auslandsmärkte geeignet sind. In der zweiten Tatbestandsvariante müssen „sonstige Täuschungshandlungen“ vorliegen, verbunden hier mit der Absicht der Beeinflussung der Preisbildung auf einem der genannten Märkte.

**bb) Preiseinwirkung.** Ein Straftatbestand ergibt sich aber in beiden Fällen

---

<sup>56</sup> BT-Drucks. 14/8601, S. 50.

<sup>57</sup> § 10 OWiG.

erst unter der weiteren Voraussetzung, dass der Täter durch sein Handeln oder Unterlassen (Verschweigen) auf den Börsen- oder Marktpreis tatsächlich einwirkt. Erst dieser Erfolgseintritt macht die Handlungsweise zum strafbaren Vergehen<sup>58</sup>.

Dieses Merkmal war dem bisherigen § 88 BörsG a.F. als einem abstrakten Gefährdungsdelikt fremd. Während es nach dem aufgehobenen § 88 BörsG für den Kursbetrug genügte, dass der Täter subjektiv in der Absicht der Preiseinwirkung handelte, ohne dass es zu einer solchen Einwirkung auch tatsächlich gekommen sein musste, ist gerade dies nach der Neufassung nunmehr erforderlich. Darin liegt eine wesentliche Entschärfung des Straftatbestandes, die es befürchten lässt, dass es auch mit dessen Neufassung nicht gelungen ist, eine strafrechtlich wirkungsvolle Reaktion auf Marktpreismanipulationen zu ermöglichen.

Auch die in Vorbereitung befindliche EU-Richtlinie zum Marktmissbrauch sieht eine tatsächliche Preiseinwirkung nicht vor.

Uneingeschränkt gilt dies aber nur für die Bestrafungsmöglichkeit wegen „unrichtiger Angaben“, weil hier nach dem Inhalt der zu Grunde liegenden Verbotsnorm des § 20 a Abs. 1 WpHG keine Preiseinwirkungsabsicht nachgewiesen werden muss.

Bei den „sonstigen Täuschungshandlungen“ wird es aus den oben genannten Gründen meist ohnehin zu einer tatsächlichen Preisbeeinflussung gekommen sein müssen, damit der notwendige Nachweis der Preiseinwirkungsabsicht des Täters geführt werden kann. Insofern liegt darin kein praktisch bedeutsame Erhöhung der Strafbarkeitsvoraussetzungen.

**cc) Kausalität.** Die Preiseinwirkung muss kausal auf dem Handeln oder Unterlassen des Täters beruhen. Dieser Nachweis ist in der Praxis naturgemäß schwer zu führen. Denn es müssen entweder andere mögliche Ursachen einer Preisbeeinflussung ausgeschlossen werden, damit mit der im strafrechtlichen Urteilsverfahren erforderlichen an Sicherheit grenzenden Wahrscheinlichkeit die Ursächlichkeit der Handlungsweise des Täters für die richterliche Überzeugung feststeht. Oder es muss zumindest eine Mitursächlichkeit der Preiseinwirkung feststellbar sein.

Auch diese Nachweisschwierigkeit, die in Bezug auf die Kausalität des Erfolgseintritts besteht, bedeutet eine deutliche Entschärfung der Strafbarkeitsnorm gegenüber dem früheren § 88 BörsG, der seinerseits ein strafrechtlich nahezu bedeutungsloses Instrument war.

#### **dd) Subjektiver Tatbestand.**

Bei der Vornahme von „sonstigen Täuschungshandlungen“ muss bereits nach dem Anknüpfungstatbestand der Verbotsnorm des § 20 a WpHG in der Absicht der Preisbeeinflussung gehandelt worden sein. Diese Absicht muss dementsprechend auch nachgewiesen werden, damit der Straftatbestand ausgelöst wird. Der Täter muss also nicht lediglich nur wissen und wollen oder billigend in Kauf nehmen (*dolus eventualis*), dass es durch sein Handeln zu einer Einwirkung auf den Börsen- und Marktpreis

---

<sup>58</sup> So auch *Park*, BB 2001, 2069 Fn. 5; *Tripmaker*, wistra 2002, 288 ff 291.

kommt; er muss diese Folge vielmehr als sein Handlungsziel anstreben.<sup>59</sup>

Lediglich hinsichtlich aller anderen objektiven Tatbestandsmerkmale der manipulativen Handlungsweisen genügt ein (einfach) vorsätzliches Handeln oder Unterlassen.

**ee) Strafraumen.** Liegt eine solche tatsächliche Einwirkung –neben den übrigen Verbotsmerkmalen – vor, so wird der Täter gemäß § 38 Abs. 1 Nr. 4 iVm § 39 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpHG mit Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

### **c) Zusammenfassende Bewertung der Neuregelungen.**

#### **aa) Begrenzung des Schutzes auf organisierte Märkte.**

Die neue Verbotsnorm des § 20 a WpHG – und dementsprechend die an sie anknüpfende Bußgeld- und Strafvorschrift – begrenzt ihre Schutzwirkung u.a. auf handelbare (zirkulationsfähige) Wertpapiere und andere Vermögenswerte und darüber hinaus auf deren Handel auf organisierten Märkten im Inland und innerhalb der EU und der EWR-Staaten. Nur von staatlich anerkannten Stellen geregelte und überwachte Märkte, die regelmäßig stattfinden und dem Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich sind, fallen also in den Schutzbereich.

Darin liegt gegenüber dem bisherigen § 88 BörsG a.F. eine tatbestandliche Reduktion, die die (hier nicht weiter zu untersuchende) Frage aufwirft, ob die Preisbildung auf anderen Märkten anderweitig ausreichend geschützt ist.

#### **bb) Erleichterte Verhängung hoher Bußgelder bei „unrichtigen Angaben“.**

Indem die Neuregelung für den Fall „unrichtiger Angaben“ über bewertungsrelevante Umstände auf den Nachweis verzichtet, dass zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis gehandelt wurde, ist die staatliche Reaktionsmöglichkeit stärker objektiviert, die Reaktionsschwelle erniedrigt und die Sanktionsmöglichkeit daher deutlich erleichtert worden.

Dabei sind die Tatbestandsvoraussetzungen für das Verbot und für die daran anknüpfende Ordnungswidrigkeit sehr weit gefasst. Wer wissentlich und willentlich unrichtige Angaben über bewertungserhebliche Umstände eines Vermögenswertes macht, die zur Preisbeeinflussung auf einem der genannten Märkte geeignet sind, kann bereits mit einem Bußgeld belegt werden. Es ist unerheblich, wenn er dies nicht anstrebt oder nicht einmal billigend in Kauf nimmt. Ausreichend ist insoweit, dass sich sein Vorsatz auf die Eignung der Angaben zur Preisbeeinflussung bezieht. Bedenkt man, dass für derartige Angaben bereits Beurteilungen und Prognosen ausreichen, die sich aus einem Tatsachenkern plausibel ableiten lassen und es auf die Art und Weise und die Gelegenheit der Äußerung nicht ankommt, so wird die Reichweite der Bußgeldnorm deutlich.

Die Einführung einer Bußgeldregelung neben der Strafrechtsnorm hat sicherlich auch den Vorteil, dass sie flexible Reaktionsmöglichkeiten für die Bundesanstalt schafft.

<sup>59</sup> AA *Tripmaker*, wistra 2002, 288 ff 291, der dolus directus zweiten Grades ausreichen läßt.

Andererseits ist damit gleichzeitig eine Herabstufung aller Fälle, bei denen es nicht zu einer tatsächlichen Preisbeeinflussung nachweisbar gekommen ist, zu einer bloßen Ordnungswidrigkeit verbunden.

Angesichts des Umstandes, dass derartige unrichtige Angaben die Preisbildung auf den organisierten Märkten gefährden können, mag die bloße Bewehrung dieser Verfehlungen mit Bußgeldern auf den ersten Blick nicht befriedigen. Bedenkt man aber, dass die im Rahmen des bisherigen § 88 BörsG nachzuweisende Einwirkungsabsicht praktisch kaum je beweisbar war, insbesondere nicht ohne das Vorliegen einer tatsächlichen Preisbeeinflussung und indiziell erst aus dieser „gefolgert“ wurde, so sieht die Bewertung der Neuregelung doch etwas anders aus. Denn der Fall der tatsächlichen Preisbeeinflussung wird – nach wie vor - durch eine Strafrechtsnorm sanktioniert, die zudem dadurch an Schärfe gewonnen hat, dass sie auf den Nachweis der subjektiven Preiseinwirkungsabsicht verzichtet und sich insoweit mit einfachem Vorsatz und mit der objektiven und kausalen Preisbeeinflussung begnügt.

### **cc) Keine Veränderung bei „sonstigen Täuschungshandlungen“.**

Bei den „sonstigen Täuschungshandlungen“ kann aus besonderen Gründen auf das Vorliegen und den Nachweis der subjektiven Willensrichtung (Täuschungswille und Manipulationsabsicht) nicht verzichtet werden. Insofern ist diese bereits Bestandteil des Verbotstatbestandes, an den die Sanktionen anknüpfen.

Ist es zu einer Preisbeeinflussung nicht gekommen, so liegt lediglich eine Ordnungswidrigkeit vor, während der gleiche Tatbestand bisher eine Straftat darstellte. Da aber Täuschungswille und Manipulationsabsicht meist nicht ohne das Indiz der tatsächlich eingetretenen Preisbeeinflussung werden bewiesen werden können und in diesem Fall eine Straftat vorliegt, wird die Ordnungswidrigkeit in diesem Bereich voraussichtlich keine große Rolle spielen.

Im strafrechtlichen Bereich ist gegenüber der früheren Regelung des § 88 BörsG durch das Hinzutreten des Erfolgsfaktors der Preisbeeinflussung eine zunächst erheblich erscheinende Erschwerung der Verurteilungsmöglichkeiten eingetreten, die aus dem genannten Grunde aber hinnehmbar ist und sich praktisch kaum auswirken wird, weil anderenfalls eine Ahndung als Ordnungswidrigkeit bei einem relativ hohen Bußgeldrahmen möglich bleibt.

## **3. Überwachung des Verbots.**

**a) Zuständigkeit der Bundesanstalt.** Für die Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation ist nach § 20 b Abs. 1 WpHG die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zuständig. Die Länder hatten im Gesetzgebungsverfahren ihre eigene Aufsichtszuständigkeit geltend gemacht und dabei insbesondere auf ihre Sachnähe zu den Börsen und die Überwachungsinstrumente der Handelsüberwachungsstellen der Börsen verwiesen. Doch erschien dem Gesetzgeber die Aufgabenzuweisung an die Bundesanstalt aus mehreren Gründen nahe liegender: Diese ist bereits für die Überwachung des Insiderhandels

zuständig, zu dem eine Sachnähe besteht. Auch verfügt die Bundesanstalt über die Daten der Meldungen nach § 9 WpHG und über weitere Meldedaten. Sie ist auf das Erfordernis einer Bundesländer übergreifenden und auch einer internationalen Zusammenarbeit besser eingerichtet. Verschiedene EU-Richtlinien sehen die Bündelung der nationalen Überwachung der Wertpapiermärkte bei einer einzigen Behörde vor.

**b) Aufsichtsinstrumente.** Während die bisherigen Verfolgungsmöglichkeiten des Kursbetrugs unzureichend waren, weil es an verwaltungsrechtlichen Eingriffsnormen fehlte und die Staatsanwaltschaften Probleme mit dem unscharfen Tatbestand des § 88 BörsG und auch mit ihrer Mittelausstattung hatten,<sup>60</sup> sind nunmehr zumindest die Instrumente für aufsichtsrechtliche Untersuchungen und Reaktionen gegeben (§ 20 b WpHG).

Die Bundesanstalt arbeitet auf internationaler Ebene mit den anderen Aufsichtsbehörden und national mit den Börsenaufsichtsbehörden der Länder und insbesondere mit den Handelsüberwachungsstellen der Börsen (HÜSt) zusammen. Die HÜSt haben der Bundesanstalt alle Tatsachen unverzüglich zu übermitteln, die für deren Aufgabenerfüllung erforderlich sind (§ 4 Abs. 5 Satz 4 und 5 BörsG).

Bestehen Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Verbot nach § 20 a WpHG, so kann die Bundesanstalt von den „Beteiligten“ Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen, sowie Grundstücke und Geschäftsräume zu Nachforschungen in gleicher Weise betreten, wie dies bei der Überwachung von Insiderdelikten der Fall ist.<sup>61</sup> Sie kann die Angabe von Bestandsveränderungen in den Vermögenswerten verlangen, die Gegenstand des Manipulationsverdachts sind und kann die Bezeichnung der Identität weiterer Beteiligter (Auftraggeber, berechtigter und verpflichteter Geschäftspartner) fordern.<sup>62</sup> Auch diesen gegenüber kann die Bundesanstalt sodann im Wege des Auskunftsbegehens, der Aufforderung zur Unterlagenvorlage und der Nachschau vorgehen.

Eine Besonderheit des § 20 b WPHG besteht somit darin, dass nicht nur Wertpapierdienstleistungsunternehmen entsprechend in Anspruch genommen werden können, sondern auch andere „Beteiligte“, die im Zusammenhang mit dem Verdacht eines Verstoßes gegen das Manipulationsverbot stehen. Auf diese Weise können in zweckentsprechender Weise Manipulationsketten aufgeklärt werden.

Ergibt sich der Verdacht einer Straftat, so gibt die Bundesanstalt den Vorgang an die zuständige Staatsanwaltschaft ab, die ggf. ein Ermittlungsverfahren einleitet.

---

<sup>60</sup> Zu der in der Vergangenheit unzureichenden sachlichen und personellen Ausstattung und der geringen Verfolgungsmöglichkeiten und -bereitschaft speziell der Frankfurter Staatsanwaltschaft bei Insiderdelikten siehe die anschauliche Darstellung von *Benner* (ehem. Staatskommissar an der FWB und vormals StA Frankfurt), ZRP 2001, 450 ff 452. Inzwischen wird der Personalapparat der BAFin aber erheblich aufgestockt.

<sup>61</sup> § 20 b Abs. 2 Satz 1 WpHG.

<sup>62</sup> § 20 b Abs. 2 Satz 2 WpHG.

Dezember 2002/ Dr. Schlüter