

**Probleme der Definition und Regulierung
der handelsgestützten Marktmanipulation
unter Berücksichtigung
des deutschen und britischen Rechts**

Inaugural - Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
der Juristischen Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen
vorgelegt von

Daniela Leyh
aus Tübingen

2010
Köhler Druck

Dekan: Prof. Dr. Hermann Reichold
1. Berichterstatter: Prof. Dr. Heinz-Dieter Assmann
2. Berichterstatter: Prof. Dr. Joachim Vogel
Tag der mündlichen Prüfung: 22. Februar 2010

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung.....	1
A. Definition der handelsgestützten Marktmanipulation	10
I. Definitionen manipulativen Handels in Gesetzgebung und Literatur.....	10
1. Einteilung in informations-, handels- und handlungsgestützte Manipulation	10
2. Bedeutung subjektiver Definitionselemente	15
3. Fazit.....	25
II. Bestimmung des Zwecks eines Verbots der handelsgestützten Marktmanipulation.....	26
1. Zweckbezug als Ausgangspunkt der Suche nach einer Definition	26
2. Schädliche Folgen von Manipulation	26
3. Schutz überindividueller Marktfunktionen versus individueller Vermögensschutz	29
4. Vom Schutz der Allokationsfunktion zum Schutz der Preiswahrheit.....	32
III. Zusammenhang zwischen Transaktionsverhalten und Preisbildung	35
1. Preise als Resultate informierter Investitionsentscheidungen.....	35
2. Fehlerhaftigkeit von Investitionsentscheidungen	37
3. Zwischenergebnis	42
IV. Auswirkung auf Informationseffizienz als Maßstab für Legitimität	44
1. Ambivalenz fehlerhafter Investitionsentscheidungen für Informationseffizienz	44
2. Legitimität von auf Informationsverarbeitungsfehlern beruhendem Handelsverhalten.....	45
3. Auswirkungen von Handel aus informationsunabhängigen Motiven auf Informationseffizienz	46
4. Zwischenergebnis	60
V. Verhältnis des Manipulationsverbots zu anderen kapitalmarktrechtlichen Zielen	62

1.	Preiswahrheit als eines von mehreren Schutzgütern des Kapitalmarktrechts	62
2.	Verhältnis der Manipulationsdefinition zu Kursstabilisierungsmaßnahmen	63
3.	Verhältnis der Manipulationsdefinition zum Übernahmerecht.....	72
4.	Verhältnis der Manipulationsdefinition zum Insiderhandelsverbot.....	74
VI.	Ergebnis	82
B.	Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation	86
I.	Begriff der Regulierung	86
II.	Bestehen eines Regulierungsbedarfs.....	87
1.	Marktversagen, weil Börsenpreise „öffentliche Güter“ sind ?	87
2.	Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Marktveranstaltern und Manipulatoren.....	89
3.	Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Marktteilnehmern und Manipulatoren	92
III.	Eignung verschiedener Regulierungsinstrumente zur Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation	93
1.	Fragestellung.....	93
2.	Eignung straf- und ordnungswidrigkeits- sowie aufsichtsrechtlicher Eingriffsinstrumente	93
3.	Vor- und Nachteile des Strafrechts als Regulierungsinstrument	97
4.	Vor- und Nachteile des Ordnungswidrigkeitsrechts als Regulierungsinstrument	101
IV.	Ergebnis	113
C.	Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mit den Mitteln des Straf- und Ordnungswidrigkeitsrechts	114
I.	Probleme der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mit den Mitteln des Strafrechts	114
1.	Bestimmtheitsanforderungen	114
2.	Nachweisbarkeit.....	137
3.	Zuständigkeit.....	160
4.	Ergebnis	164

II.	Probleme der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts	166
1.	Bestimmtheitsanforderungen	166
2.	Nachweisbarkeit.....	188
3.	Ergebnis	207
III.	Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Mittel zur Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation	211
1.	Einleitung	211
2.	Vorteile der Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Regulierung?	211
3.	Nachteile der Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Regulierung?	235
4.	Ergebnis	241
	Zusammenfassung.....	244
	Literaturverzeichnis	i

EINLEITUNG

Anlass für die vorliegende Untersuchung von Problemen der Definition und Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation war die Neuregelung des Verbots der Marktmanipulation, insbesondere der handelsgestützten Marktmanipulation¹ – mit der sich die vorliegende Arbeit ausschließlich beschäftigt – in § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG n.F.² im Rahmen der Umsetzung des Manipulationsverbots der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie („MMR“)³ in das deutsche Recht im Jahr 2004.⁴

In auffälligem Gegensatz zu ihren historischen Vorgängernormen, aber auch zu den Manipulationsstrafatbeständen des britischen Rechts, zeichnet sich das Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation in § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG n.F. nunmehr dadurch aus, dass es ohne ein spezifisches Merkmal einer manipulativen Absicht – sei es die Absicht zur Täuschung, Irreführung, Verleitung, Preisbeeinflussung, Bereicherung oder ähnlichem – auskommt. Die neue, objektivierte Fassung des Verbots der handelsgestützten Manipulation in § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG n.F. geht, wie erwähnt, auf das Marktmanipulationsverbot der Marktmissbrauchsrichtlinie zurück, das sich wiederum stark an das britische Marktmissbrauchsverbot anlehnt.

Mit Hilfe der allein auf objektive Merkmale abstellenden Fassung des Verbots der Marktmanipulation in der Marktmissbrauchsrichtlinie sollte die Effektivität der Bekämpfung der Manipulation in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union verbessert werden. Damit wurde auf die Erfahrungen reagiert, die beispielsweise in Deutschland und Großbritannien mit den dortigen historischen Manipulationsstrafvorschriften gemacht worden waren, deren

¹ Zur Einteilung der vielfältigen Begehungsformen der Manipulation in informationsgestützte („information based“), handelsgestützte („trade based“) und handlungsgestützte („action based“) Manipulation, die zuerst in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur entwickelt wurde (Allen/Gale, 5 Review of Financial Studies (1992), S. 503 ff.) vgl. Lenzen, S. 9 ff., 33 f. m.w.N.; Rudolph/Röhr, in Hopt/Rudolph/Baum, S. 187 f.; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 20-26; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 299; IOSCO-Report, S. 5 f.; Ziouvas, ZGR 2003, S. 130-136.

² § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG n.F. lautet:
„(Es ist verboten, ...)

2. Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen oder

3. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken.“

³ Richtlinie 2003/6/EC des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insiderhandel und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

⁴ Durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004 (BGBl. I S. 2630).

schwerpunktmäßig subjektiv gefasste Tatbestände traditionell ein oder mehrere Absichtsmerkmale enthielten.⁵ Aufgrund der Häufung subjektiver Merkmale waren die genannten Vorschriften in der Praxis so schwer anwendbar, dass diese in beiden Jurisdiktionen stets ein Schattendasein führten.⁶

Auf die chronischen Anwendungsprobleme des s. 47 (2) FSA hatte der britische Gesetzgeber bereits im Jahr 2000 mit der Ergänzung des Straftatbestandes durch die objektiv gefasste „civil offence“ bzw. „administrative offence“ des Marktmissbrauchs in s. 118 FSMA reagiert, dessen Absätze s. 118 (2) (b) und (c) gegen Marktmanipulation u.a. durch Handelsverhalten⁷ gerichtet sind.⁸ Mit diesem britischen Marktmissbrauchsverbot weist das Manipulationsverbot des Artikel 1.2 (a) MMR eine unverkennbare Ähnlichkeit auf: Angelehnt an das britische Vorbild wird die handelsgestützte Marktmanipulation ebenso wie in s. 118 (2) (b) und (c) FSMA allein mit Hilfe der objektiven Tatfolgen, also der Auswirkungen des Handelsverhaltens auf andere Marktteilnehmer⁹ oder den Marktpreis,¹⁰

⁵ So verlangten die historischen deutschen gegen Manipulation gerichteten Strafvorschriften des Kursbetrugs in Artikel 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884 sowie §§ 75 I BörsG 1896 und 88 I BörsG 1908 sowohl Täuschungsabsicht als auch die Absicht der Preisbeeinflussung. Der 1986 neugefasste Kursbetrugstatbestand des § 88 BörsG 1986 setzte nur noch Preisbeeinflussungsabsicht voraus. Dessen Nachfolgenorm § 20 a I 1 WpHG a.F. enthielt das Merkmal der Preiseinwirkungsabsicht noch in seiner Ziffer 2, im Auffangtatbestand der „sonstigen Täuschungshandlungen“. Auch die britische, gegen Manipulation u.a. durch Handelsverhalten gerichtete Strafvorschrift der „Irreführende Praktiken“ („Misleading Practices“) des s. 47 (2) Financial Services Act 1986 („FSA“) setzte in subjektiver Hinsicht die Absicht sowohl der Irreführung als auch der Verleitung anderer zu einem bestimmten Transaktionsverhalten voraus. Die Vorschrift wurde inhaltlich unverändert in den heutigen s. 397 (3) des Financial Services and Markets Act 2000 („FSMA“) übernommen.

⁶ Bezüglich der deutschen Tatbestände Möhrenschrager (1983), S. 17; Bröker (1995), S. 130, 133; Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, 1. Aufl., § 9 Rn 1; Ledermann (1999), Vor §§ 88 ff., Rn 2; Lenzen, ZBB 2002, S. 280; Möller (2002), S. 309; bezüglich des britischen s. 47 (2) FSA vgl. Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22 f.; Gleeson, S. 133.

⁷ Anders als die Strafvorschriften der Irreführende Angaben und Praktiken des s. 47 (1) und (2) FSA und deren Nachfolgervorschriften s. 397 (1) und (3) FSMA stellt das Marktmissbrauchsverbot des s. 118 (2) (b) und (c) FSMA nicht auf die Tatmittel ab, sondern allein auf die Tatfolgen der Irreführung und Preisverzerrung. Diese können sowohl durch falsche Angaben als auch durch nichtkommunikatives Verhalten, wie z.B. Handelsverhalten, herbeigeführt werden.

⁸ Section 118 (2) (b) FSMA 2000 lautet: „the behaviour is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price or value of, investments of the kind in question“ (dt.: „das Verhalten würde einem regelmäßigen Marktteilnehmer wahrscheinlich einen falschen oder irreführenden Eindruck hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage nach oder des Preises oder Wertes von Wertpapieren der betreffenden Art vermitteln“). Section 118 (2) (c) FSMA 2000 lautet: „a regular user of the market would ... regard the behaviour as behaviour which would, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question.“ (dt.: „ein regelmäßiger Marktteilnehmer würde das Verhalten als Verhalten betrachten ..., das den Markt in Wertpapieren der betreffenden Art verzerren oder wahrscheinlich verzerren würde“).

⁹ Art. 1.2 (a) 1. Spiegelstrich MMR setzt die (mögliche) Irreführung anderer Marktteilnehmer voraus.

¹⁰ Art. 1.2 (a) 2. Spiegelstrich MMR fordert eine Verzerrung des Kurses des gehandelten Finanzinstruments.

definiert.¹¹ Die vom Handelnden verfolgten Absichten stellen ebenfalls keine Verbotsvoraussetzungen dar, sondern werden in Form der Ausnahmeregelung des Artikel 1.2 (a) Halbsatz 2 MMR („...es sei denn, die Person, welche die Geschäfte abgeschlossen oder die Aufträge erteilt hat, weist nach, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass diese Geschäfte oder Aufträge nicht gegen die zulässige Marktpraxis auf dem betreffenden geregelten Markt verstoßen“) berücksichtigt. In Deutschland findet sich diese Regelung im Ausnahmetatbestand des § 20 a II WpHG wieder. Auf diese Weise wird den jeweils zuständigen nationalen Behörden der Mitgliedstaaten die Bürde abgenommen, dem Tatverdächtigen ein Handeln aus bestimmten illegitimen Motiven nachzuweisen, und stattdessen dem Verdächtigen selbst die Beweislast für ein Handeln aus legitimen Gründen auferlegt.

So wünschenswert aus rechtspolitischer Perspektive die praktische Erleichterung der Manipulationsbekämpfung durch die Verschiebung der Beweislast bzw. den Verzicht auf den Nachweis subjektiver Absichtsmerkmale sein mag, so sehr überrascht den deutschen Rechtsanwender doch die vollständige Streichung solcher Merkmale aus dem gesetzlichen Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation, nachdem Absichtsmerkmale wie die Absicht der Preiseinwirkung im deutschen Recht so lange als unverzichtbar galten, um Manipulation durch nichtkommunikatives Täuschungsverhalten einschließlich Transaktionsverhalten zutreffend zu definieren.

Ausgehend von der beschriebenen Neuregelung des Verbots der handelsgestützten Marktmanipulation im deutschen Recht und seiner Vorbilder in der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie und im britischen Marktmissbrauchsregime des FSMA wird in der vorliegenden Arbeit der Versuch unternommen, die zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation im deutschen und britischen Recht jeweils eingesetzten straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlichen Instrumente miteinander zu vergleichen.

Die Arbeit gliedert sich in drei Teile: In Teil A wird der Versuch einer Definition des Begriffs der „handelsgestützten Marktmanipulation“ unternommen, um zunächst – getreu dem Grundsatz der Funktionalität als dem „methodischen Grundprinzip der gesamten

¹¹ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Erläuterung zu Artikel 1; ebenso bereits FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 25.

Rechtsvergleichung“¹² – das konkrete Sachphänomen zu identifizieren, dessen Regelung die verschiedenen Instrumente des deutschen und britischen Rechts dienen, die im weiteren Verlauf der Arbeit miteinander verglichen werden.

In Teil B wird die Regelungsbedürftigkeit des Phänomens der handelsgestützten Marktmanipulation geprüft. Eingedenk der aus dem Funktionalitätsgrundsatz folgenden Forderung der Rechtsvergleichung, dass „bei der Durchforschung ausländischer Rechte jegliche Beschränkung zu meiden“ und „alles als ‚Rechtsquelle‘ heranzuziehen“ ist,¹³ und entsprechend dem in Teil B eingeführten weiten Regulierungsbegriff wird sodann die abstrakte Eignung verschiedener rechtlicher Instrumente, die zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation eingesetzt werden können, erörtert.

In Teil C verengt sich dieser Blick auf die Mittel des Straf- und Ordnungswidrigkeitsrechts, die jeweils im deutschen und britischen Recht zur Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation eingesetzt werden: Wegen der vorrangigen Bedeutung dieser Regulierungsinstrumente in beiden Rechtsordnungen werden nur diese miteinander verglichen. Dabei konzentriert sich der Vergleich darauf, wie im deutschen und britischen Recht mit typischen, in der Vergangenheit bei der Bekämpfung manipulativen Handels aufgetretenen rechtlichen und praktischen Problemen jeweils auf der straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlichen Ebene umgegangen wird. Insbesondere wird herausgearbeitet, welche Lösungsansätze jeweils gefunden werden, inwieweit diese im nationalen Kontext tragfähig erscheinen und ob sie ggf. in einen anderen nationalen Kontext übertragbar sind.

Der nähere Gang der Untersuchung in den drei Teilen der Arbeit ist wie folgt:

Bei dem in Teil A unternommenen Definitionsversuch steht die Frage im Mittelpunkt, ob die handelsgestützte Manipulation ohne Absichtsmerkmale nur durch objektive äußere Merkmale definiert werden kann. Die jeweils gegen handelsgestützten Manipulation gerichteten Verbotstatbestände des FSMA, der MMR und des WpHG geben hierauf keine überzeugende Antwort, da sie wertende Begriffe, nämlich die der Irreführung und Preisverzerrung bzw. der Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus, enthalten und damit zirkelschlüssig die negative Wertung, die bereits im zu definierenden Begriff der Manipulation steckt, wiederholen. Nach welchen Kriterien jedoch Handelsverhalten entweder als legitim oder aber

¹² Zweigert/Kötz, § 3 II, S. 33.

¹³ Zweigert/Kötz, § 3 II, S. 34.

als irreführend bzw. preisverzerrend und damit als illegitim zu bewerten ist, ist diesen Definitionen nicht zu entnehmen. Ebenso wenig gibt hierüber eine andere objektiv gefasste, in der anglo-amerikanischen Literatur verbreitete Definition Aufschluss, wonach unter Marktmanipulation allgemein eine unlautere Beeinflussung des Preisbildungsmechanismus bzw. des freien Spiels der Marktkräfte von Angebot und Nachfrage zu verstehen ist.¹⁴ Auch diese Formel ist zirkelschlüssig, da sie nicht über die unmittelbare wörtliche Bedeutung des Begriffs der Manipulation als einer unerlaubten oder unerwünschten Form der Beeinflussung hinausgeht und somit den Begriff Manipulation schlicht mit sich selbst erklärt.¹⁵

Andererseits beruhen auch die historischen britischen und deutschen Manipulationsstraftatbestände, deren Schwerpunkt traditionell eine bestimmte Absicht - betrügerische Absicht, Täuschungs-, Irreführungs-, Verleitungs- und/oder Preisbeeinflussungs- bzw. Preiseinwirkungsabsicht - bildete, nicht auf rationalen, theoretisch fundierten Erkenntnissen über das Wesen der Marktmanipulation, sondern auf einer historisch bedingten Anlehnung an den Betrugstatbestand, den die Gerichte in beiden Jurisdiktionen vor der Normierung der jeweiligen Manipulationsstrafvorschriften auf Fälle von Manipulation anzuwenden versucht hatten.¹⁶ Auch in der einschlägigen deutschen und britischen Literatur sucht man eine abstrakte Definition der handelsgestützten Manipulation vergebens; vielmehr beschränken sich die Autoren fast immer¹⁷ auf die Betrachtung konkreter Beispiele für Formen der handelsgestützten Manipulation, die häufig mit Hilfe eines Absichtsmerkmals, meistens Preisbeeinflussungsabsicht, beschrieben werden.¹⁸

¹⁴ Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 297, 299; Pickholz/Pickholz, 9 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 118 f.; Lenzen, S. 3 m.w.N.; Watter, SZW 1990, S. 193, 194; IOSCO-Report, S. 8; Forum of European Securities Commissions FESCO/00-0961, Ziffer 19; in der US-amerikanischen Rechtsprechung beispielsweise *General Foods Corp. v Brannon*, 170 F.2d 220, 231 (7th Cir. 1948) sowie *Cargill Inc. v Hardin*, 452 F.2d 1154, 1163 (8th Cir. 1971); vgl. auch *United States v Russo*, 74 F.3d 1383, 1394 (2nd Cir. 1996).

¹⁵ Ebenso Fischel/Ross, 105 *Harvard Law Review* (1991), S. 507.

¹⁶ In Großbritannien wurde Manipulation bis zur Einführung der Strafvorschrift der „Irreführenden Angaben“ in s. 13 *Prevention of Fraud (Investments) Act* im Jahr 1958 unter den ungeschriebenen Common Law-Tatbestand der „Conspiracy to Cheat and Defraud“ subsumiert; Leigh, S. 106; Leitentscheidung hierfür ist *Rex v de Berenger*, 3 *Maule & Selwyn*, S. 67-77, nachgedruckt in *The English Reports, King's Bench Division*, Band 105, S. 536-540. Auch deutsche Gerichte hatten vor der Normierung des Kursbetrugs 1884 in den sogenannten Gründerprozessen nach der Börsenkrise von 1872/73 versucht, Manipulationen und betrügerische Missbräuche, die aufgrund des Spekulationsfiebers der Gründerjahre 1871/72 stark zugenommen hatten, als Betrug zu ahnden; vgl. die Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 513.

¹⁷ Eine Ausnahme stellt der Aufsatz von Fischel/Ross dar, 105 *Harvard Law Review* (1991), S. 503 ff.

¹⁸ Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 299; Sykes, 1 *Journal of International Financial Markets* (1999), S. 65; McKee, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 140; ebenso IOSCO-Report (2000), S. 18.

In Ermangelung einer überzeugenden Definition der handelsgestützten Manipulation wird in dieser Arbeit versucht, eine eigenständige Definition zu entwickeln, um auf dieser Basis eine Antwort auf die Frage zu finden, ob bestimmte Absichtsmerkmale wesentliche Bestandteile einer Definition sind oder nicht. Ausgangspunkt ist die Bestimmung des Zwecks einer solchen Definition. Der Definitionszweck wird in der vorliegenden Arbeit darin gesehen, durch ein Verbot der handelsgestützten Manipulation den Preisbildungsprozess vor Beeinträchtigungen des Informationsgehalts des Preises zu schützen, um dadurch indirekt die Lenkungs- und Hinweisfunktion des Preises¹⁹ und die darauf beruhenden überindividuellen Kapitalmarktfunktionen der Kapitalallokation, -aufbringung und -bewertung zu schützen. Aus dieser Zweckbestimmung ergibt sich die Hypothese, dass eine Voraussetzung dafür, dass Handelsverhalten als illegitim und damit möglicherweise auch als manipulativ anzusehen ist, darin besteht, dass das betreffende Handelsverhalten die Preiswahrheit schmälert.

Sodann wird untersucht, inwiefern der Informationsgehalt von Preisen überhaupt durch Handelsverhalten beeinflusst werden kann. Dabei werden wirtschaftswissenschaftliche Theorien zur Marktpreisbildung berücksichtigt, insbesondere die sogenannte Informationshypothese („Information Hypothesis“),²⁰ aufgrund derer Marktpreise sich als Resultate informierter Investitionsentscheidungen der Marktteilnehmer begreifen lassen, sowie die Theorien zur begrenzten Rationalität („bounded rationality“) von Handelsverhalten,²¹ denen zufolge Märkte nicht vollständig informationseffizient sind, weil selbst professionelle Marktteilnehmer nicht in der Lage sind, sämtliche investitionserheblichen Informationen stets korrekt zu berücksichtigen. Als Fehlerquellen gelten nicht nur mangelnder Sorgfalt oder Sachkenntnis, sondern vor allem die Vieldeutigkeit der zu verarbeitenden Informationen.²² Diese Vieldeutigkeit erklärt sich zum einen durch die Vielfalt der möglichen Handlungsmotive, einschließlich informationsunabhängiger Motive,

¹⁹ Assmann, in Assmann/Schütze, § 1 Rn 24; Schweizer, S. 38; Lenzen, S. 53 f.

²⁰ Gilson/Kraakman, 70 Virginia Law Review (1984), S. 572-579; vgl. auch die Darstellungen bei Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 514 f. m.w.N., und Thel, 79 Cornell Law Review (1994), S. 240-247.

²¹ Russell/Thaler, 75 American Economic Review (1985), S. 107 ff.; Black, 41 Journal of Finance (1986), S. 532 f.; Summers, 41 Journal of Finance (1986), S. 598-600; Tversky/Kahnemann, 59 Journal of Business (1986), S. 251 ff.; Shleifer/Summers, 4 Journal of Economic Perspectives (1990), S. 20 f.; Shleifer/Vishny, 52 Journal of Finance (1997), S. 35 ff.; Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam, 56 Journal of Finance (2001), S. 921 ff.

²² Vgl. Stout, 87 Michigan Law Review (1988), S. 697 f.; Blume/Siegel, 1 Financial Markets, Institutions and Instruments (1992), S. 30 f.; Guesnerie, 82 American Economic Review (1992), S. 1254 ff.

sowie zum anderen dadurch, dass die historischen Handelsinformationen ihrerseits auf irrationalen bzw. fehlerhaften Investitionsentscheidungen beruhen können.²³

Mit Hilfe der genannten wirtschaftswissenschaftlichen Theorien zur Informationsverarbeitung wird ein Maßstab für die Bewertung der Legitimität von Handelsverhalten herausgearbeitet, nämlich die Auswirkungen von Handelsverhalten auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes. Danach besteht eine Voraussetzung für die Illegitimität von Handelsverhalten darin, dass es sich negativ auf die Informationseffizienz auswirkt, weil es auf Informationsverarbeitungsfehlern beruht oder aber aus einem informationsunabhängigen Motiv geschieht und dadurch wiederum zu fehlerhaften Investitionsentscheidungen anderer Anleger führen kann.

Wegen der Ambivalenz der Informationseffizienz, die weder vollständig erreichbar noch absolut positiv ist, muss dieser Maßstab jedoch weiter präzisiert werden. Daher wird im einzelnen geprüft, wie sich ein Verbot von Handelsverhalten, das auf einer fehlerhaften Informationsverarbeitung oder einem informationsunabhängigen Motiv beruht, auf die Informationseffizienz des Marktes insgesamt auswirken würde, d.h. ob der positive Effekt des Verbots durch einen weiteren, negativen Effekt neutralisiert würde oder gar die negativen Auswirkungen auf die Informationseffizienz überwiegen würden. Danach sind folgende Handelsmotive als illegitim und damit manipulativ anzusehen: erstens die Absicht der Beeinflussung des Preises in eine willkürlich gewählte Richtung, die der Handelnde subjektiv aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden Informationen nicht für näher am wahren Wert als den Ausgangspreis hält; zweitens die Absicht des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung; sowie drittens die Absicht der Ausnutzung einer absichtlich herbeigeführten marktbeherrschenden Stellung.

Die so erarbeitete Definition der handelsgestützten Marktmanipulation wird sodann weiter geschärft, indem das Schutzgut der Preiswahrheit bzw. Informationseffizienz zu den kapitalmarktrechtlichen Schutzgütern der Preisstabilität sowie der Fairness und Transparenz des Handels in Beziehung gesetzt und darauf aufbauend das Verhältnis des Verbots der handelsgestützten Manipulation zum Insider- und Übernahmerecht sowie zu Kursstabilisierungsvorschriften untersucht wird.

Im Anschluss an den der Definition gewidmeten ersten Teil beschäftigt sich die vorliegende Arbeit im zweiten Teil (B) mit dem Problem der angemessenen Regulierung der

²³ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 508, 510; Dette, S. 202; Lenzen, S. 8.

handelsgestützten Marktmanipulation. Nach der Erläuterung des Begriffs der Regulierung wird der Frage nachgegangen, ob im Fall der handelsgestützten Manipulation möglicherweise ein Marktversagen vorliegt, aufgrund dessen ein sich selbst überlassener Kapitalmarkt das Problem manipulativen Handels nicht überwinden kann, so dass ein regulierendes Eingreifen durch ein sanktionsbewehrtes Verbot erforderlich ist. Als mögliche Ursache eines Marktversagens wird diskutiert, ob Marktpreise öffentliche Güter sind oder eine Informationsasymmetrie zwischen Marktveranstaltern oder Marktteilnehmern einerseits und Manipulatoren andererseits vorliegt. Sodann wird der Frage nachgegangen, mit welchen regulatorischen Instrumenten das Problem der Informationsasymmetrie am besten gelöst und manipulativer Handel somit am wirksamsten bekämpft werden kann. Dabei wird die Eignung straf- und ordnungswidrigkeits- sowie aufsichtsrechtlicher Eingriffsinstrumente erörtert, wobei festgestellt wird, dass straf- und ordnungswidrigkeitsrechtliche Mittel aufgrund des potentiell unbegrenzten Adressatenkreises (im Gegensatz zur begrenzten Anwendbarkeit des Aufsichtsrechts auf den Kreis der der Aufsicht unterliegenden Personen) eine zentrale Rolle bei der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation spielen. Sodann werden die Vor- und Nachteile dargestellt, die mit der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation mit den Mitteln des Straf- und Ordnungswidrigkeitsrechts jeweils verbunden sind.

Der dritte Teil (C) der Arbeit enthält eine rechtsvergleichende Untersuchung der Wirksamkeit der konkreten Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation im britischen und deutschen Recht durch die jeweiligen Straf- und Ordnungswidrigkeitstatbestände (bzw. „criminal“ und „administrative offences“). Im Vordergrund steht die Frage, inwieweit – am Maßstab der in Teil A entwickelte Definition der handelsgestützten Manipulation – die in einem Spannungsverhältnis zueinander stehenden Ziele der ausreichenden tatbestandlichen Bestimmtheit und der praktischen Nachweisbarkeit erreicht werden.

Im Rahmen der Betrachtung der jeweiligen strafrechtlichen Vorschriften wird zunächst die Bestimmtheitsproblematik erörtert, wobei nach der Darstellung der Unbestimmtheitsprobleme der britischen und historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände der Schwerpunkt auf der Untersuchung der ausreichenden tatbestandlichen Bestimmtheit des gegenwärtigen deutschen gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Straftatbestands liegt. Sodann wird die Nachweisproblematik erörtert, wobei wiederum zunächst die Nachweisprobleme der britischen und historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände dargestellt werden und sodann untersucht wird, ob

der gegenwärtige deutsche Manipulationsstraftatbestand mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung vereinbar ist.²⁴

Im Rahmen der Betrachtung der ordnungswidrigkeitsrechtlichen Vorschriften wird zunächst die Bestimmtheitsproblematik des britischen Marktmissbrauchsverbots des s. 118 (2) (b) und (c) FSMA und des deutschen ordnungswidrigkeitsrechtlichen Manipulationstatbestandes untersucht und sodann die Nachweisproblematik erörtert, wobei jeweils die Vereinbarkeit mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung sowie im Fall der Marktmissbrauchsvorschriften mit dem Grundsatz des fairen Verfahrens geprüft wird.

Im dritten Abschnitt des Teils (C) schließlich wird untersucht, ob sich aus der in beiden Jurisdiktionen bestehenden Kombination einer gegen Manipulation gerichteten Strafvorschrift mit einer Ordnungswidrigkeitsnorm bzw. „civil offence“ Vorteile für die Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation ergeben, ob ein Vorgehen allein mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts bzw. der „civil offence“ ausreicht, oder ob Kombination sogar mit Nachteilen für die Effektivität der Bekämpfung manipulativen Handels verbunden ist und die Strafvorschriften daher, soweit sie Manipulationen durch Handelsverhalten betreffen, gegebenenfalls aufgegeben werden sollten.

²⁴ Der gegenwärtige britische Straftatbestand der Irreführenden Praktiken in s. 397 (3) FSMA ist inhaltlich identisch mit der Vorgängernorm s. 47 (2) FSA, so dass die diesbezüglichen Nachweisbarkeits- und Bestimmtheitsprobleme jeweils durch die Darstellung der historischen Probleme des s. 47 (2) FSA mit abgedeckt werden.

A. DEFINITION DER HANDELSGESTÜTZTEN MARKTMANIPULATION

I. Definitionen manipulativen Handels in Gesetzgebung und Literatur

1. Einteilung in informations-, handels- und handlungsgestützte Manipulation

a. Überblick

Die Begehungsformen der Marktmanipulation sind von jeher äußerst vielfältig und aufgrund der ständig fortschreitenden Entwicklung der Kapitalmärkte und Handelstechniken raschen Veränderungen unterworfen. Hilfreich ist daher die ursprünglich in der ökonomischen Literatur entwickelte²⁵ und mittlerweile in der einschlägigen juristischen Literatur etablierte Einteilung in informationsgestützte (“information based”), handelsgestützte (“trade based”) und handlungsgestützte (“action based”) Manipulation.²⁶

b. Informationsgestützte Manipulation

Unter informationsgestützter Manipulation ist die Beeinflussung des Marktpreises durch das Verbreiten falscher oder irreführender Informationen (sowohl von Tatsachen als auch Werturteilen und Gerüchten) über bewertungserhebliche Umstände oder deren pflichtwidriges Verschweigen zu verstehen.²⁷ Dabei können die unrichtigen oder irreführenden Informationen auf offiziellen oder inoffiziellen Kanälen verbreitet werden; Beispiele für erstere wären Pflichtveröffentlichungen von Bilanzen, Lage- oder sonstige Geschäftsberichten, ad hoc-Mitteilungen und Emissionsprospekten, für letztere die informelle Verbreitung von falschen Empfehlungen oder Gerüchten über die Medien oder das Internet (z.B. in Foren oder Chat Rooms).²⁸

c. Handelsgestützte Manipulation

Bei der handelsgestützten Manipulation wirkt der Täter durch Handelsaktivitäten (die Vornahme von Geschäfte oder das Abgeben von Kauf- oder Verkaufsaufträgen) auf die Preisentwicklung ein, wobei zwischen fiktiven und effektiven Geschäften unterschieden

²⁵ Allen/Gale, 5 Review of Financial Studies (1992), S. 503 ff.

²⁶ Lenzen, S. 9 ff., 33 f. m.w.N.; Rudolph/Röhrl, in Hopt/Rudolph/Baum, S. 187 f.; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 20-26; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 299; IOSCO-Report, S. 5 f.; Ziouvas, ZGR 2003, S. 130-136; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 6 ff..

²⁷ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 20; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 32; Ziouvas, ZGR 2003, S. 131 f.; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 7 f.

²⁸ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21 f.; vgl. auch Code of Market Conduct der britischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde FSA, die zwischen der Verbreitung von Informationen durch „akzeptierte“ und sonstige, informelle Kanäle unterscheidet und an die Verbreitung durch sonstige Kanäle erhöhte Sorgfaltsanforderungen stellt, MAR 1.5.15-1.5.20.

wird.²⁹ Als fiktive Geschäfte oder „Scheingeschäfte“³⁰ gelten Transaktionen, die erstens nicht mit dem Übergang eines wirtschaftlichen Risikos bzw. „Marktrisikos“ verbunden sind und denen daher die wirtschaftliche Relevanz fehlt,³¹ und die zweitens allein darauf abzielen, den Eindruck erhöhter Handelsaktivität und Liquidität des Marktes zu erwecken und so die Attraktivität und den Preis des betreffenden Vermögenswertes zu erhöhen.³² Hingegen kommt es nicht auf das Vorhandensein eines Rechtsbindungswillens bzw. die rechtliche Wirksamkeit des Geschäfts an; es handelt sich nicht um Scheingeschäfte im Sinne des § 117 I BGB, so dass fiktive Geschäfte nicht zwingend nichtig sind.³³

An der wirtschaftlichen Relevanz fehlt es, wenn Geschäfte zwischen (mindestens) wirtschaftlich identischen Parteien stattfinden (sog. „wash sales“),³⁴ wenn die Parteien sich miteinander abgesprochen haben und gleichzeitig gegenläufige, bezüglich Preis und Menge korrespondierende Aufträge in den Markt geben („improper matched orders“),³⁵ oder wenn sich mehrere Personen in dieser Weise absprechen und zudem der erste Käufer auch als letzter Käufer oder Verkäufer agiert („circular trading“ oder „pool trading“).³⁶ Abgesprochene Orders in den Markt zu geben, die auf einer öffentlichen Anzeigetafel wiedergegeben werden, um dadurch die für die Marktteilnehmer ersichtliche Auftragslage zu verändern und Handelsaktivität oder eine Preisbewegung vorzutäuschen, wird als „painting the tape“ bezeichnet.³⁷ Dabei kann der preisbeeinflussende Effekt dadurch gesteigert werden,

²⁹ Vgl. die ausführliche Darstellung bei Lenzen, S. 9 – 28; ferner Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23 f.; Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 215 f.; Ziouvas, ZGR 2003, S. 132-136; Mock/Stoll/Eufinger, in: KK-WpHG, § 20 a Rn 9 ff.

³⁰ So die Bezeichnung bei Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, § 9 Rn 9; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 7.

³¹ Vgl. FSA MAR 1.5.12, 1.5.14; § 3 I Nr. 3 MaKonV; Lenzen, S. 9; Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 215; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 101; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 24; Großmann/Nikoleyckzik, DB 2002, S. 2034; Ziouvas, ZGR 2003, S. 132.

³² Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 24; Ziouvas, ZGR 2003, S. 132.

³³ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 18, 101; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 25.

³⁴ IOSCO-Report, S. 5; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23 und § 20 a Rn 103; Lenzen, S. 10; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 7; ders., KapMRK, § 20 a WpHG Rn 25; Ziouvas, ZGR 2003, S. 132.

³⁵ IOSCO-Report, S. 5; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23 und § 20 a Rn 103; Lenzen, S. 11; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 25; Ziouvas, ZGR 2003, S. 133.

³⁶ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23 und § 20 a Rn 103; Lenzen, S. 11; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 25; Ziouvas, ZGR 2003, S. 133.

³⁷ IOSCO-Report, S. 5; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 27 FN 80; Ziouvas, ZGR 2003, S. 133; allerdings führt Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21, „painting the tape“ als Beispiel für informationsgestützte Manipulation auf.

dass Aufträge zu sukzessiv höheren Preisen platziert werden („advancing the bid“).³⁸ Eine andere Variante ist die Abgabe eines Kaufgebots über dem bisher am höchsten limitierten Gebot oder eines Verkaufsangebots unterhalb des bisher am niedrigsten limitierten Angebots sowie die Rücknahme des betreffenden Auftrags vor der Ausführung.³⁹ Eine ähnliche Form fiktiven Handels sind sog. „Ausweichkurse“, d.h. die Rücknahme einer nur zum Schein platzierten Order um einen geringen Betrag, sobald Gegeninteresse besteht.⁴⁰

Als Beispiel für Manipulationen durch effektive, d.h. mit dem Übergang eines Marktrisikos verbundene und somit wirtschaftlich relevante Geschäfte gelten Leerverkäufe (also Verkäufe von Vermögenswerten, die der Verkäufer noch nicht hat), die in erheblichem Umfang und gezielt zur Kursbeeinflussung vorgenommen werden.⁴¹ Im übrigen wird zwischen zeitbezogenen und dem Erwerb bzw. der Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung dienenden Transaktionen unterschieden. Beispiele für ersteres ist der Handel bzw. die Platzierung von Aufträgen zum Schluss des Handelstages, um den Schlusskurs zu beeinflussen („marking the close“), wodurch Marktteilnehmer irreführt werden, die sich bei ihren Transaktionsentscheidungen am Schlusskurs orientieren,⁴² sowie der Handel im Vorfeld der Festsetzung eines Preises, der als Referenzpreis für auf den betreffenden Vermögenswert bezogene andere Vermögenswerte (Derivate oder Basiswerte) fungiert.

Ein Beispiel für letzteres ist die künstliche Verknappung des Angebots, etwa durch „parking“, d.h. das Halten relativ großer Mengen des betreffenden Vermögenswerts durch Strohmannen.⁴³ Als „(Abusive) Squeeze“ wird ferner die Manipulation des Preises von Derivaten durch den Erwerb der Kontrolle über die Nachfrage- („Long Squeeze“) oder Angebotsseite („Short Squeeze“) (nur) des Terminmarkts bezeichnet.⁴⁴ Bei dem risikoärmeren und daher häufigeren Long Squeeze⁴⁵ verschärft der Täter, der eine sog. „Long Position“ am Terminmarkt innehat (also aus den Terminkontrakten künftige Lieferung des

³⁸ IOSCO-Report, S. 5; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 27; Ziouvas, ZGR 2003, S. 133.

³⁹ Vgl. § 3 I Nr. 2 MaKonV.

⁴⁰ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 103; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 7.

⁴¹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 105; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8. Grundsätzlich sind Leerverkäufe jedoch zulässig, vgl. Ziouvas, ZGR 2003, S. 135 f.

⁴² IOSCO-Report, S. 6; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 24 und § 20 a Rn 105; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 31; Ziouvas, ZGR 2003, S. 135.

⁴³ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 24.

⁴⁴ IOSCO-Report, S. 6, 17, 18; Ziouvas, ZGR 2003, S. 134; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 105; vgl. auch FSA MAR 1.6.13, 1.6.18.

⁴⁵ Ziouvas, ZGR 2003, S. 134.

Basiswerts verlangen kann), einen zufällig entstandenen Angebotsengpass in dem betreffenden Basiswert am Kassamarkt dadurch, dass er seine Position am Terminmarkt weiter ausbaut, und nutzt sodann seine Nachfragemacht aus, indem er zumindest einem Teil der Shorts (d.h. der Vertragspartner der Terminkontrakte) künstliche Preise für das Offsetting ihrer Positionen bzw. für den Verkauf der Terminkontrakte diktiert.⁴⁶ Da die Shorts zur Erfüllung ihrer Lieferverpflichtungen versuchen werden, Deckungskäufe am Kassamarkt zu tätigen, und hierfür immer höhere Preise bieten werden, kann der Täter durch einen Squeeze mittelbar auch den Preis des Basiswerts am Kassamarkt manipulieren. In dieser Situation kann der Täter den Marktengpass am Kassamarkt auch dadurch verschärfen, dass er das Angebot durch Käufe des Basiswerts weiter verknappt; sind die Shorts dann zu Deckungskäufen gezwungen, kann er ihnen seinen Vorrat des Basiswerts zu willkürlichen Preisen verkaufen und so den Preis des Basiswerts direkt manipulieren.⁴⁷

Verschärft der Täter hingegen nicht nur einen zufälligen Angebotsengpass am Kassamarkt, sondern verschafft er sich von vornherein absichtlich die Kontrolle sowohl über die Nachfrage- (bzw. Angebots-)seite des Terminmarkts als auch die Angebots- (bzw. Nachfrage-)seite des Kassamarkts in dem betreffenden Basiswert und nutzt er seine zweifache Marktmacht zur Manipulation des Preises des Derivats und/oder des Basiswerts aus, wird von einem „Corner“ gesprochen.⁴⁸ Häufiger ist auch hier wiederum die Kombination des Erwerbs der Nachfragemacht am Terminmarkt mit dem Kontrollerwerb über das Angebot des Basiswerts am Kassamarkt. In diesem Fall können die Shorts ihre Verpflichtungen aus den Termingeschäften mit dem Täter nur unter Bedingungen erfüllen, welche der Täter einseitig bestimmen kann: Er kann entweder Lieferung fordern, wobei die Shorts Deckungskäufe allein bei ihm tätigen können und er somit den Preis diktieren kann, oder er kann willkürlich den Preis für das Offsetting ihrer Terminmarktpositionen ihm gegenüber bestimmen.⁴⁹

⁴⁶ IOSCO-Report, S. 6, 17, 18.

⁴⁷ IOSCO-Report, S. 18; FSA MAR 1.6.18.

⁴⁸ Ziouvas, ZGR 2003, S. 134; IOSCO-Report, S. 6.

⁴⁹ IOSCO-Report, S. 6, 16; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 24; Lenzen, S. 18 f.; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 30; Ziouvas, ZGR 2003, S. 134.

d. Handlungsgestützte Manipulation

Als handlungsgestützte Manipulation schließlich wird die Preisbeeinflussung durch jedes sonstige nichtkommunikative Verhalten bezeichnet.⁵⁰ Beispiele hierfür sind die Bestechung von Kursmaklern⁵¹ sowie die Beeinflussung des „inneren Werts“ eines Vermögenswertes, im Fall von Aktien beispielsweise durch die Beeinflussung der Ertragskraft des emittierenden Unternehmens,⁵² im Fall von Warenterminkontrakten etwa durch die Bewegung leerer Frachtschiffe.⁵³

In ähnlicher Weise wird auch in gegen Manipulation gerichteten gesetzlichen Vorschriften traditionell zwischen informationsgestützter Manipulation einerseits und nicht-kommunikativer, handels- und handlungsgestützter Manipulation andererseits unterschieden. Beispielsweise wird diese Einteilung in den einschlägigen britischen Strafvorschriften konsequent durchgehalten: Informationsgestützte Manipulation erfasst der Straftatbestand der „Irreführenden Angaben“;⁵⁴ handels- und handlungsgestützte Manipulation hingegen der Tatbestand der „Irreführenden Praktiken“.⁵⁵ Die Marktmissbrauchsdefinition in s. 118 (2) (b), (c) FSMA unterscheidet hingegen nicht mehr nach dem Tatmittel bzw. der Begehungsform, sondern allein nach den Tatfolgen. In den deutschen Straftatbeständen wurde hingegen traditionell eine Form der informationsgestützten Manipulation herausgegriffen, nämlich das Machen irreführender Angaben bzw. pflichtwidrige Verschweigen bewertungserheblicher Umstände,⁵⁶ während ein Auffangtatbestand die handels- und handlungsgestützte Manipulation sowie die sonstigen Formen der informationsgestützten Manipulation⁵⁷ erfasste.⁵⁸ In ähnlicher Weise greift auch das gegenwärtige deutsche öffentlich-rechtliche

⁵⁰ Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 12.

⁵¹ Diese wurde in Kommentierungen zum deutschen Kursbetrugstatbestand traditionell als Beispiel für die Alternative der „sonstigen Täuschungshandlungen“ genannt; vgl. Schwark, BörsG, 1. Aufl., § 88 Rn 2 (zu § 88 I BörsG 1908); Möhrenschrager, wistra 1983, S. 18 (zu § 88 I BörsG 1908 und dem Entwurf des § 88 Nr. 2 BörsG 1986); Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8, und Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12 (zu § 88 Nr. 2 BörsG 1986); gegen die Subsumtion unter § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.: Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 108; dafür Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 34.

⁵² Lenzen, S. 31 f.; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 26.

⁵³ Beispiel für handlungsgestützte Manipulation aus dem Code of Market Conduct der FSA, MAR 1.5.22.

⁵⁴ S. 397 (1) FSMA 2000; ebenso bereits dessen Vorgängernorm s. 47 (1) FSA 1986.

⁵⁵ S. 397 (3) FSMA 2000; ebenso bereits dessen Vorgängernorm s. 47 (2) FSA 1986.

⁵⁶ Vgl. § 20 a I 1 Nr. 1 WpHG a.F. (2002) und § 88 Nr. 1 BörsG 1986.

⁵⁷ Etwa das Ausstreuen von Gerüchten, da es sich hierbei nach h.M. nicht um „Angaben“ im Sinne von § 20 a I 1 Nr. 1 WpHG a.F. (2002) bzw. § 88 Nr. 1 BörsG 1986 handelte

⁵⁸ Vgl. § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. (2002) und § 88 Nr. 2 BörsG 1986.

Manipulationsverbot in seiner ersten und zweiten Alternative bestimmte Formen der informations- und handelsgestützten Manipulation heraus,⁵⁹ während die dritte Alternative als Auffangtatbestand für handlungs- und die von den ersten beiden Alternativen nicht erfassten Formen der informations- und handelsgestützten Manipulation fungiert.⁶⁰

In dieser Arbeit steht die Variante der Manipulation durch Handelsverhalten, und zwar sowohl durch fiktive als auch reale Transaktionen, im Vordergrund, da gesetzgeberische Initiativen in Großbritannien und – daran angelehnt – auf europäischer Ebene in den letzten Jahren eine Frage aufgeworfen haben, die sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien jahrzehntelang geklärt zu sein schien: ob nämlich manipulatives Handelsverhalten nur anhand der vom Anleger verfolgten Absicht von normalem Handel unterschieden werden kann, oder ob dies auch allein mit Hilfe objektiver Merkmale möglich ist.

2. Bedeutung subjektiver Definitionselemente

a. Traditionell zentrale Rolle von Absichtsmerkmalen

Sowohl im deutschen als auch im britischen Recht bildete traditionell eine bestimmte Absicht - betrügerische Absicht, Täuschungs-, Irreführungs-, Verleitungs- und/oder Preisbeeinflussungs- bzw. Preiseinwirkungsabsicht - den Schwerpunkt der gesetzlichen Manipulationstatbestände: So setzte die (auch) gegen handelsgestützte Manipulation gerichtete⁶¹ britische Strafvorschrift der „Irreführende Praktiken“ („misleading practices“) in s. 47 (2) Financial Services Act 1986 die zweifache Absicht voraus, einen falschen oder irreführenden Eindruck hinsichtlich der Marktsituation oder des Preises oder Wertes von Wertpapieren zu erwecken und andere dadurch zum Handel mit Wertpapieren zu verleiten.⁶² Im Jahr 2000 wurde die Vorschrift inhaltlich praktisch unverändert in den neuen Financial Services and Markets Act übernommen (s. 397 (3) FSMA 2000).

⁵⁹ Vgl. § 20 a I 1 Nr. 1 und 2 WpHG

⁶⁰ Vgl. § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG

⁶¹ Die Vorschrift sollte nach dem Vorbild der rule 10b-5 der US-amerikanischen Securities and Exchange Commission jede Art von manipulativen oder täuschenden Verhaltensweisen einschließlich irreführender Transaktionen verbieten; Whittaker/Morse, S. 55.

⁶² S. 47 (2) FSA 1986 lautete: „Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.“ S. 47 (1) Financial Services Act 1986 dagegen bedrohte „Irreführende Angaben“ über Wertpapiere mit Strafe, ebenso wie bereits der 1958 normierte s. 13 Prevention of Fraud (Investments) Act, welcher den ersten geschriebenen Straftatbestand des britischen Rechts zur Erfassung von Manipulation darstellte; Leigh, S. 119 f. und FN 49; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 302 (FN 2); Davies, S. 779; Gleeson, S. 133.

Der durch die Aktienrechtsnovelle von 1884 normierte deutsche Kursbetrugstatbestand in Artikel 249 d Ziffer 2 ADHGB bedrohte denjenigen mit Strafe, der „in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken“, wobei die weit formulierte Tathandlung der Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel nach dem Willen des Gesetzgebers auch irreführende Handelspraktiken wie Scheinkäufe erfasste.⁶³ Dieser Tatbestand wurde beim Erlass des Börsengesetzes von 1896⁶⁴ in das Börsengesetz aufgenommen⁶⁵ und galt als § 75 I BörsG 1896 bzw. § 88 I BörsG 1908⁶⁶ unverändert bis zur Neufassung des Kursbetruges im Jahr 1986⁶⁷ fort. Bei seiner Auslegung orientierte sich die Kommentarliteratur an dem zu Artikel 249 Ziffer 2 ADHGB entwickelten Meinungsstand; dementsprechend galten als „auf Täuschung berechnete Mittel“ auch irreführende Handelspraktiken, insbesondere Scheingeschäfte und Scheinangebote (sog. Ausweichkurse).⁶⁸ Bei der Neufassung des § 88 BörsG im Jahr 1986 wurde die Tathandlung präzisiert und ausdrücklich zwischen der Begehung durch unrichtige Angaben (bzw. durch das Verschweigen entgegen bestehender Rechtsvorschriften, § 88 Nr. 1 BörsG 1986) und durch die Anwendung sonstiger auf Täuschung berechneter Mittel (§ 88 Nr. 2 BörsG 1986) unterschieden, wobei die letztere Alternative Manipulationen durch fiktiven Handel erfasste.⁶⁹ In subjektiver Hinsicht wurde zwar auf das Merkmal der „betrügerischen Absicht“ verzichtet, jedoch für beide Alternativen weiterhin die Absicht der Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis vorausgesetzt. Die im Jahr 2002 eingeführte⁷⁰ Manipulationsdefinition des § 20 a I 1 WpHG a.F. behielt die Zweiteilung der Tathandlung bei, wobei in der Gesetzesbegründung klargestellt wurde, dass unter „sonstigen

⁶³ Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 513, 516.

⁶⁴ RGBl. I, 1896, Nr. 15, S. 157 – 176.

⁶⁵ Dabei wurde der Kursbetrugstatbestand auf den gesamten Wertpapier- und Warenhandel ausgedehnt und bedrohte nun denjenigen mit Strafe, der „in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken.“

⁶⁶ Bei der Novellierung des Börsengesetzes im Jahr 1908 wurde § 75 I BörsG 1896 ohne inhaltliche Änderungen zu § 88 I BörsG 1908.

⁶⁷ Durch das Zweite Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, BGBl. I, 1986, S. 721.

⁶⁸ Nußbaum, BörsG, § 88 I Anm. 1 b (S. 346).

⁶⁹ Nach überwiegender Auffassung der Literatur war der Auffangtatbestand des § 88 Nr. 2 BörsG 1986 zwar auf Manipulationen durch fiktiven Handel, nicht jedoch durch tatsächliche Handelsaktivitäten wie Stabilisierungsaktivitäten, Leerverkäufe oder sukzessive Käufe bzw. Verkäufe eines Aktienpaketes anwendbar; vgl. Lenzen, S. 193 f.; dies., WM 2000, S. 1131, 1137; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Weber, NZG 2000, S. 116; Groß, § 88 Rn 6, 8; Schwark, § 88 Rn 8.

⁷⁰ Durch das Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 21.6.2002 (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FMFG), BGBl. I 2002, S. 2010.

Täuschungshandlungen“ im Sinne des § 20 a I 1 Ziffer 2 WpHG a.F. sowohl Manipulationen durch fiktive als auch tatsächliche Handelsaktivitäten in Betracht kämen.⁷¹ Hinsichtlich dieser Begehungsalternative wurde weiterhin Einwirkungsabsicht vorausgesetzt.⁷²

Blickt man über Deutschland und Großbritannien hinaus auf die US-amerikanische Regelung des Manipulationsproblems, ergibt sich ein ähnliches Bild. Das gezielt gegen manipulativen Handel gerichtete Verbot des s. 9 (a) (2) Securities and Exchange Act 1934 (SEA) untersagt die Herbeiführung einer Reihe von Transaktionen, welche tatsächlichen oder scheinbaren aktiven Handel in dem betreffenden Wertpapier hervorrufen oder den Preis des betreffenden Wertpapiers erhöhen oder senken, sofern der Täter in der Absicht handelt, andere zum Kauf oder Verkauf des betreffenden Wertpapiers zu verleiten.⁷³ Daneben ist der weite Betrugstatbestand des s. 10 (b) SEA auf manipulativen Handel anwendbar, welcher die Anwendung jedes täuschenden Mittels im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers verbietet. Im Rahmen der Auslegung dieser Vorschrift definierte der US-amerikanische Supreme Court tatbestandsmäßige Manipulation als vorsätzliches Verhalten in der Absicht, Anleger durch künstliches Einwirken auf den Preis von Wertpapieren zu täuschen oder zu betrügen.⁷⁴

Schließlich weist auch der Manipulationsreport der IOSCO aus dem Jahr 2000 darauf hin, dass in den Manipulationstatbeständen der meisten Jurisdiktionen eine bestimmte manipulative Absicht, wie Betrugs-, Irreführungs- oder Preisbeeinflussungsabsicht, vorausgesetzt werde.⁷⁵

Diese Konzentration der deutschen und britischen Gesetzgeber auf bestimmte Absichtsmerkmale als wichtigste Abgrenzungskriterien beruhte jedoch weniger auf theoretisch fundierten Erkenntnissen über das Phänomen der Manipulation als auf einer

⁷¹ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FMFG), Begründung zu § 20 a WpHG, BT-Drucks. 14/8017, S. 250, abgedruckt in: ZBB 2001, 398, 427 und ZBB 2001, 507, 513.

⁷² § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. umschrieb handelsgestützte Manipulation als die Vornahme sonstiger Täuschungshandlungen in der Absicht, auf den Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes einzuwirken; hinsichtlich der Alternative der kommunikationsbezogenen Manipulation (§ 20 a I 1 Nr. 1 WpHG a.F.) wurde das Absichtsmerkmal hingegen aufgegeben.

⁷³ S. 9 (a) (2) SEA 1934 erklärt es für „unlawful (...) to effect, (...) a series of transactions (...) creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.“

⁷⁴ Ernst & Ernst v Hochfelder, 425 U.S. 185, 199 (1976): “[Manipulation] connotes intentional or wilful conduct designed to deceive or defraud investors by controlling or artificially affecting the price of securities”.

⁷⁵ IOSCO-Report, S. 17 f.

historisch bedingten Anlehnung an den Betrugstatbestand. So wurde Manipulation in Großbritannien bis zur Einführung der Strafvorschrift der „Irreführenden Angaben“ in s. 13 Prevention of Fraud (Investments) Act im Jahr 1958 unter den ungeschriebenen Common Law-Tatbestand der „Conspiracy to Cheat and Defraud“ subsumiert.⁷⁶ Auch deutsche Gerichte hatten vor der Normierung des Kursbetrugs 1884 in den sogenannten Gründerprozessen nach der Börsenkrise von 1872/73 versucht, Manipulationen und betrügerische Missbräuche, die aufgrund des Spekulationsfiebers der Gründerjahre 1871/72 stark zugenommen hatten, als Betrug zu ahnden.⁷⁷ Dieser Straftatbestand schien noch am ehesten auf die zur Entscheidung stehenden Sachverhalte zu passen, die unter anderem in fingierten Aktienkäufen und -rückkäufen, der (wahrheitswidrigen) Ankündigung erfolgter Überzeichnung bei Neuemissionen, deren übertriebener Anpreisung in öffentlichen Prospekten sowie dem Treiben oder Drücken der Kurse mittels abgesprochener Kauf- bzw. Verkaufsangebote oder der Verbreitung falscher Gerüchte bestanden.⁷⁸ Jedoch waren die Voraussetzungen des Betrugstatbestandes nur in den wenigsten Fällen erfüllt, da es wegen der Anonymität des Handels und der Komplexität der meist über Intermediäre abgewickelten Transaktionsketten kaum jemals möglich war, eine direkte Kausalität zwischen Täuschung und Vermögensschädigung nachzuweisen.⁷⁹ Besonders deutlich ist die traditionelle Nähe zum Betrugstatbestand schließlich der amerikanischen Vorschrift des s. 10 SEA 1934

⁷⁶ Leigh, S. 106; Leitentscheidung hierfür ist *Rex v de Berenger*, 3 Maule & Selwyn, S. 67-77, nachgedruckt in *The English Reports, King's Bench Division*, Band 105, S. 536-540. Theoretisch kam zwar auch die Subsumtion unter den ungeschriebenen Betrugstatbestand des Common Law in Betracht (Leigh, S. 45 ff.), jedoch gibt es hierzu keine einschlägigen Gerichtsurteile. Im Fall *Rex v de Berenger* ging es um die Verbreitung eines falschen Gerüchts zur Beeinflussung des Kurses von Staatsanleihen. Ob als Tatmittel einer Verschwörung auch irreführende Handelspraktiken in Frage kamen, hatten britische Strafgerichte nie direkt zu entscheiden. Lediglich im Rahmen von Zivilprozessen wurde manipulative Handelstätigkeit in *obiter dicta* als strafbare Verschwörung bezeichnet; Leigh, S. 107 f.; z.B. *Scott v. Brown, Doering, McNab & Co.* (1892) 2 *Queen's Bench Division*, S. 724-735, S. 730, 733 f. So hielten die Richter in *Scott v. Brown, Doering, McNab & Co.* Ansprüche aus einem Vertrag zwischen einem Investor und einem Broker für nicht durchsetzbar, da der Vertrag eine betrügerische Verschwörung darstelle und damit rechtswidrig sei. Der Kläger hatte den Broker beauftragt, Aktien an der Börse zu einem über dem aktuellen Kurs liegenden Preis zu kaufen, um dadurch eine Nachfrage zu dem erhöhten Preis vorzutäuschen und andere zum Kauf zu verleiten. In dem Urteil wurde nicht problematisiert, dass das Börsenpublikum durch tatsächliche Transaktionen und nicht nur durch Scheinkäufe irreführt werden sollte. Allerdings verwundert dies angesichts der Weite des Tatbestandes auch nicht: Eine Verschwörung muss lediglich mit „unlauteren Mitteln“ („dishonest means“) begangen worden sein, nicht notwendigerweise mittels einer Täuschung; Leigh, S. 97.

⁷⁷ Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 513.

⁷⁸ Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 412; vgl. auch Struck, S. 259 f.

⁷⁹ Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 513.

anzumerken; diese ist allgemein gegen betrügerisches Verhalten jeder Art gerichtet und daher weit genug, um auch Manipulation zu erfassen.⁸⁰

Betrachtet man die einschlägige deutsche, britische und US-amerikanische Literatur, ergibt sich ein ähnliches Bild. Zwar beschränken sich die Autoren fast immer auf die Betrachtung konkreter Beispielfälle, anstatt den Versuch einer abstrakten Definition zu unternehmen.⁸¹ Einzelne Formen der handelsgestützten Manipulation werden jedoch häufig mit Hilfe eines Absichtsmerkmals, meistens Preisbeeinflussungsabsicht, beschrieben. So stellt Lomnicka⁸² fest, der subjektive Aspekt hänge von der jeweiligen Manipulationsform ab: Beispielsweise stelle ein Scheingeschäft nur dann eine Manipulation dar, wenn es allein zu dem Zweck vorgenommen worden sei, den Preis zu beeinflussen, nicht aber, wenn es einen legitimen wirtschaftlichen Grund für die Transaktion gebe, wie etwa die Erfüllung einer Kundenorder oder die Vornahme eines Hedging-Geschäfts.⁸³ Auch ein öffentliches Übernahmeangebot sei nur dann manipulativ, wenn der Bieter in Wahrheit keine ernsthafte Übernahmeabsicht habe.⁸⁴ In die gleiche Richtung argumentiert McKee,⁸⁵ der die Bedeutung des Motivs des Handelnden am Beispiel des „Abusive Squeeze“ zu belegen sucht, einem allgemein als Manipulation geltenden Handelsverhalten. Ein solcher Squeeze liege nur dann vor, wenn der Liquiditätsengpass, der einem Anleger mit einer relativ großen Position in dem betreffenden Vermögenswert die Kontrolle über das Angebot verschafft, von dem betreffenden Anleger selbst in der Absicht herbeigeführt worden sei, den Preis hochzutreiben und zu diesem künstlich erhöhten Preis zu verkaufen. Wenn der Liquiditätsengpass und damit die beherrschende Position des Anlegers dagegen zufällig entstanden seien, dürfe der Anleger seine beherrschende Stellung ausnutzen und zu dem erhöhten Preis verkaufen.⁸⁶

Die US-amerikanischen Autoren Fischel und Ross legen als einzige eine eigene Definition der handelsgestützten Manipulation vor, deren zentrales Merkmal Preisbeeinflussungsabsicht ist. Danach ist Handelsverhalten manipulativ, wenn es erstens in der Absicht geschah, den

⁸⁰ Pickholz/Pickholz, 9 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 119, bezeichnen s. 10 SEA als „broad ‘catch-all’ anti-fraud provision“.

⁸¹ Eine Ausnahme stellt der Aufsatz von Fischel/Ross dar, 105 *Harvard Law Review* (1991), S. 503 ff.

⁸² Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 299.

⁸³ Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 299; ebenso Sykes, 1 *Journal of International Financial Markets* (1999), S. 65.

⁸⁴ Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 299; ebenso Sykes, 1 *Journal of International Financial Markets* (1999), S. 65.

⁸⁵ McKee, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 140.

⁸⁶ McKee, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 140; ebenso IOSCO-Report (2000), S. 18.

Preis in eine bestimmte Richtung zu beeinflussen, wenn zweitens der Handelnde nur aufgrund seiner eigenen Transaktion glaubt, dass sich der Preis in diese Richtung bewegt, und wenn drittens der erzielte Profit nur auf der Fähigkeit des Handelnden beruht, den Preis zu beeinflussen, nicht aber darauf, dass er über wertvolle Informationen verfügt.⁸⁷

Gestützt auf den Artikel von Fischel/Ross vertritt auch Lenzen die Ansicht, dass sich manipulatives von normalem Handelsverhalten nur durch die jeweils verfolgte Absicht des Handelnden unterscheidet. Manipulation liegt vor, wenn eine effektive Transaktion allein oder in erster Linie dazu dient, Einfluss auf den Börsenkurs oder die Kursbildung zu nehmen, bzw. wenn eine künstliche Transaktion allein den Eindruck erhöhter Handelsaktivität erwecken soll, der nicht der wirklichen Marktnachfrage entspricht.⁸⁸

b. Neuere Definitionen mit objektivem Schwerpunkt

Mit der Tradition, handelsgestützte Manipulation anhand einer bestimmten Absicht zu definieren, brach der britische Gesetzgeber im Jahr 2000 bei der Normierung des Marktmissbrauchsverbots des FSMA, das auch die handelsgestützte Manipulation erfasst.⁸⁹ Die einschlägigen Absätze, s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000, verzichteten auf Absichtsmerkmale und definieren Marktmanipulation stattdessen als Verhalten, das einem regelmäßigen Marktteilnehmer einen falschen oder irreführenden Eindruck hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises oder Wertes eines Vermögenswertes vermittelt bzw. von einem regelmäßiger Marktteilnehmer als Verhalten betrachtet werden würde, das den Markt in einem Vermögenswert verzerrt.⁹⁰

In der Literatur zum britischen Marktmissbrauchsverbot gelten die Merkmale der Irreführung und Preisverzerrung als rein objektive, gegenüber der Preisbeeinflussungs- oder einer sonstigen manipulativen Absicht eigenständige und hiervon unabhängige Definitionsmerkmale; dementsprechend werden die Definitionen der s. 118 (2) (b) und (c) als vollkommen objektiv angesehen.⁹¹ Diese Einschätzung beruht zum einen darauf, dass die objektive Einwirkung auf die äußere Marktsituation von Angebot und Nachfrage in beiden

⁸⁷ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 510.

⁸⁸ Lenzen, S. 9, 12, 25.

⁸⁹ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One (29 April 1999), VII. 264-266.

⁹⁰ S.o. FN 11.

⁹¹ Davies, S. 782; Gleeson, S. 118, Rn 13-12; Toubé, in: Perry, S. 199 f.; Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 324 f.; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S.268 f.

Definitionen eine zentrale Rolle spielt: Das Gesetz selbst nennt die Marktsituation als Gegenstand, hinsichtlich dessen andere irreführt werden; und im Code of Market Conduct wird erläutert, dass ein verzerrter Preis das Resultat einer störenden Einwirkung auf das ordnungsgemäße Funktionieren der Marktkräfte und damit das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage ist.⁹² Zum anderen wird in der Literatur hervorgehoben, dass es im Bereich des Marktmissbrauchs nunmehr allein auf die Beurteilung des objektiven Täterverhaltens durch einen „regular user“ ankomme, nicht aber auf die innere Einstellung des Täters.⁹³ Ein „regular user“ ist nach der Legaldefinition in s. 118 (10) FSMA eine „vernünftige Person, die regelmäßig auf diesem Markt in den fraglichen Vermögenswerten handelt“; laut dem Code of Market Conduct der FSA handelt es sich um eine „hypothetische vernünftige Person“,⁹⁴ deren Standards nicht notwendigerweise dem tatsächlichen Verhalten realer Marktteilnehmer entsprechen.⁹⁵ Demnach wird das Verhalten des Täters letztlich nach einem objektiven Maßstab beurteilt: Das Merkmal der Irreführung setzt die Erzeugung eines objektiv irreführenden Eindrucks hinsichtlich der Angebots- oder Nachfragesituation oder des Preises voraus, und auch die Beurteilung von Verhalten als marktverzerrend erfolgt aus einer objektiven Perspektive.

Angelehnt an das britische Vorbild verfolgten ursprünglich auch die Schöpfer des Manipulationsverbots der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie (MMR) das Ziel, Manipulation lediglich anhand des äußeren Verhaltens des Täters zu definieren, ohne dessen Ziele und Absichten zu berücksichtigen.⁹⁶ Dies wurde schließlich jedoch nicht ganz so strikt durchgehalten wie in der britischen Regelung: In Art. 1.2 (a) HS 1 MMR (und im darauf beruhenden deutschen Manipulationsverbot des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG) wird manipulativer Handel zwar ohne Rückgriff auf eine bestimmte Absicht allein anhand der Tatfolgen der Irreführung und Preisverzerrung definiert; jedoch wurde zusätzlich der Ausnahmetatbestand

⁹² Vgl. die Erläuterungen zu s. 118 (2) (c) FSMA im Handbuch der FSA, MAR 1.6.3: “A person may not engage in behaviour that interferes with the proper operation of market forces and so with the interplay of proper supply and demand and so has a distorting effect.” Vgl. auch MAR 1.6.4: “Behaviour will amount to market abuse if the behaviour engaged in interferes with the proper operation of market forces with the purpose of positioning prices at a distorted level.” (Hervorhebungen im Original).

⁹³ Davies, S. 782, 784; Toube, in: Perry, S. 197 f.

⁹⁴ MAR 1.2.2.

⁹⁵ MAR 1.2.4.

⁹⁶ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Erläuterung zu Artikel 1; ebenso bereits FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 25.

des Art. 1.2 (a) HS 2 MMR normiert, der u.a. den Nachweis legitimer Gründe für das fragliche Transaktionsverhalten voraussetzt.⁹⁷

Auch in der Literatur zur europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie wird immer wieder hervorgehoben, dass die Manipulationsdefinition des Art. 1.2 (a) MMR in erster Linie auf das äußere Verhalten des Täters abstelle statt auf dessen Ziele und Absichten.⁹⁸ Da auch der Bezugspunkt von Irreführung und Verzerrung objektiv ist, nämlich in der äußeren Marktsituation besteht,⁹⁹ gelten die Merkmale der Irreführung und Preisverzerrung als objektive Schwerpunkte der Definition des Art. 1.2 (a) MMR, die durch das negative Merkmal des Fehlens eines legitimen wirtschaftlichen Grundes im Ausnahmetatbestand des Art. 1.2 (a) HS 2 MMR lediglich ergänzt werden.¹⁰⁰

c. Zweifel an der Tragfähigkeit objektiver Definitionen der handelsgestützten Manipulation

Die in s. 118 (2) (b), (c) FSMA 2000, Artikel 1.2 (a) MMR und § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG jeweils in leicht abgewandelter Form enthaltene Definition der handelsgestützten Marktmanipulation als Handelsverhalten, das andere Anleger hinsichtlich der Marktkräfte von Angebot und Nachfrage irreführt bzw. das Zusammenspiel dieser Kräfte stört und dadurch zu verzerrten Preisen führt, erinnert an eine verbreitete Formel, wonach unter Marktmanipulation allgemein eine unlautere Beeinflussung des Preisbildungsmechanismus bzw. des freien Spiels der Marktkräfte von Angebot und Nachfrage zu verstehen ist.¹⁰¹ Diese Formel geht jedoch nicht über die unmittelbare wörtliche Bedeutung des Begriffs der Manipulation als einer unerlaubten oder unerwünschten Form der Beeinflussung hinaus,

⁹⁷ Ebenso der hierauf beruhende Ausnahmetatbestand des § 20 a II 1 WpHG

⁹⁸ Vgl. Coffey/Somnier, 18 *Journal of International Banking Law and Regulation* (2003), S. 372 f., welche die Definition daher als „effect-based“ statt „intent-based“ bezeichnen; Moloney, S. 795 f.; ferner Dier/Fürhoff, AG 2002, S. 607, 609 f. (die dies allerdings als in der Praxis nicht realisierbar kritisieren).

⁹⁹ Preisverzerrung wird von FESCO ähnlich definiert wie im Code of Market Conduct der FSA, nämlich als Folge einer störenden Einwirkung auf das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage; FESCO/00-0961, Ziffer 20 c) ii).

¹⁰⁰ Coffey/Somnier, 18 *Journal of International Banking Law and Regulation* (2003), S. 373, betrachten den zweiten Halbsatz des Art. 1.2 (a) MMR („es sei denn, die Person, welche die Geschäfte abgeschlossen oder die Aufträge erteilt hat, weist nach, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass diese Geschäfte oder Aufträge nicht gegen die zulässige Marktpraxis auf dem betreffenden geregelten Markt verstoßen.“) als „defence“, die nur zur Anwendung kommt, wenn irreführendes oder preisverzerrendes Handelsverhalten gemäß Halbsatz 1 vorliegt; ebenso Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 206.

¹⁰¹ Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 297, 299; Pickholz/Pickholz, 9 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 118 f.; Lenzen, S. 3 m.w.N.; Watter, SZW 1990, S. 193, 194; IOSCO-Report, S. 8; Forum of European Securities Commissions FESCO/00-0961, Ziffer 19; in der US-amerikanischen Rechtsprechung beispielsweise *General Foods Corp. v Brannon*, 170 F.2d 220, 231 (7th Cir. 1948) sowie *Cargill Inc. v Hardin*, 452 F.2d 1154, 1163 (8th Cir. 1971); vgl. auch *United States v Russo*, 74 F.3d 1383, 1394 (2nd Cir. 1996).

erklärt also den Begriff Manipulation schlicht mit sich selbst. Sie ist nichts als ein Zirkelschluss, der die eigentlichen Frage offen lässt, nämlich welche Art der Beeinflussung unlauter ist und warum.¹⁰²

Eine Antwort hierauf bleiben auch die zitierten Vorschriften des FSMA, der MMR und des WpHG schuldig, da sie wiederum wertende Begriffe, nämlich die der Irreführung und Preisverzerrung bzw. der Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus, verwenden und damit zirkelschlüssig die negative Wertung, die bereits im zu definierenden Begriff der Manipulation steckt, wiederholen, ohne die Kriterien für eine solche Wertung zu benennen: Grundsätzlich ist jegliches Handelsverhalten de facto Bestandteil der preisbildenden Kräfte von Angebot und Nachfrage und fließt somit in die Preisbildung ein. Die genannten Vorschriften setzen jedoch stillschweigend voraus, dass nur bestimmte Formen von Handelsverhalten legitimerweise Bestandteil der Marktkräfte bzw. der Preisbildung sind und zu einem „richtigen“ Preis führen, während andere Formen von Handelsverhalten keine legitimen Elemente der Angebots- bzw. Nachfragesituation darstellen und deren Erscheinungsbild daher verfälschen, insoweit also „irreführend“ sind, bzw. das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage stören und somit zu einem „verzerrten“ oder „künstlichen“ Preis führen.¹⁰³ Nach welchen Kriterien jedoch Handelsverhalten entweder als legitim oder aber als irreführend bzw. preisverzerrend und damit als illegitim zu bewerten ist, ist diesen Definitionen nicht zu entnehmen.

Da s. 118 (2) (b), (c) FSMA 2000, Artikel 1.2 (a) MMR und § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG somit letztlich keine tauglichen objektiven Kriterien zur Unterscheidung zwischen legitimem und illegitimem (manipulativem) Handelsverhalten enthalten, erscheinen Zweifel daran gerechtfertigt, dass es solche objektiven Kriterien überhaupt gibt bzw. dass es möglich ist, handelsgestützte Manipulation ohne Rückgriff auf subjektive Kriterien wie die mit einer Transaktion verfolgte Absicht zu definieren. Diese Zweifel werden dadurch bestätigt, dass auch die Verfasser der Marktmissbrauchsrichtlinie offenbar der Tragfähigkeit einer allein auf den objektiven Merkmalen der Irreführung und Preisverzerrung beruhenden Definition – wie im Entwurf der MMR zunächst vorgesehen¹⁰⁴ – nicht trauten und den Tatbestand des Art. 1.2 (a) HS 1 MMR daher durch einen Ausnahmetatbestand ergänzten, der u.a. den Nachweis

¹⁰² Ebenso Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 507.

¹⁰³ Vgl. Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 507.

¹⁰⁴ Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.).

legitimer Gründe für das fragliche Transaktionsverhalten voraussetzt, also an die subjektive Einstellung des Täters anknüpft (Art. 1.2 (a) 2. Halbsatz MMR).

Hierzu sahen sie sich möglicherweise durch die Erläuterungen des s. 118 (2) (b), (c) FSMA 2000 im Code of Market Conduct der britischen Aufsichtsbehörde FSA veranlasst, worin zur Beurteilung der Marktmissbräuchlichkeit von Handelsverhalten trotz der Objektivität des gesetzlichen Tatbestands immer wieder ausdrücklich auf das Motiv des Handelnden abgestellt wird. So betrachtet die FSA etwa „künstliche“ Transaktionen als Verhalten, das einen falschen oder irreführenden Eindruck gemäß s. 118 (2) (b) FSMA 2000 hervorruft.¹⁰⁵ Bei der Definition künstlicher Transaktionen stellt sie unter anderem darauf ab, ob dem Handelsverhalten ein „legitimes wirtschaftliches Motiv“ zugrunde lag oder nicht.¹⁰⁶ Dieses fehlt laut Handbuch, wenn das einzige oder bestimmende Motiv der Transaktion darin bestand, andere zum Handel zu verleiten oder den Preis zu beeinflussen.¹⁰⁷ War die Transaktion hingegen mit der Übertragung eines wirtschaftlichen Risikos verbunden, spricht dies dem Code zufolge für ein Handeln aufgrund eines legitimen wirtschaftlichen Motivs.¹⁰⁸ Als Beispiele für Transaktionen, die typischerweise auf einem legitimen wirtschaftlichen Motiv beruhen, nennt der Code Transaktionen zur Ausnutzung von Steuervorteilen, zu Arbitragezwecken und Leihgeschäfte zur Befriedigung einer wirtschaftlichen Nachfrage nach dem betreffenden Vermögensgegenstand.¹⁰⁹ Auch der Test der FSA zur Prüfung, ob Preisverzerrung im Sinne von s. 118 (2) (c) FSMA 2000 vorliegt,¹¹⁰ stellt auf eine entsprechende Absicht des Handelnden ab: Marktmissbräuchlich ist demnach ein störendes Einwirken auf das ordnungsgemäße Funktionieren der Marktkräfte in der Absicht, Preise auf einem verzerrten Niveau zu positionieren.¹¹¹ Als Beispiele nennt der Code Preisbeeinflussung („price positioning“) und „Abusive Squeezes“ und definiert beides wiederum unter Rückgriff auf das Merkmal der Preisbeeinflussungsabsicht.¹¹² Handelt der Täter mit

¹⁰⁵ Vgl. den entsprechenden „Test“ im ersten Teil des Handbuches der FSA, „Code of Market Conduct“, MAR 1.5.

¹⁰⁶ MAR 1.5.8 (4).

¹⁰⁷ MAR 1.5.9.

¹⁰⁸ MAR 1.5.12.

¹⁰⁹ MAR 1.5.24.

¹¹⁰ MAR 1.6.

¹¹¹ MAR 1.6.4, s.o. FN 37.

¹¹² MAR 1.6.9 und 1.6.13.

Preisbeeinflussungsabsicht, schließt der Code ferner die Annahme eines (zugleich vorliegenden) legitimen wirtschaftlichen Motivs aus.¹¹³

Die britische Kommentarliteratur zum FSMA betrachtet die im Code of Market Conduct genannten subjektiven Definitionselemente als über den gesetzlichen Tatbestand hinausgehende und von der FSA lediglich aus Billigkeitgründen zusätzlich geforderte Voraussetzungen.¹¹⁴ Angesichts der oben dargelegten Defizite der allein auf die objektiven Merkmale der Irreführung und Preisverzerrung abstellenden Marktmissbrauchsdefinition des s. 118 (2) (b), (c) FSMA 2000 ist jedoch zu vermuten, dass die FSA die gesetzliche Definition ebenfalls als unzureichend zur Bewertung der Legitimität von Handelsverhalten betrachtet und sich deswegen zum Rückgriff auf subjektive Kriterien gezwungen sieht.

3. Fazit

Die genannten Zweifel legen die Vermutung nahe, dass es tatsächlich nicht möglich ist, das Phänomen der handelsgestützten Preismanipulation allein anhand objektiver Kriterien und ohne Rückgriff auf subjektive Merkmale wie die mit einer Transaktion verfolgte Absicht zu definieren. Jedoch fehlt es an einer theoretischen Begründung dafür, dass die Legitimität von Handelsverhalten lediglich von der damit verfolgten Absicht des Anlegers abhängen kann, sowie an einem überzeugend fundierten Maßstab, anhand dessen der manipulative Charakter möglicher Absichten geprüft werden kann. Im folgenden wird der Versuch unternommen, eine solche Begründung zu entwickeln und geeignete Legitimitätskriterien herauszuarbeiten.

¹¹³ MAR 1.6.10.

¹¹⁴ Davies, S. 783 f.; Toubé, in: Perry, S. 199 f.; Coffey/Sommer, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 325; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 269.

II. Bestimmung des Zwecks eines Verbots der handelsgestützten Marktmanipulation

1. Zweckbezug als Ausgangspunkt der Suche nach einer Definition

Ausgangspunkt der Formulierung einer Definition ist stets die Funktion, welche die Definition in einem gegebenen Kontext erfüllen, bzw. der Zweck, dem sie dienen soll. Zur Entwicklung einer funktionstüchtigen Definition ist daher zunächst Klarheit über den beabsichtigten Zweck der Definition zu gewinnen.

Der Zweck der Definition der handelsgestützten Marktmanipulation besteht darin, mit Hilfe eines entsprechenden Verbots die negativen Folgen eines manipulierten Preises zu vermeiden. Zu diesem Zweck ist der Begriff der handelsgestützten Manipulation so zu definieren, dass er sämtliche Formen von Handelsverhalten erfasst, welche den Preisbildungsprozess so beeinflussen, dass es zu negativen Folgen kommt. Die möglichen negativen Folgen einer fehlerhaften Preisbildung werden im folgenden Abschnitt dargestellt.

2. Schädliche Folgen von Manipulation

Worin die schädlichen Folgen einer Preismanipulation bestehen können, zeigt sich, wenn man die Funktion des Preises im Gefüge des Marktmechanismus' betrachtet: Der Marktpreis liefert den Anlegern Informationen über die relative Qualität und den Unternehmenswert verschiedener Emittenten sowie über die Renditeaussichten der emittierten Papiere.¹¹⁵ Er stellt somit einen zentralen Faktor der Investitionsentscheidungen der Anleger dar und ist mitbestimmend dafür, wohin das Anlage suchende Kapital fließt. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive funktioniert diese Lenkung der Kapitalströme („Kapitalallokation“) dann optimal, wenn das Kapital der Anleger durch die „unsichtbare Hand“ des Marktes zu den effizientesten Kapitalnachfragern gelenkt wird, also zu den Emittenten, welche die höchste Rendite bieten.¹¹⁶ Eine Grundvoraussetzung für eine solche optimale Kapitalallokation ist ein korrekter, unbeeinflusst zustande gekommener Börsenkurs.¹¹⁷

¹¹⁵ Lenzen, S. 53; Watter, SZW 1990, S. 195. Dass Preise Träger von Information sind, ist eine anerkannte Aussage der modernen Markttheorie; vgl. Hayek, 35 American Economic Review (1945), S. 519; Grossman, 31 Journal of Finance (1976), S. 573 f.; ders., 48 Review of Economic Studies (1981), S. 541.

¹¹⁶ Assmann, in Assmann/Schütze, § 1 Rn 24; Lenzen, S. 53; Jean-Richard, SZW 1995, S. 261.

¹¹⁷ Lenzen, S. 53 f.; Schweizer, S. 38.

Hingegen beeinträchtigt eine schädliche Beeinflussung der Preisbildung diese Lenkungsfunktion des Preises und führt zu einer Fehlleitung des Anlagekapitals.¹¹⁸ Wenn die Preise Risiko und Ertrag der Anlagen nicht korrekt widerspiegeln, können die Emittenten dem Markt den wahren Wert ihres Unternehmens bzw. ihrer Aktien nicht signalisieren, so dass die Anleger zu fehlerhaften Investitionsentscheidungen veranlasst werden. Emittenten, deren Papiere infolgedessen unterbewertet sind, haben unangemessen hohe Kapitalkosten und können zu Übernahmekandidaten werden, während eine Überbewertung zu niedrigen Kapitalkosten und damit zu einem ökonomisch nicht gerechtfertigten Wettbewerbsvorteil der betroffenen Emittenten führt. Durch Manipulationen geschädigte Emittenten könnten sich veranlasst sehen, neue Papiere fortan an anderen, manipulationsfreien Märkten auszugeben, bzw. könnten potentielle neue Emittenten von vornherein von der Unberechenbarkeit der Kapitalkosten an dem betreffenden Markt abgeschreckt werden und für eine Erstemission auf einen manipulationsfreien Markt ausweichen. Infolgedessen sänke die Bandbreite der auf dem betreffenden Markt gehandelten Finanzinstrumente, wodurch der betreffende Markt an Attraktivität für die Anleger verlöre. Zudem könnten diejenigen Anleger, die infolge der Manipulation zu einem überhöhten Kurs kaufen bzw. einem zu niedrigen Kurs verkaufen und dadurch Verluste erleiden,¹¹⁹ ihr Vertrauen in den betreffenden Markt verlieren und sich vom Handel auf diesem Markt zurückziehen.¹²⁰ Ein Schrumpfen der Anlegerzahl und damit eine Verringerung der Liquidität des Marktes würde einerseits steigende Transaktionskosten für die verbliebenen Anleger nach sich ziehen,¹²¹ andererseits zu einem Absinken des Kursniveaus der gehandelten Vermögensgegenstände und damit zu höheren Kapitalkosten für die verbliebenen Emittenten führen,¹²² so dass die sogenannte Kapitalaufbringungsfunktion des Marktes beeinträchtigt würde.¹²³ Auf diese Weise kann Manipulation eine Abwärtsspirale in Gang setzen, in deren Verlauf der betreffende Markt langfristig sowohl für Anleger als

¹¹⁸ Lenzen, S. 53; Schweizer, S. 38; Moloney, S. 776; Page/Ferguson, S. 35.

¹¹⁹ Lenzen, S. 52; Watter, SZW 1990, S. 196; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 298; IOSCO-Report, S. 2.

¹²⁰ Lenzen, S. 52, 54 m.w.N.; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 298; Moloney, S. 776; Page/Ferguson, S. 35; IOSCO-Report, S. 2; Code of Market Conduct der FSA, MAR 1.5.3 und 1.6.3; FESCO, A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffern 1 und 2.

¹²¹ Code of Market Conduct der FSA, MAR 1.5.3.

¹²² Lenzen, S. 54 m.w.N.; FESCO, A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 2.

¹²³ Lenzen, S. 54 f.

auch für Emittenten an Attraktivität verliert und im Wettbewerb mit anderen, wirksamer vor Manipulation geschützten Märkten unterliegt.¹²⁴

Schließlich ist zu bedenken, dass der Börsenkurs der Aktien eines Unternehmens in vielfältigen wirtschaftlichen Zusammenhängen als objektiver Anhaltspunkt bei der Bestimmung des Werts des betreffenden Unternehmens herangezogen wird, etwa zur Berechnung der angemessenen Preisspanne im Rahmen von Unternehmensveräußerungen, der Abfindung oder des variablen Ausgleichs bei Abschluss eines Unternehmensvertrages (§§ 304 f. AktG), der angemessenen Verschmelzungwertrelation bei der Aktiengewährung im Rahmen einer Eingliederung (§ 320 b I AktG) sowie die Abfindungshöhe beim Squeeze Out (§§ 327 a ff. AktG), des angemessenen Umtauschverhältnisses von Aktien bei Verschmelzung (§ 5 I Nr. 3 UmwG), Spaltung (§ 123 ff. UmwG) und Formwechsel (§ 190 ff. UmwG), sowie zur Ermittlung des Wertansatzes von Gegenständen des Anlagevermögens zu Bilanzierungszwecken.

So ist für die Bestimmung des Verkehrswerts börsennotierter Aktien bei Unternehmensvertrag, Eingliederung und Squeeze Out nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung der durchschnittliche Börsenkurs während eines Zeitraums von drei Monaten vor der Hauptversammlung, welche über die jeweilige Maßnahme (Abschluss des Unternehmensvertrages, Eingliederung etc.) beschließt, als Mindestgrenze heranzuziehen.¹²⁵

Auch das juristische Schrifttum betrachtet den Börsenkurs als Untergrenze des Anteilswerts im Fall der Abfindung¹²⁶ bzw. darüber hinaus sogar als Normalfall der Abfindungshöhe.¹²⁷

Streit herrscht im juristischen Schrifttum derzeit allerdings noch über die höchstrichterlich

¹²⁴ FESCO, A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffern 1 und 2. Dies wird durch empirische Untersuchungen bestätigt, denen zufolge in Staaten mit strengeren Anlegerschutzregeln die Kapitalmärkte tiefer und liquider sind und ein höheres Kursniveau aufweisen, die Zahl der Neuemissionen höher und die Kapitalallokation insgesamt effizienter ist als in Staaten mit weniger strenger Regulierung; Moloney, 40 Common Market Law Review (2003), S. 842 m.w.N.

¹²⁵ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 567 f. – DAT/Altana, sowie BGHZ 147, 108, wonach ein Minderheitsaktionär, der aus einer in einem Vertragskonzern beherrschten AG ausscheidet, in der Regel einen Abfindungsanspruch (§ 305 AktG) in Höhe des Börsenkurses als Mindestanspruch hat, es sei denn, der Börsenkurs spiegelt den Verkehrswert ausnahmsweise nicht wider, etwa im Fall einer Kursmanipulation oder wenn längere Zeit praktisch überhaupt kein Handel in den Aktien stattgefunden hat. Dasselbe gilt grundsätzlich auch im Rahmen der Bestimmung des Ausgleichsanspruchs nach § 304 AktG beim variablen Ausgleich, vgl. BVerfG, Beschluss vom 08.09.1999 – 1 BvR 301/89, AG 2000, S. 40, 41 – Hartmann & Braun, sowie bei der „übertragenden Auflösung“ (auflösungsbedingten Übertragung), vgl. BVerfG, Beschluss vom 23.08.2000 – 1 BvR 68/95 und 147/97, AG 2001, S. 42 – Moto Meter. Zur zivilrechtlichen Umsetzung der Vorgaben des BVerfG im DAT/Altana-Beschluss zur Wahl des Referenzkurses bzw. des relevanten Zeitraums vgl. OLG Stuttgart, DB 2000, S. 709, 710.

¹²⁶ Hüffer, AktG, 7. Aufl., § 305 Rn 24c; ähnlich Henze, FS Lutter, 2000, S. 1101, 1110.

¹²⁷ Krieger, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4, 2. Aufl., § 70 Rn 106; Busse von Colbe, FS Lutter, 2000, S. 1053, 1064; W. Müller, FS Röhrich, 2005, S. 1015, 1020 ff.; Luttermann, ZIP 1999, S. 45, 47 f.

noch nicht entschiedene Frage, ob der Börsenkurs in der vom Bundesverfassungsgericht und vom BGH zu Unternehmensvertrag, Eingliederung und Squeeze Out entwickelten Weise auch im Rahmen von Verschmelzungen heranzuziehen ist.¹²⁸

Der Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) zieht Börsenkurse grundsätzlich lediglich zur Beurteilung der Plausibilität eines nach den „Grundsätzen“ des IDW¹²⁹ ermittelten Unternehmens- oder Anteilswerts hinzu,¹³⁰ schwenkt aber für die Anteilsbewertung in den Fällen des Abschlusses eines Unternehmensvertrags, der Eingliederung und des Squeeze Out auf die Linie der dargestellten höchstrichterlichen Rechtsprechung ein.¹³¹

Insofern kommt dem Kapitalmarkt eine Bewertungsfunktion zu, welche durch Manipulationen beeinträchtigt wird.¹³² Allerdings setzen eine optimale Kapitalaufbringung und –bewertung ihrerseits eine funktionierende Kapitalallokation voraus, so dass diese Marktfunktionen im Verhältnis zur Allokationsfunktion nur sekundär sind.¹³³

3. Schutz überindividueller Marktfunktionen versus individueller Vermögensschutz

Sämtliche soeben beschriebenen negativen Folgen der Preismanipulation lassen sich als Auswirkungen einer Beeinträchtigung der Lenkungsfunktion des Preises und der darauf beruhenden Allokationsfunktion des Kapitalmarktes beschreiben. Es verwundert daher nicht, dass in Gesetzesbegründungen zu Manipulationsverboten und der einschlägigen Literatur als Normzweck häufig der Schutz dieser Lenkungsfunktion bzw. damit zusammenhängende überindividuelle Schutzzwecke wie der Schutz der Preisbildung oder des Vertrauens der Anleger in die Integrität des Marktes angegeben werden.¹³⁴ Daneben wird als mittelbarer

¹²⁸ Vgl. dazu die Übersicht über die Rechtsprechung der Instanzgerichte und das Schrifttum bei Hüffer, AktG, 7. Aufl., § 305 Rn 24 j und k.

¹²⁹ Grundsätze des IDW zu Durchführung von Unternehmensbewertungen, IDW ES 1 n.F. – Stand: 30.12.2004, verabschiedet vom Hauptfachausschuss des IDW am 09.12.2004.

¹³⁰ Vgl. Nr. 2.4 Rn 13, Nr. 3 Rn 14-16 und Nr. 7.5.1 Rn 153 der Grundsätze des IDW; vgl. dazu auch Hüffer, AktG, 7. Aufl., § 305 Rn 24 b.

¹³¹ Vgl. Nr. 3 Rn 16 der Grundsätze des IDW.

¹³² Lenzen, S. 55 m.w.N.

¹³³ Ähnlich Altenhain, BB 2002, S. 1875 FN 15.

¹³⁴ Zu § 88 BörsG 1986: Begr. RegE, BT-Drs. 10/318, S. 45 („Schutz der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung“); Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 1; Groß, § 88 BörsG Rn 1; Kümpel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., § 15 Rn 186; Park, BB 2001, S. 2069; Schwark, 2. Aufl., § 88 Rn 1; Weber, NZG 2000, S. 114; Lenzen, S. 159. Zu § 20 a WpHG a.F.: Begr. RegE, BT-Drs. 14/8017, S. 89, 249; Möller, WM 2002, S. 313; Rieckers, BB 2002, S. 1215. Zu § 20 a WpHG n.F.: Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a

Zweck eines Manipulationsverbots auch der Schutz der Vermögen der Anleger genannt.¹³⁵ Teilweise wird der Anlegerschutz jedoch als Hauptzweck anstelle des Schutzes der Allokationsfunktion¹³⁶ oder zumindest als gleichberechtigter weiterer Zweck¹³⁷ angesehen. Dies wirft die Frage auf, ob und inwiefern der Zweck des Anlegerschutzes bei der Entwicklung der Definition der handelsgestützten Manipulation berücksichtigt werden sollte. Eine allein am Zweck des Anlegerschutzes ausgerichtete Definition würde zu kurz greifen, da sie nicht geeignet wäre, alle der erwähnten schädlichen Manipulationsfolgen zu erfassen. Zum einen ist die Konzeption der Manipulation als individualschädigend schon deswegen verfehlt, weil Manipulationen eine unbestimmte, vom Täter nicht vorhersehbare und kontrollierbare Vielzahl von Marktteilnehmern schädigen und somit einen

Rn 16; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 15. Vgl. auch die Ziffern (2) und (12) der Präambel der Marktmissbrauchsrichtlinie, die als Ziel der Vorschriften zur Bekämpfung der Marktmanipulation die Sicherung der Marktintegrität und die Stärkung des Vertrauens der Anleger nennen, welche wiederum Voraussetzungen eines effizienten, reibungslos funktionierenden integrierten Finanzmarkts seien; vgl. auch Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Allgemeine Erläuterungen, Abs. 4. Vgl. ferner FESCO, A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffern 1 und 2, wo als Ziele der Bekämpfung von Marktmissbrauch die Stärkung des Anlegerschutzes, die Gewährleistung niedriger Kapitalkosten für Unternehmen und die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte angegeben werden. Auch der Regierungsentwurf des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes vom 28.10.2004, durch das u.a. die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie in deutsches Recht umgesetzt wurden, nennt als Ziele die weitere Stärkung des Kapitalmarktes und der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland durch die Wiederherstellung des Vertrauens der Anleger, was u.a. durch die Verbesserung des Schutzes der Anleger vor unzulässigen Marktpraktiken erreicht werden soll; vgl. RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.5.2004, S. 26. Auch die IOSCO empfiehlt eine wirksame Bekämpfung der Marktmanipulation zur Stärkung des Vertrauens der Anleger in die Fairness des Handels, da dies wiederum die Liquidität und Effizienz der Märkte fördert; vgl. IOSCO-Report, S. 4. Zum Zweck des Marktmissbrauchsregimes des FSMA vgl. Code of Market Conduct der FSA, MAR 1.5.3 und 1.6.3 (Schutz des Vertrauens der Anleger in die Integrität des Marktes, dadurch Gewährleistung von Marktliquidität und –effizienz). Hingegen gilt im US-amerikanischen Recht der Anlegerschutz als primärer Zweck der gegen Manipulation gerichteten Vorschriften; vgl. Lenzen, S. 61 m.w.N.

¹³⁵ Zu § 88 BörsG 1986: Begr. RegE, BT-Drs. 10/318, S. 46; Fuhrmann, in: Erbs/Kohlhaas, § 88 BörsG Rn 2. Zu § 20 a WpHG: Begr. RegE, BT-Drs. 14/8017, S. 1, 62 f.; Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 16.

¹³⁶ Rodewald/Siems, BB 2001, S. 2439; Altenhain, BB 2002, S. 1875, mit dem Argument, der Anerkennung und strafrechtlichen Absicherung des Universalrechtsguts der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes bedürfe es nicht, da das Ziel der Kapitalallokation am besten erreicht werde, wenn jeder Marktteilnehmer unmanipuliert über sein Vermögen verfüge; dies gewährleiste ein unbeeinflusstes Spiel der Marktkräfte; folglich bliebe allein der Zweck des Vermögensschutzes der Marktteilnehmer übrig. Altenhain verkennt jedoch, dass individuell optimales Verhalten ökonomischer Akteure keineswegs in jedem Fall zu makroökonomisch gesehen optimalen Ergebnissen führt. Bei Bestehen eines Marktversagens führt individuell optimales Verhalten vielmehr zu insgesamt suboptimalen Ergebnissen. Für die Frage nach dem Wesen der handelsgestützten Manipulation kann die Frage der Erforderlichkeit der Regulierung mit strafrechtlichen oder sonstigen Mitteln allerdings zunächst dahin stehen; s. ausführlich hierzu unten B.II.

¹³⁷ Lenzen, ZBB 2002, S. 284; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 322; Tripmaker, wistra 2002, S. 291; Ziouvas, ZGR 2003, S. 143 f.; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 15; in diese Richtung auch Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316.

gemeingefährlichen¹³⁸ Charakter haben. So werden regelmäßig nicht nur die mit dem Täter selbst handelnden Anleger geschädigt, sondern sämtliche auf der Marktgegenseite des Täters handelnde Anleger. Darüber hinaus können auch Anleger geschädigt werden, die mit auf den manipulierten Vermögenswert bezogenen Finanzinstrumenten handeln – sowohl auf dem betroffenen Markt als auch auf anderen Märkten. Schließlich können, wie oben erläutert, nicht nur Anleger, sondern auch Emittenten Vermögensschäden durch Manipulationen erleiden. Vor allem aber zeigt die obige Darstellung, dass Manipulationen nicht nur zu Schäden der unmittelbar betroffenen Anleger und Emittenten führen können, sondern infolge der möglichen Beeinträchtigung der Liquidität und Effizienz der betroffenen Märkte auch zu mittelbaren Schäden der übrigen Marktteilnehmer sowie der Marktveranstalter.

Zum anderen ist zu bedenken, dass sich die negativen Folgen der Fehlleitung von Anlagekapital keineswegs in der Summe der individuellen Vermögensschäden der Marktteilnehmer erschöpfen: Manipulationen begünstigen nicht nur den Täter, sondern generieren auch zufällige Vermögensvorteile von Anlegern und Emittenten – etwa derjenigen Anleger, die infolge der Manipulation zu einem künstlich niedrigen Kurs kaufen bzw. zu einem überhöhten Kurs verkaufen, oder derjenigen Emittenten, deren Kapitalkosten infolge einer Überbewertung der von ihnen begebenen Papiere sinken. Wie oben dargestellt, sind jedoch auch derartige individuelle Vermögensvorteile aus makroökonomischer Perspektive als negative Manipulationsfolgen anzusehen.

Charakteristisch für Manipulationen ist demnach, dass sie sowohl zu individuellen Vermögensschäden als auch zu individuellen Vermögensvorteilen einer unbestimmten und unvorhersehbaren Vielzahl von Personen führen. Die negativen Folgen von Manipulationen bestehen somit in zufälligen Umverteilungen von Vermögen zwischen einer Vielzahl von Marktteilnehmern einschließlich des Täters, also in einem multilateralen Kontext; im Gegensatz dazu bestehen die schädigenden Folgen von Vermögensdelikten typischerweise in bilateralen Vermögensverschiebungen zwischen Täter und Opfer, etwa im Fall des Betrugs in der Bereicherung des Täters auf Kosten der von ihm getäuschten Opfer.¹³⁹ Bei der

¹³⁸ Als „gemeine Gefahr“ ist eine konkrete Gefahr für eine unbestimmte Zahl von Menschen oder zahlreiche Sachen von mindestens insgesamt hohem Wert anzusehen, vgl. Tröndle/Fischer, § 243 Rn 21; RG 75, 70. „Gemeingefährlich“ handelt jemand, der Kräfte, insbesondere Naturgewalten, in Bewegung setzt, deren Auswirkungen auf eine unbestimmte Vielzahl von Menschen oder Sachwerten er nicht in der Hand hat; vgl. Tröndle/Fischer, Vor § 306 Rn 1; RG 56, 96; RG 5, 309.

¹³⁹ Angesichts dieses fundamentalen Wesensunterschiedes zwischen der Marktmanipulation und klassischen Vermögensdelikten wie dem Betrug wäre es daher auch verfehlt, einen Manipulationsstraftatbestand als

Konzeption der Manipulation als Vermögensschädigung bestimmter Individuen bliebe daher ein Großteil der schädlichen Auswirkungen von Manipulationen außer Betracht. Nach alledem kann eine funktionstüchtige Definition nur ausgehend vom Zweck des Schutzes überindividueller Marktfunktionen entwickelt werden.

Die Manipulationsdefinition braucht daneben auch nicht auf den Zweck des individuellen Vermögensschutzes als Nebenzweck ausgerichtet zu werden, da dies keinen zusätzlichen Nutzen für die Entwicklung einer funktionstüchtigen Definition bringen würde. Vielmehr wird eine am Zweck des Schutzes der Allokationsfunktion ausgerichtete Definition geeignet sein, sämtliche individualschädigenden Handlungen zu erfassen, da individuelle Vermögensschäden Folgen von Störungen der Allokationsfunktion darstellen. Der Individualschutz geht somit im weitergehenden, überindividuellen Zweck des Schutzes der Marktfunktionen auf¹⁴⁰ und spielt, jedenfalls für den hier in Rede stehenden Zweck der Definitionsentwicklung, keine eigenständige Rolle.

4. Vom Schutz der Allokationsfunktion zum Schutz der Preiswahrheit

Zum Schutz der Allokationsfunktion (und der darauf beruhenden Marktfunktionen der Kapitalaufbringung und –bewertung) muss der Preisbildungsprozess vor Beeinflussungen geschützt werden, welche die beschriebene Lenkungs- und Hinweiskfunktion des Preises dadurch gefährden, dass sie seinen Informationsgehalt schmälern; denn der Preis erfüllt seine Lenkungsfunktion umso besser, je besser sein Informationsgehalt ist.¹⁴¹ Optimalerweise reflektiert der Preis die wahre wirtschaftliche Situation der Emittenten und damit den wahren Wert der von diesen emittierten Wertpapiere. Ein solcher optimaler Informationsgehalt des Preises setzt zweierlei voraus:

Erstens müsste der Preis alle existierenden bewertungserheblichen Informationen über den betreffenden Vermögenswert jederzeit vollständig widerspiegeln.¹⁴² Die bewertungserheblichen Informationen lassen sich in drei Gruppen einteilen: die erste Gruppe besteht in den vom Markt selbst erzeugten Informationen über den historischen Handel in dem Vermögenswert und die daraus resultierenden Preisbewegungen; die zweite in den

„Vorfeldtatbestand zum Betrug“ (Altenhain, BB 2002, S. 1877) bzw. als Vermögensdelikt zu konzipieren (so der Vorschlag von Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316).

¹⁴⁰ Vgl. auch Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 16, der darauf hinweist, dass das von einem Manipulationsverbot geschützte Rechtsgut komplex sei und sowohl individuelle als auch überindividuelle Elemente aufweise.

¹⁴¹ Assmann, in Assmann/Schütze, § 1 Rn 24; Schweizer, S. 38; Lenzen, S. 53 f.

¹⁴² Assmann, in Assmann/Schütze, § 1 Rn 24; Schweizer, S. 38; Lenzen, S. 53 f.

bewertungserheblichen Informationen über den jeweiligen Emittenten und die von ihm ausgegebenen Wertpapiere, welche öffentlich bekannt gemacht worden sind (z.B. durch die Aufnahme der Information in den Jahresabschluss); die dritte schließlich in den bereits existierenden, jedoch noch unveröffentlichten bewertungserheblichen Informationen über den Emittenten und seine Wertpapiere. Die Geschwindigkeit und Vollständigkeit, mit der Informationen in den Marktpreis eingearbeitet werden, hängt von der Informationseffizienz des Marktes ab. Für einen optimalen Informationsgehalt der Marktpreise müssten sämtliche existierenden Informationen (einschließlich der unveröffentlichten) sofort nach ihrer Entstehung in die Preisbildung einfließen; auf dem Markt müsste also vollständige Informationseffizienz herrschen.¹⁴³

Selbst bei vollständiger Informationseffizienz kann der Preis jedoch vom wahren Wert des Vermögensgegenstandes abweichen, wenn unzutreffende Informationen in die Preisbildung einfließen. Daher lautet die zweite Voraussetzung für einen optimalen Informationsgehalt von Preisen, dass alle auf einem Markt über einen Vermögensgegenstand vorhandenen Informationen zutreffend sein müssen.¹⁴⁴ Reflektieren Preise nur zutreffende Informationen, gilt der Markt als „fundamental effizient“.¹⁴⁵

In der Realität herrschen allerdings weder vollständige Informationseffizienz¹⁴⁶ noch vollständige fundamentale Effizienz; vielmehr weichen Marktpreise vom wahren Wert des jeweiligen Vermögensgegenstandes ab. Die Verbesserung der fundamentalen Effizienz von Märkten wird teilweise als ökonomische Rechtfertigung für das Verbot der informationsgestützten Manipulation, d.h. der Manipulation durch die Verbreitung falscher Informationen, angesehen.¹⁴⁷ Dementsprechend besteht eine Voraussetzung dafür, dass Handelsverhalten als illegitim und damit möglicherweise auch als manipulativ anzusehen ist, darin, dass das betreffende Handelsverhalten die fundamentale oder informationelle Effizienz von Märkten und damit die Preiswahrheit schmälert.

Dies führt zu der Frage, inwiefern Transaktionsverhalten überhaupt den Informationsgehalt von Preisen beeinflusst. Im folgenden wird daher im Licht der einschlägigen

¹⁴³ So die „Efficient Market Hypothesis“, dazu unten III.2.a.

¹⁴⁴ Assmann, in Assmann/Schütze, § 1 Rn 24; Schweizer, S. 38; Lenzen, S. 53 f.

¹⁴⁵ Cunningham, 62 George Washington Law Review (1994), S. 563-566; ders., 51 Washington & Lee Law Review (1994), S. 852-854; Franco, Columbia Business Law Review (2002), S. 250 f.

¹⁴⁶ S. u. III.2.b.

¹⁴⁷ Bountas, 92 Columbia Law Review (1992), S. 1536 f.

wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zunächst der Zusammenhang zwischen Transaktionsverhalten und Preisbildung dargestellt.

III. Zusammenhang zwischen Transaktionsverhalten und Preisbildung

1. Preise als Resultate informierter Investitionsentscheidungen

Der sogenannten Informationshypothese („Information Hypothesis“) zufolge¹⁴⁸ stellt Transaktionsverhalten die Umsetzung von Investitionsentscheidungen dar, die auf der Sammlung und Bewertung von Informationen beruhen. Aufgrund dieses individuellen Informationsverarbeitungsprozesses entscheidet der Anleger, für eine bestimmte Menge eines Vermögensgegenstandes einen bestimmten Preis zu offerieren bzw. zu akzeptieren. Marktpreise lassen sich demnach als Resultate informierter Investitionsentscheidungen der Marktteilnehmer begreifen. Sie bündeln die den Entscheidungen zugrundeliegenden verschiedenartigen Informationen¹⁴⁹ und erlauben dadurch anderen Anlegern wiederum Rückschlüsse auf diese Informationen.

Dies zeigt sich insbesondere daran, dass sich unveröffentlichte Informationen über einen Emittenten im Transaktionsverhalten derjenigen Anleger, die Zugang zu diesen privaten Informationen haben, bzw. in den daraus resultierenden Preisen widerspiegeln.¹⁵⁰ Nach Gilson und Kraakman lässt sich die Existenz neuer unveröffentlichter Informationen auf zweierlei Weise erkennen: entweder durch die Beobachtung des Handelsverhaltens von Insidern („trade decoding“), was jedoch deren Identifizierung als solche voraussetzt,¹⁵¹ oder durch die Beobachtung der Preis- und Mengenentwicklung („price decoding“).¹⁵² Als Indikatoren für die Existenz privater Informationen sowie für deren Preisimplikation (also dafür, ob es sich um eine „gute“ oder „schlechte“ Information handelt) gelten insbesondere Angebote über große Mengen eines Vermögenswertes.¹⁵³ Begründet wird dies damit, dass

¹⁴⁸ Gilson/Kraakman, 70 Virginia Law Review (1984), S. 572-579; vgl. auch die Darstellungen bei Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 514 f. m.w.N., und Thel, 79 Cornell Law Review (1994), S. 240-247.

¹⁴⁹ Verrecchia, 50 Econometrica (1982), S. 1415.

¹⁵⁰ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 515.

¹⁵¹ Auf den meisten Märkten oder Handelsplattformen läuft der Handel anonym ab. Allerdings haben manche Gruppen von Marktteilnehmern durchaus Informationen über die Identität oder die Handelsabsichten bestimmter anderer Anleger. Beispielsweise können Marktmacher aus der Abfolge der Geschäftsaufträge in ihren Büchern Schlüsse auf die weitere Entwicklung des Orderflusses ziehen; Terminhändler können Informationen darüber haben, in welche Richtung (Kauf/Verkauf) bestimmte Anleger in naher Zukunft handeln müssen; und Makler kennen möglicherweise nicht nur die Identität, sondern auch die künftigen Handelsabsichten bestimmter Anleger. Vgl. O'Hara, S. 260.

¹⁵² Gilson/Kraakman, 70 Virginia Law Review (1984), S. 572-579. Die Abfolge der Preise (Sequenz) stellt dabei eine gegenüber der Betrachtung einzelner Preise eigenständige Informationsquelle dar, O'Hara S. 155 ff.

¹⁵³ Easley/O'Hara, dargestellt bei O'Hara, S. 66 ff. und 160 ff.; Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 515 m.w.N.

informierte Anleger umso mehr von ihrem Informationsvorsprung profitieren, je größere Mengen eines Vermögenswerts sie zu dem von ihnen als unangemessenen eingestuften Kurs handeln können. Wegen dieser Neigung zu größeren Handelsmengen ist davon auszugehen, dass Angebote über überdurchschnittliche Mengen mit höherer Wahrscheinlichkeit von informierten als von uninformierten Anlegern herrühren.¹⁵⁴ Als weiteres Anzeichen für die Existenz neuer privater Informationen gilt ein Ungleichgewicht zwischen Kauf- und Verkaufsangeboten. Dem liegt die Überlegung zugrunde, dass sich uninformierte Anleger auf beiden Seiten des Marktes etwa die Waage halten, während sich diejenigen, die Zugang zu privaten Informationen haben, im Fall der Existenz solcher Informationen auf einer Seite des Marktes häufen werden; aus der Verteilung der Angebote auf beiden Seite des Marktes können Marktmacher daher auf den Wahrscheinlichkeitsgrad der Existenz privater Informationen schließen.¹⁵⁵ Ferner sollen auf einem Markt, für den ein Verbot von Leerverkäufen gilt, Zeitspannen ohne Handelstätigkeit die Existenz negativer privater Informationen signalisieren.¹⁵⁶

Wie das letzte Beispiel verdeutlicht, sind sowohl die Bedeutung der genannten Indikatoren wie auch der Informationsgehalt von Preisen und historischem Handelsverhalten insgesamt abhängig von der Organisationsstruktur¹⁵⁷ und den Handelsregeln, insbesondere Transparenzvorschriften¹⁵⁸ des jeweiligen Marktes. Denn diese Faktoren bestimmen, wie viele und welche Informationen über den Handelsverlauf bestimmten Anlegergruppen¹⁵⁹ auf

¹⁵⁴ O'Hara, S. 66 ff., 160 ff.

¹⁵⁵ Glosten/Milgrom, 14 *Journal of Financial Economics* (1985), S. 71 ff.

¹⁵⁶ Diamond/Verrecchia, dargestellt bei O'Hara, S. 169 ff., S. 173; Easley/O'Hara (dargestellt bei O'Hara, S. 174 ff.) kommen allerdings zu dem Ergebnis, dass Intervalle ohne Handelstätigkeit auf Märkten ohne ein solches Verbot im Gegenteil gerade auf das Fehlen neuer Informationen hinweisen.

¹⁵⁷ Märkte können als kontinuierliche Auktion, als Auktion mit Kursfeststellung zu bestimmten Zeiten oder als kontinuierlicher Handel mit Hilfe von Marktmachern organisiert sein; vgl. O'Hara, 252 ff. Zu den unterschiedlichen Mechanismen der Preisbildung an nach dem Auktions- und Marktmacher-Prinzip organisierten Märkten vgl. Lenzen, S. 4-6.

¹⁵⁸ Transparenzvorschriften schreiben vor, wie schnell Aufträge nach ihrem Eingang bzw. Transaktionen nach ihrem Abschluss veröffentlicht werden müssen (sog. pre-/post-trade transparency); weitere Handelsregeln können Verbote von Leerverkäufen oder andere Beschränkungen sein; vgl. O'Hara, 252 ff.

¹⁵⁹ Informationen über den Handelsverlauf umfassen v.a. Volumen, Richtung (Kauf/Verkauf), Zeitpunkt, Bedingtheit der Order durch ein Limit sowie die Person des Auftraggebers; diese stehen den Marktteilnehmern in unterschiedlichem Umfang zur Verfügung, je nach dem, ob sie z. B. mit der Kursfeststellung befasst sind, am Parketthandel teilnehmen, selber Aufträge erteilen oder den Markt nur beobachten; O'Hara, S. 252. Insbesondere die Identität von Auftraggebern ist regelmäßig nur einem kleinen Kreis von Personen bekannt, s.o. FN 71.

einem Markt zur Verfügung stehen,¹⁶⁰ und beeinflussen so mittelbar die Handelsstrategien der Anleger.¹⁶¹

2. Fehlerhaftigkeit von Investitionsentscheidungen

Der Informationsgehalt der Preise auf einem Markt ist umso besser, je korrekter die individuellen Investitionsentscheidungen sind, je besser also die Informationsverarbeitung insgesamt funktioniert. Optimal wäre der Informationsgehalt der Preise, wenn alle Anleger bei ihren Investitionsentscheidungen stets sämtliche existierenden Informationen über den gehandelten Vermögensgegenstand in optimaler Weise berücksichtigen würden. Insbesondere müssten sie die vom Markt selbst erzeugten Informationen über das historische Handelsverhalten der Anleger, also Preise und Mengen bereits abgewickelter Transaktionen sowie der in die Orderbücher aufgenommenen, aber noch nicht ausgeführten Aufträge,¹⁶² stets korrekt interpretieren, so dass sie durch korrekte Deutung des Verhaltens informierter Anleger auch unveröffentlichte Informationen über Emittenten, zu denen sie selbst keinen Zugang haben, erkennen und berücksichtigen können.¹⁶³ Dass Anleger ihre Entscheidungen in diesem Sinne optimal, d.h. „rational“ treffen, besagt die auf *Muth*¹⁶⁴ zurückgehende Theorie des Rationalen Marktverhaltens („Rational Expectations Hypothesis“, REH).¹⁶⁵

- a. Efficient Market Hypothesis – vollständige Informationseffizienz trotz individueller Entscheidungsfehler?

Auf der Theorie des Rationalen Marktverhaltens baut die ursprünglich von Fama¹⁶⁶ formulierte „Efficient Market Hypothesis“ (EMH) auf, indem auch sie davon ausgeht, dass

¹⁶⁰ Beispielsweise wirkt sich die Marktorganisation insofern auf die Transparenz des Handels aus, als den Anlegern bei kontinuierlichen Auktionen und in Marktmachersystemen mehr Informationen zur Verfügung stehen als in Systemen mit intervallartiger Kursfeststellung; O’Hara, S. 253 f.

¹⁶¹ O’Hara, S. 179 ff., 252 ff.

¹⁶² Dette, S. 163.

¹⁶³ Gilson/Kraakman, 70 *Virginia Law Review* (1984), S. 572-579, bezeichnen dies als Handel aufgrund abgeleiteter Informationen („derivatively informed trading“).

¹⁶⁴ Muth stellte fest, dass die durchschnittlichen Erwartungen von Anlegern hinsichtlich der Entwicklung der Preise börsengehandelter Wertpapiere im wesentlichen den wissenschaftlichen Vorhersagen über die Preisentwicklung entsprechen; daraus schloss er, dass Transaktionsverhalten rational ist. Muth, 29 *Econometrica* (1961), S. 316; vgl. auch Kantor, 17 *Journal of Economic Literature* (1979), S. 1424; Lovell, 76 *American Economic Review* (1986), S. 112 f.; Arrow, 59 *Journal of Business* (1986), S. 385 ff.; Gerrard, 104 *Economic Journal* (1994), S. 328 f.

¹⁶⁵ So Lucas, *Journal of Economic Theory* (1972), S. 103 ff.; ders., 83 *Journal of Political Economy* (1975), S. 1113 ff.; vgl. auch Maddock/Carter, 20 *Journal of Financial Literature* (1982), S. 39 ff.; Kimball Dietrich/Joines, 65 *Review of Economics and Statistics* (1983), S. 528.

¹⁶⁶ Fama, 21 *Financial Analysts Journal* (1965), S. 55 ff.

Anleger sich grundsätzlich rational verhalten.¹⁶⁷ In ihrer „starken“ Version behauptet die EMH, dass Wertpapiermärkte vollständig informationseffizient sind, die Preise also stets sämtliche existierenden bewertungserheblichen Informationen sowohl über das historische Handelsverhalten der Anleger als auch über die Emittenten und die von ihnen ausgegebenen Wertpapiere reflektieren, einschließlich der unveröffentlichten Informationen.¹⁶⁸

Die Vertreter der EMH erkennen grundsätzlich an, dass die Vorhersagen der Anleger von unterschiedlicher Qualität sind und Investitionsentscheidungen mitunter fehlerhaft sein können. Ursächlich für solche Fehlentscheidungen sind zum einen die unzureichenden individuellen Möglichkeiten und Fähigkeiten vieler Anleger zur Informationssammlung und –analyse, zum anderen die Existenz unzutreffender Informationen über Emittenten, die etwa infolge falscher Analystenempfehlungen oder der Streuung falscher Gerüchte auf dem Markt kursieren (sog. „Noise“) und von den Anlegern irrtümlich für wahr gehalten werden.¹⁶⁹ Zwar ließen sich solche Irrtümer mit Hilfe professioneller Beratung in gewissem Umfang vermeiden und Mängel der Informationssammlung und –bewertung kompensieren;¹⁷⁰ dies verursacht allerdings erhebliche Kosten, die nicht alle Anleger übernehmen können oder wollen.¹⁷¹

Jedoch auch wenn nur ein Teil der Anleger fehlerfrei handelt, soll den Vertretern der EMH zufolge im Hinblick auf den Markt insgesamt vollständige Informationseffizienz erreichbar sein.¹⁷² Dies beruht zum einen auf der Annahme, dass sich die Transaktionen von weniger versierten, zu Entscheidungsfehlern neigenden Anlegern im Hinblick auf die Preisentwicklung gegenseitig neutralisieren, da der Anteil dieser Anleger auf der Käufer- und Verkäuferseite etwa gleich hoch ist. Zum zweiten wird davon ausgegangen, dass professionelle Anleger erkennen können, wenn Transaktionen auf falschen Informationen

¹⁶⁷ Merton, S. 195.

¹⁶⁸ Fama, 21 *Financial Analysts Journal* (1965), S. 55 ff.

¹⁶⁹ Black, 41 *Journal of Finance* (1986), S. 529 ff.; Fama, 38 *Journal of Business* (1965), S. 36; Shleifer/Summers, 4 *Journal of Economic Perspectives* (1990), S. 23; Golec, 32 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (1997), S. 367 ff.; Lenzen, S. 8; Dette, S. 242, 244.

¹⁷⁰ Figlewski, 4 *The Journal of Political Economy* (1978), S. 584 f.

¹⁷¹ Darauf, dass das Sammeln von Informationen mit Kosten verbunden ist, haben Grossman und Stiglitz hingewiesen; Grossman/Stiglitz, 70 *American Economic Review* (1980), S. 404; vgl. auch Grossman, 31 *Journal of Finance* (1976), S. 574; Figlewski, 4 *The Journal of Political Economy* (1978), S. 584; Verrecchia, 50 *Econometrica* (1982), S. 1415 ff. Gilson/Kraakman stellten fest, dass die Verbreitung von Informationen unter Anlegern davon abhängt, wie hoch die diesbezüglichen Informationskosten sind; je höher also die Informationskosten hinsichtlich einer bestimmten Information sind, desto weniger Anleger kennen diese Information; Gilson/Kraakman, 70 *Virginia Law Review* (1984), S. 549 ff.

¹⁷² Begg, S. 62 f., 254; Keane, S. 79 f.

oder einer falschen Bewertung von Informationen beruhen, und in die entgegengesetzte Richtung handeln, um von ihrem Wissensvorsprung zu profitieren; dieser Arbitragemechanismus soll dazu führen, dass Marktpreise insgesamt die korrekten Erwartungen der rational handelnden Anleger reflektieren.¹⁷³ Zum dritten wird unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, aus dem Abweichen ihrer Vorhersagen von der tatsächlichen Preisentwicklung zu lernen.¹⁷⁴

b. Empirische Belege für unvollständige Informationseffizienz und Quasi-Rationalität

Die starke Form der EMH wurde jedoch durch empirische Studien widerlegt, denen zufolge Anleger, die Zugang zu unveröffentlichten Informationen haben, wie auf bestimmte Wertpapiere spezialisierte Marktmacher, Analysten und Unternehmensinsider, eine überdurchschnittliche Rendite erzielen.¹⁷⁵ Dies legt nahe, dass der Renditeerfolg auf einen Informationsvorsprung dieser Anleger zurückzuführen ist, was wiederum den Schluss zulässt, dass private Informationen nicht oder jedenfalls nicht sofort nach ihrer Entstehung Eingang in die Preisbildung finden.¹⁷⁶ Empirisch bestätigt wird die EMH daher nur in ihrer „semi-starken“ („semi-strong“) Form, der zufolge Preis lediglich die historischen Handelsinformationen sowie die bereits veröffentlichten Informationen über Emittenten und Wertpapiere widerspiegeln.

Angesichts der empirischen Belege dafür, dass auf Märkten grundsätzlich keine vollständige Informationseffizienz herrscht, erscheinen Zweifel an der Grundannahme der traditionellen EMH, dass sich Marktteilnehmer überwiegend oder im Durchschnitt rational verhalten, angebracht. Kritiker gehen davon aus, dass die Fähigkeiten der Anleger – einschließlich professioneller bzw. institutioneller Anleger – zu rationalem Handeln begrenzt und Transaktionen in so hohem Maße irrational sind, dass die von Vertretern der EMH

¹⁷³ Farrell, 72 *Economic Journal* (1962), S. 836; Fama, 38 *Journal of Business* (1965), S. 36-39; Maddock/Carter, 20 *Journal of Financial Literature* (1982), S. 45; Lovell, 76 *American Economic Review* (1986), S. 112 f.

¹⁷⁴ Lucas, 59 *Journal of Business* (1986), S. 401 ff.; Chakrabarti/Roll, 2 *Journal of Financial Markets* (1999), S. 153 ff.

¹⁷⁵ Niederhoffer/Osbourne, 61 *Journal of the American Statistical Association* (1966), S. 897 ff.; Scholes, 45 *Journal of Business* (1972), S. 179 ff.; Lloyd Davies/Canes, 51 *Journal of Business* (1978), S. 43 ff.; Copeland/Mayers, 10 *Journal of Financial Economics* (1982), S. 289 ff.; Liu/Smith/Seyed, 25 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (1990), S. 399 ff.; Womack, 51 *Journal of Finance* (1996), S. 137 ff.; Kim/Lin/Slovin, 32 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (1997), S. 507 ff.

¹⁷⁶ Stickel, 14 *Journal of Financial Economics* (1985), S. 121 ff.; Seyun, 16 *Journal of Financial Economics* (1986), S. 189 ff.; Rozeff/Zaman, 61 *Journal of Business* (1988), S. 25 ff.; Lin/Howe, 45 *Journal of Finance* (1990), S. 1273 ff.; Fama, 46 *Journal of Finance* (1991), S. 1605; Allen/Ramanan, 41 *Management Science* (1995), S. 653 ff.; Lakonishok/Lee, 14 *Review of Financial Studies* (2001), S. 79 ff.

angenommenen Arbitrage- und Lernprozesse nur unvollkommen funktionieren.¹⁷⁷ Dafür, dass Handelsverhalten nicht überwiegend rational ist, sondern im Gegenteil in systematischer Weise von rationalen Vorhersagen abweicht (nur „quasi-rational“ ist), sprechen vielfältige empirische Befunde. Neben den oben erwähnten Belegen dafür, dass neue Informationen mit zeitlicher Verzögerung in die Preisbildung einfließen,¹⁷⁸ sind dies vor allem Belege für die Existenz starker Preisschwankungen (Volatilität), die sich nicht mit der Ankunft neuer Informationen erklären lassen;¹⁷⁹ teilweise folgen diese Schwankungen einem temporären Muster (sog. Saisonalität).¹⁸⁰ Ein weiteres Indiz für Quasi-Rationalität ist die regelmäßig zu beobachtende anfängliche Überreaktion der Märkte auf das Bekanntwerden neuer Informationen.¹⁸¹ Damit stimmen wiederum Befunde überein, wonach insbesondere die über weniger anlagespezifische Kenntnisse verfügenden Anleger wie Privathaushalte, öffentliche Hand und gemeinnützige Institutionen häufig an der historischen Kurs- oder Gewinnentwicklung eines Vermögenswertes orientierte Handelsstrategien verfolgen, die nicht auf einer objektiven, logisch nachvollziehbaren Bewertung von Informationen beruhen und somit als irrational gelten können.¹⁸² Hierzu zählen insbesondere das sog. „Stop-Loss Trading“, d.h. der automatische Verkauf eines Wertpapiers bei Unterschreitung eines bestimmten Kurses oder Erreichen einer bestimmten Verlustgrenze, unabhängig von der objektiv zu erwartenden künftigen Kursentwicklung, ferner das „Positive-Feedback Trading“, d.h. Kaufen bei steigenden, Verkaufen bei fallenden Kursen, sowie das gegenteilige „Contrarian Trading“, also Kaufen bzw. Halten bei fallenden, Verkaufen bei steigenden Kursen, jeweils in der unbewiesenen Annahme, auf diese Weise ließen sich

¹⁷⁷ Die Autoren sprechen von „bounded rationality“ oder „quasi rationality“; vgl. Russell/Thaler, 75 *American Economic Review* (1985), S. 107 ff.; Black, 41 *Journal of Finance* (1986), S. 532 f.; Summers, 41 *Journal of Finance* (1986), S. 598-600; Tversky/Kahnemann, 59 *Journal of Business* (1986), S. 251 ff.; Shleifer/Summers, 4 *Journal of Economic Perspectives* (1990), S. 20 f.; Shleifer/Vishny, 52 *Journal of Finance* (1997), S. 35 ff.; Daniel/Hirshleifer/Subrahmanyam, 56 *Journal of Finance* (2001), S. 921 ff.

¹⁷⁸ Grossman/Stiglitz, 70 *American Economic Review* (1980), S. 403 f.; Gilson/Kraakman, 70 *Virginia Law Review* (1984), S. 569-572, 579-588.

¹⁷⁹ Shiller, 71 *American Economic Review* (1981), S. 421 ff.; French/Roll, 17 *Journal of Financial Economics* (1986), S. 5 ff.; Brown, 55 (2) *Financial Analysts Journal* (1999), S. 82 ff.

¹⁸⁰ French, 8 *Journal of Financial Economics* (1980), S. 55 ff.; Lakonishok/Smidt, 1 *Review of Financial Studies* (1988), S. 403 ff.; Ariel, 45 *Journal of Finance* (1990), S. 1611 ff.

¹⁸¹ De Bondt/Thaler, 40 *Journal of Finance* (1985), S. 793 ff.; dies., 42 *Journal of Finance* (1987), S. 557 ff.; Chopra/Lakonishok/Ritter, 31 *Journal of Financial Economics* (1992), S. 235 ff.

¹⁸² Nach Erkenntnissen von Grinblatt/Keloharju, 56 *Journal of Finance* (2001), S. 600, 605, 611, 614 f. neigen diese weniger professionellen Anlegergruppen eher zum sog. „Contrarian Trading“ (dazu sogleich), während professionelle Anleger der historischen Preis- und Gewinnentwicklung bei ihren Investitionsentscheidungen weniger Gewicht beimessen.

überdurchschnittliche Gewinne erzielen.¹⁸³ Jedoch auch professionelle Anleger sind kaum in der Lage, Informationen über das historische Handelsverhalten anderer sowie die daraus resultierende Preisentwicklung fehlerfrei zu deuten; dafür sprechen empirische Untersuchungen, denen zufolge die Vorhersagen von Analysten systematische Fehler und Unausgewogenheiten enthalten.¹⁸⁴

c. Unvermeidbarkeit fehlerhafter Informationsverarbeitung

Die Ursache für das beobachtete hohe Maß an Irrationalität bzw. Fehlerhaftigkeit der Informationsverarbeitung sehen vielen Autoren in der Komplexität des Problems, das Verhalten der anderen Marktteilnehmer richtig zu deuten und so die vom Markt erzeugten Informationen über den historischen Handelsverlauf korrekt zu bewerten. Diese Komplexität rührt daher, dass der Anleger nicht davon ausgehen kann, dass die jeweiligen Preise auf korrekten Investitionsentscheidungen beruhen, sondern auch die Möglichkeit von irrtümlich zugrundegelegten Fehlinformationen oder Bewertungsfehlern in Betracht ziehen und somit eine Vorhersage über die (subjektiven) Vorhersagen der anderen Anleger machen muss.¹⁸⁵

Zusätzlich erschwert wird das Interpretationsproblem dadurch, dass der Anleger auch die Existenz unterschiedlicher Motive der Marktteilnehmer berücksichtigen muss: So reflektiert die Preisentscheidung eines Anlegers seine Einschätzung des wahren Werts des betreffenden Wertpapiers und damit die Informationen, die seiner Einschätzung zugrunde liegen, nur dann, wenn es ihm gerade darum geht, mit seiner Transaktion die Entwicklung des Preises in Richtung auf den von ihm angenommenen wahren Wert zu antizipieren und von der Differenz zum gegenwärtigen Kurs zu profitieren, also beim Handel zur Ausnutzung privater Informationen, zu Spekulations- oder Arbitragezwecken.¹⁸⁶ Besteht das Motiv jedoch in der Befriedigung von Liquiditätsbedürfnissen (etwa bei Transaktionen zur Deckung einer offenen Position in einem bestimmten Vermögenswert, zur Befriedigung dringenden Geldbedarfs, zur

¹⁸³ Jensen/Bennington, 25 *Journal of Finance* (1970), S. 469 ff., weisen darauf hin, dass Positive Feedback Trading bei Berücksichtigung der dadurch verursachten Transaktionskosten nicht profitabel ist und etwaige außerordentliche Gewinne darauf zurückzuführen sind, dass die sich bei dieser Strategie ergebenden Portfolios ein relativ hohes Risiko aufweisen; vgl. auch Shleifer/Summers, 4 *Journal of Economic Perspectives* (1990), S. 28 f.; Grinblatt/Keloharju, 56 *Journal of Finance* (2001), S. 600, 605, 611, 614 f.

¹⁸⁴ Welch, 58 *Journal of Financial Economics* (2000), S. 369 ff.; Lim, 56 *Journal of Finance* (2001), S. 369 ff.; Hong/Kubic, 58 *Journal of Finance* (2003), S. 313 ff.

¹⁸⁵ Dieses Problem der Antizipation der subjektiven Einschätzungen anderer wird in Anlehnung an Keynes, S. 156, als „Beauty Contest“-Problem bezeichnet; es wird zur Erklärung der Phänomene der exzessiven Preisvolatilität sowie der anfänglichen Überreaktion auf neue Informationen herangezogen; vgl. Stout, 87 *Michigan Law Review* (1988), S. 697 f.; Blume/Siegel, 1 *Financial Markets, Institutions and Instruments* (1992), S. 30 f.; Guesnerie, 82 *American Economic Review* (1992), S. 1254 ff.

¹⁸⁶ Fischel/Ross, 105 *Harvard Law Review* (1991), S. 508, 510.

Ausbalancierung des Portfolios oder aus steuerlichen Gründen), beruht die Preisentscheidung auf anderen Faktoren als der subjektiven Einschätzung des wahren Werts.¹⁸⁷ Möglicherweise ist der Anleger sogar gezwungen, zu einem Preis zu kontrahieren, den er aufgrund seines Informationsstandes für unangemessen hält.¹⁸⁸ Dementsprechend erlaubt der Preis in diesen Fällen keinen Rückschluss auf die dem Handelnden zur Verfügung stehenden Informationen.

Die Anleger müssen somit bei der Interpretation jeder Preisentscheidung die Möglichkeit in Betracht ziehen, dass sie aufgrund eines solchen, von objektiv bewertungserheblichen Informationen unabhängigen Motivs zustande gekommen ist. Die Existenz informationsunabhängiger Motive erschwert die Interpretation von Preisen insgesamt und erhöht die Gefahr von Fehldeutungen. Insbesondere erschwert sie das Erkennen von Transaktionen, die auf nicht öffentlich bekannten Informationen beruhen, und behindert so die Rezeption und Einarbeitung dieser Informationen in den Marktpreis.

Der Informationsverarbeitungsprozess ist demnach sowohl mit (durch entsprechenden Kostenaufwand) vermeidbaren als auch mit unvermeidbaren Fehlern behaftet, und Preise reflektieren neben zutreffenden immer auch falsche Informationen und Bewertungsfehler. Anstelle des objektiven wahren Wertes lassen sie daher allenfalls die subjektive Einschätzung des wahren Wertes durch den jeweiligen Anleger erkennen, bei informationsunabhängigen Handelsmotiven jedoch nicht einmal diese.

3. Zwischenergebnis

Nach dem bisher Gesagten liegt die Ursache dafür, dass in der Realität keine vollständige Informationseffizienz herrscht und Marktpreise vom wahren Wert des jeweiligen Vermögensgegenstandes abweichen, an der Irrationalität eines großen Teils der anlegerischen Investitionsentscheidungen, welche wiederum auf die verbreitete Fehlerhaftigkeit

¹⁸⁷ Zu den zahlreichen Motiven, die neben dem Ziel der Gewinnmaximierung eine Rolle bei der individuellen Anlageentscheidung spielen, vgl. Dette, S. 202; Lenzen, S. 8.

¹⁸⁸ Mit Handel aus Liquiditätsgründen lässt sich das Phänomen kurzfristiger (täglicher und wöchentlicher) Saisonalität erklären; Admati/Pfleiderer, 1 Review of Financial Studies (1988), S. 3 ff.; dies., 2 Review of Financial Studies (1989), S. 189 ff.; Sias/Starks, 46 Journal of Financial Economics (1997), S. 103 ff. Eine besondere saisonale Preisschwankung ist das regelmäßig zu beobachtende Nachlassen der Kurse am Jahresende und eine ausgleichende Gegenbewegung zu Beginn des neuen Jahres („Januar-Effekt“), die mit Handel aus steuerlichen Gründen erklärt wird. Hintergrund ist, dass Anleger zum Jahresende Papiere, die an Wert verloren haben, verkaufen, um die Verluste steuerlich geltend machen zu können („tax-loss selling“); die Verkaufserlöse werden vorübergehend „geparkt“ und erst im Januar wieder investiert („parking-the-proceeds hypothesis“); vgl. Lakonishok/Smidt, 41 Journal of Finance (1986), S. 951 ff.; Ritter, 43 Journal of Finance (1988), S. 701 ff.; Sias/Starks, 52 Journal of Finance (1997), S. 1543 ff.; Poterba/Weisbenner, 56 Journal of Finance (2001), S. 353 ff.; Grinblatt/Keloharju, 56 Journal of Finance (2001), S. 589 ff.; kritisch Jones/Pearce/Wilson, 42 Journal of Finance (1987), S. 453 ff.

individueller Informationsverarbeitungsprozesse zurückzuführen ist. Als Fehlerquellen kommen nicht nur mangelnde Sorgfalt oder Sachkenntnis der Anleger, sondern auch die Vieldeutigkeit der zu verarbeitenden Preis- und Handelsinformationen in Betracht. Diese Vieldeutigkeit rührt zum einen daher, dass die historischen Handelsinformationen ihrerseits auf fehlerhaften Investitionsentscheidungen beruhen können, beruht zum anderen jedoch auch auf der Vielfalt der Handelsmotive, insbesondere der Existenz informationsunabhängiger Motive.

Die oben formulierte Hypothese, dass eine Voraussetzung dafür, dass Handelsverhalten als illegitim und damit möglicherweise auch als manipulativ anzusehen ist, darin besteht, dass das betreffende Handelsverhalten die fundamentale oder informationelle Effizienz von Märkten und damit die Preiswahrheit schmälert,¹⁸⁹ lässt sich an dieser Stelle folgendermaßen präzisieren: Eine Voraussetzung dafür, dass Handelsverhalten als illegitim und damit möglicherweise auch als manipulativ anzusehen ist, besteht darin, dass es entweder auf Informationsverarbeitungsfehlern des Handelnden beruht oder aber aus einem informationsunabhängigen Motiv geschieht und damit mittelbar zu fehlerhaften Investitionsentscheidungen anderer Anleger führt. Derartiges Handelsverhalten schmälert die Preiswahrheit, indem es sich negativ auf die Informationseffizienz des Marktes auswirkt – während informationsgestützte Manipulation, wie oben erwähnt, der fundamentalen Effizienz schadet.¹⁹⁰

¹⁸⁹ S.o. A.II.4 (a.E.).

¹⁹⁰ Bountas, 92 Columbia Law Review (1992), S. 1536 f.

IV. Auswirkung auf Informationseffizienz als Maßstab für Legitimität

1. Ambivalenz fehlerhafter Investitionsentscheidungen für Informationseffizienz

Bei der Bewertung von Handelsverhalten am Maßstab der Auswirkungen dieses Verhaltens auf die Informationseffizienz ist allerdings zu bedenken, dass selbst bei Beseitigung aller oben erläuterten Fehlerquellen vollständige Informationseffizienz nicht dauerhaft erreichbar wäre. Zudem wäre vollständige Informationseffizienz auch gar nicht wünschenswert. Denn jedenfalls solange die Beschaffung und Analyse von Informationen Kosten verursacht, ist vollständige Informationseffizienz zum einen kein stabiler Zustand, und zum anderen ist zum Ausgleich dieser Kosten ein gewisses Maß an „Noise“ bzw. Irrationalität sogar unabdingbar.¹⁹¹

Bei Erreichen vollständiger Informationseffizienz auf einem Markt hätten informierte Anleger keine Möglichkeit mehr, durch ihren Informationsvorsprung einen die Kosten der Informationsbeschaffung übersteigenden Gewinn zu erwirtschaften, da ihre Informationen bereits mit der ersten darauf beruhenden Transaktion in den Kurs einfließen und so dem Markt offenbar werden würden. Ein vollständig effizienter Markt wäre daher für informierte Anleger unattraktiv. Weichen sie jedoch auf einen anderen Markt aus, gehen dem effizienten Markt wichtige Informationslieferanten verloren, da ihre Informationen in diesem Fall gar nicht oder nur zeitverzögert in die Preisbildung auf dem betreffenden Markt einfließen würden. Dadurch würde die Informationseffizienz auf diesem Markt wieder abnehmen. Ohne Ausweichmöglichkeit hingegen hätten informierte Anleger keinen Anreiz mehr zur künftigen Beschaffung neuer Informationen und zur Erarbeitung eines Informationsvorsprungs, so dass auch in diesem Fall die Informationseffizienz auf dem betreffenden Markt wieder abnehmen würde. Informierte Anleger werden daher nur auf Märkten handeln, auf denen ihnen irrational bzw. fehlerhaft handelnde Anleger gegenüberstehen, in deren anonymen Masse sie sich tarnen können und die ihnen Liquidität bieten, also mit ihnen handeln und ihnen so die Ausnutzung ihres Informationsvorsprungs ermöglichen.¹⁹² Die Fehlerhaftigkeit von Investitionsentscheidungen wirkt sich somit nicht ausschließlich negativ auf das Ziel der Informationseffizienz aus, sondern kann auch positive Effekte haben.

¹⁹¹ Grossman, 31 *Journal of Finance* (1976), S. 585; ders./Stiglitz, 70 *American Economic Review* (1980), S. 393 ff.

¹⁹² Vgl. Grossman, 31 *Journal of Finance* (1976), S. 585; ders./Stiglitz, 70 *American Economic Review* (1980), S. 393 ff.

Ferner ist ganz allgemein zu bedenken, dass ein hohes Maß an Liquidität der Informationseffizienz grundsätzlich förderlich ist, da Informationen umso rascher vom Markt aufgenommen und verarbeitet werden, je höher die Handelsaktivität ist, welche wiederum mit der Anzahl der Marktteilnehmer steigt. Verbote bestimmter Formen von Handelsverhalten könnten jedoch zu einem Rückgang der Handelsaktivität führen und sich daher insgesamt negativ auf die Informationseffizienz des Marktes auswirken.

Wegen dieser Ambivalenz kann Handelsverhalten, das auf einer fehlerhaften Informationsverarbeitung beruht oder zu fehlerhaften Investitionsentscheidungen anderer Anleger führt, nicht allein deswegen als illegitim bzw. manipulativ betrachtet werden. Vielmehr ist zusätzlich zu prüfen, wie sich ein Verbot des betreffenden Handelsverhaltens auf die Informationseffizienz des Marktes insgesamt auswirken würde, d.h. ob der positive Effekt des Verbots durch einen weiteren, negativen Effekt neutralisiert würde oder gar die negativen Auswirkungen auf die Informationseffizienz überwiegen würden.

2. Legitimität von auf Informationsverarbeitungsfehlern beruhendem Handelsverhalten

Bei einer solchen Betrachtungsweise erscheint Handelsverhalten, das auf einer fehlerhaften Informationsverarbeitung, etwa wegen mangelnder Sorgfalt oder unzureichender Informationssammlungs- und -analysefähigkeiten des betreffenden Anlegers beruht, nicht als illegitim.¹⁹³ Durch ein Verbot derartigen „fahrlässigen manipulativen Handels“ würde zwar eine wichtige Quelle von Fehlinformationen ausgeschaltet. Ob sich dadurch jedoch der Informationsgehalt der Preise auf dem betreffenden Markt insgesamt verbessern würde, ist zweifelhaft, da ein solches Verbot indirekt die Anforderungen an die von den Anlegern anzuwendende Sorgfalt sowie an ihre Kenntnisse und Ressourcen erhöhen und so den Marktzugang vor allem für private Investoren und Kleinanleger erheblich verteuern und damit erschweren würde. Dadurch würde dem Markt Liquidität in erheblichem Ausmaß entzogen, was dem Ziel der Verbesserung der Informationseffizienz, wie oben erwähnt, insofern zuwiderliefe, als zum einen der Markt dadurch an Attraktivität auch für informierte bzw. professionelle Anleger verlöre und zum anderen Informationen bei geringerer Liquidität langsamer vom Markt aufgenommen und verarbeitet werden. Ganz abgesehen davon dürfte die Erschwerung des Handelszugangs gerade für private Investoren und Kleinanleger auch

¹⁹³ Im Ergebnis ebenso Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 509.

wirtschaftspolitisch unerwünscht sein.¹⁹⁴ Diese Erwägungen gelten erst recht auch für Handelsverhalten aufgrund unvermeidbarer Bewertungsfehler.

3. Auswirkungen von Handel aus informationsunabhängigen Motiven auf Informationseffizienz

a. Grundsätzliche Legitimität des Handels aus informationsunabhängigen Motiven

Transaktionen, die nicht auf der Erwartung einer bestimmten Preisentwicklung aufgrund der dem Anleger zur Verfügung stehenden bewertungserheblichen Informationen beruhen, sondern auf informationsunabhängigen Motiven, erschweren den Anlegern nach dem oben Gesagten die Interpretation von Preisentscheidungen und insbesondere das Erkennen von Transaktionen aufgrund privater Informationen, was wiederum die Informationseffizienz des Marktes schmälert. Durch ein Verbot von Transaktionen aus informationsunabhängigen Motiven könnte die Komplexität der Deutung historischen Handelsverhaltens reduziert werden, da die Anleger – jedenfalls bei erfolgreicher Durchsetzung des Verbots – ein Handeln aus den verbotenen Motiven nicht mehr in Betracht zu ziehen bräuchten und sich somit die Zahl der Interpretationsmöglichkeiten von Handelsverhalten verringern würde. Auf diese Weise ließe sich eine der Ursachen fehlerhafter Informationsverarbeitung zwar nicht gänzlich ausschalten, jedoch zumindest entschärfen.

Andererseits ist zu bedenken, dass ein generelles Verbot von Handel aus informationsunabhängigen Motiven zu einer bedeutenden Verringerung der Handelstätigkeit führen würde. Der Handel mit verkehrsfähigen Papieren auf einem anonymen Markt bietet für Anleger nicht nur die Möglichkeit zur gewinnbringenden Ausnutzung von Informationen über die gehandelten Vermögenswerte, sondern auch die Möglichkeit, jederzeit und zu minimalen Transaktionskosten Geld entweder anzulegen oder flüssig zu machen. Ohne die Existenz von Märkten müssten Anleger individuell und für jede einzelne geplante Transaktion nach Partnern suchen, die zufällig zur gleichen Zeit die gleiche Menge eines bestimmten Vermögenswerts nachfragen oder anbieten, welche auch die suchenden Anleger ihrerseits jeweils anbieten oder nachfragen. In der kostengünstigen jederzeitigen Bereitstellung von Liquidität liegt somit eine der wichtigsten und grundlegendsten

¹⁹⁴ So bemerkt die Europäische Kommission in ihrem Zweiten Bericht über die Umsetzung des Financial Services Action Plan (Second FSAP Progress Report) vom Mai 2000, COM (2000) 336, Ziffer 3, dass „[p]rivate sector savings in Europe amount to some 20 % of GDP – a valuable asset, if efficiently used, to stimulate growth and job-creation.“ Im Dritten Bericht über die Umsetzung des FSAP vom November 2000 (COM (2000) 692, Ziffer 1) betont die Kommission ferner den Zusammenhang zwischen der Verbesserung des Schutzes von Kleinanlegern und der Steigerung der Marktintegration und -effizienz.

Funktionen von Märkten überhaupt.¹⁹⁵ Bei einem Verbot jeglichen informationsunabhängigen Handels könnte der Markt diese Funktion jedoch nicht mehr erfüllen, so dass Anleger zur Befriedigung ihrer Liquiditätsbedürfnisse auf andere Märkte ausweichen müssten. Infolgedessen gäbe es auf dem betroffenen Markt kaum noch Handelsaktivität zu Zeiten, in denen neue Informationen fehlen, also in der Zeit zwischen der vollständigen Rezeption alter und dem Entstehen neuer Informationen, da sich zu diesen Zeiten mit informationsbezogenem Handel kein Gewinn erzielen lässt.¹⁹⁶ Jedoch könnte die Attraktivität des Marktes auch für informationsbezogen handelnde Anleger sinken, da ihnen, wie oben unter 1. dargelegt, möglicherweise nicht mehr genügend potentielle Handelspartner gegenüberstünden. Auf einem von Marktmachern organisierten Markt könnten die Marktmacher Verluste, die sie durch Handel mit informierten Anlegern erleiden, nicht mehr durch Gewinne aus dem Handel mit uninformierten Liquiditätshändlern wettmachen. Infolgedessen wären sie gezwungen, sich gegen Verluste an informierte Anleger mit immer weiter auseinanderklaffenden Kauf- und Verkaufsquotierungen zu schützen. Diese Erweiterung der Handelsspannen („spreads“) würde eine weitere Verringerung der Handelstätigkeit nach sich ziehen, bis schließlich überhaupt kein Handel mehr möglich wäre.¹⁹⁷

Durch ein Verbot jeglichen informationsunabhängigen Handels würden somit die Liquidität und Informationseffizienz des betroffenen Marktes in einem Maß beeinträchtigt, welches die positiven Auswirkungen die eines solchen Verbots auf die Markteffizienz wieder zunichte machen würde. Informationsunabhängige Transaktionen, die der Befriedigung von Liquiditätsbedürfnissen dienen, sind daher als legitim anzusehen.¹⁹⁸ Dies schließt jedoch die Illegitimität sonstiger informationsunabhängiger Motive nicht aus.

¹⁹⁵ Goodhart, S. 3-5.

¹⁹⁶ Informationsabhängiger Handel wird in diesen Intervallen daher nur von Anlegern betrieben werden, die sich irrtümlich im Besitz von noch nicht in den Kurs eingearbeiteten Informationen zu befinden glauben.

¹⁹⁷ Glosten/Milgrom, 14 Journal of Financial Economics (1985), S. 74 und 84 f., beschreiben dieses Szenario als Folge einer hohen Anzahl informierter im Verhältnis zu uninformierten Anlegern auf einem Markt.

¹⁹⁸ Vgl. auch Lenzen, S. 194.

b. Illegitimität von Handel in Preisbeeinflussungsabsicht ?

Ein informationsunabhängiges, jedoch nicht in der Befriedigung von Liquiditätsbedürfnissen bestehendes Motiv stellt die traditionell als Manipulationsmerkmal geltende¹⁹⁹ Absicht der Preisbeeinflussung dar. Preisbeeinflussungsabsicht ist ein von objektiv bewertungserheblichen Informationen unabhängiges Handelsmotiv, da der Anleger in diesem Fall den Preis in eine willkürlich gewählte Richtung lenken will, die er subjektiv aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden Informationen nicht für näher am wahren Wert als den Ausgangspreis hält. Er hat also keinen anderen Grund, eine Entwicklung des Preises gerade in diese Richtung zu erwarten, als sein eigenes Handelsverhalten.²⁰⁰

Ein Verbot dieses Motivs würde eine der Ursachen fehlerhafter Informationsverarbeitung beseitigen,²⁰¹ ohne die Liquidität des Marktes zu schmälern, da die Preisbeeinflussungsabsicht – im Gegensatz zum oben beschriebenen Bedürfnis nach jederzeitiger Liquidität – nicht einem verbreiteten Bedürfnis einer großen Masse von Anlegern entspringt, dessen Erfüllung eine grundlegende Marktfunktion darstellen würde. Daher ist nicht zu erwarten, dass ein Verbot ein massenhaftes Abwandern von Anlegern auf andere Märkte auslösen und sich negativ auf die Handelsaktivität auswirken würde.

Zwar ist denkbar, dass Anleger, die über nicht öffentlich bekannte Informationen verfügen, das Bedürfnis haben könnten, zur Erhaltung ihres Informationsvorsprungs ihre Transaktionen zu „maskieren“ und den Preis zu diesem Zweck in eine subjektiv „falsche“ Richtung zu beeinflussen. Einschränkend fordern daher Fischel und Ross, Handel in Preisbeeinflussungsabsicht nur dann als illegitim zu betrachten, wenn der mit der Transaktion erzielte Gewinn allein auf der Fähigkeit des Anlegers beruht, den Preis zu beeinflussen, und nicht (auch) auf dem Besitz wertvoller Informationen.²⁰²

¹⁹⁹ Die historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände setzten voraus, dass der Täter mit der Absicht der Einwirkung auf den Kurs handelte; vgl. § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.; § 88 Nr. 2 BörsG 1986; § 88 I BörsG 1908; § 75 I BörsG 1896; Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884.

²⁰⁰ Ebenso Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 510.

²⁰¹ Vgl. Jean-Richard, SZW 1995, S. 261.

²⁰² Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 510. Zur Begründung verweisen sie auf das oben erwähnte Argument von Grossman, wonach die Erkennbarkeit privater Informationen anhand des Transaktionsverhaltens denen, die im Besitz solcher Informationen sind, die Ausnutzung ihres Informationsvorsprungs erschwert, und durch die Eliminierung des Anreizes, in die Beschaffung von Informationen zu investieren, letztlich der Informationseffizienz schadet; Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 509 f., unter Hinweis auf Grossman, 31 Journal of Finance (1976), S. 585; Grossman/Stiglitz, 70 American Economic Review (1980), S. 393 ff.

Diese Einschränkung zugunsten informierter Anleger ist m.E. jedoch nicht notwendig: Informierte Anleger würden durch ein Verbot von Handel in Preisbeeinflussungsabsicht nicht daran gehindert, sich bei Transaktionen in die ihren Informationen entsprechende, subjektiv „richtige“ Richtung um Diskretion und Unauffälligkeit zu bemühen, beispielsweise durch den Kauf oder Verkauf mehrerer kleinerer Mengen anstelle einer großen Blocktransaktion,²⁰³ das gleichzeitige Vorgehen an mehreren Märkten oder die Einschaltung von Strohmännern zur Wahrung ihrer Anonymität. Solche Manöver fallen nicht unter die obige Manipulationsdefinition, da in diesen Fällen jede einzelne Transaktion der Antizipation der aufgrund der privaten Informationen erwarteten, also subjektiv richtigen, Preisentwicklung dient und diese Erwartung auch widerspiegelt.²⁰⁴ Erfasst wären hingegen Transaktionen in der Absicht, den Preis in eine der eigenen Einschätzung widersprechende, subjektiv falsche Richtung zu beeinflussen. Jedoch ist zweifelhaft, ob tatsächlich ein Bedürfnis nach der Zulässigkeit solcher Täuschungsmanöver besteht, da die Anleger durch derartige, im Widerspruch zu ihrer subjektiven Einschätzung des wahren Werts stehende Transaktionen ja zunächst einmal Verluste erleiden würden. Dieses Verhalten erscheint somit als unattraktive Methode zur Verschleierung der eigenen Entscheidungsgründe; dass jedoch das Verbot einer ökonomisch wenig sinnvollen Handelsstrategie informierte Anleger von dem betreffenden Markt vertreiben würde, ist nicht zu erwarten. Vielmehr blieben informierte Anleger im Fall eines Verbots von Handel in Preisbeeinflussungsabsicht durchaus weiterhin in der Lage, ihren Informationsvorsprung wirksam zu verdecken, so dass die notwendigen Anreize zur Beschaffung privater Informationen erhalten blieben und die Informationseffizienz nicht geschmälert werden würde.

Gegen die Annahme, dass Preisbeeinflussungsabsicht ein manipulatives Motiv darstellt, findet sich in der deutschen Manipulationsdiskussion der Einwand, die Anleger müssten damit rechnen, dass aus vielfältigen Motiven gehandelt werde, darunter auch aus Motiven, die von der Bewertung des jeweiligen Vermögenswerts unabhängig seien; sie dürften daher nicht darauf vertrauen, dass Transaktionen in jedem Fall die Beurteilung des Vermögenswerts

²⁰³ Dazu, dass Angebote über große Mengen Indikatoren für die Existenz unveröffentlichter Informationen sind, s.o. A.III.1.

²⁰⁴ Vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8, sowie Groß, BörsG, § 88 Rn 6, welche die Aufteilung eines Paketerwerbs oder -verkaufs auf mehrere kleinere Transaktionen nicht als Anwendung eines „auf Täuschung berechnetes Mittel“ im Sinne des § 88 Nr. 2 BörsG 1986 ansehen, da jedenfalls für das jeweilige Geschäft keine Täuschungsmittel verwendet würden; das hinter der Gesamtheit der Geschäfte stehende Motiv sei hingegen unerheblich. Ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a WpHG Rn 117; Weber, NZG 2000, S. 116.

durch den Handelnden reflektierten.²⁰⁵ Da somit Handelsverhalten kein Erklärungswert dahingehend zukomme, es beruhe auf anderen Motiven als der Absicht der Preisbeeinflussung, seien Handelsmotive – und damit auch die Absicht der Preisbeeinflussung – keine tauglichen Täuschungsgegenstände und derart motiviertes Handelsverhalten kein Täuschungsmittel.²⁰⁶ Dieses Argument ist jedoch nicht geeignet, die obige Annahme der Illegitimität des Motivs der willkürlichen Preisbeeinflussung zu widerlegen, da diese vorliegend nicht mit Verstößen gegen persönliche Schutzpflichten unter den Anlegern bzw. der Enttäuschung berechtigter Erwartungen der Anleger begründet wird, sondern allein mit den Auswirkungen von Handelsverhalten auf das überindividuelle Gut der Informationseffizienz.²⁰⁷ Der obige Einwand ist zudem als Argument gegen die Subsumierbarkeit von effektivem Handel in Preisbeeinflussungsabsicht unter die historischen deutschen Manipulationstatbestände, insbesondere unter die Tathandlungen der „Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel“ bzw. der „sonstigen Täuschungshandlungen“, zu verstehen.²⁰⁸ Inwieweit jedoch der Begriff der Täuschung überhaupt zur Erfassung des Wesens der Manipulation geeignet ist, soll weiter unten²⁰⁹ bei der Prüfung der Legitimität von Handel in Täuschungs- bzw. Irreführungsabsicht diskutiert werden.

Da nach alledem die Auswirkungen eines Verbots von Handel in Preisbeeinflussungsabsicht auf die Informationseffizienz ausschließlich positiv sein dürften, ist die Absicht, den Preis durch die eigene Transaktion in eine dem subjektiven wahren Wert nicht entsprechende Richtung zu lenken, als illegitimes Motiv anzusehen; eine derartig motivierte Transaktion ist manipulativ.²¹⁰

²⁰⁵ Lenzen, S. 193 f., 201; dies., WM 2000, S. 1131, 1137; Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 232; Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.; Tripmaker, wistra 2002, S. 291; Weber, NZG 2000, S. 116; Groß, § 88 BörsG Rn 6, 8; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Schwark, § 88 Rn 8; a.A. Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 104; Möller, WM 2002, S. 313; Ziouvas, ZGR 2003, S. 134.

²⁰⁶ Lenzen, S. 193 f., 201; dies., WM 2000, S. 1131, 1137; Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 232; Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 331; Tripmaker, wistra 2002, S. 291; Weber, NZG 2000, S. 116; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Groß, § 88 BörsG Rn 6, 8; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8; a.A. Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 104; Möller, WM 2002, S. 313; Ziouvas, ZGR 2003, S. 134.

²⁰⁷ Ebenso Jean-Richard, SZW 1995, S. 261.

²⁰⁸ Vgl. die Diskussion zu § 88 Nr. 2 BörsG 1986 bei Lenzen, S. 193 f.; dies., WM 2000, S. 1131, 1137; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Weber, NZG 2000, S. 116; Groß, § 88 BörsG Rn 6, 8; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 331.

²⁰⁹ S.u. IV.3.d.

²¹⁰ Ebenso Bericht des Finanzausschusses zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 14/8601, S. 19; Möller, WM 2002, S. 313; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 28 f., 45; Großmann/Nikoleyczik, DB 2002, S. 2034; Schlüter, D IV, Rn 281; Jean-Richard, SZW 1995, S. 261; Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review

c. Illegitimität von Handel in Täuschungs- bzw. Irreführungsabsicht ?

Manipulationsvorschriften setzen teilweise die Absicht, andere Marktteilnehmer zu täuschen bzw. irrezuführen, als Tatbestandsmerkmal voraus.²¹¹ Als Gegenstand der Täuschung oder Irreführung werden sowohl Absichten und Werturteile des Täuschenden oder Dritter als auch äußere Tatsachen wie die Marktsituation (d.h. Angebots- oder Nachfragesituation) des gehandelten Vermögenswerts oder dessen Preis oder Wert genannt.²¹² Nach den obigen Ausführungen kann Handelsverhalten jedoch nur durch eine fehlerhafte Informationsverarbeitung oder ein informationsunabhängiges Motiv zu einer Fehlinformation des Marktes führen.²¹³ Gegenstand einer absichtlichen Irreführung mittels Handelsverhaltens kann demnach nur das Handelsmotiv des Täters sein, nicht jedoch Absichten oder Meinungen Dritter oder die äußeren, unabhängig vom Handelsverhalten des Täters gegebenen Marktverhältnisse. Insofern ist beispielsweise auch die verbreitete Definition manipulativer Scheingeschäfte als Transaktionen ohne wirtschaftliche Bedeutung, die allein darauf abzielen, erhöhte Handelsaktivität vorzutäuschen,²¹⁴ ungenau: Mit der Absicht der Vortäuschung von Handelsaktivität kann nur gemeint sein, dass der Täter sein eigenes Handelsverhalten als informationsbezogenen Handel oder Handel aus Liquiditätsgründen erscheinen lassen, letztlich also sein wahres Motiv verschleiern will. Fraglich ist somit, ob Handel in der Absicht, die anderen Anleger hinsichtlich des eigenen Handelsmotivs irrezuführen, für sich betrachtet illegitim ist.

(1991), S. 510; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 104; Lenzen, ZBB 2002, S. 284 f.; IOSCO-Report, S. 18 („The intent to cause artificial prices (...) may be considered manipulative.“); im Ergebnis ebenfalls für Illegitimität bzw. den manipulativen Charakter von Handel in Preisbeeinflussungsabsicht: Altenhain, BB 2002, S. 1878. A.A. Tripmaker, wistra 2002, S. 291; Ziouvas, ZGR 2003, S. 142; Weber, NZG 2000, S. 116; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Lenzen, S. 193 f.; Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 232; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 93, 97.

²¹¹ Irreführungsabsicht setzt der britische Straftatbestand der „Irreführenden Praktiken“, s. 397 (3) FSMA 2000, voraus; ebenso bereits dessen Vorgängernorm, s. 47 (2) FSA 1986. In den deutschen Kursbetrugstatbeständen des Artikel 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884 und der §§ 75 I BörsG 1896, 88 I BörsG 1908, 88 Nr. 2 BörsG 1986 wurde die Tathandlung mit der Anwendung „auf Täuschung berechneter Mittel“ umschrieben, womit Mittel gemeint waren, die „einen Irrtum erregen sollen“ (Nußbaum, BörsG, § 88 I Anm. 1 b; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 7).

²¹² Vgl. s. 397 (3) FSMA: „(...) false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments (...)“. Nach den Kommentierungen zum historischen deutschen Tatbestandsmerkmal der „Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel“ konnte sich die Irrtumserregung sowohl auf äußere Tatsachen als auch auf Absichten oder Werturteile des Täters oder Dritter beziehen (vgl. Nußbaum, BörsG, § 88 I Anm. 1 b; Lenzen, S. 193 FN 1254).

²¹³ S.o. A.III.2.c, A.III.3.

²¹⁴ Ziouvas, ZGR 2003, S. 132; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 24. Ähnlich bereits zu § 88 Nr. 2 BörsG 1986: Lenzen, S. 193 f.; dies., WM 2000, S. 1131, 1137; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Weber, NZG 2000, S. 116; Groß, § 88 Rn 6, 8; Schwark, § 88 Rn 8.

Der Begriff der Täuschung impliziert an sich bereits Illegitimität. Jedoch ist zweifelhaft, ob schlichtes Handelsverhalten überhaupt Täuschungsqualität haben kann: Der dem Betrugstatbestand entlehnte²¹⁵ Täuschungsbegriff setzt konkrete Kommunikationsbeziehungen zwischen Individuen voraus, woran es jedoch bei der handelsgestützten Manipulation typischerweise fehlt,²¹⁶ da hier falsche Informationen mittels multilateralen, anonymen und vor allem non-verbale Handelsverhaltens auf einem Markt verbreitet bzw. „kommuniziert“ werden.

Hinzu kommt, dass unter den Anlegern angesichts der Anonymität des Handels keine persönlichen Pflichtenbeziehungen bestehen, so dass die Anleger einander weder verpflichtet sind, sich gegenseitig vor Fehldeutungen ihres Handelsverhaltens zu bewahren oder etwaige Interpretationsirrtümer aufzuklären, noch irgendwelchen Erwartungen des Marktes an die Grundlagen ihrer Investitionsentscheidungen zu entsprechen.²¹⁷ Die Tarnung ihrer Motive und der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen stellt somit weder einen Verstoß gegen Schutzpflichten gegenüber den anderen Anlegern dar, noch eine pflichtwidrige Enttäuschung berechtigter Erwartungen der anderen Anleger.²¹⁸ Mangels gegenseitiger Schutz-, Aufklärungs- oder Offenbarungspflichten sind das Motiv und die Informationsgrundlage einer Investitionsentscheidung daher keine tauglichen Täuschungsgegenstände,²¹⁹ so dass die Absicht zu ihrer Verheimlichung nicht als „Täuschungsabsicht“ bezeichnet werden kann.

Da somit Handelsverhalten kein taugliches Täuschungsmittel ist und die Hintergründe von Handelsverhalten keine tauglichen Täuschungsgegenstände darstellen, erscheint der Begriff der Täuschung insgesamt ungeeignet zur Begründung der Illegitimität von Handelsverhalten.²²⁰ Ob Handelsverhalten in der Absicht, die zugrundeliegenden Motive und

²¹⁵ Zur historischen Affinität der deutschen und britischen Manipulationsvorschriften zum Betrug s.o. A.I.2.a.

²¹⁶ Ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., § 20 a Rn 89, 93 sowie in Rn 106, sowie ders. in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 165; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 79; kritisch hinsichtlich der Eignung des Täuschungsbegriffs zur Beschreibung der handelsgestützten Manipulation ferner Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.

²¹⁷ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 509, unter Hinweis auf *Chiarella v United States*, 445 U.S. 222, 230 (1980); Groß, § 88 BörsG Rn 6.

²¹⁸ Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 232; Lenzen, S. 194; Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.

²¹⁹ Lenzen, S. 193 f.; Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 232; Tripmaker, wistra 2002, S. 291; Weber, NZG 2000, S. 116; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.; Groß, § 88 BörsG Rn 6, 8; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 331. A.A Möller, WM 2002, S. 313; Vogel, § 20 a WpHG Rn 104; Jean-Richard, SZW 1995, S. 261; Ziouvas, ZGR 2003, S. 134.

²²⁰ Ähnlich Altenhain, BB 2002, S. 1878.

Informationen zu verschleiern, illegitim ist oder nicht, ist vielmehr nach den obigen Ausführungen²²¹ allein daran zu messen, wie sich derartiges Verhalten auf die Informationseffizienz des Marktes auswirkt.

Dabei ist zu beachten, dass die Absicht, die Hintergründe einer Investitionsentscheidung zu verschleiern, nicht notwendigerweise ein informationsunabhängiges Motiv darstellt. So ist es denkbar, dass Anleger zwar aufgrund der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und entsprechend ihrer Einschätzung des wahren Werts handeln, sich dabei jedoch der oben²²² erwähnten Verschleierungstaktiken bedienen, um die anderen Marktteilnehmer hinsichtlich ihres wahren Motivs und ihres Informationsstandes im Unklaren zu lassen und statt dessen den Eindruck informationsunabhängigen Handels zu erwecken. Da diese Absicht demnach sowohl mit informationsbezogenem als auch informationsunabhängigem Handel einhergehen kann, ist sie für sich betrachtet in bezug auf die Informationseffizienz des Marktes neutral.

Allein die Tatsache, dass Anleger andere Marktteilnehmer über ihre Motive im Unklaren lassen wollen, kann darüber hinaus auch deswegen nicht als illegitim betrachtet werden, weil es, wie oben erläutert, für die Informationseffizienz des Marktes insgesamt positiv ist, informierten Anlegern die Tarnung ihres Informationsvorsprungs zu ermöglichen, um sie auf dem Markt zu halten und weiterhin Anreize zur Informationsbeschaffung zu bieten.²²³ Bemühen sie sich bei ihren Transaktionen daher darum, ihr wahres Motiv zu verbergen und statt dessen etwa den Eindruck informationsunabhängigen Liquiditätshandels zu erwecken, ist dies als legitim anzusehen.

Nach alledem führt daher allein die Absicht der Verschleierung des Handelsmotivs oder der zugrundeliegenden Informationen nicht zur Illegitimität des betreffenden Handelsverhaltens.

d. Illegitimität von Handel in Bereicherungsabsicht ?

Die historischen deutschen Kursbetrugstatbestände setzten bis zur Neufassung im Jahr 1986 ein Handeln in „betrügerischer Absicht“ voraus.²²⁴ In Anlehnung an die Gesetzesbegründung zu Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884 wurde das Merkmal in den einschlägigen Kommentaren als Absicht ausgelegt, sich oder einem Dritten einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu

²²¹ S.o. A.II.3, A.III.3, A.IV.1.

²²² S.o. A.IV.3.b.

²²³ S.o. A.IV.1.

²²⁴ Vgl. Artikel 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884, § 75 I BörsG 1896, § 88 I BörsG 1908.

verschaffen.²²⁵ Die Begriffe der „betrügerischen“ Absicht und der „Rechtswidrigkeit“ der angestrebten Bereicherung enthalten eine negative Wertung, implizieren also bereits die Illegitimität eines derartigen Motivs. Allerdings passen diese dem Betrugstatbestand entlehnten Begriffe schon deswegen nicht auf die handelsgestützte Manipulation, da Handelsverhalten, wie soeben unter c. erläutert, kein taugliches Täuschungsmittel darstellt. Daher ist es nicht möglich, sich allein mittels Handelsverhaltens – ohne dass dieses aus einem anderen Grund als illegitim anzusehen wäre – einen rechtswidrigen, vom Handelnden nicht zu beanspruchenden²²⁶ Vermögensvorteil zu erschleichen. Anders ausgedrückt, die Illegitimität von Handelsverhalten und die darauf beruhende Rechtswidrigkeit des angestrebten Vermögensvorteils kann sich jedenfalls nicht daraus ergeben, dass der Täter – ähnlich einem Betrüger – zur Täuschung anderer Marktteilnehmer handelt. Vielmehr ist das spezifische Unrecht der handelsgestützten Manipulation an alternativen Kriterien festzumachen.

Dabei hilft das Kriterium der Bereicherungsabsicht nicht weiter, da diese, wie aus der oben erwähnten Definition des Anstrebens eines *rechtswidrigen* Vermögensvorteils hervorgeht, die Rechtswidrigkeit des Verhaltens des Täters bereits begrifflich voraussetzt. Bereicherungsabsicht in diesem Sinne kann daher nicht konstitutiv für das Unrecht der handelsgestützten Manipulation sein, sondern allenfalls ein zusätzliches Merkmal eines Manipulationstatbestands darstellen.

Bereicherungsabsicht im Sinne von schlichtem Gewinnstreben hingegen ist kennzeichnend für jegliche Art von Handelsverhalten, darunter auch für informationsbezogenen Handel zur Ausnutzung privater Informationen, und stellt somit kein informationsunabhängiges Motiv dar. Derart motivierter Handel schmälert die Informationseffizienz des Kapitalmarktes nicht und macht Transaktionsverhalten daher nicht per se illegitim.

²²⁵ Vgl. Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), Begründung zu Art. 249 d Ziffer 2, in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 516 („Der Entwurf (...) fordert (...), daß (...) subjektiv vom Thäter beabsichtigt ist, sich oder einem Anderen dadurch einen rechtswidrigen Vermögensvortheil zu verschaffen oder Andere zu benachtheiligen.“); Nußbaum, BörsG, § 88 I Anm. 1 a; Apt, § 88 BörsG Anm. 1; Schwark, 1. Aufl., § 88 Rn 5 (zu § 88 I BörsG 1908); Möhrenschrager, wistra 1983, S. 19 FN 25.

²²⁶ Tröndle/Fischer, § 263 Rn 43; Nußbaum (BörsG, § 88 I Anm. 1 a) will die „Rechtswidrigkeit“ der Bereicherung allerdings nicht in diesem Sinne verstanden wissen, da „selbstverständlich niemand einen Rechtsanspruch auf eine Kursveränderung und den sich etwa aus ihr ergebenden Vermögensvorteil hat“ und das Merkmal dadurch leerliefe; damit sieht er offenbar Bereicherungsabsicht nicht als konstitutiv für Manipulation an, sondern setzt an dieser Stelle eine manipulative Kursveränderung bereits aufgrund anderer Merkmale voraus.

e. Illegitimität von Handel in Verleitungs- bzw. Schädigungsabsicht ?

In den (auch) gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten britischen Strafvorschriften wird traditionell die Absicht vorausgesetzt, andere Anleger zu einem bestimmten Handelsverhalten zu verleiten.²²⁷ Der Begriff des „Verleitens“ enthält bereits eine negative Wertung, da er impliziert, andere zu einem für sie ungünstigen Tun zu veranlassen und ihnen so zu schaden.

In ähnlicher Weise wurde das Merkmal der „betrügerischen Absicht“ des historischen deutschen Kursbetrugstatbestands²²⁸ entsprechend der Begründung des Regierungsentwurfs zu Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884²²⁹ dahingehend ausgelegt, dass das fragliche Verhalten nach der Verkehrsanschauung als verwerflich anzusehen und auf Schädigung bzw. Benachteiligung der Getäuschten gerichtet sein müsse.²³⁰ In Anlehnung hieran wurde vereinzelt auch nach der Streichung des Merkmals der betrügerischen Absicht in bezug auf den neugefassten § 88 BörsG 1986 gefordert, dass nicht nur ein Handeln in Schädigungsabsicht strafbar sein solle, sondern auch Fälle, in denen ein Schaden nur als möglich vorhersehbar sei.²³¹

Maßstab für die Legitimität und damit den manipulativen Charakter von Handelsmotiven sind nach den obigen Erkenntnissen jedoch nicht die Auswirkungen entsprechend motivierten Handelsverhaltens auf die persönlichen Rechtsgüter der Anleger, sondern die Auswirkungen auf die Informationseffizienz des Marktes. Entscheidend ist somit, ob Handel zur Verleitung bzw. Schädigung anderer Marktteilnehmer die Informationseffizienz notwendigerweise schmälert und ob ein entsprechendes Verbot diese verbessern würde.

Verleitungsabsicht stellt jedoch kein informationsunabhängiges Motiv dar bzw. geht nicht notwendigerweise mit einem informationsunabhängigen Motiv einher: Grundsätzlich wollen alle Anleger, die ein Kauf- oder Verkaufsangebot machen, andere zur Annahme ihres

²²⁷ In der Strafvorschrift der „Irreführenden Praktiken“, s. 397 (3) FSMA 2000 („(...) for the purpose of (...) inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.“); ebenso bereits die Vorgängernorm, s. 47 (2) FSA 1986.

²²⁸ Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884, § 75 I BörsG 1896, § 88 I BörsG 1908.

²²⁹ Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), Begründung zu Art. 249 d Ziffer 2, in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 516 („Der Entwurf (...) fordert (...), daß (...) subjektiv vom Täter beabsichtigt ist, sich oder einem Anderen dadurch einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen oder Andere zu benachteiligen.“).

²³⁰ Vgl. Nußbaum, BörsG, § 88 I Anm. 1 a; Valentin in Erbs-Kohlhaas, § 88 Anm. 5.

²³¹ Möhenschlager, wistra 1983, S. 19.

Angebots bewegen und wünschen, dass es zum Abschluss eines Geschäfts kommt; jeder Anleger handelt daher in der Absicht, andere Anleger zu einem bestimmten, ihm selbst günstigen Handelsverhalten zu veranlassen.²³² Gerade Anleger, die über unveröffentlichte Informationen oder besondere Informationssammelungs- und -analysefähigkeiten verfügen, handeln außerdem in der Absicht, Gewinne auf Kosten uninformierter oder aus Liquiditätsgründen handelnder Anleger zu machen, da sie nur so ihren Informationsvorsprung gewinnbringend ausnutzen können. Sie wollen also andere Anleger veranlassen, mit ihnen zu handeln, obwohl sie wissen, dass diese dabei notwendigerweise Verluste erleiden werden. Aus diesem Grund ist auch Handel in der Absicht oder mit dem Vorsatz, andere Anleger zu schädigen, nicht in jedem Fall informationsunabhängig, sondern geht vielmehr regelmäßig mit informationsbezogenem Handel einher. Gerade Transaktionen informierter Anleger sind jedoch, wie oben erläutert, der Informationseffizienz besonders förderlich; daher wurden oben sogar Bemühungen zur Verschleierung des Motivs bzw. des Informationsvorsprungs als legitim angesehen, obwohl dies informierten Anlegern die „Verleitung“ anderer Anleger zu verlustbringenden Transaktionen und damit deren Schädigung erleichtert.

Gemessen am Maßstab der Auswirkungen auf die Informationseffizienz ist Handel in Verleitungs- bzw. Schädigungsabsicht daher nicht illegitim, und Verleitungs- bzw. Schädigungsabsicht stellt kein illegitimes Motiv dar.

f. Illegitimität von Handel zum Erwerb oder zur Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung ?

Vereinzelt wird die Absicht, eine marktbeherrschende Stellung zu erwerben, als manipulativ betrachtet. So beschreibt der Technische Ausschuss der IOSCO einen manipulativen „long squeeze“, d.h. Manipulation durch den Erwerb der Kontrolle über die Nachfrageseite des Terminmarkts, ausdrücklich als die Verschärfung eines zufälligen Angebotsengpasses am Kassamarkt in einem Vermögenswert, in Bezug auf den der Täter am Terminmarkt eine long position innehat, durch die absichtliche Verringerung des verfügbaren Angebots am Kassamarkt oder den Ausbau der long position am Terminmarkt, also durch die absichtliche Vergrößerung der Nachfragemacht des Täters.²³³ In die Richtung, dass IOSCO einen manipulativen Squeeze als absichtlichen Erwerb der Kontrolle über die Nachfrageseite des

²³² Ähnlich Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 507 f.

²³³ Vgl. IOSCO-Report, S. 18: „Where the market participant holding the long position exacerbates market congestion by intentionally decreasing the deliverable supply or increasing his/her long position in the derivatives market, manipulative conduct may be inferred.“

Terminmarkts versteht, weist auch die Formulierung, ein Squeeze bestehe in der Ausnutzung („taking advantage“) der Knappheit eines Vermögenswerts und der anschließenden Ausnutzung („exploitation“) des Marktengpasses zur Schaffung eines künstlichen Preises.²³⁴ Auch manipulatives cornering scheint IOSCO als absichtliche Herstellung beherrschender Positionen sowohl am Derivat- als auch am Kassamarkt anzusehen, wie dessen Beschreibung erkennen lässt: Cornering bestehe in der Sicherung („securing“) der Kontrolle der Angebots- oder Nachfrageseite sowohl eines Derivats als auch des betreffenden Basiswerts in einer Weise, die zu einer marktbeherrschenden Stellung führt, welche wiederum zum Zweck der Manipulation des Preises des Derivats und/oder des Basiswerts ausgenutzt („exploited“) werden kann.²³⁵ Nach dieser Ansicht wären also Transaktionen in der Absicht, eine marktbeherrschende Stellung in einem Vermögenswert zu erlangen, manipulativ.²³⁶

Hierfür spricht, dass die Absicht des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung ein informationsunabhängiges Handelsmotiv darstellt, da es dem Anleger in diesem Fall um die Erzielung eines vom wahren Wert bzw. dessen subjektiver Einschätzung unabhängigen Gewinns geht: Während informierte Anleger handeln, um die Differenz zwischen dem von ihnen angenommenen wahren Wert und dem aktuellen Kurs auszunutzen, beabsichtigt der zur Erlangung der Kontrolle über die Angebots- und/oder Nachfrageseite handelnde Anleger, erst im zweiten Schritt durch die Ausnutzung der beherrschenden Stellung und der daraus resultierenden Preissetzungsmacht einen Gewinn zu erzielen. Daher spielt es für ihn keine Rolle, ob der Preis, zu dem er die Transaktionen zum Erwerb bzw. Ausbau der beherrschenden Stellung vornimmt, seiner subjektiven Beurteilung des wahren Werts entspricht oder nicht. Aufgrund der Informationsunabhängigkeit des Motiv schmälern Transaktionen in der Absicht des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung die Informationseffizienz.

Da außerdem der Erwerb einer beherrschenden Stellung kein verbreitetes Bedürfnis der Anleger darstellt, dessen Erfüllung als grundlegende Marktfunktion zu betrachten wäre, ist nicht zu erwarten, dass sich ein Verbot derart motivierter Transaktionen negativ auf die Handelsaktivität auswirken würde. Ein entsprechendes Verbot würde somit zu einer

²³⁴ IOSCO-Report, S. 6.

²³⁵ IOSCO-Report, S. 6.

²³⁶ IOSCO-Report, S. 18; in diese Richtung auch Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a WpHG Rn 106, der das Schaffen und Ausnutzen einer marktbeherrschenden Stellung als unfaire Handelspraxis bezeichnet.

Verbesserung der Informationseffizienz führen, ohne die Liquidität des Marktes nennenswert zu beeinträchtigen.

Auch ist die Absicht des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung ein gegenüber der Preisbeeinflussungsabsicht eigenständiges Motiv: Die Beeinflussung des Preises ist keine zwingende Voraussetzung des Innehabens einer beherrschenden Stellung und braucht daher vom Täter nicht als Zwischenziel angestrebt zu werden. Ebenso wenig ist der Täter zur Erzielung eines Profits darauf angewiesen, die Entwicklung des Marktpreises in eine bestimmte Richtung zu beeinflussen, braucht die Preisbeeinflussung also auch nicht als weitergehendes Ziel neben dem Erwerb der beherrschenden Stellung zu erstreben. Vielmehr vermittelt ihm die angestrebte marktbeherrschende Stellung die Macht, die Marktpreisbildung nicht lediglich mittelbar durch die von ihm gebotenen Preise zu beeinflussen, sondern den Marktpreis unmittelbar selbst festzusetzen, da bei Beherrschung einer Seite des Marktes der von ihm gebotene Preis selbst den Marktpreis darstellt. Mit der marktbeherrschenden Stellung erstrebt der Täter somit die Macht, die Marktpreisbildung nicht nur mittelbar zu beeinflussen, sondern unmittelbar zu beherrschen. Auswirkungen der dem Erwerb der marktbeherrschenden Stellung dienenden Transaktionen auf die Entwicklung des Marktpreises werden dem Täter daher zumindest gleichgültig, ja häufig sogar gänzlich unwillkommen sein, da sein Streben nach der Beherrschung des Marktes hierdurch offenbar werden und fehlschlagen könnte.

Ferner wird teilweise Handel zur Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung als illegitim betrachtet.²³⁷ Während einige Autoren derart motivierten Handel generell für illegitim halten,²³⁸ differenzieren andere danach, ob die beherrschende Stellung zufällig, etwa durch natürliche Liquiditätsschwankungen in einem engen Markt, entstanden ist – in welchem Fall ihre Ausnutzung keine Manipulation darstellen soll – oder ob sie vom Täter absichtlich herbeigeführt wurde – in welchem Fall ausnutzender Handel als manipulativ anzusehen sein soll.²³⁹

²³⁷ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a WpHG Rn 106; Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 205; McKee, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 140; IOSCO-Report, S. 18; Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 299.

²³⁸ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a WpHG Rn 106; Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 205.

²³⁹ McKee, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 140; in diese Richtung auch IOSCO-Report, S. 18 (wonach die Ausnutzung einer auf legitime Weise erworbenen beherrschenden Stellung keine Manipulation darstellt); für Differenzierung wohl auch Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 299, sowie Streinz/Ohler, *WM* 2004, S. 1316.

Hansen begründet die generelle Illegitimität von Handel zur Ausnutzung einer beherrschenden Stellung damit, dass der Zweck der Manipulationsbekämpfung neben dem Schutz vor Desinformation auch im Schutz des freien Spiels der Marktkräfte von Angebot und Nachfrage besteht – einem Zweck, dem auch das Kartellrecht dient. Der Manipulationsbegriff ist Hansen zufolge somit nicht nur auf der Grundlage der Informationstheorie zu verstehen, sondern hat auch eine kartellrechtliche Komponente. Gemessen an diesem kartellrechtlichen Zweck ist jeglicher Missbrauch einer marktbeherrschenden Stellung illegitim, da er zwar keine Desinformation des Marktes, wohl aber eine Störung des freien Spiels der Marktkräfte bewirkt.²⁴⁰ Einen solchen kartellrechtlichen Schutzzweck sieht Hansen als ratio sowohl der einschlägigen britischen Vorschriften als auch der Manipulationsdefinition des Art. 1.2 (a) 2. Spiegelstrich MMR.²⁴¹

Jedoch ist nicht ersichtlich, welchen rechtspolitischen Nutzen eine kartellrechtliche Aufladung des Manipulationsbegriffs und daraus resultierende Überschneidung von Manipulationsverbot und kartellrechtlichen Vorschriften haben: Zum einen sind aus kartellrechtlicher Perspektive unerwünschte Verhaltensweisen schon allein aus diesem Grund illegitim und können auch ohne Rückgriff auf ein Manipulationsverbot unterbunden werden. Zum anderen ist, wie oben dargestellt,²⁴² ein vom Zweck des Schutzes der Informationseffizienz ausgehender Manipulationsbegriff ausreichend, um sämtliche Verhaltensweisen zu erfassen, die zu den oben beschriebenen²⁴³ negativen ökonomischen Auswirkungen von Preismanipulation führen. Meines Erachtens besteht daher kein Bedürfnis für ein über den Zweck des Schutzes der Informationseffizienz hinausgehendes Verständnis des Manipulationsbegriffs.²⁴⁴

Gemessen am Maßstab des Schutzes der Informationseffizienz ist die Absicht der Ausnutzung einer beherrschenden Stellung nur dann illegitim, wenn sie ein informationsunabhängiges Handelsmotiv darstellt. Da, wie soeben erläutert, die Absicht des Erwerbs einer beherrschenden Stellung ein informationsunabhängiges Motiv darstellt, beruht absichtlich erworbene Marktmacht nicht auf der subjektiven Einschätzung des wahren Werts

²⁴⁰ Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 205.

²⁴¹ Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 205 f.

²⁴² S.o. A.II.1-3.

²⁴³ S.o. A.II.1.

²⁴⁴ Ebenso Streinz/Ohler, *WM* 2004, S. 1316, denen zufolge allein das Innehaben eines Monopols nicht strafbegründend sein kann; gegen die unbesehene Übernahme kartellrechtlicher Vorstellungen auch Pfüller/Anders, *WM* 2003, S. 2450.

des betreffenden Vermögenswerts durch den Täter. Handelt ein Anleger zur Ausnutzung einer absichtlich herbeigeführten beherrschenden Stellung, legt er zwar seine eigene Marktmacht als objektiv zutreffende Information zugrunde; aus seiner Perspektive kann diese Information jedoch nichts über den wahren Wert des gehandelten Vermögenswerts aussagen, da er ja weiß, dass sie ohne Rücksicht auf den wahren Wert zustande gekommen ist. Der Anleger handelt daher in diesem Fall unabhängig von seiner eigenen Einschätzung des wahren Wert des betreffenden Vermögenswerts. Dementsprechend stellt die Absicht der Ausnutzung einer absichtlich herbeigeführten marktbeherrschenden Stellung ein notwendigerweise informationsunabhängiges Motiv dar, dessen Verbot sich ausschließlich positiv auf die Informationseffizienz auswirken würde und das somit als illegitim anzusehen ist.

Zudem ist die Absicht der Ausnutzung einer absichtlich herbeigeführten marktbeherrschenden Stellung ein gegenüber der Preisbeeinflussungsabsicht eigenständiges Motiv, da der Täter zur Erzielung eines Profits nicht darauf angewiesen ist, die Entwicklung des Marktpreises mittelbar zu beeinflussen, sondern den Marktpreis aufgrund der Beherrschung einer Seite des Marktes unmittelbar selbst festsetzen kann. Er handelt daher in der Absicht, die mit der marktbeherrschenden Stellung einhergehende Preissetzungsmacht auszunutzen.

Im Gegensatz dazu stellt die Absicht zur Ausnutzung einer zufällig erworbenen marktbeherrschenden Stellung ein informationsbezogenes Motiv dar, da die Marktmacht des Anlegers in diesem Fall aus seiner Perspektive Teil der tatsächlichen Nachfrage- und/oder Angebotssituation ist und auf den wahren Wert des Vermögensgegenstands hinweist. Somit spiegeln Handel zur Ausnutzung einer zufällig erworbenen beherrschenden Stellung sowie der daraus resultierende Preis die subjektive Einschätzung des wahren Werts seitens des Anlegers korrekt wider. Gemessen am Maßstab der Auswirkung auf die Informationseffizienz ist Handel zur Ausnutzung von zufällig erworbener Marktmacht daher nicht illegitim und fällt nicht unter den hier entwickelten Manipulationsbegriff – was aber natürlich nicht ausschließt, dass derartiges Verhalten aus kartellrechtlicher Perspektive illegitim sein könnte.

4. Zwischenergebnis

Gemessen an den Auswirkungen entsprechend motivierten Handelsverhaltens auf die Informationseffizienz des Marktes sind folgende Handelsmotive als illegitim und damit

manipulativ anzusehen: erstens die Absicht der Beeinflussung des Preises in eine willkürlich gewählte Richtung, die der Handelnde subjektiv aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden Informationen nicht für näher am wahren Wert als den Ausgangspreis hält; zweitens die Absicht des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung; sowie drittens die Absicht der Ausnutzung einer absichtlich herbeigeführten marktbeherrschenden Stellung. Wie oben dargestellt, sind diese Motive informationsunabhängig und aufgrund dessen schädlich für die Informationseffizienz, ohne sich zugleich positiv auf die Handelsaktivität und damit mittelbar auch auf die Informationseffizienz auszuwirken, so dass ein Verbot von Handel aus den genannten Motiven der Informationseffizienz insgesamt förderlich wäre. Derart motiviertes Handelsverhalten ist daher manipulativ und sollte von einem Manipulationsverbot erfasst werden.

V. Verhältnis des Manipulationsverbots zu anderen kapitalmarktrechtlichen Zielen

1. Preiswahrheit als eines von mehreren Schutzgütern des Kapitalmarktrechts

Der hier vertretene, ausgehend vom Zweck des Schutzes der Informationseffizienz und damit mittelbar der Preiswahrheit entwickelte Manipulationsbegriff ist relativ, da auch das Gut der Informationseffizienz bzw. Preiswahrheit lediglich ein relatives ist und somit keinen absolut gültigen Legitimitätsmaßstab darstellen kann. Zwar ist, wie oben dargestellt, ein möglichst hohes Maß an Vollständigkeit und Wahrheit des Informationsgehalts der Marktpreise eine notwendige Voraussetzung dafür, dass der Markt seine Funktionen der Kapitalallokation, -aufbringung und -bewertung optimal erfüllen kann.²⁴⁵ Sie ist jedoch keineswegs die einzige Voraussetzung hierfür. Weitere notwendige Voraussetzungen für ein optimales Funktionieren des Kapitalmarkts sind beispielsweise Preisstabilität sowie Fairness und Transparenz des Handels, deren Schutz kapitalmarktrechtliche Vorschriften wie etwa das Insider-, Übernahme- und Publizitätsrecht dienen.

Die Ziele des Schutzes der Informationseffizienz bzw. Preiswahrheit einerseits und des Schutzes der eben genannten Rechtsgüter andererseits können miteinander kollidieren: Beispielsweise kann ein bestimmtes Handelsverhalten die Informationseffizienz des Marktes schmälern, zugleich jedoch die Preisstabilität oder die Fairness des Handels fördern. Ein Verbot des betreffenden Verhaltens als manipulativ würde somit zwar die Informationseffizienz verbessern, wäre zugleich jedoch der Preisstabilität oder der Handelsfairness abträglich. Umgekehrt kann Handelsverhalten, das aufgrund seiner positiven Auswirkung auf die Informationseffizienz zunächst als legitim erscheint, dennoch insgesamt als illegitim zu betrachten sein, etwa weil es von der Mehrheit der Anleger als unfaire Handelspraxis empfunden wird.

Das oben allein anhand des Maßstabs der Informationseffizienz gefällte Legitimitätsurteil kann somit keine absolute Gültigkeit beanspruchen, sondern ist gewissen Modifikationen zu unterziehen. Insbesondere in Kollisionsfällen, d.h. wenn von der Manipulationsdefinition erfasstes Handelsverhalten anderen kapitalmarktrechtlichen Schutzgütern förderlich sein kann, ist im Interesse eines insgesamt möglichst optimal funktionierenden Kapitalmarkts nach einem Ausgleich der genannten Schutzziele zu streben. Wie dieser Ausgleich herzustellen ist, insbesondere ob die Reichweite der Manipulationsdefinition zugunsten anderer kapitalmarktrechtlicher Schutzgüter einzuschränken ist, hängt vom relativen Gewicht

²⁴⁵ S.o. A.II.1 u. A.II.3.

des Guts der Preiswahrheit im Vergleich zu dem des betreffenden kollidierenden Schutzguts ab.

Im Folgenden wird das Verhältnis der hier entwickelten Definition der handelsgestützten Manipulation zu Kursstabilisierungsmaßnahmen, zum Übernahmerecht und zum Insiderhandel erläutert.

2. Verhältnis der Manipulationsdefinition zu Kursstabilisierungsmaßnahmen

a. Potentiell manipulativer Charakter von Kursstabilisierungsmaßnahmen

Handelsmaßnahmen von seitens eines Emittenten oder einer von ihm beauftragten Investmentbank zur Stabilisierung des Kurses eines von dem betreffenden Emittenten ausgegebenen Wertpapiers können grundsätzlich der hier entwickelten Definition der handelsgestützten Manipulation unterfallen – sofern sie nämlich in der Absicht vorgenommen werden, ein Gleichbleiben des Marktpreises zu erreichen, obwohl der gegenwärtige Preis nach der subjektiven Einschätzung des Handelnden dem wahren Wert des betreffenden Vermögensgegenstands nicht entspricht. Manipulativ sind demnach Stabilisierungsmaßnahmen von Emittenten oder Investmentbanken gegen den Markttrend. Als weitergehende Ziele von Stabilisierungsmaßnahmen gegen den Markttrend sind beispielsweise Bilanzpflege,²⁴⁶ die Erhaltung von Ansprüchen (etwa des Managements des Emittenten auf Bonuszahlungen oder der Investmentbank des Emittenten auf eine Prämie für erfolgreiche Platzierung) oder die Erhaltung des Werts von Aktienoptionen des Managements des Emittenten denkbar.

Hält der Handelnde den gegenwärtigen Marktpreis hingegen für den wahren Wert und handelt er zur Prävention bzw. Neutralisierung von Preisschwankungen, die seiner Ansicht nach auf Manipulationen²⁴⁷ oder einer Verkennung des wahren Werts seitens der übrigen Marktteilnehmer²⁴⁸ beruhen, begeht er keine Manipulation im Sinne der hier entwickelten Definition. Ebenso wenig manipulativ ist Handel von Seiten der Emittenten mit ihren eigenen

²⁴⁶ Schäfer, WM 1999, S. 1346 f.

²⁴⁷ Bereits in den Verhandlungen der Aktienrechtskommission im Jahr 1882 wurde darauf hingewiesen, dass kursstabilisierende Scheinkäufe teilweise auch zur Verhinderung „betrügerischer Kurssdrückungen“ eingesetzt würden; vgl. Verhandlungen der Aktienrechtskommission, Zu Art. 249 d Ziffer 2, in: Schubert/Hommelhoff, Kap. V, S. 381 f.

²⁴⁸ So dienen etwa Stabilisierungsmaßnahmen in der Phase nach der Platzierung neu emittierter Papiere oftmals der Stützung des Kurses gegen Verkaufsdruck durch kurzfristig spekulierende „Share Flippers“; vgl. Hansen, European Business Law Review 2004, S. 216. Ders., S. 212, weist ferner darauf hin, dass Handel mit eigenen Aktien vom Management des Emittenten zur Korrektur des Aktienkurses eingesetzt werden kann, wenn dieser nach Ansicht des Managements nicht die tatsächlichen Geschäftsaussichten des Emittenten widerspiegelt, sondern eine allgemeine Marktstimmung.

Wertpapieren, der gar nicht der Kursstabilisierung bzw. -beeinflussung dient, sondern einem anderen Zweck, welcher ein Gleichbleiben oder eine Veränderung des Kurses auch nicht als notwendiges Zwischenziel voraussetzt. Als solche von der Kursentwicklung unabhängige Ziele von Eigenhandel kommen beispielsweise die Befriedigung von Liquiditätsbedürfnissen des Emittenten,²⁴⁹ die Verringerung des Free Floats eigener Aktien zur Erschwerung einer feindlichen Übernahme²⁵⁰ oder die Erfüllung von Verpflichtungen des Emittenten aus Wandelschuldverschreibungen oder Aktienoptionsprogrammen zugunsten der Belegschaft²⁵¹ in Betracht.

Kursstabilisierungsmaßnahmen können somit grundsätzlich manipulativ im Sinne der hier entwickelten Definition der handelsgestützten Manipulation sein. Dies ist allerdings nach Ansicht einiger Autoren ein Beleg dafür, dass die Definition jedenfalls insoweit unzutreffend ist, als Preisbeeinflussungsabsicht danach ein manipulatives Handelsmotiv darstellt:²⁵² Nach dieser Ansicht ist Preisbeeinflussungsabsicht gerade deswegen ungeeignet zur Abgrenzung zwischen manipulativem und normalem Handel, weil auch Kurspflegemaßnahmen regelmäßig in der Absicht vorgenommen werden, auf den Preis einzuwirken, diese jedoch als legitim anzusehen sind.²⁵³

Dass die hier vertretene Definition der handelsgestützten Manipulation grundsätzlich auch Kursstabilierungsmaßnahmen erfasst, stellt jedoch für sich genommen keinen Makel der Definition dar. Die dargestellte Gegenansicht ist offenbar der historischen deutschen Rechtsauffassung verhaftet, wonach Handelsmaßnahmen zur Kursstabilisierung generell als zulässig galten und von vornherein nicht dem Kursbetrugs- bzw. Marktmanipulationstatbestand unterfielen: Bei der Normierung des ersten deutschen Kursbetrugstatbestands Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB im Jahr 1884 wurde das Merkmal der

²⁴⁹ Nach Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 212, stellt der Handel mit eigenen Aktien ein Mittel zur raschen und einfachen Befriedigung der Liquiditätsbedürfnisse der Emittenten dar: Überschüssige Liquidität kann den Aktionären auf diese Weise einfacher zurückgewährt werden als im Wege einer förmlichen Kapitalherabsetzung (und steuerlich u.U. günstiger als durch Dividendenzahlungen); bei steigendem Liquiditätsbedarf können zurückgekaufte Aktien wieder verkauft werden, was ebenfalls ein einfacheres und schnelleres Mittel zur Liquiditätsaufnahme ist als eine Kapitalerhöhung.

²⁵⁰ Hingegen unterfallen Käufe eigener Aktien der hier vertretenen Manipulationsdefinition, sofern sie der Steigerung des Kurses dienen, um eine drohende feindliche Übernahme zu verteuern und damit zu erschweren. Da solche Abwehrmaßnahmen nach deutschem Übernahmerecht (§ 33 WpÜG) zulässig sind (vgl. Schäfer, *WM* 1999, S. 1346 f.), kollidiert die Manipulationsdefinition insoweit mit übernahmerechtlichen Vorschriften; s. hierzu unten V.3.b.

²⁵¹ Vgl. Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 212.

²⁵² Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., *WpHG*, § 20 a Rn 93, 97; Ziouvas, *ZGR* 2003, S. 136 f., 142.

²⁵³ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., *WpHG*, § 20 a Rn 93, 97; Ziouvas, *ZGR* 2003, S. 136 f., 142.

„betrügerischen Absicht“ extra zu dem Zweck in den Tatbestand aufgenommen, Scheingeschäfte zur Kursstabilisierung von vornherein vom Anwendungsbereich der Vorschrift auszuschließen, da solche Geschäfte sowohl vom Gesetzgeber als auch von den Sachverständigen der Aktienrechtskommission als legitim empfunden wurden.²⁵⁴ Auch nach der Streichung dieses Absichtsmerkmals und den Neufassungen des Kursbetrugs in den Jahren 1986 und 2002 wurden Kurspflegemaßnahmen²⁵⁵ weiterhin allgemein nicht als tatbestandsmäßige „Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel“ gemäß § 88 Nr. 2 BörsG 1986²⁵⁶ bzw. „sonstige Täuschungshandlungen“ gemäß § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.²⁵⁷ betrachtet. Zur Begründung wurde angeführt, derartige Geschäfte seien regelmäßig rechtsverbindlich und daher keine Scheingeschäfte, sondern effektive Geschäfte, welche per se keine auf Täuschung berechneten Mittel gemäß § 88 Nr. 2 BörsG 1986²⁵⁸ bzw. keine sonstigen Täuschungshandlungen gemäß § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.²⁵⁹ darstellen könnten.²⁶⁰ Folglich hatte die ausdrückliche Ausnahme bestimmter kursstabilisierender Maßnahmen vom Manipulationsverbot des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. durch die sogenannten Safe Harbor – Vorschriften in §§ 4 ff. KuMaKV²⁶¹ lediglich klarstellende Wirkung.²⁶²

²⁵⁴ Vgl. Verhandlungen der Aktienrechtskommission, Zu Art. 249 d Ziffer 2, in: Schubert/Hommelhoff, Kap. V, S. 381 f.; Begründung des Regierungsentwurfs zur Aktienrechtsnovelle (1884), Begründung zu Art. 249 d Ziffer 2, in: Schubert/Hommelhoff, Kap. VI, S. 516; Nußbaum, BörsG, § 88 I Anm. 1 a; Apt, BörsG, § 88 Ziffer 2.

²⁵⁵ Als Unterfall der Kurspflege galt allgemein auch der Erwerb eigener Aktien durch Emittenten; vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 88 Rn 8; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 123; Schäfer, WM 1999, S. 1346.

²⁵⁶ Mörenschlager, wistra 1983, S. 18 f.; ebenso Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 88 Rn 8; Lenzen, S. 201 f.; Schäfer, WM 1999, S. 1351 f.; Groß, § 88 BörsG Rn 8; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12.

²⁵⁷ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 121.

²⁵⁸ Groß, § 88 BörsG Rn 8; Lenzen, S. 201 f.; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12; Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 88 Rn 8.

²⁵⁹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 121, nach dessen Ansicht Kurspflegemaßnahmen regelmäßig der objektive Täuschungswert fehlt.

²⁶⁰ Die genannten Autoren verstanden die Begriffe der fiktiven und effektiven Geschäfte demnach anders als die heute hM, welche nicht nach der Rechtsverbindlichkeit, sondern nach der wirtschaftlichen Relevanz des betreffenden Geschäfts unterscheidet; vgl. oben A.I.1.b.

²⁶¹ Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation, erlassen durch das Bundesministerium der Finanzen am 18. November 2003 (BGBl. I S. 2300) auf der Grundlage von § 20 a II 1 WpHG a.F.

²⁶² A.A. Ekkenga, WM 2002, S. 318, nach dessen Ansicht Kursstabilisierungsmaßnahmen mit der Normierung des § 20 a WpHG a.F. grundsätzlich unzulässig geworden und nur bei Eingreifen eines der Safe Harbors der Verordnung vom Manipulationsverbot ausgenommen seien. Hiergegen Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 120, 124, 126, 136, der die geschilderte Ansicht für zu eng hält und seinerseits davon ausgeht, dass Verhalten, welches nicht unter die Safe Harbors der Verordnung fällt, nicht allein deshalb verboten bzw. manipulativ ist; vielmehr seien Kurspflegemaßnahmen grundsätzlich zulässig.

Die von der dargestellten Literaturmeinung²⁶³ angestrebte Zulässigkeit kursstabilisierenden Handels lässt sich jedoch nicht allein durch eine Manipulationsdefinition erreichen, welche solchen Handel von vornherein nicht erfasst, sondern auch durch die sekundäre Einschränkung einer weiter gefassten Definition mit Hilfe konstitutiver Ausnahmen zugunsten kursstabilisierender Transaktionen. Diese Ansicht wird offenbar von den Verfassern der Marktmissbrauchsrichtlinie geteilt, wie die Marktmissbrauchsdefinition in Art. 1.2 (a) MMR und die Ausnahmenvorschriften der auf Art. 8 MMR beruhenden Verordnung Nr. 2273/2003 der Europäischen Kommission²⁶⁴ illustrieren: In ihrer Entwurfsbegründung zu Art. 8 MMR bemerkt die Kommission, Eigenhandel und Stabilierungsmaßnahmen müssten transparent durchgeführt werden, um Insiderhandel oder eine Irreführung des Marktes zu vermeiden.²⁶⁵ Demnach können Stabilierungsmaßnahmen nach Ansicht der Kommission durchaus Marktmanipulation im Sinne der Definition des Art. 1.2 (a) der MMR darstellen, auch wenn sie nicht per se marktmissbräuchlich sind.²⁶⁶

Darüber hinaus geht die erwähnte Schlussfolgerung zu weit, dass Preisbeeinflussungsabsicht allein deswegen, weil sie regelmäßig auch legitimen kursbeeinflussenden Transaktionen zugrunde liege, generell kein manipulatives Merkmal darstellen könne.²⁶⁷ Vielmehr schadet Handel in Preisbeeinflussungsabsicht in jedem Fall der Informationseffizienz und damit der Preiswahrheit und kann überdies in den meisten Fällen auch der Preisstabilität schaden – wenn nämlich der Täter eine Preissenkung oder –steigerung anstrebt. Nur wenn der Täter in der Absicht handelt, den gegenwärtigen Preis beizubehalten, und dieses Ziel tatsächlich auch erreicht, wirkt sich sein Handeln positiv auf die Preisstabilität aus. Daher kann die Absicht der Preisbeeinflussung nicht pauschal als legitimes Handelsmotiv betrachtet werden.

Zur Wahrung des Guts der Preisstabilität ist es somit nicht erforderlich, auf das Merkmal der Preisbeeinflussungsabsicht zu verzichten; ausreichend ist vielmehr, den Anwendungsbereich der hier entwickelten Definition der handelsgestützten Manipulation durch Ausnahmen

²⁶³ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 93, 97; Ziouvas, ZGR 2003, S. 136 f., 142.

²⁶⁴ Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Aktienrückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen (ABl. EU Nr. L 336, S. 33).

²⁶⁵ Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insiderhandel und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281, ABl. C 240 E v. 28.8.2001, S. 265-271, Begründung, Abschn. 2 "Erläuterung der Artikel", Zu Art. 7 und 8, Abs. 2.

²⁶⁶ Gemäß Ziffer 33 der Präambel der MMR und Ziffer 2 der Präambel der EG-VO Nr. 2273/2003 können Kursstabilisierungsmaßnahmen für Finanzinstrumente oder Rückkäufe eigener Aktien aus wirtschaftlichen Gründen gerechtfertigt sein und sind daher nicht bereits als solche als Marktmissbrauch zu betrachten.

²⁶⁷ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 93, 97; Ziouvas, ZGR 2003, S. 136 f., 142.

einzuschränken. Da außerdem die Ziele des Schutzes der Preiswahrheit einerseits und des Schutzes der Preisstabilität nicht generell bei Handel in Preisbeeinflussungsabsicht kollidieren, sondern nur bei Transaktionen in der Absicht, den gegenwärtigen Preis beizubehalten, obwohl er nach der subjektiven Einschätzung des Handelnden dem wahren Wert des betreffenden Vermögensgegenstands nicht entspricht, können die Ausnahmen auf derart motivierte Transaktionen beschränkt werden.

b. Dogmatische Rechtfertigung von Ausnahmen zugunsten kursstabilisierenden Handels
Kursstabilisierende Transaktionen können nur vom Manipulationsverbot ausgenommen werden, sofern und soweit dies bei Abwägung des Gutes der Preisstabilität gegen das der Preiswahrheit gerechtfertigt erscheint. Darüber hinaus ist es m.E. nicht erforderlich, das Gut der Preisstabilität gegen sämtliche Schutzgüter des Kapitalmarktrechts abzuwägen. Im Gegensatz dazu wurde in der Literatur zu § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. bzw. zu den Stabilisierungsmaßnahmen betreffenden Safe-Harbor-Vorschriften der §§ 4 ff. KuMaKV vertreten, solche Geschäfte würden nicht vom Manipulationsverbot erfasst, sofern sie „professionsadäquat“ seien, was wiederum voraussetze, dass sie gemessen am gesamten (Kapitalmarkt-)Recht billigenwert seien.²⁶⁸ Zwar können Stabilisierungsmaßnahmen nicht nur manipulativen Handel darstellen, sondern zugleich auch gegen Vorschriften des Gesellschaftsrechts (insbesondere § 71 I 1 Nr. 8 AktG),²⁶⁹ des Prospektrechts,²⁷⁰ der Ad-hoc-Publizität²⁷¹ und gegen das Insiderhandelsverbot²⁷² verstoßen.²⁷³ Zur Klärung des hier allein in Rede stehenden Verhältnisses des Manipulationsverbots zu kursstabilisierendem Handel tut jedoch die Zulässigkeit solcher Maßnahmen im Hinblick auf andere Vorschriften des Kapitalmarktrechts nichts zur Sache. Relevant ist hierfür allein die Bedeutung des Guts der

²⁶⁸ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 116. Die Figur der Professionsadäquanz erinnert an die Ausnahmevoraussetzung der „zulässigen Marktpraxis“ in Art. 1.2 (a) HS 2 MMR, die ihrerseits auf dem Kriterium der „proper execution“ des von der FSA zum britischen Marktmissbrauchsverbot entwickelten „Regular User Tests“ beruht (vgl. Handbuch der FSA, Code of Market Conduct, MAR 1.5.8 (5), 1.5.10, 1.6.10). Mit dem Begriff der „zulässigen Marktpraxis“ sind allerdings nicht Kursstabilisierungsmaßnahmen gemeint, welche in Art. 8 MMR und der darauf beruhenden Durchführungsverordnung Nr. 2273/2003 geregelt sind. Zum Begriff der zulässigen Marktpraxis vgl. Art. 2 der Durchführungsrichtlinie (EG) Nr. 72/2004 der Kommission vom 29. April 2004, ABl. EU Nr. L 162, S. 70 ff.

²⁶⁹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 119, 123; Lenzen, S. 212 f.

²⁷⁰ Groß, § 88 BörsG Rn 7; Schäfer, WM 1999, S. 1348 f.

²⁷¹ Schäfer, WM 1999, S. 1349 f.

²⁷² Schäfer, WM 1999, S. 1350 f.

²⁷³ Vgl. den Überblick bei Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 20 a Rn 119.

Preisstabilität im Vergleich zu dem der Preiswahrheit, nicht dessen Bedeutung im Vergleich zu sonstigen Schutzgütern des Kapitalmarktrechts.

Wie oben²⁷⁴ erwähnt, hängt die Gestaltung des Ausgleichs zwischen den Schutzgütern der Informationseffizienz bzw. Preiswahrheit einerseits und der Preisstabilität andererseits vom relativen Gewicht dieser Güter ab, d.h. von ihrer jeweiligen Bedeutung für das übergeordnete Ziel des Kapitalmarktrechts, ein möglichst optimales Funktionieren des Kapitalmarkts zu gewährleisten. Oben wurde bereits festgestellt, dass ein möglichst hohes Maß an Informationseffizienz und damit an Preiswahrheit eine notwendige Voraussetzung sowohl für eine optimale Kapitalallokation als auch für die Marktfunktionen der Kapitalaufbringung und -bewertung darstellt.²⁷⁵ Allerdings ist auch Preisstabilität eine notwendige Voraussetzung für das optimale Funktionieren des Kapitalmarkts: Starke oder unverhersehbare Preisschwankungen können dazu führen, dass Anleger ihr Vertrauen in den betreffenden Markt verlieren und sich vom Handel auf diesem Markt zurückziehen.²⁷⁶ Dies führt zu steigenden Transaktionskosten für die verbliebenen Anleger sowie zu höheren Kapitalkosten für die verbliebenen Emittenten, beeinträchtigt also die Kapitalaufbringungsfunktion des Marktes.²⁷⁷ Eine sinkende Zahl von Marktteilnehmern wirkt sich außerdem negativ auf die Informationseffizienz aus, da neue Informationen bei zurückgehender Handelsaktivität entsprechend langsamer eingepreist werden.²⁷⁸ Auf diese Weise können Preisschwankungen letztlich auch der Allokationseffizienz des Marktes schaden. Umgekehrt können stabile Kurse das Vertrauen der Anleger stärken und auch kleine und mittlere Unternehmen dazu ermutigen, den Kapitalmarkt zur Finanzierung zu nutzen,²⁷⁹ also zu einer höheren Anzahl von Marktteilnehmern und gehandelten Papieren führen. Hierdurch würden Transaktions- und Kapitalkosten sinken und somit die Kapitalaufbringungsfunktion des Marktes gefördert.²⁸⁰ Die damit einhergehende Steigerung der Marktliquidität würde sich außerdem positiv auf die

²⁷⁴ Unter V.1.

²⁷⁵ S.o. A.II.1 u. A.II.3.

²⁷⁶ Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rats über Insiderhandel und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281, ABl. C 240 E v. 28.8.2001, S. 265-271, Begründung, Abschn. 2 "Erläuterung der Artikel", Zu Art. 7 und 8, Abs. 2.

²⁷⁷ Vgl.oben A.II.1.

²⁷⁸ Vgl. oben A.IV.1.

²⁷⁹ So ausdrücklich die Europäische Kommission in ihrer Begründung zum Entwurf der MMR, KOM/2001/0281, ABl. C 240 E v. 28.8.2001, S. 265-271, Begründung, Abschn. 2 "Erläuterung der Artikel", Zu Art. 7 und 8, Abs. 2.

²⁸⁰ Vgl.oben A.II.1.

Informationseffizienz des Marktes auswirken, da neue Informationen umso rascher vom Markt aufgenommen und verarbeitet werden können, je stärker die Handelsaktivität ist.²⁸¹ Stabilisierungsmaßnahmen können sich somit positiv auf die Marktfunktion der Kapitalaufbringung und mittelbar auch auf die der Kapitalallokation auswirken.

Da demnach sowohl Preisstabilität als auch Preiswahrheit notwendige Voraussetzungen einer optimalen Erfüllung der Marktfunktionen darstellen, sind beide Güter aus ökonomischer Perspektive als gleichrangig anzusehen. Der erforderliche Ausgleich zwischen ihnen ist daher in der Weise herbeizuführen, dass Transaktionen in der Absicht, den gegenwärtigen Preis beizubehalten, obwohl dieser nach der subjektiven Einschätzung des Handelnden dem wahren Wert des betreffenden Vermögensgegenstands nicht entspricht, zwar grundsätzlich als manipulativ gelten, jedoch als legitim betrachtet und vom Manipulationsverbot ausgenommen werden, sofern und soweit sie zur Wahrung der Preisstabilität sowohl geeignet als auch erforderlich sind.

Zur Wahrung der Preisstabilität sind grundsätzlich sowohl effektive als auch fiktive Geschäfte, d.h. Transaktionen mit und ohne wirtschaftliche Relevanz, geeignet.²⁸² Beispielsweise können zur Stabilisierung des Kurses neu emittierter Papiere, der infolge mangelnden Interesses an den neuen Papieren und dementsprechend mangelnder Handelsaktivität unter Druck gerät, nicht nur effektive Käufe eingesetzt werden, sondern auch fiktive Geschäfte zwischen den an der Emission beteiligten Personen, welche erhöhte Handelsaktivität vortäuschen sollen.²⁸³ Der kurssteigernde Effekt der fiktiven Geschäfte kann dadurch gesteigert werden, dass die Personen zu sukzessiv steigenden Preisen handeln.²⁸⁴ Dementsprechend sind (fiktive oder effektive) Geschäftsaufträge ebenso geeignet zur Kursstabilisierung wie vollständig durchgeführte Transaktionen. Kein Unterschied besteht ferner in der Stabilisierungseignung von Käufen bzw. Kaufaufträgen einerseits und

²⁸¹ Vgl. oben A.IV.1.

²⁸² Zu § 88 Nr. 2 1986 wurde überwiegend vertreten, dass Kurspflegemaßnahmen regelmäßig effektive Geschäfte seien und als solche keine „auf Täuschung berechneten Mittel“ darstellen könnten; allerdings waren mit „effektiven“ Geschäften nicht wirtschaftlich relevante, sondern lediglich rechtsverbindliche Geschäfte gemeint. Vgl. Groß, § 88 BörsG Rn 8; Lenzen, S. 201 f.; Schäfer, WM 1999, S. 1351 f.; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12; Schwark, BörsG, 2. Aufl. 1994, § 88 Rn 8; sowie oben A.V.2.a.

²⁸³ Vgl. die oben unter A.I.1.b zitierte Definition fiktiver Geschäfte als Geschäfte, die allein darauf abzielen, den Eindruck erhöhter Handelsaktivität und Liquidität des Marktes zu erwecken und so die Attraktivität und den Preis des betreffenden Vermögenswertes zu erhöhen, bei: Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 24; Ziouvas, ZGR 2003, S. 132.

²⁸⁴ Sog. „Advancing the Bid“, vgl. IOSCO-Report, S. 5; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 27; Ziouvas, ZGR 2003, S. 133; s.o. A.I.1.b.

Verkäufen bzw. Verkaufsaufträgen andererseits. Unabhängig ist die Eignung der Handelsmaßnahme auch von der Person des Handelnden, so dass Eigenhandel der Emittenten zur Kursstabilisierung ebenso geeignet ist wie Transaktionen von im Auftrag oder Interesse der Emittenten handelnden Dritten. Schließlich gelten die obigen Ausführungen über die positiven Auswirkungen der Preisstabilität auf den Kapitalmarkt gleichermaßen für die Preise sämtlicher am Kapitalmarkt gehandelten Vermögenswerte; geeignet zur Wahrung der Preisstabilität sind daher Transaktionen nicht nur in Aktien, sondern auch in anderen Wertpapieren und sonstigen Vermögenswerten.²⁸⁵

Soweit mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar, ist das Eingreifen der Verbotsausnahmen allerdings Bedingungen zu unterwerfen, die sicherstellen, dass das Gut der Preiswahrheit durch kursstabilisierenden Handel nicht mehr als notwendig beeinträchtigt wird. Welche Bedingungen hierfür geeignet sind, wird im folgenden Abschnitt dargestellt.

c. Rechtsgüterausgleich durch Ausnahmebeschränkungen und Offenbarungspflichten

Ein wirksames Mittel zur Abmilderung des negativen Effekts kursstabilisierender Transaktionen auf die Preiswahrheit stellt die Offenlegung des preisbeeinflussenden Motivs des Handelnden gegenüber dem Markt dar.²⁸⁶ Der Stabilisierungserfolg der Maßnahmen wird hierdurch nicht notwendigerweise beeinträchtigt. Kursstabilisierungsmaßnahmen sollten daher nur unter der Bedingung vom Manipulationsverbot ausgenommen sein, dass die kursstabilisierende Absicht den übrigen Marktteilnehmern und der Aufsichtsbehörde zeitnah und umfassend mitgeteilt wird. Diese Ansicht wird sowohl von CESR als auch der Europäischen Kommission geteilt: Letztere bemerkt in ihrer Entwurfsbegründung zu Art. 8 MMR, Eigenhandel und Stabilisierungsmaßnahmen müssten transparent durchgeführt werden, um Insiderhandel oder eine Irreführung des Marktes zu vermeiden.²⁸⁷ Dies setzt sie in der bereits erwähnten²⁸⁸ EG-Verordnung Nr. 2273/2003 zu Art. 8 MMR um, wonach Kursstabilisierungsmaßnahmen nur unter der Voraussetzung zulässig sind, dass derartige

²⁸⁵ Ebenso Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 212 f., der den Handel mit eigenen Wertpapieren insgesamt als wirtschaftlich sinnvoll ansieht und den in Art. 8 MMR vorgesehenen Safe Harbor für Rückkäufe eigener Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen für zu eng hält, da er wirtschaftlich ebenso positive Formen des Eigenhandels wie Verkäufe eigener Aktien, Käufe eigener Aktien außerhalb von Rückkaufprogrammen und Handel in sonstigen eigenen Wertpapieren (also Anleihen und Wandelschuldverschreibungen) ausschließt.

²⁸⁶ Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 216.

²⁸⁷ Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rats über Insiderhandel und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281, ABl. C 240 E v. 28.8.2001, S. 265-271, Begründung, Abschn. 2 "Erläuterung der Artikel", Zu Art. 7 und 8, Abs. 2.

²⁸⁸ S.o. A.V.2.a.

Maßnahmen öffentlich bekanntgegeben (Art. 9 I, III VO), der zuständigen Behörde mitgeteilt (Art. 9 II VO) und dokumentiert werden (Art. 9 IV VO), und dass der Handelnde eine zentrale Auskunftsstelle einrichtet (Art. 9 V VO). Die Kommission folgt damit Vorschlägen CESRs zur Regulierung von Kurspflagemassnahmen aus dem Jahr 2002, welche u.a. die Offenlegung solcher Maßnahmen im Prospekt und ihre ordnungsgemäße Dokumentation umfassten.²⁸⁹

Ferner ist es zur Wahrung der Preisstabilität nicht erforderlich, Transaktionen generell vom Manipulationsverbot auszunehmen, welche in der Absicht vorgenommen werden, den gegenwärtigen Preis beizubehalten, obwohl dieser nach der subjektiven Einschätzung des Handelnden dem wahren Wert des betreffenden Vermögensgegenstands nicht entspricht. Ausreichend hierfür und daher im Interesse des Schutzes der Preiswahrheit geboten ist vielmehr die Beschränkung der Zulässigkeit von Kursstabilisierungsmaßnahmen auf bestimmte Marktsituationen (etwa die Emission neuer Wertpapiere), Personen (etwa den Emittenten und die an der Neuemission beteiligten Wertpapierhäuser und Kreditinstitute) und Zeiträume (etwa eine bestimmte Zeitspanne unmittelbar im Anschluss an eine Neuemission). Wiederum finden sich ähnliche Beschränkungen der Zulässigkeit von Stabilisierungsmaßnahmen in der EG-Verordnung Nr. 2273/2003 zu Art. 8 MMR: Danach sind lediglich Käufe bzw. Kaufangebote vom Manipulationsverbot ausgenommen, die Wertpapierhäuser oder Kreditinstitute²⁹⁰ im Rahmen eines signifikanten Zeichnungsangebots mit dem alleinigen Ziel tätigen, den Marktkurs dieser Wertpapiere für einen im Voraus bestimmten Zeitraum (maximal für 30 Kalendertage, Art. 8 VO) zu stützen, wenn auf diese Wertpapiere Verkaufsdruck besteht.²⁹¹ Dabei darf das Kursniveau nicht über den Emissionskurs bzw. bei Wandelschuldverschreibungen über den Marktkurs hinausgehen (Art. 10 VO).²⁹²

²⁸⁹ CESR, „Stabilisation and Allotment. A European Supervisory Approach“ vom April 2002, CESR/02-020b.

²⁹⁰ Hingegen nimmt die VO Transaktionen von Emittenten in eigenen Wertpapieren zum Zweck der Kursstabilisierung nicht vom Marktmissbrauchsverbot aus. Der Safe Harbor erfasst lediglich Rückkäufe eigener Aktien im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen zum Zweck der Herabsetzung des Eigenkapitals, der Umwandlung von Schuldverschreibungen in Beteiligungskapital oder der Zuteilung von Belegschaftsaktien (Art. 3 VO). Rückkäufe eigener Aktien zu diesen Zwecken unterfallen jedoch von vornherein nicht der hier entwickelten Definition der handelsgestützten Manipulation (s.o. A.V.2.a).

²⁹¹ So die Definition von Kursstabilisierungsmaßnahmen in Art. 2 Nr. 7 VO.

²⁹² Nicht erforderlich zum Ausgleich der Güter der Preiswahrheit und der Preisstabilität sind hingegen die übrigen in der EG-Verordnung Nr. 2273/2003 enthaltenen Beschränkungen der Zulässigkeit von Kursstabilisierungsmaßnahmen und Rückkäufen eigener Aktien, da sie den Schutz anderer Rechtsgüter als der Preiswahrheit bezwecken: So dient die Beschränkung des Safe Harbor in Art. 8 MMR und Art. 4 VO auf Käufe eigener Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen, welche den Bedingungen der 2.

3. Verhältnis der Manipulationsdefinition zum Übernahmerecht

Das manipulationsrechtliche Ziel des Schutzes der Informationseffizienz bzw. Preiswahrheit kollidiert mit den Zielen und Schutzgütern des Übernahmerechts, soweit übernahmerechtlich zulässiges Handelsverhalten von der oben entwickelten Definition der handelsgestützten Manipulation erfasst wird.

Dies ist möglich im Fall von Aktienkäufen, mit denen der Handelnde den Erwerb der Kontrolle über den Emittenten²⁹³ oder die Übernahme sämtlicher Aktien des Emittenten, etwa im Rahmen eines freiwilligen oder obligatorischen öffentlichen Übernahmeangebots,²⁹⁴ bezweckt. Derart motivierte Transaktionen sind übernahmerechtlich zulässig, da das Ziel des Übernahmerechts darin besteht, ein faires und geordnetes Verfahren für die Übernahme der Kontrolle von Unternehmen zu gewährleisten, ohne Kontrollübernahmen zu fördern oder zu verhindern.²⁹⁵

Sie werden jedoch von der hier vertretenen Definition der handelsgestützten Manipulation erfasst, sofern sie zugleich in der Absicht vorgenommen werden, die Kontrolle über die Angebotsseite des Marktes in den (Stamm-)Aktien des Zielunternehmens und damit eine marktbeherrschende Stellung zu erwerben bzw. eine solche absichtlich erworbene Stellung auszunutzen. Die Übernahmeabsicht beinhaltet zugleich eine manipulative Absicht, wenn der Übernehmer den Erwerb der Kontrolle über die Angebotsseite des Marktes in den (Stamm-)Aktien des Zielunternehmens als Zwischenziel anstrebt, weil dieser entweder eine notwendige Voraussetzung für den Erwerb der Kontrolle über das Zielunternehmen bzw. dessen sämtlicher Aktien darstellt oder das Übernahmeverhaben zumindest erleichtert.

In der Regel werden Aktienkäufe zum Zweck der Übernahme bzw. des Kontrollerwerbs jedoch nicht einmal zu einer spürbaren Verknappung, geschweige denn zur Beherrschung des

Gesellschaftsrechtsrichtlinie (Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rats 77/91/EWG v. 13.12.1976) entsprechen, der Eigenkapitalerhaltung und damit dem Gläubigerschutz. Die Anordnung der Unzulässigkeit von Handel mit eigenen Aktien während „geschlossener Zeiträume“ (Art. 6 I b VO) und während des Aufschiebs der Bekanntgabe von Insiderinformationen (Art. 6 I c VO) sowie das Verbot von gleichzeitigen Verkäufen eigener Aktien während der Laufzeit eines Rückkaufsprogramms (Art. 6 I a VO) dienen der Vorbeugung gegen Insiderhandel; ebenso Hansen, *European Business Law Review* 2004, S. 213 f.; vgl. auch CESR, *Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, Dec. 2002, CESR/02-089d, Abschn. 108, 115.

²⁹³ Nach deutschem Übernahmerecht gilt ein Anteil von 30 % der stimmberechtigten Aktien des Emittenten als ausreichend, um durch Ausübung der Stimmrechte in der Hauptversammlung die Kontrolle über den Emittenten auszuüben; vgl. die Definition des Begriffs der Kontrolle in § 29 II WpÜG.

²⁹⁴ Ein öffentliches Übernahmeangebot ist nach deutschem Übernahmerecht für den Fall des Kontrollerwerbs gesetzlich vorgeschrieben, muss also abgegeben werden, sobald der Anteil eines Aktionärs 30 % der Stimmrechte überschreitet; vgl. § 35 II 1 i.V.m. § 29 II WpÜG.

²⁹⁵ Hirte, in: *KK-WpÜG*, Einleitung, Rn 84; Begr. RegE, Allgemeiner Teil, BT-Drucks. 14/7034, S. 28.

Marktangebots durch den Übernehmer führen, da die Aktien eines einzelnen Emittenten regelmäßig keinen eigenen Markt bilden. Vielmehr sind Aktien aus Sicht der Nachfrage, also der Anleger, grundsätzlich austauschbar gegen Wertpapiere mit gleichen Risiko- und Renditemerkmalen (etwa hinsichtlich der Geschäftsaussichten des Emittenten, Verzinsung etc.), die im Portfolio der Anleger dieselbe Rolle übernehmen können.²⁹⁶ Somit bilden die Aktien eines bestimmten Emittenten aus Sicht der Nachfrage lediglich zusammen mit sämtlichen funktional äquivalenten Wertpapieren einen Markt, zu dessen Kontrolle selbst der Erwerb aller Aktien eines Emittenten quantitativ in der Regel nicht ausreichen dürfte.

Nicht in dieser Weise elastisch, sondern auf ein bestimmtes Wertpapier verengt ist allerdings die Nachfrage derjenigen, die aufgrund von Derivaten zur Lieferung des jeweiligen Basiswerts verpflichtet sind und daher Deckungskäufe in dem Basiswert am Kassamarkt tätigen müssen. Da Stammaktien (neben ihrem Wert als Anlageinstrumente) außerdem insofern einen spezifischen Gebrauchswert haben, als sie Stimmrechte als Element der aktienrechtlichen Mitgliedschaft verkörpern, ist ferner die Nachfrage solcher Marktteilnehmer auf die Stammaktien eines bestimmten Emittenten fokussiert, welche die Möglichkeit zur aktienrechtlichen Einflussnahme auf den betreffenden Emittenten erwerben oder ausbauen wollen. Kauft der Übernehmer (Stamm-)Aktien des Zielunternehmens bei Bestehen einer auf diese Aktien verengten Nachfrage, und macht die Aktienmenge, die er am Markt erwerben will, einen entsprechend großen Teil des Angebots aus, führen seine Käufe automatisch zugleich zum Erwerb der Kontrolle über die Angebotsseite des Marktes in den (Stamm-)Aktien dieses Emittenten. In diesem Fall stellt der Erwerb der Angebotskontrolle jedoch lediglich eine unvermeidbare Folge oder Begleiterscheinung der Übernahmetransaktionen dar, welche der Übernehmer zwar in der Regel voraussehen, jedoch nicht anstreben wird. Mangels einer manipulativen Absicht unterfallen solche Aktienkäufe von vornherein nicht der hier vertretenen Manipulationsdefinition, so dass insoweit keine Verbotsausnahme erforderlich ist.

Denkbar ist jedoch, dass der Übernehmer mit seinen Aktienkäufen neben der Übernahme bzw. Kontrolle des Emittenten zugleich die Beherrschung des Marktangebots in dessen Aktien als Zwischenziel anstrebt – wenn er nämlich zuvor absichtlich eine beherrschende „Long Position“ in Derivaten der Aktien des Zielunternehmens aufgebaut hat und diese Nachfragemacht am Terminmarkt nun dazu ausnutzen will, die „Shorts“ in die Enge zu

²⁹⁶ Zum Begriff der Elastizität vgl. Mankiw, Kap. 5.

treiben, also zu „cornern“. Ein solcher manipulativer Corner bietet dem Übernehmer die Möglichkeit, die Kosten der Übernahme ganz oder teilweise auf die Shorts abzuwälzen, kann das Übernahmeverhaben also verbilligen und damit erleichtern.

Geht man von der Gleichrangigkeit der jeweiligen Ziele des Manipulationsverbots und des Übernahmerechts aus, ist der erforderliche Ausgleich zwischen ihnen in der Weise herbeizuführen, dass das Schutzgut des Manipulationsverbots nicht mehr als zur Wahrung der Ziele des Übernahmerechts unbedingt notwendig beeinträchtigt wird. Aktienkäufe zum Zweck des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung oder der Ausnutzung einer solchen absichtlich erworbenen Stellung sollten daher nur vom Manipulationsverbot ausgenommen werden, sofern sie zur Wahrung eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle nicht nur geeignet, sondern auch erforderlich sind. Somit reicht die Eignung des Cornering zur Erleichterung von Übernahme- oder Kontrollerwerbsvorhaben allein nicht zur Rechtfertigung einer Ausnahme vom Manipulationsverbot aus. Zur Aufrechterhaltung eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle ist es jedoch nicht erforderlich, Cornering im Rahmen von Übernahmetransaktionen vom Manipulationsverbot auszunehmen, da die Kombination von Käufen der Aktien des Zielunternehmens mit einem manipulativen Corner keineswegs die einzige geeignete Vorgehensweise zur Durchführung einer Übernahme bzw. eines Kontrollerwerbs darstellt. Selbst zur Erleichterung eines solchen Vorhabens ist ein Corner nicht alternativlos: Eine Reduzierung der Übernahmekosten gestattet unter Umständen auch bereits der Aufbau einer Long Position am Terminmarkt unterhalb der Schwelle der Nachfragekontrolle, da hierdurch das Risiko eines preissteigernden Effekts der Kassakäufe neutralisiert werden kann. Eine Ausnahme vom Manipulationsverbot zugunsten von Cornering im Rahmen von Übernahmetransaktionen kommt nach alledem nicht in Betracht.

4. Verhältnis der Manipulationsdefinition zum Insiderhandelsverbot

a. Positive und negative Auswirkungen des Insiderhandels

Handelsverhalten, das der Informationseffizienz förderlich ist und daher zunächst als legitim erscheint, kann aus anderen Gründen als illegitim gelten – etwa weil es sich negativ auf die Fairness des Handels auswirkt. So wird der Handel mit Finanzinstrumenten durch „Insider“, d.h. Personen, die über bewertungserhebliche, nicht öffentlich bekannte Informationen

verfügen, die sich auf das gehandelte Finanzinstrument oder dessen Emittent beziehen,²⁹⁷ verbreitet als unfaire Handelspraxis empfunden und ist in vielen Jurisdiktionen verboten.²⁹⁸ Ein zu hohes Maß an Unfairness kann dazu führen, dass Anleger ihr Vertrauen in den betreffenden Markt verlieren und sich vom Handel auf diesem Markt zurückziehen, was wiederum zu steigenden Transaktionskosten für die verbliebenen Anleger sowie zu höheren Kapitalkosten für die verbliebenen Emittenten führt und im Ergebnis die Kapitalaufbringungsfunktion des Marktes beeinträchtigt.²⁹⁹ Dementsprechend dient das Insiderhandelsverbot nach der Vorstellung des deutschen Gesetzgebers dem Schutz des Ansehens und Funktionierens der deutschen und europäischen Kapitalmärkte³⁰⁰ durch den Schutz des Vertrauens der Anleger in die „gute Ordnung“ der Kapitalmärkte, d.h. in die Gewährleistung der Chancengleichheit der Marktteilnehmer und der Transparenz der Märkte.³⁰¹

Andererseits fördert Insiderhandel die Informationseffizienz,³⁰² da er auf einem informationsbezogenen Motiv beruht: Als informationsbezogen wurden oben Transaktionen bezeichnet, bei denen der Anleger aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden, von ihm für bewertungserheblich und zutreffend gehaltenen Informationen davon ausgeht, dass der gegenwärtige Marktpreis nicht dem wahren Wert des betreffenden Vermögenswerts entspricht, und mit denen er die von ihm angenommene Abweichung des gegenwärtigen Marktpreises vom wahren Wert ausnutzen will.³⁰³ Dieses Motiv liegt auch Insidertransaktionen zugrunde. Nach den obigen Erläuterungen wirkt sich informationsbezogener Handel generell positiv auf die Informationseffizienz des Marktes

²⁹⁷ Vgl. die „Definitionskaskade“ (Assmann, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 12 Rn 22) der Begriffe des Insiderpapiers (§ 12 S. 1 WpHG) und der Insiderinformation (§ 13 I 1 WpHG) im deutschen Recht.

²⁹⁸ Vgl. Caspari, NZG 2005, S. 101, der das Insiderhandelsverbot als „Paradebeispiel für eine auf Fairness gerichtete Regelung“ bezeichnet.

²⁹⁹ Vgl. oben II.1.

³⁰⁰ Begr. RegE 2. FFG, BT-Drs. 12/6679, S. 45, zu § 12 I WpHG.

³⁰¹ Begr. RegE 2. FFG, BT-Drs. 12/6679, S. 33; RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.5.2004, S. 1, 26. Vgl. auch Ziffern 2, 12 f. und 15 der Präambel der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG. Assmann, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 12 Rn 49.

³⁰² Dazu, dass Insiderhandel zur Effizienz von Kapitalmärkten beiträgt, vgl. Manne, 44 Harvard Business Law Review (1966), S. 113 ff., der daraus folgerte, Insiderhandel sei insgesamt positiv und liege im Interesse der Anleger. Seither wurde in einer Vielzahl vorwiegend ökonomischer Arbeiten der Versuch unternommen, aus der positiven Auswirkung von Insiderhandel auf die Effizienz der Kapitalmärkte abzuleiten, dass dieser nicht schädlich für Anleger sei und daher nicht verboten werden solle; vgl. den Überblick bei Hausmaninger, S. 5 ff.; Hopt, AG 1995, S. 353 ff.; Ott/Schäfer, ZBB 1991, S. 226. Ebenso argumentieren gegen ein deutsches Insiderhandelsverbot Oberender/Daumann, Ordo 43 (1992), S. 255; Schneider, DB 1993, S. 1429.

³⁰³ Vgl. oben A.III.2.c.

aus.³⁰⁴ Dies gilt insbesondere, wenn der Anleger aufgrund objektiv zutreffender, bewertungserheblicher und nicht allgemein bekannter Informationen oder aufgrund einer überlegenen Bewertung bereits bekannter, objektiv zutreffender Informationen handelt, also zur Ausnutzung eines objektiv bestehenden Wissensvorsprungs: Da der von ihm gebotene Preis diesen Wissensvorsprung reflektiert, können sich die zugrundeliegenden Informationen durch nachahmenden Handel anderer Anleger rasch auf dem Markt verbreiten und in die Kursbildung einfließen, so dass sich der Marktpreis dem wahren Wert annähert und sich sein Informationsgehalt objektiv verbessert.³⁰⁵ Diese Verbesserung tritt unabhängig davon ein, ob der Wissensvorsprung des Anlegers auf überlegenen Informationssammel- oder –analysefähigkeiten (etwa in Gestalt besonders sorgfältiger Marktbeobachtung oder neuartiger Analysetechniken) oder darauf beruht, dass der Anleger durch Zufall oder aber durch sein besonderes Näheverhältnis zum Emittenten oder seine berufliche Stellung Kenntnis von neuen, noch unveröffentlichten Informationen erhalten hat. Demnach bewirkt auch Handel zur Ausnutzung von Insiderfakten eine rasche Einpreisung neuer Informationen und fördert so die Preiswahrheit.³⁰⁶

b. Abgrenzung von Insiderhandel und manipulativem Handel

An der Informationsbezogenheit oder –unabhängigkeit des Motivs und den daraus resultierenden konträren Auswirkungen auf die Informationseffizienz lassen sich Insiderhandel und manipulativer Handel leicht voneinander unterscheiden: Während ersterer subjektiv informationsbezogen ist und objektiv die Informationseffizienz des Marktes fördert, ist letzterer informationsunabhängig motiviert und schmälert objektiv die Informationseffizienz.

Weniger genau ist hingegen die teilweise anzutreffende Abgrenzung, der Insider wisse um eine gegenwärtige Falschbewertung eines Titels und wolle aus der Differenz zum später richtigen Kurs, der nach Bekanntwerden der Insiderinformation erreicht werde, profitieren, während der Manipulator einen falschen Kurs (in der Regel zielgerichtet) gerade erst herbeiführe.³⁰⁷ Diese Abgrenzung ist zum einen in subjektiver Hinsicht ungenau, weil nach dem oben Gesagten nicht nur die Absicht der Herbeiführung eines falschen Kurses ein manipulatives Handelsmotiv darstellt, sondern auch die Absicht des Erwerbs einer

³⁰⁴ S.o. A.III.1 und A.IV.2.

³⁰⁵ Vgl. oben A.III.1.

³⁰⁶ Ebenso Manne, 44 Harvard Business Review (1966), S. 113 ff. Vgl. ferner Nachweise in Fn 322.

³⁰⁷ So Lenzen, S. 4; Watter, SZW 1990, S. 197.

marktbeherrschenden Stellung sowie die Absicht der Ausnutzung einer absichtlich erworbenen beherrschenden Stellung.³⁰⁸ In jedem Fall handelt der Manipulator jedoch – im Gegensatz zum Insider – informationsunabhängig, da es ihm anders als jenem nicht um die Ausnutzung von Informationen über den gehandelten Gegenstand geht, die er für bewertungserheblich und zutreffend hält.

Zum anderen ist die dargestellte Ansicht auch in objektiver Hinsicht ungenau, da sie impliziert, dass im Fall des Insiderhandels von vornherein ein „falscher“ Ausgangskurs besteht, während durch Manipulation ein „falscher“ Kurs gerade erst herbeigeführt wird, der Ausgangskurs in diesem Fall also „richtig“ ist. Wie oben erwähnt sind Märkte jedoch niemals vollständig informationseffizient,³⁰⁹ so dass der Marktpreis nie völlig mit dem wahren Wert übereinstimmt und der Ausgangskurs sowohl bei Insiderhandel als auch bei manipulativem Handel in diesem Sinne „falsch“ ist. Statt einen falschen Kurs erst herbeizuführen, können manipulative Transaktionen somit allenfalls die bereits bestehende Abweichung des Marktpreises vom wahren Wert vergrößern. Dies ist jedoch keine notwendige Folge von Manipulationen, sondern hängt ab von Faktoren wie dem Zeitpunkt der manipulativen Transaktion und dem Verhältnis ihres Preises und Volumens zum Marktpreis und Tageshandelsvolumen des betreffenden Vermögenswertes. Während sich manipulative Transaktionen somit nicht immer meß- oder spürbar auf die Entwicklung des Marktpreises auswirken, schmälern sie nach den obigen Ausführungen doch in jedem Fall die Effizienz der Informationsverarbeitung durch den Markt und damit den Informationsgehalt des Marktpreises.

Ebenso ungenau ist die teilweise vertretene Ansicht, Insiderhandel und Kursmanipulation unterschieden sich dadurch, dass ersterer durch die Ausnutzung eines bestehenden Informationsungleichgewichts charakterisiert sei, während im letzteren Fall der Täter ein solches Ungleichgewicht erst bewusst schaffe,³¹⁰ da er im Gegensatz zu den anderen Marktteilnehmern wisse, dass er unrechtmäßig Einfluss genommen habe³¹¹ bzw. dass die von ihm verbreiteten Informationen unzutreffend seien.³¹² Ein Informationsungleichgewicht schafft jedoch auch der Insider insofern, als auch er ohne Wissen der anderen

³⁰⁸ S.o. A.IV.3.f.

³⁰⁹ S.o. A.III.2.b. und A.IV.1.

³¹⁰ Kaiser, WM 1997, S. 1563; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 1 a.E.; Schäfer, WM 1999, S. 1345.

³¹¹ Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 1 a.E.; Schäfer, WM 1999, S. 1345.

³¹² Kaiser, WM 1997, S. 1563.

Marktteilnehmer den Marktpreis unrechtmäßig beeinflusst, indem er eine unrechtmäßige, in die Marktpreisbildung einfließende Transaktion vornimmt.

Auch in der von Kaiser vorgeschlagenen Variante ist die dargestellte Abgrenzung – jedenfalls hinsichtlich des Unterschieds zwischen Insiderhandel und handelsgestützter Manipulation – wenig aussagekräftig: Im Fall der handelsgestützten Manipulation besteht die Tathandlung nicht in der Verbreitung unzutreffender Informationen, sondern in der Vornahme einer Transaktion aufgrund eines manipulativen Motivs. Zwar ist der manipulative Charakter des Motivs und damit der Transaktion insgesamt nur dem Täter bekannt, so dass insofern ein Informationsungleichgewicht zwischen ihm und den anderen Marktteilnehmern besteht. Dass der genaue Informationswert einer Transaktion (also hinsichtlich des Motivs, der zugrundeliegenden Informationen und deren Bewertung) ausschließlich dem Handelnden selbst bekannt ist, gilt jedoch nicht nur für manipulative, sondern für alle Transaktionen; insofern bestehen unter den Anlegern permanent Informationsasymmetrien.

Indem die Vertreter der kritisierten Abgrenzung auf die Auswirkungen der Manipulation auf den relativen Informationsstand von Individuen, also des Täters und der übrigen Marktteilnehmer, abstellen, zeigen sie sich der traditionellen Vorstellung verhaftet, (auch) handelsgestützte Manipulation bestünde in einer Täuschung der Marktteilnehmer durch den Täter. Wie oben erläutert, lässt sich das Wesen der handelsgestützten Manipulation jedoch genauer erfassen, wenn man auf ihre überindividuellen Auswirkungen auf die Effizienz der Informationsverarbeitung durch den Markt und den daraus resultierenden Informationsgehalt des Marktpreises abstellt.

Praktisch relevant wurde die Frage der korrekten Abgrenzung zwischen Insiderhandel und Manipulation in Deutschland im Fall des TV-Börsengurus Prior,³¹³ an dem sich ein Meinungsstreit um die Einordnung des sogenannten „Scalping“ als Insiderstraftat oder als Manipulation mittels eines sonstigen, auf Täuschung berechneten Mittels gemäß § 88 Nr. 2 BörsG 1986 entzündete.³¹⁴ Beim „Scalping“ verbreitet der Täter Anlageempfehlungen zu Wertpapieren, in denen er selbst zuvor Positionen eingegangen ist, ohne diese Geschäfte und das darauf beruhende Eigeninteresse offenzulegen, und schließt diese Positionen

³¹³ LG Frankfurt a.M. v. 9.11.1999, NJW 2000, S. 301; OLG Frankfurt a.M. v. 15.3.2000, NJW 2001, S. 982.

³¹⁴ Für die Einordnung des Scalping als Manipulation gemäß § 88 Nr. 2 BörsG 1986: Weber, NZG 2000, S. 115, 125 f.; ders., NJW 2000, S. 563 f.; Schmitz, wistra 2002, S. 211; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12. Dagegen Schneider/Burgard, ZIP 1999, 381 m.w.N.; ebenso schloss das LG Frankfurt a.M., NJW 2000, S. 301, die Anwendbarkeit des § 88 BörsG auf das „Scalping“ aus und hielt dieses statt dessen für eine Insiderstraftat nach § 38 I Nr. 1 i.V.m. 14 I Nr. 1 WpHG a.F.; unentschieden in dieser Frage OLG Frankfurt, NJW 2001, S. 982.

anschließend entgegen seiner eigenen Empfehlung.³¹⁵ Der Streit beruhte m.E. jedoch letztlich nicht auf Abgrenzungsproblemen zwischen manipulativem Handel und Insiderhandel, sondern in erster Linie auf der Unsicherheit darüber, in welcher Phase des Täterhandelns überhaupt das Unrecht des Scalping zu sehen ist: bereits in der Verbreitung der Anlageempfehlung ohne gleichzeitige Offenbarung des Eigeninteresses oder erst im nachfolgenden, der Empfehlung widersprechenden Handelsverhalten.

Das LG Frankfurt a.M. sah den der Empfehlung nachfolgenden Handel als Schwerpunkt des Unrechts an und ordnete ihn als Insiderhandel ein.³¹⁶ Eine Qualifizierung als handelsgestützte Manipulation hingegen zog das Gericht zu Recht nicht in Betracht: Der der Anlageempfehlung nachfolgende Handel ist informationsbezogen, da der Täter hiermit regelmäßig die mit der Empfehlung bewirkte Abweichung des Kurses vom subjektiven wahren Wert ausnutzen will. Der Täter selbst weiß, ob seine Empfehlung zutreffend war oder nicht. Er wird daher entweder – bei falscher Empfehlung – die Differenz des auf der Empfehlung beruhenden neuen Kurses zum Ausgangskurs oder aber – bei zutreffender Empfehlung – die Differenz zum subjektiven wahren Wert ausnutzen wollen, sofern und soweit die Empfehlung eine Preisbewegung über den subjektiven wahren Wert hinaus bewirkt hat. Bewegt sich der Kurs aufgrund einer zutreffenden Anlageempfehlung hingegen nicht über den vom Empfehlenden angenommenen wahren Wert hinaus, sondern stimmt genau damit überein oder erreicht diesen nicht, bleibt kein Raum für der Empfehlung zuwiderlaufenden Gegenhandel; dieser wäre aus Sicht des Empfehlenden vielmehr ökonomisch irrational. Da der Empfehlende somit getreu seiner Einschätzung des wahren Werts und damit informationsbezogen handelt, kann der der Empfehlung nachfolgende Gegenhandel nicht als manipulativ angesehen werden, sondern höchstens Insiderhandel darstellen.

Gegen die Einordnung des Scalping als Insiderhandel wurde jedoch zu Recht eingewandt, dass die Kenntnis der Fehlerhaftigkeit der Empfehlung bzw. die Kenntnis des Eigeninteresses aufgrund der eigenen Positionen in dem betreffenden Papier keine Insiderinformation darstelle, da diese eine selbst geschaffene innere Tatsache ohne jeglichen Drittbezug sei; der

³¹⁵ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 22; Lenzen, S. 30; Watter, SZW 1990, S. 200; Weber, NZG 2000, S. 124.

³¹⁶ LG Frankfurt a.M., NJW 2000, S. 301; zustimmend Schneider/Burgard, ZIP 1999, 381 m.w.N.; Cahn, ZHR 1998, S. 20 f.; ausdrücklich offengelassen in OLG Frankfurt a.M., NJW 2001, S. 982.

Begriff der Insiderinformation setze einen solchen Drittbezug jedoch voraus.³¹⁷ Dieser Ansicht schloss sich schließlich auch der BGH an.³¹⁸

Richtigerweise ist der Unrechtsschwerpunkt des Scalping daher bereits in der Verbreitung der Anlageempfehlung ohne gleichzeitiges Aufdecken des eigenen Interesses in Gestalt der in dem betroffenen Vermögenswert eingegangenen Positionen zu sehen.³¹⁹ Tatmittel ist somit nicht nonverbales Handelsverhalten, sondern die verbale Kommunikation irreführender Informationen, so dass Scalping weder als Insiderhandel noch als manipulativer Handel einzuordnen ist, sondern als Form der informationsgestützten Manipulation.³²⁰

c. Widerstreitende Zwecke der Verbote des Insiderhandels und der handelsgestützten Manipulation

Aus der Verschiedenheit der Motive von Insiderhandel und manipulativem Handel und ihren unterschiedlichen Auswirkungen auf die Informationseffizienz ergibt sich ferner, dass Verbote von Insiderhandel und handelsgestützter Manipulation unterschiedlichen Zwecken dienen: Während das Manipulationsverbot dem Schutz der Informationseffizienz dient, wird mit dem Insiderhandelsverbot der Schutz der Fairness des Handels bezweckt. Aufgrund der unterschiedlichen Schutzzwecke ist nicht zu erwarten, dass eine Zusammenfassung der Vorschriften zur Regulierung beider Verhaltensweisen unter dem Dach des „Marktmissbrauchs“ zu besonderen Erkenntnissen verhelfen oder die Wirksamkeit der Regulierung fördern kann. Auch ein Rückgriff auf Auslegungsgrundsätze, die zum jeweils anderen Verbot entwickelt wurden, verbietet sich angesichts der unterschiedlichen Verbotszwecke.

Die Verbotszwecke der Förderung der Preiswahrheit einerseits und des Schutzes der Fairness des Handels andererseits sind nicht nur unterschiedlich, sondern schließen einander aus, so

³¹⁷ Weber, NZG 2000, S. 125; ders., NJW 2000, S. 563 f.; Schmitz, wistra 2002, S. 211; Lenenbach, ZIP 2003, S. 243 ff.; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8.

³¹⁸ BGH, Urteil v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BB 2004, S. 11, 12 f. unter Hinweis darauf, dass auch der europäische Gesetzgeber den Begriff der Insiderinformation in Art. 1 MMR in diesem Sinne verwende und Scalping dementsprechend als Form der Marktmanipulation betrachte, wie dessen Aufführung als Beispiel für Manipulation im Entwurf der MMR (ABl. C 240 E v. 28.8.2001, S. 265 ff., in Abschnitt B des Anhangs) zeige.

³¹⁹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 25 sowie § 20 a Rn 191; Schmitz, wistra 2002, S. 211; Weber, NZG 2000, S. 115; Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 12.

³²⁰ BGH, BB 2004, S. 11, 12 f.; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 25; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 33; Lenzen, S. 30. Widerspricht die Empfehlung der objektiven Bewertung des Vermögenswerts, enthält sie also unrichtige oder irreführende Angaben, ist § 20 a I Nr. 1 WpHG erfüllt; ist die Empfehlung hingegen objektiv zutreffend, wird jedoch unter Verschweigen eines Interessenkonflikts des Empfehlenden zu eigennützigen Zwecken gemacht, liegt eine sonstige Täuschungshandlung gemäß § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG vor. Vgl. Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 33; ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 191.

dass ein Zweck nur auf Kosten des jeweils anderen vollständig erreicht werden kann: Ein Insiderhandelsverbot fördert zwar einerseits die Fairness des Handels, schmälert andererseits jedoch die Informationseffizienz insofern, als Insidertatsachen in diesem Fall nicht bereits unmittelbar nach ihrer Entstehung durch entsprechendes Transaktionsverhalten der Insider auf dem Markt verbreitet werden können, sondern regelmäßig erst nach der ordnungsgemäßen Veröffentlichung der Informationen und damit zeitlich verzögert in den Marktpreis einfließen.³²¹ Es bedarf daher eines Ausgleichs zwischen den widerstreitenden ökonomischen Zielen der Preiswahrheit und Handelsfairness dergestalt, dass die Informationseffizienz durch ein Insiderhandelsverbot nicht mehr als notwendig beeinträchtigt wird. Insbesondere sollte die mit einem Insiderhandelsverbot einhergehende Verzögerung der Einpreisung neuer Informationen möglichst kurz ausfallen. Dazu tragen die in vielen Jurisdiktionen flankierend zu Insiderhandelsverboten normierten Pflichten der Emittenten zur kurzfristigen Veröffentlichung neuer Informationen (Ad-hoc-Mitteilungspflichten) bei,³²² so dass diese sich als Instrumente zur Lösung des beschriebenen Zielkonflikts zwischen Preiswahrheit und Handelsfairness begreifen lassen.

³²¹ Ebenso Manne, 44 Harvard Business Review (1966), S. 113 ff. Vgl. ferner Nachweise in Fn 322.

³²² Vgl. Caspari, NZG 2005, S. 101.

VI. Ergebnis

Ausgehend vom ökonomischen Ziel des Schutzes der Informationseffizienz des Marktes und damit mittelbar der Preiswahrheit ist handelsgestützte Marktmanipulation zu definieren als die Vornahme von Geschäften oder Geschäftsaufträgen in der Absicht,

- den Preis in eine Richtung zu beeinflussen, die der Täter selbst aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden Informationen nicht für näher am wahren Wert hält als den Ausgangspreis;
- eine marktbeherrschende Stellung zu erwerben;
- oder eine absichtlich herbeigeführte marktbeherrschende Stellung auszunutzen.

Ein Verbot derart motivierten Handels verbessert insgesamt die Informationseffizienz des Marktes und damit die Vollständigkeit und Wahrheit des Informationsgehalts der Marktpreise, die ihrerseits unabdingbare Voraussetzungen dafür sind, dass der Markt seine Funktionen der Kapitalallokation, -aufbringung und -bewertung optimal erfüllen kann. Zum Ausgleich des Ziels der Preiswahrheit mit dem der Preisstabilität ist manipulativer Handel, der zur Förderung der Preisstabilität geeignet ist (d.h. Handel in der Absicht, den gegenwärtigen Preis beizubehalten), vom Manipulationsverbot auszunehmen, wobei die Ausnahme auf bestimmte Marktsituationen, Personen und Zeiträume zu beschränken ist und nur bei zeitnaher und umfassender Offenlegung des Preisbeeinflussungsmotivs gegenüber den übrigen Marktteilnehmern und der Aufsichtsbehörde eingreifen sollte.

Die Frage, ob handelsgestützte Manipulation in gesetzlichen Tatbeständen allein anhand objektiver Kriterien beschrieben werden kann, ist demnach zu verneinen. Vielmehr ist manipulativer von legitimem Handel nur anhand des zugrundeliegenden Motivs zu unterscheiden.³²³ Objektive Merkmale wie die Täuschung³²⁴ bzw. Irreführung anderer Marktteilnehmer hinsichtlich des Angebots von oder der Nachfrage nach Finanzinstrumenten oder ihres Preises oder Werts³²⁵ sowie Marktverzerrung³²⁶ bzw. die Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus³²⁷ sind zu weit, da sie jegliches Handelsverhalten erfassen, das den

³²³ Ebenso Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 509, 519 ff.; Lenzen, ZBB 2002, S. 284 f.; dies., FB 2001, S. 609; Rudolph, BB 2002, S. 1041.

³²⁴ Vgl. § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG und Art. 1.2 (b) MMR.

³²⁵ Vgl. § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG, Artikel 1.2 (a) erster Spiegelstrich MMR und s. 118 (2) (b) FSMA.

³²⁶ Vgl. s. 118 (2) (c) FSMA.

³²⁷ Vgl. § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG und Artikel 1.2 (a) zweiter Spiegelstrich MMR.

Informationsgehalt von Marktpreisen schmälert. Wie oben dargestellt,³²⁸ gilt dies jedoch nicht nur für manipulativen Handel, sondern für sämtliche informationsunabhängigen oder auf Informationsverarbeitungsfehlern beruhenden Transaktionen und damit für einen großen Teil des gesamten Handels: Manipulativer Handel ist objektiv daher ebenso „irreführend“ wie etwa Transaktionen aus Liquiditätsgründen oder aufgrund fehlerhafter Informationsbewertung. Die Schmälerung der Informationseffizienz bzw. Preiswahrheit ist keine spezifische Folge manipulativer Transaktionen und somit für sich betrachtet auch kein unterscheidungskräftiges Manipulationsmerkmal. Als zusätzliche Voraussetzung für die Illegitimität von Handelsverhalten wurde daher oben verlangt, dass es die Informationseffizienz nicht auf andere Weise fördert, so dass ein Verbot des betreffenden Verhaltens die Informationseffizienz insgesamt verbessern würde.³²⁹ Dies trifft nach der obigen Analyse nur auf Handelsverhalten zu, das auf den drei genannten informationsunabhängigen Motiven beruht.

Ferner gilt die obige Definition der handelsgestützten Manipulation gleichermaßen für fiktive und effektive Geschäfte,³³⁰ also unabhängig davon, ob mit einer Transaktion der Übergang eines wirtschaftlichen Risikos verbunden ist oder nicht. Wie oben dargelegt,³³¹ ist die verbreitete Definition manipulativer Scheingeschäfte als wirtschaftlich irrelevante Transaktionen, die allein darauf abzielen, erhöhte Handelsaktivität vorzutäuschen,³³² schon deswegen unzutreffend, da schlichtes Handelsverhalten nicht zur Täuschung über äußere Tatsachen wie die tatsächlichen Marktverhältnisse geeignet ist, sondern lediglich zur Täuschung über das Handelsmotiv des Täters. Die Absicht der Verschleierung des Handelsmotivs ist jedoch nicht per se illegitim; vielmehr kommt es, ebenso wie bei effektiven Transaktionen, allein auf die Auswirkungen des betreffenden Handelsverhaltens auf die Informationseffizienz an.³³³

³²⁸ S.o. A.III.3.

³²⁹ S.o. A.IV.1.

³³⁰ S.o. A.I.1.b.

³³¹ S.o. A.IV.3.c.

³³² Ziouvas, ZGR 2003, S. 132; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 23; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 24. In ähnlicher Weise wurde bereits zu § 88 Nr. 2 BörsG 1986 die Ansicht vertreten, fiktive Transaktionen seien generell als manipulativ anzusehen, weil sie dem Markt gegenüber fälschlich den Übergang eines wirtschaftlichen Risikos signalisierten bzw. über die tatsächliche Marktsituation täuschten; vgl. Lenzen, S. 193 f.; dies., WM 2000, S. 1131, 1137; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Weber, NZG 2000, S. 116; Groß, § 88 Rn 6, 8; Schwark, § 88 Rn 8.

³³³ S.o. A.IV.3.c.

Zwar sind fiktive Transaktionen regelmäßig informationsunabhängig, da informationsbezogen, also zur Ausnutzung eines tatsächlichen oder vermeintlichen Wissensvorsprungs handelnde Anleger den Übergang des Marktrisikos gerade wünschen und daher in aller Regel effektive Geschäfte vornehmen werden. Jedoch können fiktive Transaktionen auch die Informationseffizienz des Marktes insgesamt nicht schmälern und daher oben³³⁴ als legitim bezeichnete Liquiditätsgründe haben: Beispielsweise kann es sich um steuerlich³³⁵ oder bilanziell motivierte Geschäfte, etwa zwischen verbundenen Unternehmen,³³⁶ oder um sogenannte Repos handeln, d.h. Kaufverträge mit vereinbartem Rückkauf zu einem den Kaufpreis übersteigenden Rückkaufpreis, die funktional der Gewährung von mit Wertpapieren besicherten Darlehen entsprechen.³³⁷ Dass eine Transaktion nicht mit dem Übergang eines wirtschaftlichen Risikos verbunden ist, stellt somit kein eindeutiges Indiz für ein Handeln in manipulativer Absicht dar.³³⁸ Auch müssen die Marktteilnehmer angesichts der denkbaren legitimen Motive grundsätzlich damit rechnen, dass Transaktionen nicht in jedem Fall zum Übergang eines wirtschaftlichen Risikos führen. Fiktive Transaktionen sind daher nicht per se in dem Sinne irreführend, dass sie dem Markt gegenüber fälschlich den Übergang eines wirtschaftlichen Risikos signalisieren.³³⁹ Die etablierte Einteilung manipulativen Handels in die Begehung mittels fiktiver und effektiver Transaktionen³⁴⁰ ist nach alledem für die Definition der handelsgestützten Manipulation ohne Bedeutung.

Im folgenden wird untersucht, welche Konsequenzen sich aus dieser Analyse des Wesens der handelsgestützten Marktmanipulation, der zufolge manipulativer Handel nur anhand der

³³⁴ S.o. A.IV.3.a.

³³⁵ Vgl. den entsprechenden Safe Harbor für Geschäfte zur Steuerarbitrage im Code of Market Conduct der FSA, MAR 1.5.24 (1) (a).

³³⁶ Vgl. Sorgenfrei, wistra 2002, S. 328.

³³⁷ So führt die FSA im Code of Market Conduct zwar Geschäfte, die nicht zu einem Übergang von Marktrisiko führen, als Beispiele für möglicherweise irreführendes Verhalten ohne legitimen wirtschaftlichen Grund im Sinne von s. 118 (2) (b) FSMA an, nimmt Repos und Wertpapierleihgeschäfte jedoch ausdrücklich hiervon aus; vgl. MAR.1.5.14 (1) und den Safe Harbor in 1.5.24 (2). Darauf, dass fiktive Geschäfte – etwa zu Hedgingzwecken oder im Rahmen der Wertpapierleihe – durchaus legitime Gründe haben können, weist auch Sorgenfrei, wistra 2002, S. 328, hin.

³³⁸ A.A. Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 510 ff., die fiktiven Handel in Anlehnung an die Tradition des Common Law (s.o. A.I.2.a.) grundsätzlich als besondere Form des Betruges auffassen und davon ausgehen, dass fiktiver Handel regelmäßig in der von ihnen als einziges Manipulationsmerkmal identifizierten Preisbeeinflussungsabsicht geschieht.

³³⁹ So aber (zu § 88 Nr. 2 BörsG 1986) Lenzen, S. 193 f.; dies., WM 2000, S. 1131, 1137; Schäfer, WM 1999, S. 1352; Weber, NZG 2000, S. 116; Groß, § 88 BörsG Rn 6, 8; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8.

³⁴⁰ S.o. A.I.1.b.

genannten Absichtsmerkmale von legitimem Handel unterschieden werden kann, für das rechtspolitische Problem der wirksamen Bekämpfung manipulativen Handels ergeben.

B. REGULIERUNG DER HANDELSGESTÜTZTEN MARKTMANIPULATION

I. Begriff der Regulierung

Der Begriff der Regulierung, wie er hier verwendet wird, stammt aus der in der anglo-amerikanischen Literatur unterschiedlicher Fachrichtungen seit etwa drei Jahrzehnten geführten Diskussion über das angemessene Verhältnis von Staat und Markt. An dieser interdisziplinären Diskussion beteiligen sich unter anderem Rechtssoziologen, Kriminologen, Politikwissenschaftler, Soziologen und Ökonomen. Im Mittelpunkt der entsprechend den unterschiedlichen fachlichen Blickrichtungen und Methoden sehr breiten und heterogenen Diskussion stehen die Kritik am Wohlfahrtsstaat, der in den meisten westlichen Industrieländern nach dem Zweiten Weltkrieg und während des Kalten Krieges entstand und durch ein hohes Maß an staatlicher Kontrolle des Marktgeschehens in Form von staatseigenen Betrieben und staatlichen Monopolen geprägt war, sowie die Untersuchung alternativer Formen der staatlichen Lenkung des Marktes und der Voraussetzungen und optimalen Gestaltung von Deregulierung.³⁴¹

Im Rahmen dieser breiten Diskussion wird der Begriff der Regulierung je nach der vom jeweiligen Autor untersuchten Fragestellung und seiner fachlichen Perspektive unterschiedlich definiert. Als gemeinsame Basisdefinition lässt sich jedoch festhalten, dass unter Regulierung jede Art der staatlichen Einflussnahme auf das Verhalten ökonomischer Akteure zum Schutz des öffentlichen Interesses zu verstehen ist.³⁴² Dies schließt jegliche dem Staat zur Verfügung stehenden Instrumente ein, von sanktionsbewehrten öffentlich-rechtlichen Verboten und Geboten über erzwungene Selbstregulierung („enforced self-regulation“) oder den Einsatz finanzieller Anreize in Form von Subventionen, steuerlichen Anreizen u.ä., bis hin zu informationsbezogenen Mitteln wie der Normierung von Offenlegungspflichten und Zugangsrechten und der Normierung zivilrechtlicher Ansprüche oder Haftungsregeln; materiellrechtliche Normen werden ebenso erfasst wie die Ausgestaltung von Verfahren und Zuständigkeiten.³⁴³

Ausgehend von dieser Basisdefinition wird im Folgenden im Rahmen der Klärung der Frage, ob im Fall des manipulativen Handelsverhaltens ein regulierungsbedürftiges Marktversagen

³⁴¹ Einen guten Überblick über die verschiedenen Fragestellungen und Schwerpunktthemen, die in der Literatur unter dem Oberbegriff Regulierung diskutiert werden, geben Baldwin und Cave in ihrem einführenden Lehrbuch „Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice“, S. 1 ff.

³⁴² Baldwin/Cave, S. 1 f.

³⁴³ Baldwin/Cave, S. 34 ff.

besteht (unter II.), ein weiter Begriff der Regulierung zugrunde gelegt, der sämtliche denkbaren Instrumente, die dem Staat zur Einflussnahme auf das Verhalten der Akteure an den Kapitalmärkten zur Verfügung stehen, einschließt.

II. Bestehen eines Regulierungsbedarfs

Aus der obigen Analyse des Wesens der handelsgestützten Marktmanipulation ergibt sich, dass diese die Informationseffizienz und damit die Allokationsfunktion von Märkten schmälert. Sofern manipulativer Handel nicht ausnahmsweise andere Marktfunktionen oder – ziele wie z.B. Preisstabilität fördert, ist er daher ökonomisch insgesamt schädlich.

Ferner besteht in der einschlägigen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur weitgehend Übereinstimmung darin, dass sich Marktpreise jedenfalls theoretisch durch schlichtes Transaktionsverhalten in einem für den Täter gewinnbringenden Maß manipulieren lassen, dass handelsgestützte Manipulation also durchaus profitabel sein kann.³⁴⁴ Aufgrund dessen ist davon auszugehen, dass manipulativer Handel in der Praxis tatsächlich in relevantem Maß vorkommt. Bestätigt wird diese Annahme durch die zahlreichen im IOSCO-Report zusammengestellten Beispielsfälle aus der Praxis der nationalen Aufsichtsbehörden.³⁴⁵

Fraglich ist allerdings, ob zur Wahrung des öffentlichen Interesses an einem funktionierenden Kapitalmarkt, insbesondere an einer effizienten Kapitalallokation, ein regulierendes Eingreifen erforderlich ist, oder ob nicht auch ein sich selbst überlassener Kapitalmarkt das Problem des manipulativen Handels überwinden und effizient funktionieren kann.³⁴⁶

1. Marktversagen, weil Börsenpreise „öffentliche Güter“ sind ?

Als Argument für ein regulierendes Eingreifen zur Bekämpfung von Manipulation wird von einigen Autoren angeführt, dass insofern ein Marktversagen vorliege, da Börsenpreise sogenannte „öffentliche Güter“ darstellen.³⁴⁷ Öffentliche Güter zeichnen sich dadurch aus, dass ihre Nutzung durch einen Konsumenten die Nutzung durch einen anderen nicht beeinträchtigt (sog. Nichtrivalität der Nutzung) und dass Konsumenten von ihrer Nutzung nicht oder nur unter außerordentlichem Kosteneinsatz ausgeschlossen werden können (sog.

³⁴⁴ Vgl. die ausführliche Darstellung bei Lenzen, S. 34-49.

³⁴⁵ IOSCO-Report, Annex 2, S. 78-88.

³⁴⁶ Zur Rechtfertigung von regulierendem Eingreifen in das Marktgeschehen mit dem öffentlichen Interesse bzw. Marktversagen (d.h. der Unfähigkeit des unregulierten Marktes, dem öffentlichen Interesse entsprechende Verhaltensweisen oder Ergebnisse hervorzubringen) vgl. Baldwin/Cave, S. 9 ff.

³⁴⁷ Lenzen, S. 56 f.; Rudolph/Röhr, in Rudolph/Hopt/Baum, S. 259 f.

Nichtausschließbarkeit der Nutzung).³⁴⁸ Ist die Bereitstellung des Gutes mit Kosten verbunden, wird niemand diese Investition tätigen, da es aufgrund der Nichtausschließbarkeit unmöglich bzw. extrem kostspielig ist, für die Nutzung des Gutes ein Entgelt durchzusetzen und die unentgeltliche Nutzung durch sog. „free rider“ zu verhindern.³⁴⁹ Übersteigt der soziale Nutzen des Gutes insgesamt die Kosten der Bereitstellung, besteht ein öffentliches Interesse an der Bereitstellung des Gutes, das ein regulierendes Eingreifen bzw. die Bereitstellung durch den Staat selber und eine Finanzierung aus Steuermitteln rechtfertigt. Lehrbuchbeispiel für ein öffentliches Gut ist der Leuchtturm; weitere Beispiele sind etwa die Gewährleistung der öffentlichen Sicherheit oder der Landesverteidigung.³⁵⁰

Börsenkurse sollen nach diesen Kriterien als öffentliches Gut anzusehen sein, da zum einen die Information von Marktteilnehmern über die Kurse aufgrund der preiswerten Kopierbarkeit der Kurse nur geringe Kosten verursache, die Grenznutzerkosten also gering seien; somit sei das Merkmal der Nichtrivalität der Nutzung erfüllt.³⁵¹ Zum anderen soll auch Nichtausschließbarkeit von der Nutzung gegeben sein, da die Verbreitung von Informationen über die Kurse für die Börsen wirtschaftlich notwendig sei, um den Marktbetrieb in Gang zu halten und Aufträge anzulocken. Die Ausschließung nichtzahlender Personen von dieser Information sei zwar theoretisch möglich, wirtschaftlich jedoch keine Option.³⁵²

Dagegen ist einzuwenden, dass Informationen über Börsenkurse bzw. Marktpreise nicht nur außerhalb des Marktes genutzt werden können, auf dem die Preise zustande gekommen sind, sondern auch und vor allem im Rahmen des Handels auf dem betreffenden Markt selbst. Diese Art der Nutzung der Kurse kann der Marktveranstalter sehr wohl kontrollieren und einzelne Personen von der Nutzung ausschließen, indem er den Zugang zu der von ihm bereitgestellten Handelsplattform kontrolliert bzw. Gebühren für die Nutzung verlangt. Dies widerspricht auch nicht dem wirtschaftlichen Interesse des Marktveranstalters, sondern bildet gerade sein Kerngeschäft. Vor allem aber haben Marktveranstalter deswegen ein wirtschaftliches Interesse daran, die Preisbildung auf ihrem Markt vor Beeinflussungen durch manipulativen Handel zu schützen, weil ihnen dies im Wettbewerb mit anderen Märkten um Anleger und Emittenten einen Vorteil verschafft: Auf diese Weise können sie Anlegern

³⁴⁸ Bernholz/Breyer, S. 95.

³⁴⁹ Baldwin/Cave, S. 13 f.

³⁵⁰ Baldwin/Cave, S. 13 f.

³⁵¹ Lenzen, S. 56 f.; Rudolph/Röhrl, in Rudolph/Hopt/Baum, S. 260.

³⁵² Lenzen, S. 57; Rudolph/Röhrl, in Rudolph/Hopt/Baum, S. 259 f.

größere Sicherheit vor willkürlichen Preisschwankungen und Emittenten niedrigere Kapitalkosten bieten und so die Liquidität und Tiefe des Marktes verbessern. Dadurch sinken die Transaktionskosten auf dem betreffenden Markt, was wiederum weitere Marktteilnehmer anzieht und Umsatz und Profit des Marktveranstalters steigert.³⁵³

2. Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Marktveranstaltern und Manipulatoren

Die Marktveranstalter werden jedoch nur Maßnahmen zur Unterbindung manipulativen Handels ergreifen, wenn und soweit der daraus resultierende private Grenznutzen die privaten Grenzkosten der Maßnahmen überwiegt.³⁵⁴ Denkbar sind zum einen präventive Maßnahmen³⁵⁵ wie Beschränkungen oder Verbote von Leerverkäufen oder Regeln zu deren Offenlegung, um die manipulative Herbeiführung oder Verstärkung eines Kursverlustes zu erschweren;³⁵⁶ Handelsverbote während der Platzierungsphase neu emittierter Papiere für die an der Emission beteiligten Marktteilnehmer, wie Emittenten, mit der Platzierung beauftragte Investmentbanken und Makler;³⁵⁷ sowie die Festlegung von Höchstgrenzen für Kauf- oder Verkaufspositionen an Terminmärkten und die Ausgestaltung von Terminkontrakten in einer Weise, die geeignet ist, den Aufbau marktbeherrschender Positionen zu erschweren und damit manipulativen Praktiken wie „abusive squeezes“ und „corners“ vorzubeugen.³⁵⁸

Solche Beschränkungen sind insofern mit Kosten verbunden, als sie informierte Anleger daran hindern, ihren Informationen entsprechend zu handeln und diese so dem Markt zu signalisieren, was wiederum die Informationseffizienz des Marktes beeinträchtigt.³⁵⁹ Im Fall eines Verbots von Leerverkäufen beispielsweise können Anleger, die über unveröffentlichte negative Informationen über ein Wertpapier verfügen, hierauf lediglich mit Verkäufen reagieren, wenn und soweit sie die betroffenen Papiere bereits halten; darüber hinaus sind sie

³⁵³ Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 302; ebenso (im Hinblick auf Terminmärkte) Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 548 f. Vgl. auch oben S. 21 f.

³⁵⁴ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 549 FN 200.

³⁵⁵ Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 302.

³⁵⁶ Vgl. IOSCO-Report, S. 8.

³⁵⁷ IOSCO-Report, S. 9.

³⁵⁸ IOSCO-Report, S. 9 f.; Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 549, nennen weitere zur Manipulationsprävention geeignete Regeln für den Terminhandel wie Preislimits, Desinvestitionspflichten, Verbote der Vergrößerung von Positionen und Veränderungen der Erfüllungsbedingungen, um das lieferbare Angebot zu erhöhen und Engpässe zu vermeiden.

³⁵⁹ O'Hara, S. 170 ff.; ebenso (im Hinblick auf Terminmärkte) Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 549.

nicht in der Lage, ihren Informationsvorsprung mit Hilfe von Leerverkäufen auszunutzen.³⁶⁰ Infolgedessen verbreiten sich negative Informationen auf Märkten, für die ein Leerverkaufsverbot gilt, langsamer als auf Märkten ohne ein solches Verbot.³⁶¹ Zudem kann ein Leerverkaufsverbot die Wettbewerbsfähigkeit des Marktes schmälern, da sich die betroffenen Anleger gezwungen sehen könnten, auf Märkte ohne Leerverkaufsverbot oder auf Terminmärkte auszuweichen, wo ihnen funktional äquivalente Instrumente, z.B. Optionen, zur Verfügung stehen.³⁶²

Ferner verursachen insbesondere Beschränkungen des Terminhandels insofern Kosten, als sie die Eignung von Termingeschäften zu Hedging-Zwecken beeinträchtigen.³⁶³ So können niedrige Höchstgrenzen für Kauf- oder Verkaufspositionen an Terminmärkten dazu führen, dass große Risiken durch Termingeschäfte auf dem betreffenden Markt nicht ausreichend abgesichert werden können; ebenso können enge Preislimits einer ausreichenden Absicherung von Preisschwankungsrisiken entgegenstehen.³⁶⁴ Diese Funktionalitätseinbußen können Anleger dazu zwingen, auf einen anderen Markt auszuweichen, so dass die Präventionsmaßnahmen die Wettbewerbsfähigkeit des Marktes letztlich eher beeinträchtigen als verbessern können.

Angesichts der vielfältigen Kosten ist somit nicht zu erwarten, dass Marktveranstalter von sich aus umfassende Maßnahmen zur Manipulationsprävention treffen werden; alternativ kommt jedoch auch ein repressives Vorgehen der Marktveranstalter gegen Manipulatoren mit nachträglichen Sanktionsmaßnahmen, wie einstweiligem oder endgültigem Ausschluss vom Handel oder finanziellen Sanktionen, in Betracht. Da sich manipulative Transaktionen nach der obigen Analyse nur durch die vom Täter verfolgte Absicht von normalem Handel unterscheiden, könnte die nachträgliche Aufdeckung und Sanktionierung von Manipulationen für die Marktveranstalter mit nicht unbedeutenden Schwierigkeiten und damit Kosten verbunden sein.

Allerdings gibt es gewisse objektive Anzeichen für Manipulationen, wie plötzliche Veränderungen des Kurses und/oder Handelsvolumens eines Vermögenswertes, die in auffälligem Gegensatz zum historischen Kurs- und Handelsverlauf des betreffenden Papiers

³⁶⁰ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 521.

³⁶¹ Diamond/Verrecchia, dargestellt bei O'Hara, S. 170, 173.

³⁶² Vgl. O'Hara, S. 173 FN 9.

³⁶³ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 549.

³⁶⁴ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 549.

oder zur zeitgleichen Entwicklung branchenverwandter Papiere oder des Marktes insgesamt stehen, oder die mit den öffentlich verfügbaren Informationen über den betreffenden Vermögenswert nicht im Einklang sind.³⁶⁵ Informationen über Kurs- und Handelsverlauf sind für die Marktveranstalter relativ kostengünstig zu beschaffen, da sie ja gewissermaßen an der Quelle der Informationsentstehung sitzen und über die entsprechenden technischen Mittel zur Erfassung und Kontrolle des Handelsgeschehens verfügen. Durch routinemäßiges Kontrollieren der Kursverläufe und Handelsmengen könnten die Marktveranstalter somit äußere Anzeichen für Manipulationen leicht aufspüren.

Markt- und grenzüberschreitende Manipulationen, die angesichts der globalen Vernetzung der Märkte an Bedeutung gewonnen haben und wohl weiter zunehmen werden, sind jedoch durch die isolierte Beobachtung des Handelsgeschehens an nur einem Markt nicht oder nur schwer zu entdecken. Dies würde vielmehr einen regelmäßigen Informationsaustausch und eine enge Zusammenarbeit der Veranstalter von Termin- und Kassamärkten sowie von Märkten in verschiedenen Jurisdiktionen erfordern und so die Kosten der Aufdeckung und Sanktionierung von Manipulationen erhöhen.

Ferner ist zu bedenken, dass es aus ökonomischer Perspektive sinnvoll ist, nur dann Sanktionen gegen Marktteilnehmer zu verhängen, wenn ihnen eine manipulative Absicht eindeutig nachgewiesen werden kann, da anderenfalls die Anleger mit den Kosten der Exkulpation vom Manipulationsverdacht belastet würden. Dies macht den Markt insbesondere für Geschäfte unattraktiv, die mit höherer Wahrscheinlichkeit einen Manipulationsverdacht hervorrufen, wie Repos, Leerverkäufe, Termingeschäfte über große Mengen zu Hedging-Zwecken etc., so dass vor allem professionelle Anleger vom Handel auf dem betreffenden Markt abgeschreckt werden und auf andere Märkte ausweichen könnten.³⁶⁶

Der Nachweis einer manipulativen Absicht ist jedoch für die Marktveranstalter ungleich schwieriger als die bloße Feststellung von Unregelmäßigkeiten des Handelsverlaufs, da sie kaum Möglichkeiten zur Aufklärung der Hintergründe und Motive der verdächtigen Transaktionen haben. An einem wirksamen repressiven Vorgehen gegen manipulativen Handel hindert die Marktveranstalter also letztlich die Informationsasymmetrie hinsichtlich

³⁶⁵ Vgl. IOSCO-Report, S. 12 f.

³⁶⁶ Vgl. Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 522 f.

der Absicht des Täters – Informationsasymmetrien sind jedoch eine klassische Rechtfertigung für Regulierung.³⁶⁷

3. Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Marktteilnehmern und Manipulatoren

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Betrachtung der Möglichkeiten von Marktteilnehmern, erfolgreich gegen Manipulatoren vorzugehen. Zwar haben diejenigen Anleger und Emittenten, die infolge einer Manipulation einen Schaden erleiden, durchaus ein wirtschaftliches Eigeninteresse an der Sanktionierung manipulativen Handels.³⁶⁸ Zwischen dem Manipulator und den anderen Marktteilnehmern besteht jedoch ein noch größeres Informationsungleichgewicht als zwischen Manipulatoren und Marktveranstaltern, da die Marktteilnehmer weitaus weniger zur Beobachtung und Überwachung des Handelsgeschehens in der Lage sind als die Marktveranstalter. Somit werden Anleger und Emittenten häufig gar nicht bemerken, dass sie überhaupt einen Schaden erlitten haben, insbesondere wenn der Schaden nicht im Rahmen einer vertraglichen Beziehung mit dem Manipulator selbst entstanden ist. Auch werden sie oftmals nicht in der Lage sein, die Identität des Schädigers festzustellen, geschweige denn das Handelsmotiv des Verdächtigen zu überprüfen und ihm eine manipulative Absicht nachzuweisen.

³⁶⁷ Baldwin/Cave, S. 12.

³⁶⁸ Im Hinblick auf Emittenten ebenso Lenzen, S. 57 f.

III. Eignung verschiedener Regulierungsinstrumente zur Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation

1. Fragestellung

Den Ausführungen des vorhergehenden Abschnitts zufolge ist das zentrale Problem der Manipulationsbekämpfung die Informationsasymmetrie, welche zwischen dem Täter einerseits und den betroffenen Marktteilnehmern und Marktveranstaltern andererseits besteht. Die Informationsasymmetrie ist wiederum eine direkte Konsequenz dessen, dass sich manipulativer Handel nach der in Teil A dieser Arbeit entwickelten Definition allein durch die vom Täter verfolgte manipulative Absicht von legitimem Handelsverhalten unterscheidet.

Diese Erkenntnis führt zu der Frage, mit welchen regulatorischen Instrumenten das Problem der Informationsasymmetrie am besten gelöst und manipulativer Handel am wirksamsten bekämpft werden kann. Im folgenden wird zunächst die Eignung straf- und ordnungswidrigkeits- sowie aufsichtsrechtlicher Eingriffsinstrumente erörtert (unter 2.), die einerseits aufgrund ihres Eingriffscharakters zur Überwindung des Problems der Informationsasymmetrie grundsätzlich geeignet sind, andererseits jedoch gewissen Eingriffsschranken unterliegen und durch eine unterschiedliche Weite des Adressatenkreises gekennzeichnet sind. Sodann werden die Vor- und Nachteile dargestellt, die mit der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation mit den Mitteln des Strafrechts (unter 3.) und des Ordnungswidrigkeitsrechts (unter 4.) jeweils verbunden sind.

2. Eignung straf- und ordnungswidrigkeits- sowie aufsichtsrechtlicher Eingriffsinstrumente

a. Eignung zur Überwindung des Problems der Informationsasymmetrie

Von der denkbaren Bandbreite der dem Staat zur Einflussnahme auf das Verhalten der Akteure an den Kapitalmärkten theoretisch zur Verfügung stehenden Regulierungsmittel³⁶⁹ bieten sich in erster Linie Eingriffsinstrumente des Straf- und Verwaltungsrechts, d.h. Straf- und Ordnungswidrigkeitsvorschriften sowie aufsichtsrechtliche Mittel,³⁷⁰ zur Überwindung des Problems der Informationsasymmetrie an, da im Rahmen straf- und verwaltungsrechtlicher Verfahren zahlreiche Mittel der Informationsbeschaffung zur

³⁶⁹ S.o. B.I.

³⁷⁰ Aufgrund des Eingriffscharakters dieser Maßnahmen werden sie in der politikwissenschaftlichen Regulierungsdiskussion unter dem Stichwort „Command & Control Regulation“ zusammengefasst; vgl. Baldwin/Cave, S. 34.

Verfügung stehen. Dies gilt insbesondere für strafrechtliche Ermittlungsverfahren, bei denen der gesamte Katalog der strafprozessualen Ermittlungsmaßnahmen zur Verfügung steht.

Jedoch auch im Rahmen von verwaltungsrechtlichen Verfahren können den Aufsichtsbehörden – wenn auch in geringerem Umfang und mit geringerer Eingriffswirkung als auf strafrechtlicher Ebene – gewisse Befugnisse zur Informationsbeschaffung zur Verfügung gestellt werden. So hat die BaFin zur Ausübung der Marktaufsicht und damit u.a. zur Bekämpfung der Marktmanipulation³⁷¹ eine Reihe von Untersuchungsbefugnissen, welche zur Überwindung des Problems der Informationsasymmetrie im Rahmen der Manipulationsbekämpfung beitragen können. Insbesondere hat die BaFin die Befugnis, von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien zu verlangen und Personen zu laden und zu vernehmen (§ 4 III 1 WpHG), wobei sie insbesondere die Angabe von Bestandsveränderungen in Finanzinstrumenten (d.h. Auskunft über Depotbestände, Käufe oder Verkäufe) und Auskunft über die Identität von Auftraggebern sowie der aus Geschäften berechtigten und verpflichteten Personen verlangen kann (§ 4 III 2 WpHG). Ferner hat die BaFin die Befugnis, Grundstücke und Geschäftsräume auskunftspflichtiger Personen zu betreten (§ 4 IV WpHG), etwa um Einsicht in Unterlagen zu nehmen³⁷² (nicht jedoch, um Durchsuchungen oder Beschlagnahmen vorzunehmen).³⁷³ Leitet die BaFin ein Bußgeldverfahren wegen des Verdachts der Marktmanipulation ein, kann sie im Vorverfahren zur Ermittlung des Sachverhalts ferner die Polizei um Ermittlungsmaßnahmen ersuchen (§ 53 OWiG) oder selbst Betroffene, Zeugen oder Sachverständige laden und vernehmen oder Durchsuchungen oder Beschlagnahmen durchführen (§ 46 II OWiG).³⁷⁴

Ähnliche Untersuchungskompetenzen hat auch die britische FSA, die im Fall des Verdachts des Marktmissbrauchs oder einer Straftat nach s. 397 FSMA befugt ist, geeignete Personen (z.B. ihre Mitarbeiter, s. 170 (5) FSMA) mit der Durchführung von Ermittlungen zu beauftragen (s. 168 (3) i.V.m. (2) (a), (d) FSMA). Diese sind im Rahmen der Ermittlungen befugt, von jedermann das Erscheinen vor dem Ermittlenden, Auskünfte und die Beantwortung von Fragen (s. 171 (1) FSMA) sowie die Vorlage von Dokumenten (s. 171 (2) FSMA) zu verlangen. Ferner dürfen im Rahmen der Ermittlungen Kopien und Auszüge von

³⁷¹ Dreyling, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 4 Rn 3.

³⁷² Dreyling, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 4 Rn 53.

³⁷³ Dreyling, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 4 Rn 54 f.

³⁷⁴ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 40 Rn 6.

Dokumenten gemacht werden und die Erklärung von Dokumenten verlangt werden (s. 175 (2) FSMA). Schließlich kann die FSA oder der von ihr beauftragte Ermittler einen richterlichen Beschluss beantragen, der das Betreten sowie die Durchsuchung von Grundstücken und die Beschlagnahme von Dokumenten oder Informationen durch die Polizei gestattet (s. 176 FSMA).

Diese Ermittlungsbefugnisse können zudem durch verwaltungsrechtliche Meldepflichten ergänzt werden, aufgrund derer die zuständigen Aufsichtsbehörden regelmäßig Informationen über abgeschlossene Transaktionen sowie die Orderlage erhalten, die ihnen die Überwachung der Einhaltung des Manipulationsverbots ermöglichen. Im deutschen Recht besteht insbesondere die Pflicht der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute nach § 9 I 1 WpHG zur Meldung von abgeschlossenen Transaktionen an die BaFin sowie die Verpflichtung der Handelsüberwachungsstellen nach § 7 V 5 BörsG zur Unterrichtung der BaFin über Tatsachen, deren Kenntnis für die BaFin für die Verfolgung von Manipulationen erforderlich ist, etwa eine bestimmte Orderlage, die Rückschlüsse auf manipulatives Verhalten zulässt.

Entsprechend den umfassenden strafrechtlichen Ermittlungsbefugnissen waren historisch sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien, deren jeweilige Regelwerke zur Manipulationsbekämpfung in der vorliegenden Arbeit beispielhaft herangezogen und miteinander verglichen werden, Strafvorschriften das Mittel der ersten Wahl bei der Bekämpfung manipulativen Handels.³⁷⁵ Gegenwärtig liegt der Schwerpunkt der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation in Deutschland und Großbritannien auf Straf- und Ordnungswidrigkeitsvorschriften.³⁷⁶

b. Eingriffsschranken

Straf- und verwaltungsrechtliche Regulierungsmittel haben aufgrund ihres Eingriffscharakters den Nachteil, dass ihr Einsatz aus rechtsstaatlichen Gründen gewissen – wenn auch in verschiedenen Rechtsordnungen unterschiedlich strengen – materiell- und

³⁷⁵ In Deutschland wurde manipulativer Handel erstmals durch die im Jahr 1884 eingeführte Strafvorschrift des Kursbetrugs (Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB, Vorläufernorm des § 75 I BörsG 1896) mit rechtlichen Mitteln bekämpft und unter Strafe gestellt. In Großbritannien wurde Marktmanipulation erstmals im Jahr 1814 im Fall *De Berenger (Rex v. de Berenger, 3 Maule & Selwyn, S. 67-77, nachgedruckt in The English Reports, King's Bench Division, Band 105, S. 536-540)* gerichtlich geahndet und unter den ungeschriebenen Common Law-Straftatbestand der „Conspiracy to Cheat and Defraud“ subsumiert. Ob als Tatmittel einer „Verschwörung“ auch irreführende Handelspraktiken in Frage kamen, hatten britische Strafgerichte nie direkt zu entscheiden. Erst die im Jahr 1986 normierte Strafvorschrift des s. 47 (2) FSA richtete sich explizit auch gegen manipulative Handelspraktiken.

³⁷⁶ Vgl. im deutschen Recht den Normenkomplex der §§ 20 a, 38 II, 39 I Nr. 1 und 2 WpHG sowie im britischen Recht die ss. 118 ff., 397 (3) FSMA.

verfahrensrechtlichen Schranken zum Schutz der Individualrechte der betroffenen regulierten bzw. verdächtigten Personen unterworfen ist.³⁷⁷ Hieraus ergeben sich je nach dem Grad der potentiellen Eingriffsintensität der Regulierungsmaßnahme unterschiedliche materiell- und verfahrensrechtliche Konsequenzen, die sich wiederum auf die praktische Anwendbarkeit und Wirksamkeit der jeweiligen Maßnahmen auswirken. Auf materiellrechtlicher Ebene kann die Eingriffintensität der Maßnahme beispielsweise Einfluss darauf haben, welche Anforderungen an die Bestimmtheit des Tatbestands zu stellen sind, der die Eingriffsgrundlage bildet. Auf verfahrensrechtlicher Ebene stellt sich vor allem die Frage nach der Beweissituation, also inwieweit eine Erleichterung oder gar Umkehr der Beweislast zugunsten der mit der Rechtsdurchsetzung befassten öffentlichen Behörden in Frage kommt, und wie streng die prozessualen Anforderungen an die Zulässigkeit und Beweiskraft von Beweismitteln sind.

c. Begrenzter Anwendungsbereich aufsichtsrechtlicher Mittel

Das Bestehen und die Höhe von Eingriffsschranken hängen jedoch nicht nur von der potentiellen Eingriffsintensität einer Maßnahme ab, sondern auch von der Weite des persönlichen Anwendungsbereichs der Eingriffsgrundlage. Sie sind regelmäßig umso höher, je weiter der Adressatenkreis einer sanktionsbewehrten straf- oder verwaltungsrechtlichen Ge- oder Verbotsnorm ist. Für an jedermann gerichtete Straf- und Ordnungswidrigkeitsvorschriften gelten somit strengere Anforderungen als für den Bereich der aufsichtsrechtlichen Regulierung, da letztere in der Durchsetzung sanktionsbewehrter Verhaltenspflichten eines begrenzten Kreises regulierter Personen besteht, die sich im Rahmen ihrer Zulassung zu einer regulierten Tätigkeit oder einem regulierten Markt der Aufsicht durch eine Regulierungsbehörde unterworfen haben.

Wegen ihres begrenzten Anwendungsbereichs können aufsichtsrechtliche Mittel allerdings für sich allein genommen zu einer lückenhaften, Umgehungsmöglichkeiten bietenden und damit unwirksamen Regulierung führen, wenn der Kreis der ökonomischen Akteure, die sich theoretisch in der unerwünschten Weise verhalten können, über den Kreis der von der aufsichtsrechtlichen Regulierung erfassten Personen hinausgeht. Letzteres ist bei manipulativem Handel der Fall – der Kreis der potentiellen Manipulatoren geht über den der zugelassenen bzw. beaufsichtigten Marktteilnehmer hinaus, da jedermann sich regulierter Personen als Intermediäre bedienen und über deren Vermittlung am Kapitalmarkt agieren

³⁷⁷ Brown/Rankin, S. 345 f.; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 300 f. Siehe hierzu ausführlicher unten, Teil C I.1.

kann. Zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation kommen aus diesem Grund aufsichtsrechtliche Mittel lediglich ergänzend in Betracht. Die Basis eines wirksamen regulatorischen Regelwerks zur Bekämpfung manipulativen Handels können hingegen nur allgemein anwendbare Straf- oder Ordnungswidrigkeitsvorschriften bilden.

3. Vor- und Nachteile des Strafrechts als Regulierungsinstrument

a. Einführung

Historisch war das Strafrecht sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien das Mittel der ersten Wahl im Kampf gegen Marktmanipulationen.³⁷⁸ Auch heute noch existieren in beiden Jurisdiktionen gegen manipulativen Handel gerichtete Strafvorschriften.³⁷⁹ Im folgenden werden kurz die Vor- und Nachteile erläutert, die mit einer strafrechtlichen Manipulationsbekämpfung generell verbunden sind.

b. Vorteile

Generell bietet ein Vorgehen gegen Marktmanipulation auf strafrechtlicher Ebene folgende Vorteile:

Erstens ermöglicht das Sanktionsinstrumentarium des Strafrechts intensive Eingriffe in die Rechte verurteilter Straftäter, insbesondere in Gestalt langjähriger Freiheitsstrafen und hoher Geldstrafen, mit denen überdies ein moralisches Unwerturteil verbunden ist. Wegen der hohen Eingriffsintensität und des moralischen Unwerturteils bieten Kriminalstrafen die Möglichkeit, auch besonders schwerwiegende Verstöße angemessen zu ahnden, und entfalten darüber hinaus eine hohe Abschreckungswirkung.³⁸⁰

Zweitens stehen den mit der Rechtsdurchsetzung betrauten Strafverfolgungsbehörden nach den jeweiligen nationalen Verfahrensregelungen in der Regel umfassende Kompetenzen zur Sachverhaltsermittlung und Informationsbeschaffung zur Verfügung. Diese Kompetenzen

³⁷⁸ In Deutschland wurde manipulativer Handel erstmals durch die im Jahr 1884 eingeführte Strafvorschrift des Kursbetrugs (Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB, Vorläufernorm des § 75 I BörsG 1896) mit rechtlichen Mitteln bekämpft und unter Strafe gestellt. In Großbritannien wurde Marktmanipulation erstmals im Jahr 1814 im Fall *De Berenger (Rex v. de Berenger, 3 Maule & Selwyn, S. 67-77, nachgedruckt in The English Reports, King's Bench Division, Band 105, S. 536-540)* gerichtlich geahndet und unter den ungeschriebenen Common Law-Straftatbestand der „Conspiracy to Cheat and Defraud“ subsumiert. Ob als Tatmittel einer „Verschwörung“ auch irreführende Handelspraktiken in Frage kamen, hatten britische Strafgerichte nie direkt zu entscheiden. Erst die im Jahr 1986 normierte Strafvorschrift des s. 47 (2) FSA richtete sich explizit auch gegen manipulative Handelspraktiken.

³⁷⁹ In Großbritannien s. 397 (3) FSMA 2000 („Misleading Practices“), in Deutschland § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG („Marktmanipulation“).

³⁸⁰ Brown/Rankin, S. 341 f.; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 237 f., 273; Richardson, *Criminal Law Review* (1987), S. 303; Möhrensclager, *wistra* 1983, S. 18; Scheu, S. 149 Anm. 625.

umfassen insbesondere die strafprozessualen Ermittlungsmaßnahmen wie Zeugenvernehmungen, Durchsuchungen von Räumen und die Beschlagnahme und Sicherstellung von Gegenständen und Dokumenten, was im Hinblick auf das oben diagnostizierte Problem der Informationsasymmetrie gerade bei der Manipulationsbekämpfung von Vorteil ist.

Drittens ist es möglich, einen weiten Adressatenkreis in die Strafdrohung einzubeziehen und allgemeine, für jedermann geltende Verhaltenspflichten zu normieren und durchzusetzen. Dies stellt im Rahmen der Manipulationsbekämpfung einen Vorteil dar, da nicht nur zugelassene Handelsteilnehmer, sondern grundsätzlich jedermann manipulative Transaktionen am Kapitalmarkt vornehmen bzw. veranlassen kann: beispielsweise können sich nicht zum Handel zugelassene Personen zugelassener Handelsteilnehmer als Intermediäre bedienen und über deren Vermittlung am Kapitalmarkt agieren. Zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation erscheinen daher allgemein anwendbare sanktionsbewehrte Verbote in Gestalt von Strafvorschriften besonders geeignet.

c. Nachteile

Das Vorgehen gegen Marktmanipulation auf strafrechtlicher Ebene ist mit folgenden Nachteilen verbunden:

Erstens können nicht in allen Jurisdiktionen strafrechtliche Sanktionen auch gegenüber juristischen Personen verhängt werden. So gilt im deutschen Strafrecht ein individuelles Schuldprinzip, aufgrund dessen sich nur natürliche Personen strafbar machen können, während eine schuldhafte Handlung im strafrechtlichen Sinn grundsätzlich nicht von juristischen Personen begangen werden kann. Eine originäre, von der Strafbarkeit natürlicher Personen unabhängige strafrechtliche Haftung einer juristischen Person oder Personenvereinigung (sog. Verbandsstrafe) kommt daher nicht in Betracht.³⁸¹ Allerdings kann eine straf- oder ahndbare Tat einer natürlichen Person, die Vertreter oder Angestellter einer juristischen Person ist und nicht nur eigennützig, sondern im Interesse der juristischen Person oder Personenvereinigung gehandelt hat,³⁸² unter bestimmten Umständen Anknüpfungstat für die Verhängung eines Bußgeldes gegenüber der juristischen Person sein

³⁸¹ Gemäß § 14 StGB kommen allenfalls die für juristische Personen handelnden natürlichen Personen als Straftäter in Betracht; vgl. Kühl, in: Lackner/Kühl, § 14 Rn 1 a; Tröndle/Fischer, § 14 Rn 1 a.

³⁸² KK OWiG-Rogall, § 30 Rn 93 ff.

(§§ 30, 130 OWiG).³⁸³ Hingegen können in anderen Rechtsordnungen Kriminalstrafen grundsätzlich auch gegenüber juristischen Personen verhängt werden, beispielsweise im anglo-amerikanischen Recht, wo die Bestrafung juristischer Personen („corporate liability“) weit verbreitet ist.³⁸⁴ Das Fehlen des Instruments der Verbandsstrafe erscheint im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation als potenziell nachteilig, da manipulative Transaktionen oftmals von Angestellten juristischer Personen wie Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder Banken im Interesse des Unternehmens³⁸⁵ durchgeführt werden. Überdies werden manipulative Transaktionen durch Angestellte solcher Unternehmen gerade durch die internen Organisationsstrukturen der Unternehmen, die ein abgestimmtes Vorgehen mehrerer angestellter Trader erlauben, sowie die erheblichen für Wertpapiertransaktionen zur Verfügung stehenden Geldmittel ermöglicht.³⁸⁶ Die Verhängung eines Bußgeldes gegen das betreffende Unternehmen wegen Betriebs- bzw. Aufsichtspflichtverletzung gemäß §§ 30, 130 OWiG vermag die Strafmöglichkeit in diesen Fällen nicht zu ersetzen, da es anders als eine Geldstrafe nicht mit einem moralischen Unwerturteil verbunden ist.

Zweitens sind aufgrund des universellen strafrechtlichen Grundprinzips „Nullum crimen, nulla poena sine lege (certa)“³⁸⁷ die Anforderungen an die tatbestandliche Bestimmtheit von Strafvorschriften hoch.³⁸⁸ Dies erscheint im Rahmen der Manipulationsbekämpfung nachteilig, da nach obiger Analyse des Wesens der handelsgestützten Manipulation eine

³⁸³ Gemäß § 30 OWiG kann gegen eine juristische Person oder Personenvereinigung eine Geldbuße verhängt werden, wenn einer ihrer Vertreter (§ 30 I Nr. 1-4 OWiG) eine Straftat (oder Ordnungswidrigkeit) begangen hat, durch die eine betriebsbezogene Pflicht, welche die juristische Person oder Personenvereinigung trifft, verletzt wurde oder die juristische Person oder Personenvereinigung bereichert wurde oder werden sollte. Gemäß § 130 OWiG kommt ferner die Verhängung eines Bußgeldes gegenüber einer juristischen Person oder Personenvereinigung in Betracht bei einer Straftat oder Ordnungswidrigkeit einer natürlichen Person, insbesondere eines Angestellten, sofern durch die Anknüpfungstat die Aufsichtspflicht (die ebenfalls eine betriebsbezogene Pflicht darstellt) verletzt wurde. Vgl. Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 39 WpHG Rn 57 f.

³⁸⁴ Erhardt, S. 90 ff; Volk, JZ 1993, S. 429 ff.; Ashworth, S. 116 ff.

³⁸⁵ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 30 WpHG Rn 57, 59.

³⁸⁶ Ein Beispiel für manipulative Transaktionen durch mehrere, aufgrund eines unternehmensinternen „Schlachtplans“ in Abstimmung miteinander handelnde Angestellte einer juristischen Person im Interesse ihres Unternehmens ist der Citibank-Fall vom August 2004. In diesem Fall manipulierten mehrere Wertpapierhändler der Citibank aufgrund einer unternehmensintern ausgearbeiteten Strategie („Dr. Evil“) laut Presseberichten die Kurse europäischer Staatsanleihen auf der elektronischen Anleihehandelsplattform MTS durch massive Käufe des europäischen Anleiheterminkontrakts Bund-Future und darauffolgende, ebenso massive Ver- und Rückkäufe europäischer Staatsanleihen und erzielten einen Gewinn der Citibank von ca. 15 Millionen Euro. Vgl. Financial Times v. 15. September 2004, S. 47; Handelsblatt v. 4./5./6. Februar 2005, S. 19.

³⁸⁷ Vgl. Artikel 7 Abs. 1 der Europäischen Menschenrechtskonvention.

³⁸⁸ Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 300.

präzise Definition nicht ohne die Nennung der spezifischen manipulativen Absichtsmerkmale auskommt. Die Normierung eines ausreichend bestimmten subjektiven Tatbestands kann daher problematisch sein.

Drittens kommen in verfahrensrechtlicher Hinsicht aufgrund des Prinzips der Unschuldsvermutung³⁸⁹ Beweiserleichterungen zugunsten der Anklagebehörden nicht in Betracht; diese haben vielmehr dem Angeklagten die Verwirklichung des Tatbestands jenseits eines vernünftigen Zweifels nachzuweisen, wobei sie in der Regel strenge strafprozessuale Anforderungen an die Zulässigkeit von Beweismitteln zu beachten haben.³⁹⁰ Im Rahmen der Manipulationsbekämpfung erscheint dies mit Rücksicht auf die bereits erwähnten strengen Anforderungen an die Bestimmtheit eines Manipulationsstraftatbestands nachteilhaft, da gerade subjektive Merkmale wie manipulative Absichten besonders schwer nachweisbar sind.

Viertens schließlich sind mit Polizei und Staatsanwaltschaften Behörden für die Durchsetzung von Strafvorschriften zuständig, die im allgemeinen nicht über finanzwirtschafts- und kapitalmarktspezifische Kenntnisse verfügen, denen also möglicherweise der erforderliche Sachverstand fehlt.³⁹¹ Wegen der Komplexität kapitalmarktspezifischer Sachverhalte erscheint dies im Zusammenhang mit der Bekämpfung der Marktmanipulation besonders nachteilig.

d. Zwischenergebnis

Aufgrund der geschilderten Vorteile verwundert es nicht, dass Strafvorschriften, wie erwähnt, sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien traditionell eine zentrale Rolle bei der Bekämpfung der Marktmanipulation gespielt haben. Andererseits erscheinen auch die mit der strafrechtlichen Manipulationsbekämpfung möglicherweise verbundenen Nachteile gravierend. Das konkrete Gewicht dieser Nachteile, insbesondere die materiell- und verfahrensrechtlichen Implikationen der erwähnten Eingriffsschranken, denen hoheitliches Handeln aus rechtsstaatlichen Gründen unterliegt, hängt jedoch vom nationalen rechtlichen Kontext ab und kann daher für die beiden in dieser Arbeit betrachteten Rechtsordnungen Deutschlands und Großbritanniens unterschiedlich ausfallen.

³⁸⁹ Artikel 6 Abs. 2 der Europäischen Menschenrechtskonvention.

³⁹⁰ Brown/Rankin, S. 346; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 258; Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 301 FN 56; Page/Ferguson, S. 111; Moloney, S. 779 f.

³⁹¹ Brown/Rankin, S. 345 f.; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 262; Möller, WM 2002, S. 309; Altenhain, BB 2002, S. 1875; Benner, ZRP 2001, S. 450 f.

4. Vor- und Nachteile des Ordnungswidrigkeitsrechts als Regulierungsinstrument

a. Einführung

Angesichts der oben beschriebenen vielfältigen Probleme bei der Bekämpfung der Marktmanipulation mit strafrechtlichen Mitteln erließ der britische Gesetzgeber im Jahr 2000 die verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA 2000. Diese enthalten in s. 118 (2) (b) und (c) FSMA ein umfassendes und dennoch objektiv formuliertes Manipulationsverbot, welches den Straftatbestand der „Irreführenden Angaben und Praktiken“ (s. 397 (1), (3) FSMA) auf verwaltungsrechtlicher Ebene ergänzt und dessen Missachtung die Aufsichtsbehörde FSA gegenüber jedermann mittels verwaltungsrechtlicher Sanktionen ahnden kann, nämlich entweder mit der Verhängung einer Geldbuße („civil penalty“, s. 123 (1) FSMA) oder der öffentlichen Bekanntmachung des Verstoßes (s. 123 (3) FSMA).

Dem britischen Vorbild folgend verpflichtete die europäische Marktmissbrauchsrichtlinie aus dem Jahr 2003 die Mitgliedstaaten zur Normierung eines allgemeinen, an jedermann gerichteten Manipulationsverbots³⁹² und, obgleich die Rechtsanwendungspraxis und insbesondere die Auswahl der Sanktionen im Europarecht traditionell als Sache der Mitgliedsstaaten gelten,³⁹³ zu dessen Durchsetzung mittels allgemein anwendbarer verwaltungsrechtlicher Sanktionen³⁹⁴: Gemäß Art. 14.1 S. 1 MMR haben die Mitgliedstaaten bei Verstößen gegen das Manipulationsverbot mit verwaltungsrechtlichen Mitteln gegen die verantwortlichen Personen vorzugehen, indem entweder geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängt werden. Die Verpflichtung der Mitgliedstaaten zur Sanktionierung von Verstößen gegenüber jedermann, also mittels allgemein anwendbarer Sanktionen, ergibt sich aus dem weiten persönlichen Anwendungsbereich der Definition der handelsgestützten Manipulation, welche alle Marktteilnehmer gleichermaßen als potentielle Täter erfasst (Art. 1.2 (a), (b) MMR), in Zusammenschau mit dem Gebot der wirksamen Sanktionierung von Verstößen (Art. 14.1 MMR).

Dies wurde in Deutschland bereits im Jahr 2002 im Vorfeld des Erlasses der Marktmissbrauchsrichtlinie mit der Normierung der Marktmissbrauchsvorschriften der

³⁹² Art. 5 i.V.m. Art. 1.2 MMR.

³⁹³ Vgl. Moloney, Kap. XIII Abschn. 11.5.6. c.

³⁹⁴ Art. 14.1 S. 1 MMR.

§§ 20a ff. WpHG umgesetzt. Die Marktmissbrauchsvorschriften enthalten in § 39 WpHG eine Ordnungswidrigkeitsvorschrift, welche Verstöße gegen das Manipulationsverbot des § 20a WpHG mit einem Bußgeld bedroht.

Da somit sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien das Ordnungswidrigkeitsrecht eine zentrale Rolle bei der Bekämpfung manipulativen Handels eingenommen hat, werden im folgenden kurz die Vor- und Nachteile erläutert, die mit der ordnungswidrigkeitsrechtlichen Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation generell verbunden sind.

b. Vorteile

Ein Vorgehen gegen handelsgestützte Marktmanipulation auf der Ebene des Ordnungswidrigkeitsrechts bietet folgende Vorteile:

(1) Angemessenheit ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen

Auch wenn ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen im Gegensatz zu Kriminalstrafen nicht mit sozialer Stigmatisierung verbunden sind, können sie grundsätzlich die Möglichkeit bieten, manipulative Transaktionen angemessen zu ahnden.

Verstöße gegen das Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation bedürfen nicht des moralischen Unwerturteils, das mit der Verhängung einer Kriminalstrafe verbunden ist, da der Charakter des Manipulationsverbots rein technischer Natur ist und Verstöße daher moralisch ambivalent sind. Für die technische Natur des Verbots sprechen sowohl der überindividuelle Charakter als auch die Relativität des Schutzzwecks des Verbots der handelsgestützten Manipulation.

Der überindividuelle Charakter des Schutzzwecks des Verbots der handelsgestützten Manipulation ergibt sich daraus, dass, wie oben dargestellt, der Verbotszweck im Schutz der Informationseffizienz des Kapitalmarkts besteht. Damit dient das Verbot der handelsgestützten Manipulation somit unmittelbar dem Schutz der Marktfunktionen der Kapitalallokation, -aufbringung und -bewertung zum Wohl der gesamten Volkswirtschaft, also dem Schutz überindividueller Rechtsgüter im Interesse einer anonymen Allgemeinheit. Individuen hingegen sollen lediglich mittelbar und reflexhaft vor Vermögensschäden geschützt werden. Der Individualschutz geht somit im überindividuellen Zweck des Schutzes der Marktfunktionen auf.³⁹⁵

³⁹⁵ S.o. A.II.2.

Dass das Verbot der handelsgestützten Manipulation unmittelbar nur dem Schutz des überindividuellen Gutes der Informationseffizienz des Kapitalmarkts dient, während der Schutz des individuellen Vermögens der Marktteilnehmer nur mittelbar und reflexhaft bezweckt wird, unterscheidet das Unrecht der handelsgestützten Manipulation grundlegend von klassischen Vermögensdelikten wie etwa dem Betrug: Im Gegensatz zu diesem ist das Unrecht der handelsgestützten Manipulation kein selbstevidentes, verwerfliches und strafwürdiges „malum in se“³⁹⁶, sondern ein funktionales, makroökonomischen Bedürfnissen entsprechendes Konstrukt (sog. „malum prohibitum“³⁹⁷).

Die Relativität des Schutzzwecks des Verbots manipulativen Transaktionsverhaltens beruht darauf, dass das Schutzgut der Informationseffizienz des Kapitalmarkts nur eine von mehreren notwendigen Voraussetzungen eines optimal funktionierenden Kapitalmarkts darstellt. Daraus ergibt sich wiederum die Notwendigkeit der Abwägung mit anderen Schutzzwecken und ggf. der Revision des allein am Maßstab der Informationseffizienz gewonnenen (II-) Legitimitätsurteils.³⁹⁸

Ungeachtet der hier getroffenen Feststellung, dass ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen zur angemessenen Ahndung der handelsgestützten Manipulation grundsätzlich ausreichen, ist diese nach deutschem und britischem Recht in bestimmten, dem jeweiligen nationalen Gesetzgeber offenbar besonders schwerwiegend erscheinenden Fällen, mit Kriminalstrafe bedroht. Strafbar ist nach deutschem Recht, wenn der Manipulator einen tatsächlichen Preiseinwirkungserfolg erzielt (§ 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG), und nach britischem Recht, wenn er mit der Absicht der Irreführung und Verleitung anderer Marktteilnehmer handelt (s. 397 (3) FSMA 2000). Ob manipulative Transaktionen in diesen Fällen tatsächlich des moralischen Unwerturteils einer strafrechtlichen Sanktion bedürfen, oder ob nicht doch ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen ausreichen, wird weiter unten erörtert.³⁹⁹

(2) Wirksamkeit ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen

Bei der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation steht mangels moralischer Verwerflichkeit der Tat nicht der Sanktionszweck der Vergeltung im Vordergrund, sondern

³⁹⁶ Clarkson/Keating, S. 239 f.; Williams, S. 936 f.

³⁹⁷ Hawkins, S. 6 f., 12, 197; Reiss, in: Hawkins/Thomas, S. 25.

³⁹⁸ S.o. A.V.1.

³⁹⁹ S.u. C.III.2.b.(2).

der Zweck der Abschreckung bzw. Generalprävention.⁴⁰⁰ Ein ausreichendes Maß an Abschreckung lässt sich nicht nur durch die Androhung strafrechtlicher, sondern auch durch die Androhung ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen bzw. „civil penalties“ erzielen, obgleich diese nicht mit sozialer Stigmatisierung verbunden sind. Der Grund hierfür ist, dass Manipulatoren in erster Linie aus Gewinnstreben handeln, so dass eine rein pekuniäre Sanktion in Form einer Geldbuße grundsätzlich ausreicht.

Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass die Bußgeldandrohung so ausgestaltet sein, dass das mit der Tat verbundene finanzielle Risiko den erzielbaren Gewinn übersteigt. Ökonomisch betrachtet lassen sich Täter, die – wie Manipulatoren – in erster Linie aus Gewinnstreben handeln, dann abschrecken, wenn die Gewinnchance geringer ist als das finanzielle Risiko des Entdeckt- und Bestraftwerdens. Letzteres errechnet sich aus der maximalen Höhe des potenziellen Bußgeldes, multipliziert mit der Wahrscheinlichkeit der Ahndung der Tat.⁴⁰¹ Die Abschreckungswirkung einer Bußgeldandrohung hängt somit vor allem davon ab, ob die angedrohte Bußgeldhöhe angemessen ist. Dies setzt zum einen voraus, dass der erzielte Gewinn im Rahmen der Bußgeldzumessung als Kriterium für dessen Höhe berücksichtigt werden kann,⁴⁰² und zum anderen, dass sich der Bußgeldrahmen am erzielbaren Gewinn orientiert. Ferner sollte der Bußgeldrahmen umso höher sein, je schwieriger die praktische Anwendung der jeweiligen nationalen Ordnungswidrigkeitsnorm ist, um die darauf beruhende niedrigere Wahrscheinlichkeit, dass es tatsächlich zur Verhängung des Bußgeldes kommt, zu kompensieren.

Dies entspricht auch der Empfehlung des CESR-Vorgängers FESCO, welcher in Bezug auf die Ausgestaltung eines europäischen Marktmissbrauchsregimes forderte, dass Geldbußen der Schwere des Verstoßes angemessen und zugleich geeignet sein sollen, die Einhaltung des Marktmissbrauchsverbots zu fördern, weshalb sich die Höhe der Geldbuße nach der Höhe der vom Täter eingesetzten Mittel, mindestens aber nach der des erzielten oder hypothetischen Gewinns richten solle.⁴⁰³ Dieselben Grundsätze finden sich nunmehr in Ziffer 38 der Präambel der MMR wieder. Sie sind bei der Auslegung des Art. 14 Abs. 1 S. 2 MMR

⁴⁰⁰ Gleeson, S. 137, der erwähnt, dass nach Ansicht der FSA unter den Strafzwecken der Vergeltung, Spezialprävention und Abschreckung (bzw. Generalprävention) die Abschreckung zentrales Ziel ihrer aufsichtsrechtlichen Tätigkeit (und damit auch der Durchsetzung der Marktmissbrauchsvorschriften) sei; auf Vergeltung zielten ihre Sanktionen hingegen nicht.

⁴⁰¹ Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 67 ff.; Richardson/Ogus/Burrows, S. 125 f.

⁴⁰² Dies gilt jedenfalls dann, wenn der mit der Tat erzielte wirtschaftliche Vorteil durch das Bußgeld und nicht unabhängig davon, etwa durch Verfall, abgeschöpft wird.

⁴⁰³ FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 87.

heranzuziehen, wonach die EU-Mitgliedsstaaten verpflichtet sind, Verstöße gegen das Manipulationsverbot mit verwaltungsrechtlichen Sanktionen zu ahnden, die „wirksam, verhältnismäßig und abschreckend“ sind.

Ein ausreichendes Maß an Abschreckung potenzieller Manipulatoren lässt sich auf ordnungswidrigkeitsrechtlicher Ebene ferner durch die öffentliche Bekanntgabe der Tat bzw. der deswegen verhängten Sanktion erreichen. Die öffentliche Bekanntgabe wirkt sich negativ auf die Reputation des betreffenden Marktteilnehmers aus, da sie einen Mangel an Seriosität des betreffenden Marktteilnehmers signalisiert. Ein solcher Reputationsverlust trifft vor allem professionelle Marktteilnehmer wie Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute hart. Insbesondere im Finanzsektor, wo das gegenseitige Vertrauen der Akteure die unverzichtbare Grundlage der geschäftlichen Beziehungen darstellt und Diskretion und der Schutz des eigenen guten Rufes eine überragende Rolle spielen, stellt die öffentliche Bekanntmachung von Verstößen gegen das Manipulationsverbot bzw. von deswegen verhängten Sanktionen durch die Aufsichtsbehörde einen empfindlichen Eingriff in die Rechte des betroffenen Marktteilnehmers dar.

Dies zeigt sich schon daran, dass sich bereits der Verdacht eines Verstoßes gegen das Manipulationsverbot und die Aufnahme von Ermittlungen durch die Aufsichtsbehörde negativ auf die Reputation des betreffenden Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstituts und damit auch auf dessen Geschäftschancen auswirkt. Als Beispiel hierfür ist der Citibank-Fall vom August 2004 zu nennen, wo bereits die Aufnahme von Untersuchungen der verdächtigen Euro-Anleihetransaktionen der Bank durch mehrere nationale Aufsichtsbehörden, darunter die britische FSA und die deutsche BaFin, dazu führte, dass der Marktanteil der Citibank am Geschäft mit syndizierten Euro-Staatsanleihen im zweiten Halbjahr 2004 einbrach.⁴⁰⁴ Viele Emittenten reagierten auf den Manipulationsverdacht, indem sie die Bank aus den Emissionskonsortien für Staatsanleihen ausschlossen.

Angesichts dieser starken Eingriffswirkung verwundert es nicht, dass das sogenannte „naming and shaming“ im angloamerikanischen Rechtskreis verbreitet als eigenständige Sanktion eingesetzt wird.⁴⁰⁵ So gestattet in Großbritannien bereits seit dem Jahr 2000 die Vorschrift des s. 123 (3) FSMA die Veröffentlichung von Verstößen gegen das

⁴⁰⁴ Von 7,1 % im zweiten Halbjahr 2003 auf nur noch 0,9 % im zweiten Halbjahr 2004; vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 4. Februar 2005, S. 21.

⁴⁰⁵ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 40 b Rn 1.

Marktmissbrauchsverbot als alternative Sanktionsmöglichkeit anstelle der Verhängung von Geldbußen (s. 123 (1) FSMA).⁴⁰⁶

Offenbar in Anlehnung an diese angloamerikanische Praxis verpflichtet die Marktmissbrauchsrichtlinie die EU-Mitgliedstaaten in Art. 14 Abs. 4 MMR vorzusehen, dass die zuständigen nationalen Behörden Maßnahmen oder Sanktionen wegen Verstößen u.a. gegen das Manipulationsverbot öffentlich bekannt geben können, es sei denn, die Bekanntgabe würde die Finanzmärkte erheblich gefährden oder zu einem unverhältnismäßigen Schaden bei den Beteiligten führen. Damit entsprachen die Richtlinienverfasser den Empfehlungen des FESCO (heute CESR) über die Ausgestaltung eines europäischen Marktmissbrauchsregimes.⁴⁰⁷

In Deutschland wurde die Vorgabe des Art. 14 Abs. 4 MMR in § 40 b WpHG umgesetzt.⁴⁰⁸ Der deutsche Gesetzgeber gestaltete die Veröffentlichungsmöglichkeit jedoch so aus, dass sie nicht den Charakter einer Sanktion hat, sondern einem präventiven Zweck dient,⁴⁰⁹ indem er die Voraussetzung aufstellt, dass die öffentliche Bekanntgabe zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen geeignet und erforderlich sein muss. Gerade wegen der erheblichen Eingriffswirkung in die Rechte des Betroffenen – nach deutschem Recht insbesondere in das Grundrecht natürlicher Personen auf informationelle Selbstbestimmung nach Art. 2 I GG – ist außerdem eine streng verhältnismäßige Handhabung der Veröffentlichungsmöglichkeit geboten.⁴¹⁰ Hieran zeigt sich, dass es vom jeweiligen nationalen rechtsstaatlichen Verständnis abhängt, ob und inwieweit die Möglichkeit der öffentlichen Bekanntgabe einer Tat bzw. Sanktion tatsächlich als eigenständige Sanktion zu Abschreckungszwecken genutzt werden kann.⁴¹¹

An dieser Stelle ist jedoch festzuhalten, dass es grundsätzlich möglich ist, für Verstöße gegen das Verbot der handelsgestützten Manipulation ein Bußgeld mit ausreichender Abschreckungswirkung anzudrohen, indem der Gesetzgeber zum einen vorsieht, dass der erzielte Gewinn im Rahmen der Bußgeldzumessung als Kriterium für dessen Höhe

⁴⁰⁶ S. 123 (3) FSMA lautet: “If the Authority is entitled to impose a penalty on a person under this section it may, instead of imposing a penalty on him, publish a statement to the effect that he has engaged in market abuse.”

⁴⁰⁷ FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 89.

⁴⁰⁸ Durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004 (BGBl. I S. 2630).

⁴⁰⁹ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 40 b Rn 1, 3.

⁴¹⁰ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 40 b Rn 1, 4.

⁴¹¹ Hierzu ausführlicher unten unter C.III.2.b.(3)(c).

berücksichtigt werden kann,⁴¹² und zum anderen einen Bußgeldrahmen wählt, dessen Höhe sich am erzielbaren Gewinn sowie an eventuellen Anwendungsproblemen der betreffenden Ordnungswidrigkeitsnorm bzw. „civil offence“ orientiert. Außerdem lässt sich auf ordnungswidrigkeitsrechtlicher Ebene ferner dadurch eine abschreckende Wirkung erzielen, dass der Gesetzgeber die Möglichkeit der Veröffentlichung des Verstoßes gegen das Manipulationsverbot bzw. des deswegen verhängten Bußgeldes vorsieht.

Die praktische Anwendbarkeit der deutschen Ordnungswidrigkeit der Marktmanipulation und der britischen „civil offence“ des Marktmissbrauchs sowie die Frage, ob die betreffenden Normen so ausgestaltet sind, dass die jeweiligen Sanktionsdrohungen trotz etwaiger Anwendungsprobleme eine ausreichende Abschreckungswirkung entfalten, werden in den nachstehenden Abschnitten diskutiert.⁴¹³

(3) Ermittlungskompetenzen der zuständigen Behörden

Ferner können die mit der Durchsetzung verwaltungsrechtlicher Verbote und Ordnungswidrigkeitsvorschriften betrauten Aufsichtsbehörden durch die jeweiligen nationalen Verfahrensregelungen mit umfassenden Kompetenzen zur Sachverhaltsermittlung und Informationsbeschaffung ausgestattet werden. So verpflichtet etwa die Marktmissbrauchsrichtlinie die EU-Mitgliedstaaten, die jeweils zuständige nationale Behörde mit allen Aufsichts- und Ermittlungsbefugnissen auszustatten, die zur Ausübung ihrer Tätigkeit erforderlich sind (Art. 12.1 MMR). Zur Gewährleistung einer effektiven Rechtsdurchsetzung in allen Mitgliedstaaten⁴¹⁴ enthält Art. 12.2 MMR eine Liste derjenigen Kompetenzen, mit denen die zuständige Behörde mindestens ausgestattet werden muss, darunter das Recht zur Einsichtnahme in Dokumente, auf Auskunftsverlangen und zur Vernehmung und Vorladung von Zeugen, zur Durchführung von Ermittlungen vor Ort und zur Anforderung bereits existierender Aufzeichnungen von Telefongesprächen und Datenübermittlungen. Derart umfassende Ermittlungskompetenzen sind bei der Manipulationsbekämpfung im Hinblick auf das oben erläuterte Problem der Informationsasymmetrie von Vorteil.

⁴¹² Dies gilt jedenfalls dann, wenn der mit der Tat erzielte wirtschaftliche Vorteil durch das Bußgeld und nicht unabhängig davon, etwa durch Verfall, abgeschöpft wird.

⁴¹³ S.u. C.II.2-4, C.III.2.b.(3).

⁴¹⁴ Ziffer 37 S. 1 der Präambel der MMR; vgl. auch die Empfehlungen von FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 73 f.

(4) Sachnähe der zuständigen Behörden

Ferner spricht die Sachkenntnis der mit der Durchsetzung von Ordnungswidrigkeitsvorschriften befassten Aufsichtsbehörden für ein hohes Maß an Effektivität bei der Durchführung von Ermittlungen wegen des Verdachts der handelsgestützten Marktmanipulation und der Verhängung von Sanktionen. Die Ausstattung der Aufsichtsbehörden mit einer allgemein anwendbaren Sanktionsmöglichkeit bei handelsgestützten Marktmanipulationen ermöglicht nicht nur Synergien mit ihrer präventiven Aufsichtstätigkeit, sondern stellt auch eine sinnvolle Ergänzung des Spektrums ihrer im übrigen auf den Kreis regulierter Personen beschränkten repressiven Reaktionsmöglichkeiten dar.

Zwar haben bei Anfechtung des Bußgeldbescheides letztlich ebenso wie bei strafrechtlicher Ahndung die Gerichte über die Verhängung der Sanktion zu entscheiden, was den eben genannten Vorteil der Sachnähe der Aufsichtsbehörden in gewissem Maß relativiert. In der britischen Literatur wird allerdings darauf hingewiesen, dass insbesondere professionelle Marktteilnehmer häufig eine informelle außergerichtliche Erledigung wegen der damit verbundenen Diskretion, Schnelligkeit und niedrigeren Kosten anstreben würden; daher sei zu erwarten, dass die Empfänger von Bußgeldbescheiden wegen Marktmissbrauchs häufig auf die Anrufung des Financial Services and Markets Tribunal verzichten würden.⁴¹⁵

(5) Kurze Verfahrensdauer

Ein weiterer Vorteil des Vorgehens gegen handelsgestützte Marktmanipulation auf ordnungswidrigkeitsrechtlicher Ebene besteht darin, dass Ordnungswidrigkeitsverfahren – auch wenn es zu einem gerichtlichen Verfahren kommt – im allgemeinen rascher durchführbar sind als Strafverfahren und verwaltungsrechtliche Sanktionen daher schneller verhängt werden können als strafrechtliche Sanktionen. Hierauf verweist auch die Europäische Kommission in ihrer Begründung des Entwurfs der Marktmissbrauchsrichtlinie.⁴¹⁶

⁴¹⁵ Linklater, 22 *Company Lawyer* (2001), S. 270 f.

⁴¹⁶ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Erläuterung zu Artikel 14.

(6) Möglichkeit der Einbeziehung eines weiten Adressatenkreises

Schließlich ist es möglich, einen weiten Adressatenkreis in die Ordnungswidrigkeitsdrohung einzubeziehen und allgemeine, für jedermann geltende Verhaltenspflichten zu normieren und durchzusetzen. Dies stellt im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation einen Vorteil dar, da nicht nur zugelassene Handelsteilnehmer, sondern grundsätzlich jedermann manipulative Transaktionen am Kapitalmarkt vornehmen bzw. veranlassen kann: beispielsweise können sich nicht zum Handel zugelassene Personen zugelassener Handelsteilnehmer als Intermediäre bedienen und über deren Vermittlung am Kapitalmarkt agieren. Zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation erscheinen daher allgemein anwendbare sanktionsbewehrte Verbote in Gestalt von Ordnungswidrigkeitsvorschriften besonders geeignet.

Insgesamt diene die Verpflichtung der Mitgliedstaaten zur verwaltungsrechtlichen Sanktionierung von Manipulationen der Gewährleistung einer effektiven praktischen Durchsetzung des Manipulationsverbots.⁴¹⁷

(7) Möglichkeit der Rechtsvereinheitlichung auf EU-Ebene

Aus europarechtlicher Perspektive bietet ein Vorgehen mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts ferner die Möglichkeit der weitgehenden EU-weiten Vereinheitlichung nationaler verwaltungsrechtlicher Normen sowie der Koordinierung der Verwaltungspraxis. Auch die Marktmissbrauchsrichtlinie zielte mit der Verpflichtung der Mitgliedstaaten zur Normierung verwaltungsrechtlicher Manipulationsverbote und Sanktionsvorschriften in Art. 14 MMR auf die Vereinheitlichung der nationalen Manipulationsverbote und die Koordinierung von deren praktischer Anwendung und Durchsetzung sowie eine enge Kooperation der jeweils zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden ab.⁴¹⁸ Dies erschien den Verfassern der Marktmissbrauchsrichtlinie sowohl im Hinblick auf die von der Gemeinschaft beabsichtigte Schaffung eines integrierten

⁴¹⁷ Im Hinblick auf die (bereits im Vorgriff auf die Marktmissbrauchsrichtlinie erfolgte) Ausgestaltung des deutschen Manipulationsverbots als Ordnungswidrigkeit ebenso Möller, WM 2002, S. 311; Park, BB 2003, S. 1513 f.

⁴¹⁸ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Erläuterung zu Artikel 14; vgl. auch FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 11 f., 15 d, 58-61, 80, 84; Präambel der Marktmissbrauchsrichtlinie, Ziffer 38-40.

europäischen Kapitalmarktes⁴¹⁹ als auch zur effektiven Bekämpfung markt- und grenzüberschreitender Manipulationen⁴²⁰ geboten.

Mangels einer gemeinschaftsrechtlichen Kompetenz auf dem Gebiet des Strafrechts können den Mitgliedstaaten keine verbindlichen Vorgaben hinsichtlich der Normierung der jeweiligen nationalen Strafvorschriften, geschweige denn der Organisation und Praxis der Strafverfolgung, gemacht werden. Hingegen besteht eine gemeinschaftsrechtliche Kompetenz auf dem Gebiet des Verwaltungsrechts, aufgrund derer die Mitgliedstaaten zur Normierung eines EU-weit einheitlichen verwaltungsrechtlichen Manipulationsverbots verpflichtet werden konnten. Zwar ist die Verwaltungspraxis einschließlich der Regelung der Rechtsanwendung und Durchsetzung von gemeinschaftsrechtlichen oder auf Gemeinschaftsrecht beruhenden nationalen Rechtsnormen grundsätzlich allein Sache der einzelnen Mitgliedstaaten, so dass den Mitgliedstaaten insoweit keine verbindlichen Vorgaben gemacht werden können. Jedoch bietet das Gemeinschaftsrecht weitreichende Möglichkeiten, die Mitgliedstaaten zur Kooperation ihrer nationalen Behörden und zur Koordinierung von deren Verwaltungspraxis zu veranlassen:

So ist gemäß Art. 11 Abs. 1 MMR jeder Mitgliedstaat verpflichtet, eine einzige Aufsichtsbehörde mit der Überwachung der Einhaltung des Manipulationsverbots und der Sanktionierung von Verstößen zu betrauen. Diese hat ihrerseits eng mit den Aufsichtsbehörden der anderen Mitgliedstaaten zu kooperieren, insbesondere durch den Austausch von Informationen und Unterstützung bei grenzüberschreitenden Ermittlungen (Art. 16.1-4 MMR).⁴²¹

Ferner hat CESR auf der dritten Stufe des sogenannten Lalafussy-Prozesses, der im Rahmen des Erlasses und der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie erstmals zur Anwendung kam, die Aufgabe, die Verwaltungspraxis der nationalen Behörden zu koordinieren. CESR

⁴¹⁹ FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 15 d, 80; Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Allgemeine Erläuterung 1. b, d.

⁴²⁰ FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 14 a-d; Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Allgemeine Erläuterung 1. b, d; Präambel der Marktmissbrauchsrichtlinie, Ziffer 40; vgl. auch Moloney, Kap. XIII Abschn. 9.

⁴²¹ Dies entspricht den Empfehlungen von FESCO zur Erreichung des Ziels der Vereinheitlichung der Rechtspraxis, vgl. FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 48, 49, 58 f.

soll zu diesem Zweck Empfehlungen für eine einheitliche Verwaltungspraxis aussprechen und unverbindliche Standards entwickeln, die als informelle Grundlage für eine gemeinsame Rechtsanwendungs- und Sanktionierungspraxis der nationalen Aufsichtsbehörden dienen sollen.⁴²²

c. Nachteile

Ebenso wie bei der oben diskutierten strafrechtlichen Regulierung ist ein Vorgehen gegen handelsgestützte Marktmanipulation mit ordnungswidrigkeitsrechtlichen Mitteln mit Problemen im Hinblick auf die Anforderungen an die Bestimmtheit des Tatbestands sowie die Führung des Tatnachweises verbunden. Grund hierfür ist, dass in den Staaten, welche die Europäische Konvention für Menschenrechte (EMRK)⁴²³ anerkannt haben, darunter Deutschland und Großbritannien, die rechtsstaatlichen Grundprinzipien des Bestimmtheitsgebots („Nullum crimen, nulla poena sine lege (certa)“, Art. 7 Abs. 1 EMRK) und der Unschuldsvermutung (Art. 6 Abs. 2 EMRK) nach der Rechtsprechung des

⁴²² Beim Lamfalussy-Verfahren handelt es sich um ein vierstufige Rechtssetzungsverfahren, welches im Schlussbericht des Ausschusses der Weisen unter Vorsitz von Alexandre Lamfalussy (sog. Lamfalussy-Bericht vom März 2001, im Internet veröffentlicht unter http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyde.pdf) zur Reform der europäischen Gesetzgebung im Bereich des Wertpapierrechts empfohlen wurde. Auf der ersten Stufe des Verfahrens ist eine Art Rahmengesetzgebung in Form von Richtlinien des Parlaments und des Rats vorgesehen, welche lediglich grundsätzliche Fragen regeln und die Kommission zum Erlass von konkretisierenden Durchführungsmaßnahmen ermächtigen sollen. Auf der zweiten Stufe soll die Kommission, beraten durch CESR und im Einvernehmen mit dem Europäischen Wertpapierausschuss (EWA), detaillierte Verordnungen oder Richtlinien zur Regelung technischer Einzelheiten erlassen. Die dritte Stufe sieht die Koordinierung der Rechtsanwendungspraxis der nationalen Behörden durch CESR vor, welche zu diesem Zweck Empfehlungen aussprechen und unverbindliche Standards entwickeln soll. Auf der vierten Stufe soll die Kommission die Umsetzung der Richtlinien durch die Mitgliedstaaten überwachen und bei verspäteter oder unzureichender Umsetzung geeignete Maßnahmen gegen den betreffenden Mitgliedstaat ergreifen.

Ziel der Übertragung des bisher im landwirtschaftlichen Bereich angewandten sog. Komitologieverfahrens auf den Bereich des Wertpapierrechts ist die inhaltliche Entlastung und Beschleunigung des Gesetzgebungsverfahrens, indem die Regelung technischer Einzelheiten der Kommission und den mit Sachverständigen besetzten Ausschüssen CESR und EWA übertragen wird, so dass sich der Rat und das gemäß Art. 95, 251 EGV im Verfahren der Mitentscheidung beteiligte Parlament nunmehr lediglich auf die Grundprinzipien einer neuen Regelung verständigen müssen. Die Beschleunigung des Rechtssetzungsverfahrens sollte die Umsetzung des Financial Services Action Plan der Kommission vom 11. Mai 1999 ermöglichen, worin das ehrgeizige Ziel postuliert wurde, bis zum Jahr 2005 einen integrierten europäischen Markt für Finanzdienstleistungen zu schaffen und zu diesem Zweck insgesamt 53 gesetzgeberische Einzelmaßnahmen zu erlassen. Daneben bot das Komitologieverfahren bessere Möglichkeiten, den Sachverstand der in den Ausschüssen vertretenen Institutionen und die Interessen der von CESR in obligatorischen Konsultationsprozessen anzuhörenden Betroffenen zu berücksichtigen und flexibler auf Veränderungen von Handelspraktiken u.ä. zu reagieren. Nachdem Rat und Parlament im März 2001 bzw. im Februar 2002 den Schlussbericht des Ausschusses der Weisen und das darin vorgeschlagene Vier-Stufen-Konzept gebilligt hatten, kam das neue Verfahren erstmals im Rahmen des Erlasses und der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie zur Anwendung. Zum Ganzen vgl. Moloney, Kap. XIII Abschn. 11.3 und Kap. XV Abschn. 2.5.3; Dier/Fürhoff, AG 2002, S. 604 f.; Coffey/Somnier, 18 Journal of International Banking Law and Regulation (2003), S. 370; Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1309.

⁴²³ Konvention zum Schutze der Menschenrechte und Grundfreiheiten vom 4. November 1950 (BGBl 1952 II 685).

Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte grundsätzlich auch für Bußgeldverfahren gelten.⁴²⁴ Somit könnten diese Prinzipien auch auf die mit "civil penalties" bedrohten britischen Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA 2000⁴²⁵ sowie auf den deutschen Ordnungswidrigkeitstatbestand der Marktmanipulation anwendbar sein. Für die Ordnungswidrigkeitsnormen des deutschen Rechts gilt außerdem, dass das Bestimmtheitsgebot des Art. 103 II GG analog auch auf Ordnungswidrigkeitstatbestände anzuwenden ist.⁴²⁶

Hohe Anforderungen an die tatbestandliche Bestimmtheit von Ordnungswidrigkeitsnormen erscheinen im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation nachteilig, da nach der im ersten Teil dieser Arbeit vorgenommenen Analyse des Wesens der handelsgestützten Manipulation eine präzise Definition nicht ohne die Nennung der spezifischen manipulativen Absichtsmerkmale auskommt. Die Normierung eines ausreichend bestimmten subjektiven Tatbestands kann daher problematisch sein.

Als ebenso nachteilig im Rahmen des Vorgehens gegen manipulativen Handel erscheinen die hohen Anforderungen an die Führung des Tatnachweises, die sich aus der Geltung des Prinzips der Unschuldsvermutung im Rahmen des Ordnungswidrigkeitsrechts ergeben. Aufgrund der Unschuldsvermutung kommen Beweiserleichterungen zugunsten der Anklagebehörden nicht in Betracht; vielmehr haben diese dem Angeklagten die Verwirklichung des Tatbestands jenseits eines vernünftigen Zweifels nachzuweisen. Dabei sind die Anforderungen an die Zulässigkeit von Beweismitteln im Ordnungswidrigkeitsverfahren ebenso streng wie im Strafverfahren, da die einschlägigen strafprozessualen Vorschriften grundsätzlich entsprechend gelten; dies ist ebenfalls ein Ausfluss aus der entsprechenden Geltung der Prinzips der Unschuldsvermutung im Ordnungswidrigkeitsverfahren. Im Rahmen der Bekämpfung manipulativen Handels erscheint dies mit Rücksicht auf die ebenfalls hohen Anforderungen an die Bestimmtheit eines gegen handelsgestützte Marktmanipulation gerichteten Ordnungswidrigkeitstatbestands nachteilhaft, da gerade subjektive Merkmale wie manipulative Absichten besonders schwer nachweisbar sind.

⁴²⁴ EGMR NJW 1985, 1273; Schroth EuGRZ 1985, 557; Kleinknecht/Meyer-Goßner, StPO, A 4 MRK Art. 6 Rn 1.

⁴²⁵ Zur Diskussion in der britischen Literatur über die Anwendbarkeit der Art. 6 Abs. 2 und 7 Abs. 1 EMRK auf die Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA 2000 siehe ausführlich unten, C.II.1.a.(2)(b) und C.II.2.a.(2)(b).

⁴²⁶ Vgl. § 3 OWiG sowie BVerfGE 38, 348, 371 f.

d. Zwischenergebnis

Aus den dargestellten theoretischen Vor- und Nachteilen einer ordnungswidrigkeitsrechtlichen Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation ergibt sich die Frage, ob der auf strafrechtlicher Ebene kaum lösbare Zielkonflikt zwischen ausreichender tatbestandlicher Bestimmtheit einerseits und gerichtlicher Nachweisbarkeit andererseits durch die Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mittels ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen erfolgreicher gelöst werden kann.

Die Beantwortung dieser Frage hängt vom nationalen rechtlichen Kontext in den hier untersuchten Jurisdiktionen Deutschlands und Großbritanniens ab. So werden sowohl das Bestimmtheitsgebot als auch der Grundsatz der Unschuldsvermutung in Deutschland und Großbritannien unterschiedlich interpretiert und im Rahmen des Ordnungswidrigkeitsrechts bzw. des Rechts der "civil penalties" unterschiedlich angewendet. Daher kann die Eignung ordnungswidrigkeitsrechtlicher Mittel zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation für Deutschland und Großbritannien jeweils unterschiedlich zu beurteilen sein. Auch lassen sich die Erfahrungen mit der ordnungswidrigkeitsrechtlichen Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation in der einen Jurisdiktion nicht ohne weiteres auf die andere übertragen.

IV. Ergebnis

Die obige Untersuchung hat ergeben, dass Straf- und Ordnungswidrigkeitsnormen notwendigerweise eine zentrale Rolle im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation zukommt. Im folgenden Teil C soll daher, ausgehend von den historischen Erfahrungen und der gegenwärtigen rechtlichen Situation in Deutschland und Großbritannien sowie unter Berücksichtigung des einschlägigen europäischen Rechts, untersucht werden, inwiefern diese jeweils den oben erwähnten Eingriffsbeschränkungen in Gestalt von Bestimmtheitsanforderungen sowie Problemen der Nachweisbarkeit und Zuständigkeit unterliegen.

C. BEKÄMPFUNG DER HANDELSGESTÜTZTEN MARKTMANIPULATION MIT DEN MITTELN DES STRAF- UND ORDNUNGSWIDRIGKEITSRECHTS

I. Probleme der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mit den Mitteln des Strafrechts

Im Folgenden werden die potentiell nachteiligen Aspekte strafrechtlicher Manipulationsbekämpfung im Hinblick auf die Bestimmtheitsanforderungen sowie die Probleme der Nachweisbarkeit und Zuständigkeit näher erläutert. Dabei werden jeweils die historischen Erfahrungen in Deutschland und Großbritannien sowie die gegenwärtige deutsche Rechtslage berücksichtigt.

1. Bestimmtheitsanforderungen

- a. Die historischen deutschen und britischen Manipulationsstraftatbestände und das Bestimmtheitsproblem
 - (1) Die historischen britischen Manipulationsstraftatbestände und das Bestimmtheitsproblem

Seit der Übernahme der Garantien der Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK) in das britische Recht durch den Erlass des Human Rights Act (HRA) im Jahr 1998⁴²⁷ gilt das Bestimmtheitsgebot des Artikel 7 Abs. 1 EMRK auch für Strafvorschriften des britischen Rechts. Gemäß s. 3 HRA müssen britische Gesetze und Verordnungen nunmehr so ausgelegt und angewandt werden, dass sie mit der EMRK vereinbar sind. Eines der ersten größeren britischen Gesetzesvorhaben, das im Rahmen der parlamentarischen Beratungen eingehend auf seine Vereinbarkeit mit Menschenrechten geprüft wurde, war der Financial Services and Markets Act (FSMA) 2000.⁴²⁸ Im Mittelpunkt der Diskussion standen dabei jedoch die neuen Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA,⁴²⁹ während die Frage der Bestimmtheit des (auch) gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Straftatbestandes s. 397 (3) FSMA nicht thematisiert wurde.

S. 397 (3) FSMA entspricht wortwörtlich der Vorgängernorm der „Irreführenden Praktiken“, s. 47 (2) FSA, welche im Jahr 1986 und damit vor Erlass des HRA normiert worden war. Deren Tatbestand wurde zwar vereinzelt als vage und unbestimmt kritisiert, jedoch allein vor dem Hintergrund der gravierenden praktischen Anwendungsprobleme der Norm,⁴³⁰ welche

⁴²⁷ Der HRA trat am 2. Oktober 2000 in Kraft.

⁴²⁸ Parish, 15 Journal of International Banking Law (2000), S. 236; Gleeson, S. 155.

⁴²⁹ Dazu ausführlich unten C.II.1.a.(2) und C.II.2.a.(2).

⁴³⁰ Dazu s.u. C.I.2.a.(1).

unter anderem auf die unklare Fassung des Tatbestands zurückgeführt wurden,⁴³¹ nicht aber im Hinblick auf die Wahrung des rechtsstaatlichen Bestimmtheitsgebots und die Frage, ob die Rechtssicherheit und Vorhersehbarkeit der Strafbarkeit für die Adressaten gewährleistet sind.

Vor der Normierung des s. 47 (2) FSA 1986 kamen zur Ahndung manipulativen Handels lediglich die ungeschriebenen Common Law – Tatbestände des Betrugs⁴³² und der betrügerischen Verschwörung („conspiracy to cheat and defraud“)⁴³³ in Betracht. Der Tatbestand der Verschwörung wurde bereits bei der ältesten Entscheidung britischer Gerichte auf diesem Gebiet im Jahr 1814 angewandt; in dem Fall ging es um die Verbreitung eines falschen Gerüchts zur Beeinflussung des Kurses englischer Staatsanleihen.⁴³⁴ Ob als Tatmittel einer Verschwörung auch irreführende Handelspraktiken in Frage kamen, hatten britische Strafgerichte allerdings nie direkt zu entscheiden; lediglich im Rahmen von Zivilprozessen wurde manipulative Handelstätigkeit in obiter dicta als strafbare Verschwörung bezeichnet.⁴³⁵ Im Vergleich zu dieser Rechtslage führte die Normierung des geschriebenen, explizit gegen „Irreführende Praktiken“ und damit auch gegen Handelspraktiken gerichteten s. 47 (2) FSA 1986 jedenfalls zu einem höheren Maß an Rechtssicherheit. Dass die tatbestandliche Bestimmtheit des s. 47 (2) FSA und der Nachfolgenorm s. 397 (3) FSMA in der Literatur nie thematisiert wurde, mag somit auch auf der britischen Tradition eines ungeschriebenen Strafrechts beruhen.

(2) Die historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände und das Bestimmtheitsproblem

Im Gegensatz zur Situation in Großbritannien war und ist in der deutschen akademischen Diskussion die Frage nach der Vereinbarkeit der historischen Kursbetrugstatbestände, insbesondere der jeweiligen (auch) gegen manipulativen Handel gerichteten Behebungsalternativen, mit dem verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebot der Art. 103 II,

⁴³¹ Gleeson, S. 133; s.u. C.I.2.a.(2).

⁴³² Leigh, S. 45 ff.

⁴³³ Leigh, S. 106.

⁴³⁴ Rex v. de Berenger, 3 Maule & Selwyn, S. 67-77, nachgedruckt in The English Reports, King's Bench Division, Band 105, S. 536-540.

⁴³⁵ Leigh, S. 107 f.; es handelte sich zum einen um den bereits zitierte Fall Scott v. Brown, Doering, McNab & Co. (1892) 2 Queen's Bench Division, S. 724-735, S. 730, 733 f. (s. o. S. 14, FN 43) sowie zum anderen um die Entscheidung Barry v. Croskey (1861) 2 Johnson & Hemming, S. 1-31, nachgedruckt in The English Reports, High Court of Chancery, Band 70, S. 945-958, wo es um „cornering“ durch die Gründer einer Aktiengesellschaft zum Nachteil eines Brokers ging.

104 I GG ein immer wiederkehrendes Thema. Paradoxerweise nahm diese Kritik gerade nach der Neufassung von 1986 zu, durch die der bis dahin seit gut 100 Jahren unveränderte Kursbetrugstatbestand erstmals inhaltlich konkretisiert und gestraft wurde, und hielt trotz zweier weiterer, jeweils von lebhaften theoretischen Diskussionen begleiteter Präzisierungsbemühungen des Gesetzgebers⁴³⁶ bis heute an.

Bereits § 88 I 1 BörsG 1908⁴³⁷ war allgemein wegen seiner generalklauselartigen Weite kritisiert worden, welche als Hindernis für eine effektive Handhabung der Norm galt.⁴³⁸ Im Vorfeld der Novellierung des Kursbetruges im Jahr 1986 wurde daher von einigen Autoren gefordert, nur noch bestimmte konkrete Fallgestaltungen mit Strafe zu bedrohen.⁴³⁹ Um Strafbarkeitslücken zu vermeiden, behielt der Gesetzgeber jedoch die Tathandlung der Anwendung auf Täuschung berechneter Mittel als Auffangtatbestand in § 88 Nr. 2 BörsG bei,⁴⁴⁰ während in § 88 Nr. 1 BörsG die Tathandlung des Verbreitens unrichtiger Angaben über bewertungserhebliche Umstände bzw. des pflichtwidrigen Verschweigens solcher Umstände besonders hervorgehoben wurde. Allerdings wurde der Kursbetrugstatbestand insgesamt durch die Streichung des Merkmals der betrügerischen Absicht gestraft.⁴⁴¹ Außerdem äußerte der Gesetzgeber die Hoffnung, das Merkmal der auf Täuschung berechneten Mittel in § 88 Nr. 2 BörsG 1986 werde durch eine am „erhöhten Unrechtsgehalt“ der Ziffer 1 orientierte einengende Auslegung schärfere Konturen gewinnen.⁴⁴² Diese Hoffnung erfüllte sich jedoch nicht, da die praktische Bedeutung des Kursbetrugstatbestands weiterhin gering blieb und es somit an Impulsen aus der Rechtspraxis mangelte.⁴⁴³ Dementsprechend beschränkten sich die Kommentierungen weiterhin auf den bereits zu der

⁴³⁶ Durch das Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 21.6.2002 (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FMFG), in Kraft getreten am 1. Juli 2002, BGBl. I 2002, S. 2010, sowie das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. Oktober 2004, BGBl. I S. 2630.

⁴³⁷ § 88 I 1 BörsG 1908 lautete: „Wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken, wird (...) bestraft.“

⁴³⁸ Möhrenschrager, wistra 1983, S. 18 m.w.N.; Scheu, S. 19, 101 f.; Tiedemann, S. 138 f.; Alternativentwurf eines Strafgesetzbuches, Besonderer Teil, Straftaten gegen die Wirtschaft, 1977, § 190 AE mit Begr. S. 75, 77; zusammenfassend Lenzen, S. 157 ff. m.w.N.

⁴³⁹ Alternativentwurf eines Strafgesetzbuches, Besonderer Teil, Straftaten gegen die Wirtschaft, 1977, § 190 AE mit Begr. S. 75, 77; Scheu, S. 150 f.; Tiedemann, S. 139 f.

⁴⁴⁰ So die Entwurfsbegründung, BT-Drucksache 10/318, S. 46.

⁴⁴¹ Der Auffangtatbestand des § 88 Nr. 2 BörsG 1986 lautete insgesamt: „Wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis (...) sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, wird (...) bestraft.“

⁴⁴² BT-Drucksache 10/318, S. 46; in diese Richtung auch Joecks, wistra 1986, S. 149; Lenzen, S. 157.

⁴⁴³ Ledermann, in: Schäfer, Vor § 88 Rn 2; Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, 1. Aufl., § 9 Rn 1, 4; Lenzen, S. 159; dies., WM 2000, S. 1136; Bröker, wistra 1995, S. 133; Moosmayer, wistra 2002, S. 161 f.; Möller, WM 2002, S. 309.

Vorgängervorschrift entwickelten Hinweis, dass „auf Täuschung berechnet“ solche Mittel seien, die nach dem (mindestens bedingten) Vorsatz des Täters einen Irrtum eines Dritten (nicht notwendig des Geschäftspartners des Täters) hervorrufen sollten; eine objektive Eignung zur Täuschung sei nicht erforderlich.⁴⁴⁴ Als taugliche Täuschungsmittel galten sowohl die Kommunikation von Informationen, soweit sie nicht bereits von Nr. 1 erfasst war,⁴⁴⁵ als auch Handels-⁴⁴⁶ und sonstiges Verhalten.⁴⁴⁷ Diese Unschärfe des Auffangtatbestands führte verbreitet zu Kritik mit Blick auf das Bestimmtheitsgebot des Art. 103 II GG⁴⁴⁸ und schließlich zu einer Diskussion darüber, ob auch effektive Geschäfte auf Täuschung berechnete Mittel im Sinne des § 88 Nr. 2 BörsG 1986 darstellen könnten.⁴⁴⁹ Die Unsicherheit über die Reichweite des Manipulationstatbestandes zeigte sich ferner an der Diskussion um die Einordnung des „Scalping“ als Insiderstraftat oder als Manipulation mittels eines sonstigen, auf Täuschung berechneten Mittels gemäß § 88 Nr. 2 BörsG 1986, die sich im Jahr 2000 am Fall des TV-Börsengurus *Prior* entzündete.⁴⁵⁰

Trotz dieser Probleme enthielt auch das im Jahr 2002 bereits im Vorgriff auf die europäische Marktmissbrauchsrichtlinie normierte Manipulationsverbot des § 20 a I 1 WpHG a.F.⁴⁵¹ in

⁴⁴⁴ Vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 7 f., 11; Groß, § 88 Rn 5, 10; Ledermann, in: Schäfer, § 88 Rn 13; Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, 1. Aufl., § 9 Rn 11; Joecks, wistra 1986, S. 149.

⁴⁴⁵ In den Kommentaren wurden als Beispiele das Ausstreuen von Gerüchten und das Herauf- oder Herunterreden von Kursen ohne sachlichen Grund kurz vor bzw. nach dem Abschluss eigener Geschäfte in dem betreffenden Papier genannt; vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8; Groß, § 88 Rn 5; Ledermann, in: Schäfer, § 88 Rn 12.

⁴⁴⁶ In der Literatur wurden vor allem Scheingeschäfte und sog. „Ausweichekurse“ (d.h. die Änderung einer Order um einen geringen Betrag, sobald eine entsprechende Gegenorder vorliegt, so dass es nicht zu einem Abschluss kommt) genannt; vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 7; Groß, § 88 Rn 5; Ledermann, in: Schäfer, § 88 Rn 12; Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, 1. Aufl., § 9 Rn 9; Weber, NZG 2000, S. 115. Allerdings wurden Kurspflegemaßnahmen stets ausdrücklich von der Strafbarkeit ausgenommen; vgl. Möhrenschrager, wistra 1983, S. 18 f.; vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8; Groß, § 88 Rn 7 ff.; Ledermann, in: Schäfer, § 88 Rn 12; Weber, NZG 2000, S. 115.

⁴⁴⁷ Ein häufig genanntes Beispiel ist die Bestechung von Kursmaklern; vgl. Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8; Groß, § 88 Rn 5; Ledermann, in: Schäfer, § 88 Rn 12; Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, 1. Aufl., § 9 Rn 9; Weber, NZG 2000, S. 115.

⁴⁴⁸ Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, 1. Aufl., § 9 Rn 4, 9; Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 5, 6; Joecks, wistra 1986, S. 148 f.; Park, BB 2001, S. 2071.

⁴⁴⁹ Dafür Schwark, BörsG, 2. Aufl., § 88 Rn 8; Groß, § 88 Rn 6; Möller, WM 2002, S. 313; dagegen Lenzen, S. 193 f.; dies., WM 2000, S. 1137; Groß, § 88 Rn 8; Schäfer, WM 1999, S. 1351 f.; Otto, WM 1988, S. 736; Weber, NZG 2000, S. 115 f.; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 329. Lenzen forderte, den § 88 Nr. 2 BörsG 1986 dahingehend zu ergänzen, dass auch zur Kursbeeinflussung vorgenommene tatsächliche Handelsaktivitäten grundsätzlich unter Strafe stünden; Lenzen, S. 249; dies., WM 2000, S. 1138.

⁴⁵⁰ S. hierzu oben A.V.4.b.

⁴⁵¹ Durch das Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 21.6.2002 (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FMFG), in Kraft getreten am 1. Juli 2002, BGBl. I 2002, S. 2010, wurde der Normenkomplex der §§ 20 a, b, 39 I Nr. 1, 2, 38 I Nr. 4 WpHG a.F. zur Regelung der Marktmanipulation als

Ziffer 2 einen eng an § 88 Nr. 2 BörsG 1986 angelehnten Auffangtatbestand,⁴⁵² welcher die Vornahme „sonstiger Täuschungshandlungen“ in der Absicht, auf einen Börsen- oder Marktpreis einzuwirken, untersagte.⁴⁵³ In der Gesetzesbegründung stellte der Gesetzgeber ausdrücklich klar, dass diese Verbotsalternative Manipulationen sowohl durch fiktiven als auch durch tatsächlichen Handel erfassen sollte,⁴⁵⁴ und beseitigte damit eine nach der alten Rechtslage bestehende Unsicherheit. Ferner trug der Gesetzgeber dem Bedürfnis nach Konkretisierung des Manipulationsverbots dadurch Rechnung, dass er in § 20 a II 1 WpHG a.F. das Bundesministerium der Finanzen bzw. die BaFin ermächtigte, durch Rechtsverordnung u.a. den Begriff der „sonstigen Täuschungshandlungen“ näher zu bestimmen. Auf das Manipulationsverbot verwiesen die Ordnungswidrigkeitsnormen der § 39 I Nr. 1 und 2 WpHG a.F.;⁴⁵⁵ ein vorsätzlicher Verstoß gegen das Verbot stellte nunmehr, im Unterschied zur alten Regelung des § 88 BörsG 1986, nur eine Ordnungswidrigkeit dar. An § 39 I Nr. 1 und 2 WpHG a.F. knüpfte wiederum die Strafvorschrift des § 38 I Nr. 4 WpHG a.F. an, die als zusätzliches Merkmal eine tatsächlich erfolgte Einwirkung auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes voraussetzte.

Trotz der gesetzgeberischen Bemühungen um ein höheres Maß an Rechtsklarheit wurden während des Gesetzgebungsverfahrens und in der Literatur weiterhin Zweifel an der Bestimmtheit des Blankettstrafatbestands des § 38 I Nr. 4 i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Ziffer 1 und 2 WpHG a.F. sowie der Verordnungsermächtigungen des § 20 a II 1 Nr. 1, 2

Abschnitt 4 in das WpHG eingefügt und zugleich der Kursbetrugstatbestand des § 88 BörsG 1986 aufgehoben. Aus dem neuen Regelungsort (Wertpapierhandelsgesetz statt Börsengesetz) ergab sich, dass der Anwendungsbereich des Manipulationsverbotes nunmehr dem des Wertpapierhandelsgesetzes entsprechen, sich also auf börsliche wie außerbörsliche Transaktionen erstrecken sollte; Lenzen, ZBB 2002, S. 281. Ferner stellte der neue Normenkomplex eine Abkehr von der tradierten rein strafrechtlichen Regulierung dar. Dementsprechend war für die Überwachung der Einhaltung des Manipulationsverbots nunmehr zentral die neu geschaffene Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zuständig (§ 20 b WpHG a.F.).

⁴⁵² Park, BB 2003, S. 1514; gegen die Betrachtung des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. als Auffangtatbestand allerdings Vogel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., § 20 a Rn 87: wegen der Unterschiede zwischen Nr. 1 und 2 sowohl in objektiver als auch subjektiver Hinsicht stelle § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. ein „aliud“ dar, also als gleichwertige Alternative zu Nr. 1, obgleich der objektive Tatbestand von Nr. 2 noch eine „gewisse Auffangfunktion“ habe.

⁴⁵³ Vgl. BR-Drucks. 639/03, S. 11. § 20 a I 1 Nr. 1 WpHG a.F. verbot die Erklärung unrichtiger Angaben über bewertungserhebliche Umstände oder deren Verschweigen entgegen bestehender Rechtsvorschriften, sofern die Angaben oder das Verschweigen zur Einwirkung auf den Preis geeignet waren; im Gegensatz zur Vorgängernorm § 88 Nr. 1 BörsG 1986 wurde für diese Begehungsalternative keine Einwirkungsabsicht mehr vorausgesetzt.

⁴⁵⁴ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FMFG), Begründung zu § 20 a WpHG, BT-Drucks. 14/8017, S. 250, abgedruckt in: ZBB 2001, 398, 427 und ZBB 2001, 507, 513.

⁴⁵⁵ § 39 I Nr. 2 WpHG a.F. lautete: „(Ordnungswidrig handelt, wer) entgegen § 20 a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2, auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Abs. 2 Satz 1 Nr. 2, eine Täuschungshandlung vornimmt“.

WpHG a.F. geäußert, wobei das Merkmal der „sonstigen Täuschungshandlungen“ des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. im Mittelpunkt der Kritik stand. Ganz überwiegend wurde der Begriff der sonstigen Täuschungshandlungen als unbestimmt angesehen,⁴⁵⁶ da für dessen Auslegung weder auf eine Vorprägung durch Sprachgebrauch noch auf eine gefestigte Rechtsprechung oder die Auslegung anderer Strafnormen zurückgegriffen werden konnte.⁴⁵⁷ Zwar hielt der BGH den Begriff der sonstigen Täuschungshandlungen in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. für hinreichend bestimmt, da die Rechtsprechung Maßstäbe für die Auslegung des Begriffs der Täuschungshandlungen im Rahmen des § 263 StGB entwickelt habe.⁴⁵⁸ In der Literatur wurde jedoch ein Rückgriff auf die zu § 263 StGB entwickelte Dogmatik des Täuschungsbegriffs mit dem Argument abgelehnt, dass der betrugsspezifischen Täuschungsbegriff Individualtäuschungen in konkreten Kommunikationsbeziehungen erfasse, um die es bei der Manipulation typischerweise nicht gehe.⁴⁵⁹ Weiterhin wurde argumentiert, ein Rückgriff auf nationale Interpretationsansätze komme im Fall des § 20 a WpHG nicht in Frage, da die Norm der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie diene und sich die Auslegung daher gemäß Art. 249 III EGV vorrangig an Inhalt und Zielen der Richtlinie zu orientieren habe; eine Ausnahme gelte nur, falls die Richtlinie ausdrücklich einen Spielraum für die Berücksichtigung nationaler Interpretationsgrundsätze einräume, was jedoch bei der Marktmissbrauchsrichtlinie nicht der Fall sei.⁴⁶⁰

Aus der überwiegend angenommenen Unbestimmtheit der Tathandlung wurde allerdings nicht einhellig die Verfassungswidrigkeit des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. abgeleitet. Nach einer Ansicht war die Unbestimmtheit vielmehr hinzunehmen, da aufgrund der Komplexität

⁴⁵⁶ Moosmayer, wistra 2002, S. 167-169; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 325 („konturenlos“); ders., in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 36; Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315 f.; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 52 („extrem ausfüllungsbedürftig“); Altenhain, BB 2002, S. 1876; Großmann/Nikoleyczik, DB 2002, S. 2034; Park, BB 2003, S. 1516 f.; a.A. Ziouvas/Walter, WM 2002, S. 1487. Zur während des Gesetzgebungsverfahrens geäußerten Kritik an der Verordnungsermächtigung vgl. Lenzen, ZBB 2002, S. 284 u. FN 35.

⁴⁵⁷ Sorgenfrei, wistra 2002, S. 325; ders., in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 36; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 52; indirekt ebenso Lenzen, ZBB 2002, S. 286, die die Erwartung äußerte, die Entwicklung eines einheitlichen Verständnisses des Manipulationsbegriffs unter den Adressaten und Anwendern der Norm könne durch die Konkretisierung der im Tatbestand verwendeten unbestimmten Rechtsbegriffe in der Verordnung gefördert werden. Vgl. dazu BVerfGE 14, 245, 253, wonach ein unbestimmter Rechtsbegriff enthaltender Straftatbestand dem Bestimmtheitsgebot zu genügen vermag, sofern der Begriff durch die Rechtsprechung konkretisiert wurde.

⁴⁵⁸ BGH, Urt. v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BB 2004, S. 11, 14; für die Auslegung des Begriffs der „sonstigen Täuschungshandlungen“ in Anlehnung an § 263 StGB auch Altenhain, BB 2002, S. 1877.

⁴⁵⁹ Sorgenfrei, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 36; Vogel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., § 20 a Rn 89 (zu § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.) und ebenso ders. in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 165 (zu § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG).

⁴⁶⁰ Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315.

des Lebenssachverhalts eine bestimmtere abstrakte Umschreibung der Tathandlung nicht oder nur begrenzt möglich, zur Vermeidung von Strafbarkeitslücken jedoch eine abstrakte Fassung des Tatbestands unverzichtbar sei.⁴⁶¹ Einer anderen Ansicht zufolge wurde die Unbestimmtheit des Begriffs der sonstigen Täuschungshandlungen dadurch kompensiert, dass „ein- und voraussehbar“ sei, was mit dem Begriff der Kursbeeinflussungsabsicht gemeint sei;⁴⁶² allerdings sei die Norm restriktiv auszulegen und nur auf ihr eindeutig unterfallende Verhaltensweisen anzuwenden.⁴⁶³

Die Gegenansicht argumentierte, dass die transaktionsbezogene Manipulationsdefinition in Art. 1.2 (a) und (b) der Marktmissbrauchsrichtlinie konkreter sei als die deutsche Begehungsalternative der sonstigen Täuschungshandlungen; dies zeige, dass eine genauere sprachliche Fassung bei Wahrung des abstrakt-generellen Charakters der Norm und unter Berücksichtigung des gesetzgeberischen Ziels grundsätzlich möglich sei; daher sei nicht einzusehen, dass der deutsche Gesetzgeber hinter diesem erreichbaren Maß an Bestimmtheit zurückbleibe.⁴⁶⁴ Einer anderen Meinung zufolge hätte der Gesetzgeber die Unsicherheit über die Reichweite der Tathandlung durch eine typisierende Umschreibung der von ihm für strafwürdig erachteten Fälle zerstreuen können; dadurch entstehende Strafbarkeitslücken seien der Preis für den Einsatz des Strafrechts.⁴⁶⁵ Die Vertreter dieser Ansicht bezweifelten ferner, dass die vom Bundesfinanzministerium im November 2003 erlassene Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (KuMaKV)⁴⁶⁶ geeignet sei, die tatbestandliche Unbestimmtheit auszugleichen, da § 3 KuMaKV das Merkmal der sonstigen Täuschungshandlungen ebenfalls mit Hilfe zahlreicher unbestimmter Rechtsbegriffe umschreibe.⁴⁶⁷ Zudem kritisierten sie die Ausfüllung des Tatbestands durch die KuMaKV –

⁴⁶¹ Möller, WM 2002, S. 310, 312, 314; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 52; in diese Richtung auch Vogel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., Vor § 20 a Rn 17; dagegen Altenhain, BB 2002, S. 1876.

⁴⁶² Vogel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., Vor § 20 a Rn 17.

⁴⁶³ Vogel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., Vor § 20 a Rn 18; Sorgenfrei, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 36.

⁴⁶⁴ Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315; im Ergebnis ebenfalls für Verfassungswidrigkeit des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. Moosmayer, wistra 2002, S. 167-169, und Sorgenfrei, wistra 2002, S. 325.

⁴⁶⁵ Altenhain, BB 2002, S. 1876.

⁴⁶⁶ BGBl. I S. 2300, Verordnung vom 18. November 2003 aufgrund der Ermächtigungsgrundlage des § 20 a II 1 Nr. 1 – 3 WpHG a.F.

⁴⁶⁷ Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315 f. § 3 I KuMaKV definierte „sonstige Täuschungshandlungen“ als „die Vorspiegelung falscher sowie die Entstellung oder Unterdrückung wahrer Tatsachen oder sonstiger Umstände, soweit diese geeignet sind, den inländischen Börsen- oder Marktpreis ... hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten.“ Als Beispiele nannte § 3 II KuMaKV Geschäfte oder einzelne Kauf- oder Verkaufsaufträge, bei denen Käufer und Verkäufer wirtschaftlich identisch sind; bei denen aufgrund einer Absprache Preise und

auch im Hinblick auf die angedrohte Freiheitsstrafe – als Verstoß gegen den Parlamentsvorbehalt der Art. 103 II, 104 I 1 GG.⁴⁶⁸

b. Bestimmtheit des gegenwärtigen deutschen Manipulationsstraftatbestands

(1) Problemstellung

Im Zuge der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz aus dem Jahr 2004⁴⁶⁹ wurde das bisher im Auffangtatbestand der „sonstigen Täuschungshandlungen“ in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. enthaltene Merkmal der Preiseinwirkungsabsicht aufgegeben, ohne dass ein anderes Absichtsmerkmal an dessen Stelle trat. Entsprechend Art. 1.2 (b) MMR verbietet die Nachfolgevorschrift § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG nunmehr unter Verzicht auf eine bestimmte Absicht die Vornahme sonstiger Täuschungshandlungen, die zur Preiseinwirkung geeignet sind.⁴⁷⁰ Der Begriff der sonstigen Täuschungshandlungen wird in § 4 I MaKonV⁴⁷¹ genauer als „(...) Handlungen oder Unterlassungen, die geeignet sind, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse, insbesondere Angebot und Nachfrage in Bezug auf ein Finanzinstrument, an einer Börse oder einem Markt in die Irre zu führen und den (...) Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments (...) hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten“ definiert. Als Beispiel für die Begehung dieser Alternative durch Transaktionsverhalten⁴⁷² nennt § 4 III Nr. 1 MaKonV die Sicherung einer

Mengen im wesentlichen gleich sind; die den unzutreffenden Eindruck wirtschaftlich begründeter Umsätze erwecken; oder die geeignet sind, zum Zeitpunkt der Feststellung eines als Referenzpreis dienenden Preises über Angebot und Nachfrage bei einem Vermögenswert zu täuschen. Gemäß § 3 III KuMaKV galten als sonstige Täuschungshandlung auch das Ausnutzen einer marktbeherrschenden Stellung (Nr. 1) sowie die Verbreitung von Gerüchten oder Empfehlungen bei Bestehen eines möglichen, nicht offenbaren Interessenkonflikts (Nr. 2).

⁴⁶⁸ Moosmayer, wistra 2002, S. 167-169; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 325; Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315 f.; Park, BB 2003, S.1516, 1517. Nach der Gegenansicht stellte die Aufzählung einzelner Fallgruppen in der Rechtsverordnung lediglich eine zulässige Spezifizierung des gesetzlichen Tatbestands dar, welche die Auslegungskompetenz der Strafgerichte zudem nicht einschränke; Möller, WM 2002, S. 314; Ziouvas/Walter, WM 2002, S. 1487.

⁴⁶⁹ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. Oktober 2004, BGBl. I S. 2630.

⁴⁷⁰ Die dritte Alternative des § 20 a I 1 WpHG lautet: „(Es ist verboten, ...) 3. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den (...) Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments (...) einzuwirken.“

⁴⁷¹ Gemeint ist die Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (MaKonV), welche das Bundesministerium der Finanzen aufgrund der Ermächtigung in § 20 a V 1 WpHG am 1. März 2005 erlassen hat, BGBl. 515; zugleich mit dem Erlass dieser Verordnung wurde die oben erwähnte KuMaKV vom 18. November 2003 aufgehoben (§ 11 S. 2 MaKonV).

⁴⁷² Soweit § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG auch die Kombination von Transaktionsverhalten mit der Verbreitung irreführender Informationen, insbesondere irreführender Analysen oder Empfehlungen (sog. „Scalping“, vgl. § 4 II Nr. 2, III Nr. 2 MaKonV) erfasst, wird die Norm in dieser Arbeit nicht behandelt, da in diesen Fällen keine handelsgestützte, sondern informationsgestützte Manipulation vorliegt; ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 25; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 33. Widerspricht die Empfehlung der objektiven

marktbeherrschenden Stellung über das Angebot von oder die Nachfrage nach Finanzinstrumenten mit der Folge der Bestimmung des Preises oder der Schaffung nicht marktgerechter Handelsbedingungen.⁴⁷³

Ebenso wenig enthält die neue transaktionsbezogene, Art. 1.2 (a) MMR umsetzende Alternative der Vornahme von Geschäften oder Erteilung von Aufträgen, die zur Irreführung oder Preisverzerrung geeignet sind (§ 20 a I 1 Nr. 2 WpHG), ein Absichtsmerkmal.⁴⁷⁴ Als Beispiele für irreführende Geschäfte oder Geschäftsaufträge nennt § 3 II MaKonV erstens Geschäfte, die geeignet sind, über Angebot oder Nachfrage bei einem Finanzinstrument im Zeitpunkt der Feststellung eines als Referenzpreis dienenden Preises zu täuschen, insbesondere Handel bei Börsenschluss mit der Folge der Irreführung von Anlegern, die aufgrund des Schlusskurses tätig werden;⁴⁷⁵ zweitens Geschäfte zu gleichen Stückzahlen und Preisen zwischen in Absprache handelnden Parteien; und drittens Geschäfte, die den unzutreffenden Eindruck wirtschaftlich begründeter Umsätze erwecken.⁴⁷⁶

Der deutsche Gesetzgeber wäre durch die Marktmissbrauchsrichtlinie nicht daran gehindert gewesen, zumindest für die Strafbarkeit von Manipulationen durch irreführendes oder preisverzerrendes Handelsverhalten oder sonstige Täuschungshandlungen weiterhin Preiseinwirkungsabsicht vorauszusetzen, da zum einen die Mitgliedstaaten gemäß Art. 14 Abs. 1 S. 1 HS 1 MMR nur zur verwaltungsrechtlichen Sanktionierung des Marktmanipulationsverbots verpflichtet sind⁴⁷⁷ und zum anderen auf dem Gebiet des

Bewertung des Vermögenswerts, ist § 20 a I Nr. 1 WpHG erfüllt; ist die Empfehlung hingegen objektiv zutreffend, wird jedoch unter Verschweigen eines Interessenkonflikts des Empfehlenden zu eigennützigen Zwecken gemacht, liegt eine sonstige Täuschungshandlung gemäß § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG vor. Vgl. Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 33; ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 191.

⁴⁷³ § 4 III Nr. 1 MaKonV entspricht dem ersten der in Art. 1.2 MMR im Anschluss an die Definition aufgeführten Beispiele.

⁴⁷⁴ Die gegen handelsgestützte Manipulation gerichtete Vorschrift des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG lautet: „(Es ist verboten,) 2. Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen“.

⁴⁷⁵ § 3 II Nr. 1 MaKonV entspricht dem zweiten der in Art. 1.2 MMR a.E. genannten Beispiele für Manipulation.

⁴⁷⁶ Außerdem zählen § 3 I, 4 II MaKonV jeweils Anzeichen für falsche oder irreführende Signale oder die Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus bzw. für sonstige Täuschungshandlungen im Sinne von § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG auf; damit setzte der Verordnungsgeber Art. 4 und 5 der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG vom 22. Dezember 2003, ABl. L 339/70 v. 24.12.2003 um. Da die Anzeichen selbst keine Beispiele für manipulatives Verhalten darstellen, sondern lediglich auf das Vorliegen einer Manipulation hinweisen und somit Hilfestellung bei der Aufdeckung und Ermittlung von Manipulationen bieten sollen (vgl. Art. 4 S. 1 und Art. 5 S. 1 der Richtlinie 2003/124/EG), sind sie zur Auslegung des gesetzlichen Manipulationstatbestands ungeeignet und werden nachfolgend nicht berücksichtigt.

⁴⁷⁷ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 10.

Strafrechts keine gemeinschaftsrechtlichen Kompetenz besteht. Dennoch lässt die auf das Manipulationsverbot verweisende Strafvorschrift des § 38 II WpHG Vorsatz hinsichtlich des Preiseinwirkungserfolgs ausreichen, so dass im deutschen Recht nunmehr erstmals ein gegen Manipulation gerichteter Straftatbestand gilt, der gänzlich ohne Absichtsmerkmale auskommt. Die Motivlage des Handelnden findet lediglich insofern Berücksichtigung, als § 20 a II 1 WpHG in Umsetzung des zweiten Halbsatzes des Art. 1.2 (a) MMR anordnet, dass das Verbot des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG nicht gilt, wenn die Handlung mit der zulässigen Marktpraxis vereinbar ist und der Handelnde hierfür „legitime Gründe“ hat.

Somit stellt sich die Frage, ob der Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3, II WpHG, jedenfalls insoweit, als er sich (auch) gegen handelsgestützte Manipulation richtet,⁴⁷⁸ dem verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebot genügt.

(2) Das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot

Gemäß Art. 103 II GG ist der Gesetzgeber verpflichtet, die Voraussetzungen der Strafbarkeit so genau zu umschreiben, dass Tragweite und Anwendungsbereich des Straftatbestands für die Normadressaten aus dem Gesetz selbst zu erkennen sind und sich durch Auslegung ermitteln und konkretisieren lassen,⁴⁷⁹ so dass die Adressaten ihr Verhalten danach ausrichten können und keine unvorhersehbaren staatlichen Sanktionen zu befürchten brauchen.⁴⁸⁰ Die Anforderungen an die tatbestandliche Bestimmtheit sind umso höher, je intensiver die betreffende Norm in die Grundrechte eingreift.⁴⁸¹ Ist die Tat, wie im Fall des § 38 II WpHG, mit Freiheitsstrafe bedroht, gilt neben Art. 103 II GG auch Art. 104 I 1 GG, demzufolge die Voraussetzungen der Strafbarkeit ebenfalls mit hinreichender Deutlichkeit aus dem gesetzlichen Tatbestand vorhersehbar sein müssen.⁴⁸²

Zwar ist der Gesetzgeber grundsätzlich nicht an der Verwendung von Generalklauseln und unbestimmten Rechtsbegriffen gehindert, da es zur Erreichung eines verfassungsrechtlich zulässigen Ziels u.U. notwendig sein kann, dass eine gesetzliche Regelung unbestimmt gehalten ist, und der Gesetzgeber in diesem Fall nicht auf eine kasuistische Ausgestaltung

⁴⁷⁸ Gemeint ist § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit sich § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG gegen handelsgestützte Manipulation richtet. Wenn in dieser Arbeit im folgenden vom deutschen Straftatbestand der Marktmanipulation die Rede ist, so ist § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG gemeint, soweit er sich gegen handelsgestützte Manipulation richtet.

⁴⁷⁹ BVerfGE 73, 206, 234; 75, 329, 341; 78, 374, 381 f.

⁴⁸⁰ BVerfGE 64, 369, 393 f; 85, 69, 72 f.

⁴⁸¹ BVerfGE 75, 329, 342.

⁴⁸² BVerfGE 75, 329, 342; BVerfGE 78, 347, 382.

verwiesen werden kann.⁴⁸³ Für den Bereich der Marktmanipulation besteht nach verbreiteter Ansicht ein Bedarf nach einer abstrakten, generalklauselartigen Fassung, um die vielfältigen bestehenden und künftig im Gefolge technologischer Entwicklungen aufkommenden Begehungsformen der Manipulation erfassen zu können.⁴⁸⁴ Dennoch ist ein Straftatbestand jedenfalls so genau zu formulieren, wie dies bei Wahrung des abstrakt-generellen Charakters und mit Rücksicht auf das gesetzgeberische Ziel möglich ist.⁴⁸⁵ Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts sind Generalklauseln außerdem dann unbedenklich, wenn sich mit Hilfe der üblichen Auslegungsmethoden eine zuverlässige Grundlage für die Auslegung und Anwendung der Norm gewinnen lässt oder eine gefestigte Rechtsprechung existiert, aufgrund derer der betreffende Rechtsbegriff hinreichend bestimmt erscheint.⁴⁸⁶

Die Konkretisierung eines Straftatbestands durch eine Rechtsverordnung, wie im Fall des Manipulationstatbestands durch die Verordnungsermächtigung des § 20 a V WpHG vorgesehen, ist im Hinblick auf den in Art. 103 II GG enthaltenen Gesetzesvorbehalt nicht unproblematisch. Grundsätzlich müssen die Voraussetzungen der Strafbarkeit für den Bürger schon aufgrund des formellen Parlamentsgesetzes und nicht erst aufgrund der Rechtsverordnung vorhersehbar sein.⁴⁸⁷ Noch strenger sind mit Blick auf Art. 104 I 1 GG die Anforderungen an die Bestimmtheit von Blankettstrafnormen, die eine Freiheitsstrafe androhen. Insoweit schließt das Bundesverfassungsgericht eine Festlegung der Strafbarkeitsvoraussetzungen in der Rechtsverordnung aus und gestattet lediglich, dem Verordnungsgeber „gewisse Spezifizierungen“ des Tatbestands zu überlassen.⁴⁸⁸

Für die Frage der Verfassungsmäßigkeit der Verordnungsermächtigung des § 20 a V WpHG bedeutet dies, dass die Ermächtigung sich nur dann nicht auf „gewisse Spezifizierungen“ beschränkt, wenn § 20 a I 1, II WpHG für sich genommen den Anforderungen des Art. 103 II GG nicht genügt.⁴⁸⁹ Daraus folgt, dass die Frage, ob § 20 a I 1, II WpHG dem

⁴⁸³ BVerfGE 66, 337, 355; BVerfGE 75, 329, 342; BVerfGE 92, 1, 12.

⁴⁸⁴ Vgl. Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Erläuterung zu Artikel 1; Art. 1.2 MMR a.E.; Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315 Fn 72.

⁴⁸⁵ Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315.

⁴⁸⁶ BVerfG 75, 329, 344; BVerfGE 96, 68, 97 f.

⁴⁸⁷ BVerfGE 14, 174, 185 ff.; BVerfGE 75, 329, 341 f.; BVerfGE 78, 374, 382; BVerfGE 95, 96, 131; BVerfG NJW 1989, 1663.

⁴⁸⁸ BVerfGE 14, 174, 185 f.; BVerfGE 14, 245, 251; BVerfGE 75, 329, 342; BVerfG NJW 1989, 1663; BVerfG NJW 1998, 669, 670.

⁴⁸⁹ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21.

Bestimmtheitsgebot des Art. 103 II GG genügt, nicht mit dem Hinweis auf eine ausreichende Konkretisierung durch die MaKonV begründet werden darf, sondern unabhängig vom Inhalt der MaKonV zu ermitteln ist.

(3) Meinungsstand

Wie bei den Vorgängernormen werden auch nach der Anpassung des Rechts der Marktmanipulation im Zuge der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in der Literatur weiterhin Bedenken hinsichtlich der ausreichenden Bestimmtheit des Marktmanipulationsverbots, namentlich der Verbotstatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, geäußert. Anlass für die Bedenken ist, dass die Tatbestände mit unbestimmten Rechtsbegriffen gespickt ist, nämlich in Gestalt des Begriffs der „sonstigen Täuschungshandlungen“ in § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG sowie der neu eingeführten Begriffen der „Eignung“, „irreführende Signale“ zu geben oder ein „künstliches Preisniveau“ herbeizuführen, in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG.

Insbesondere wird die Alternative der „sonstigen Täuschungshandlungen“ des § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG – auch im Hinblick darauf, dass das frühere Erfordernis der Preisbeeinflussungsabsicht nunmehr weggefallen ist – ganz überwiegend für zu unbestimmt gehalten.⁴⁹⁰ Auch der Wortlaut des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG wird in der Literatur als mißglückt⁴⁹¹ und die Merkmale der Irreführungs- und Preismanipulationseignung als zu unbestimmt angesehen.⁴⁹² Da Marktpreise per definitionem durch Angebot und Nachfrage gebildet würden, enthielte jedes Geschäft bzw. Angebot ein Signal für den Preis, und ebenso wenig wie es auf Märkten einen wahren Preis gebe, gebe es wahre Signale hierüber. Mangels wahrer wirtschaftlicher Verhältnisse oder eines marktgerechten Preises sei auch nicht einfach zu bestimmen, wann ein Preisniveau künstlich sein solle.⁴⁹³

Aufgrund der Häufung unbestimmter Rechtsbegriffe wird teilweise vertreten, dass die Tatbestandsalternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG mit Blick auf die Strafbarkeit und Bußgeldbewehrung von Verstößen hiergegen nicht dem verfassungsrechtlichen

⁴⁹⁰ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 162, der gegen § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG jedenfalls insoweit, als die Vorschrift Grundlage der Straf- und Ahndbarkeit ist, „ernsthafte verfassungsrechtliche Bedenken wegen zu großer Unbestimmtheit (Art. 103 II GG)“ hegt; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 84 ff.; Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298; Sorgenfrei, in Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 10; Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rn 545 f.

⁴⁹¹ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 114, 119.

⁴⁹² Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 10, 119 f.

⁴⁹³ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 119 f.

Bestimmtheitsgebot des Art. 103 II GG genügen.⁴⁹⁴ Dies wird damit begründet, dass diese unbestimmten Rechtsbegriffe auch in §§ 3 und 4 MaKonV nur durch weitere unbestimmte Rechtsbegriffe erklärt und daher nicht hinreichend konkretisiert würden.⁴⁹⁵ Ferner wird in Zweifel gezogen, dass eine Konkretisierung des gesetzlichen Tatbestands des § 20 a I WpHG durch die MaKonV überhaupt rechtsstaatlichen Grundsätzen genügt, da danach die Grenzen der Strafbarkeit bereits dem formalen Gesetz selbst ohne Rückgriff auf normkonkretisierender Verwaltungsvorschriften zu entnehmen sein müssten. Gegen die ausreichende Bestimmtheit des Manipulationsstraftatbestands wird ferner auf die unbestimmte Regelungskette aus strafrechtlichem Blankettgesetz, wertpapierrechtlicher Verbotsnorm und verwaltungsrechtlicher Rechtsverordnung hingewiesen.⁴⁹⁶ Im Hinblick auf Manipulation durch effektive Geschäfte werden ferner Zweifel geäußert, ob nach Wegfall des Merkmals der Preiseinwirkungsabsicht des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. die Abgrenzung legaler von illegalen Geschäften überhaupt noch möglich ist, wenn es nunmehr nur auf die Geeignetheit des Geschäfts zur Preisbeeinflussung ankommt, wodurch der Tatbestand eher erweitert als eingeschränkt wird.⁴⁹⁷

Überwiegend wird jedoch aus der Unbestimmtheit der Tatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG nicht auch deren Verfassungswidrigkeit im Hinblick auf Art. 103 II, 104 I 1 GG abgeleitet.⁴⁹⁸ Dies wird u.a. damit begründet, dass diese Tatbestände jedenfalls nicht unbestimmter seien als zahlreiche andere wirtschaftsstrafrechtliche Tatbestände (beispielsweise §§ 264, 264a oder 265b StGB), deren Verfassungsmäßigkeit im Ergebnis nicht in Zweifel gezogen werde.⁴⁹⁹ Ferner wird argumentiert, dass es angesichts der Vielgestaltigkeit und des raschen Wandels der Techniken der Marktmanipulation nicht zu beanstanden ist, dass sich der Gesetzgeber gegen konkret-kasuistische (Regel-)Beispiele und für eine abstrakt-normative Gesetzesfassung entschieden hat.⁵⁰⁰ Die Verwendung

⁴⁹⁴ Bisson/Kunz, BKR 2005, 186, 187; Kutzner, WM 2005, 1401, 1403.

⁴⁹⁵ Bisson/Kunz, BKR 2005, 186, 187; Kutzner, WM 2005, 1401, 1403 f.

⁴⁹⁶ Kutzner, WM 2005, 1401, 1406.

⁴⁹⁷ Kutzner, WM 2005, 1401, 1405.

⁴⁹⁸ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 84 ff.; Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298; Sorgenfrei, in Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 10; Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rn 546.

⁴⁹⁹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21; ebenso in Bezug auf § 20 a I 1 Nr. 1 WpHG: Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 85.

⁵⁰⁰ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 84; Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298; zu § 20 a I 1 Nr. 2 a.F. bereits ebenso Möller, WM 2002, S. 310, 312, 314; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 52; dagegen Altenhain, BB 2002, S. 1876.

unbestimmter Rechtsbegriffe ist nach dieser Ansicht nicht *per se* als Verstoß gegen das Bestimmtheitsgebot des Art. 103 II GG anzusehen.⁵⁰¹ Im Hinblick auf die Alternative der „sonstigen Täuschungshandlungen“ gemäß § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG wird darauf verwiesen, dass insoweit bei der Auslegung auf den Täuschungsbegriff des § 263 StGB zurückgegriffen werden könne, zu dem insbesondere in der Rechtsprechung klare Kriterien entwickelt worden seien, wann eine Täuschungshandlung vorliege.⁵⁰²

Den in §§ 3 und 4 MaKon V enthaltenen Anzeichen und Beispielen für Verhalten, das von § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG erfasst sein soll, wird im Hinblick auf die Verfassungsmäßigkeit der Verbotstatbestände eine unterschiedliche Bedeutung beigemessen. Nach einer Ansicht ist zu prüfen, ob § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG für sich genommen – ohne Rücksicht auf §§ 3 und 4 MaKonV – den Anforderungen des Art. 103 II GG standhalten. Nur wenn dies der Fall ist (was nach der betreffenden Ansicht bejaht wird), kann auch die Verordnungsermächtigung des § 20 V WpHG den Anforderungen der Art. 80 I, 104 I 1 GG genügen, weil hierdurch dem Ordnungsgeber lediglich in verfassungsrechtlich zulässiger Weise „gewisse Spezifizierungen“ des gesetzlichen Manipulationsstraftatbestands überlassen worden sind.⁵⁰³ Trotz der abstrakten Verfassungsmäßigkeit des § 20 a I 1, II WpHG sei die Vorschrift allerdings restriktiv auszulegen und nur auf ihr eindeutig unterfallende Verhaltensweisen anzuwenden.⁵⁰⁴ Für die gebotene restriktive Auslegung des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG habe der Ordnungsgeber mit den in § 4 MaKonV enthaltenen Anzeichen und Beispielen den Boden bereitet,⁵⁰⁵ auch wenn diese Anzeichen und Beispiele selbst nicht sehr bestimmt und daher ihrerseits restriktiv zu handhaben seien.⁵⁰⁶

Andere Autoren ziehen die Anzeichen und Beispiele in §§ 3 und 4 MaKonV zur Beantwortung der Frage der verfassungsgemäßen Bestimmtheit der gesetzlichen Tatbestandsalternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG heran und bejahen dies mit der Begründung, dass §§ 3 und 4 MaKonV eine weitgehende Konkretisierung dieser Tatbestände

⁵⁰¹ Eichelberger, ZBB 2004, 296, 297; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 84.

⁵⁰² Schröder, in Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rn 546, unter Verweis auf BGHSt 48, 373, 384 (zu § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.).

⁵⁰³ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21.

⁵⁰⁴ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 22; ebenso bereits zur Vorgängernorm § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. ders. in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., Vor § 20 a Rn 18.

⁵⁰⁵ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 114, 122, .

⁵⁰⁶ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 122.

enthalten.⁵⁰⁷ Allerdings äußern die Autoren verfassungsrechtliche Bedenken insofern, als die Konkretisierung auf der Ebene einer Rechtsverordnung erfolgt.⁵⁰⁸

Auch die Alternative der „sonstigen Täuschungshandlungen“ in § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG wird im Ergebnis für verfassungskonform gehalten,⁵⁰⁹ auch wenn insoweit „ernsthafte verfassungsrechtliche Bedenken wegen zu großer Unbestimmtheit“ angemeldet werden⁵¹⁰ und die Konkretisierung durch § 4 MaKonV für „rechtsstaatlich diskussionswürdig“ gehalten wird.⁵¹¹ Jedoch wird vertreten, dass eine hinreichende Konturierung des Unrechts – trotz des Fehlens des Merkmals der Preiseinwirkungsabsicht – durch das Erfordernis der objektiven Preiseinwirkungseignung und des diesbezüglichen Vorsatzes in Verbindung mit dem Gedanken der „Professionsadäquanz“, d.h. der Marktüblichkeit, ermöglicht werde.⁵¹² Ferner enthalte § 4 MaKonV eine überzeugende Konkretisierung des gesetzlichen Tatbestands.⁵¹³

Auch von anderen Autoren wird zur Begründung der Verfassungsmäßigkeit des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG darauf hingewiesen, dass die Strafbarkeit aufgrund der Möglichkeit der Anerkennung von Gepflogenheiten als zulässiger Marktpraxis nach § 20 a II WpHG sowie durch die Schaffung von *safe harbours* gemäß § 20 a III WpHG hinreichend vorhersehbar sei.⁵¹⁴

Für die Vorhersehbarkeit der Strafbarkeit und damit für die Verfassungsmäßigkeit des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG wird ferner das Argument angeführt, dass die in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG nur unzureichend beschriebenen, in Wahrheit aber gemeinten Manipulationsakte in Kapitalmarktskreisen bestens bekannt seien.⁵¹⁵ Zwar sei Adressat des Verbots jedermann, doch werden Manipulationen typischerweise nur durch einen bestimmten Personenkreis begangen, der über das notwendige Fachwissen verfüge, um die strafrechtlichen Grenzen des eigenen Verhaltens hinreichend abzuschätzen.⁵¹⁶

⁵⁰⁷ Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 85.

⁵⁰⁸ Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 93 ff.

⁵⁰⁹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21.

⁵¹⁰ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 162.

⁵¹¹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 163.

⁵¹² Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 170.

⁵¹³ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 178.

⁵¹⁴ Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 86.

⁵¹⁵ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 114.

⁵¹⁶ Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 87.

(4) Stellungnahme

(a) *Unbestimmtheit der gegen handelsgestützte Marktmanipulation gerichteten Tatbestandsalternativen*

Den in der Literatur überwiegend geäußerten Bedenken an der ausreichenden Bestimmtheit des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG ist im Ergebnis zuzustimmen. Auch angesichts der obigen Erkenntnisse zur Natur und Definition der handelsgestützten Marktmanipulation⁵¹⁷ erscheint die ausreichende Bestimmtheit dieser Tatbestände zweifelhaft.

Zwar enthält die neu eingeführte transaktionsbezogene Alternative des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG eine vordergründig konkreter formulierte Tathandlung als der traditionelle Auffangtatbestand der „sonstigen Täuschungshandlungen“ (§ 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. bzw. § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG). Jedoch erscheinen die neu eingeführten Tatbestandsmerkmale der Eignung von Transaktionsverhalten, falsche oder irreführende Signale über Angebot, Nachfrage oder Preis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen, nur auf den ersten Blick präziser als der Begriff der „sonstigen Täuschungshandlungen“, während sie in Wirklichkeit nichts zur Präzisierung des Manipulationsstraftatbestands beitragen.

Aus der obigen Analyse des Wesens der handelsgestützten Manipulation⁵¹⁸ ergibt sich ohne weiteres, dass die in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG genannten objektiven Merkmale der Eignung zur Irreführung über Angebot, Nachfrage oder Preis sowie zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus zu weit sind. Der Grund hierfür ist, dass sie jegliches Handelsverhalten erfassen, das die Effizienz der Informationsverarbeitung durch den Markt und damit den Informationsgehalt der Marktpreise schmälert. Die Schmälerung der Preiswahrheit bzw. Informationseffizienz ist jedoch keine spezifische Folge allein manipulativer Transaktionen, sondern eine Folge jeglichen informationsunabhängigen oder auf Informationsverarbeitungsfehlern beruhenden Transaktionsverhaltens, also eines großen Teils des gesamten Handels.⁵¹⁹ Als zusätzliche Voraussetzung für die Illegitimität von Handelsverhalten wurde daher oben verlangt, dass das fragliche Verhalten die

⁵¹⁷ S.o. A.VI.

⁵¹⁸ S.o. A.VI.

⁵¹⁹ S.o. A.III.3.

Informationseffizienz nicht zugleich auf andere Weise fördert,⁵²⁰ was nach der obigen Analyse nur auf Handelsverhalten aufgrund bestimmter informationsunabhängiger Motive zutrifft.⁵²¹

Da manipulativer Handel somit nur anhand des zugrundeliegenden Motivs von legitimem Handel unterschieden werden kann, wären die Tatbestandsalternativen des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG nur dann ausreichend bestimmt, wenn sie die oben als manipulativ herausgearbeiteten Handelsmotive bzw. -absichten voraussetzen würden; dies ist jedoch nicht der Fall. Vielmehr verzichtete der deutsche Gesetzgeber im Hinblick auf die Marktmanipulationsdefinition der Marktmissbrauchsrichtlinie in Art. 1.2 (a) HS 1 und (b) MMR darauf, die beiden Alternativen des Marktmanipulationsverbots in § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG unter Rückgriff auf eine spezifische manipulative Absicht zu definieren:

Wie erwähnt wurde das zuvor in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. enthaltene Tatbestandsmerkmal der Täuschungsabsicht in der im Übrigen gleichlautenden Nachfolgevorschrift des jetzigen § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG vom Gesetzgeber im Rahmen des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes bewusst aufgegeben.

§ 20 a I 1 Nr. 2 WpHG entspricht praktisch wortwörtlich der Definition des Art. 1.2 (a) HS 1 MMR, die, wie die Entstehungsgeschichte der Marktmissbrauchsrichtlinie zeigt, nach dem Willen der Kommission keineswegs bestimmte illegitime Absichten bzw. Motive implizieren, sondern im Gegenteil völlig objektiv sein sollte. So stellte die Kommission in ihren Erläuterung des Richtlinienentwurfs ausdrücklich fest, dass die vorgeschlagene Definition der Marktmanipulation in Art. 1.2 (a) Entwurf-MMR allein auf das äußere Verhalten der Täter abstelle, nicht aber auf deren Absichten oder Ziele.⁵²² Mit ihrem Definitionsvorschlag lehnte sich die Kommission eng an die im FESCO-Report vorgeschlagene Definition des manipulativen Handels an, indem sie Elemente dieser Definition übernahm und etwas abweichend miteinander kombinierte.⁵²³ Damit hatte die

⁵²⁰ S.o. A.IV.1.

⁵²¹ S.o. A.VI.

⁵²² Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Erläuterung zu Artikel 1.

⁵²³ Vgl. FESCO, A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 20 c) („Trades, or orders to trade in a Regulated Market, which either: (i) give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply, demand or price of Financial Instruments traded on a Regulated Market; or (ii) Interfere with the interaction of supply and demand and produce, or is likely to produce, an abnormal or artificial effect on prices or volumes of Financial Instruments traded on Regulated Markets.“) und Ziffer 22 („The definition in 20(c)

Kommission der Empfehlung von FESCO entsprochen, die vorgeschlagene Definition beizubehalten und keine subjektiven Voraussetzungen wie etwa die einer bestimmten manipulativen Absicht, einer betrügerischen oder Bereicherungsabsicht oder einer umfassenden Tatsachenkenntnis hinzuzufügen.⁵²⁴

Im Zusammenhang mit § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG werden die dem Transaktionsverhalten zugrunde liegenden Motive lediglich außerhalb des Verbotstatbestands berücksichtigt, nämlich im Ausnahmetatbestand des § 20 a II WpHG, der an die Ausnahmeregelung des Art. 1.2 (a) HS 2 MMR anknüpft. Eine Zusammenschau der Voraussetzungen des Verbots- und des Ausnahmetatbestands in der Weise, dass die subjektive Ausnahmevoraussetzung eines Handelns aus „legitimen Gründen“ in den Verbotstatbestand in der Weise mit hineinzulesen wäre, dass er im Ergebnis ein Handeln aus illegitimen Gründen, also einer manipulativen Absicht, voraussetzt, verbietet sich bereits wegen der Systematik von Verbots- und Ausnahmetatbestand sowie mit Blick auf den Zweck der entsprechenden Regelung in der Marktmissbrauchsrichtlinie. Mit der Verlagerung der Motivfrage auf die Ebene einer Ausnahmeregelung verfolgten die Richtlinienverfasser offenbar das Ziel, die Beweislast für ein Handeln aus legitimen Gründen auf den Verdächtigen abzuwälzen, um die praktische Anwendbarkeit eines auf dieser Definition beruhenden Verbots zu gewährleisten. Hierfür sprechen sowohl der Wortlaut von Art.1.2 (a) HS 2 MMR („es sei denn, die Person (...) weist nach, dass sie legitime Gründe dafür hatte...“) als auch Ziffer 20 der Präambel der MMR,⁵²⁵ insbesondere der englischen Fassung, in der als Pendant zu den deutschen Verben „geltend machen“ und „feststellen“ das englische Verb „to establish“ benutzt wird, dem im Deutschen eher der Begriff „beweisen“ entspricht. Auch § 20 a II WpHG ist eine solche Beweislastumkehr zu entnehmen, wengleich der deutsche Gesetzgeber den in Art.1.2 (a) HS

above is designed to prohibit, non exhaustively, the following conduct: a) The creation of a false or misleading appearance of trading in a Financial Instrument; b) Trading by one or more persons in collaboration with each other which has the effect of securing the market price of a Financial Instrument at an abnormal or artificial level; c) The employment of any fictitious transaction or devices or any other form of deception or contrivance;“).

⁵²⁴ FESCO, A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 25 Satz 1: „A question of particular concern to FESCO is that the definition of Market Abuse should be drafted in the form set out in this paper without adding requirements such as the infractors acting with a specific manipulative intent or with the aim to defraud or to obtain a personal enrichment or with the full knowledge of the facts.“

⁵²⁵ Die Erläuterung der Ausnahmeregelung in Ziffer 20 der Präambel der MMR lautet: „Eine Person, die Geschäfte abschließt oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge ausführt, die den Tatbestand einer Marktmanipulation erfüllen, könnte geltend machen, dass sie legitime Gründe hatte, diese Geschäfte abzuschließen oder Aufträge auszuführen, (...). Eine Sanktion könnte dennoch verhängt werden, wenn die zuständige Behörde feststellt, dass sich hinter diesen Geschäften oder Aufträgen ein anderer rechtswidriger Grund verbirgt.“

2 MMR enthaltenen ausdrücklichen Hinweis auf die Beweislastumkehr nicht übernommen hat.⁵²⁶

(b) *Verfassungswidrigkeit der § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG?*

Da nach dem oben Gesagten § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG ebenso wenig eine manipulative Absicht voraussetzt wie § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG und beide Verbotsalternativen zu weit gefasst sind, stellt sich die Frage, ob die Unbestimmtheit des Straftatbestands des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG einen Verstoß gegen Art. 103 II, 104 I 1 GG darstellt.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts schadet die Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe in einem Straftatbestand grundsätzlich nicht, sofern eine gefestigte Rechtsprechung existiert, aufgrund derer die verwendeten unbestimmten Rechtsbegriffe hinreichend bestimmt erscheinen.⁵²⁷ Im Fall der handelsgestützten Manipulation existiert jedoch keine gefestigte Rechtsprechung, aufgrund derer die beiden Verbotsalternativen bzw. die darin verwendeten unbestimmten Rechtsbegriffe der Eignung zur Irreführung, der Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus und der sonstigen Täuschungshandlungen hinreichend bestimmt wären. Daher erscheint auch die Ansicht nicht überzeugend, die Tatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG seien deswegen verfassungsgemäß, weil sie nicht unbestimmter als zahlreiche andere wirtschaftsstrafrechtliche Tatbestände (beispielsweise §§ 264, 264a oder 265b StGB) seien, deren Verfassungsmäßigkeit im Ergebnis nicht in Zweifel gezogen werde.⁵²⁸ Denn bezüglich der §§ 264, 264a oder 265b StGB existiert jeweils höchstrichterliche Rechtsprechung, welche die genannten Tatbestände konkretisiert, während dies beim Manipulationsstraftatbestand - jedenfalls hinsichtlich der Verwirklichung durch manipulatives Transaktionsverhalten - nicht der Fall ist. Die Rechtsprechung zum Scalping ist nicht dazu zu zählen, da Scalping danach eine Variante der informationsgestützten, nicht jedoch der hier in Rede stehenden handelsgestützten Manipulation darstellt.⁵²⁹ Auch geht der Verweis des BGH auf die

⁵²⁶ Zu der sich in diesem Zusammenhang stellenden Frage der Vereinbarkeit mit der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK s.u. unter C.I.2.b.

⁵²⁷ BVerfG 75, 329, 344; BVerfGE 96, 68, 97 f.

⁵²⁸ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21; ebenso in Bezug auf § 20 a I 1 Nr. 1 WpHG Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 85.

⁵²⁹ BGH, BB 2004, S. 11, 12 f.; LG Berlin, ZInsO 2005, 661; Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 25; Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 33; Lenzen, S. 30. Widerspricht die Empfehlung der objektiven Bewertung des Vermögenswerts, enthält sie also unrichtige oder irreführende Angaben, ist § 20 a I Nr. 1 WpHG erfüllt; ist die Empfehlung hingegen objektiv zutreffend, wird jedoch unter Verschweigen eines Interessenkonflikts des Empfehlenden zu eigennützigen Zwecken gemacht, liegt eine sonstige

Heranziehung des Täuschungsbegriffs des § 263 StGB im Rahmen der Auslegung der „sonstigen Täuschungshandlungen“ gemäß § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG⁵³⁰ jedenfalls insoweit fehl, als § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG auch täuschendes Transaktionsverhalten erfasst. Der Grund hierfür ist, dass es in diesem Fall nach den obigen Erläuterungen⁵³¹ an einer Kommunikationsbeziehung fehlt, in deren Rahmen eine Täuschung im Sinne des § 263 StGB erfolgen kann.⁵³²

Auch lässt sich mit Hilfe der üblichen Auslegungsmethoden keine zuverlässige Grundlage für die Auslegung und Anwendung der Norm gewinnen, was nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts über die tatbestandliche Unbestimmtheit hinweg helfen würde.⁵³³

Wie im vorangehenden Abschnitt dargestellt, führt das Fehlen der für die Definition der handelsgestützten Manipulation wesentlichen, oben als manipulativ herausgearbeiteten Handelsmotive bzw. –absichten dazu, dass § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG legitimes und illegitimes Transaktionsverhalten gleichermaßen erfassen und somit eine Abgrenzung manipulativer Transaktionen von legitimem Handelsverhalten anhand des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG nicht möglich ist.

Zwar mögen die in §§ 3 und 4 MaKonV aufgeführten Anzeichen und Beispiele für irreführendes bzw. preisverzerrendes und täuschendes Transaktionsverhalten eine Konkretisierung der gesetzlichen Tatbestandsalternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG gestatten. Jedoch können sie nicht im Rahmen der hier zu klärenden Vorfrage, ob der gesetzliche Tatbestand für sich betrachtet den Anforderungen der Art. 103 II, 104 I 1 GG genügt, herangezogen werden.⁵³⁴ Nur wenn diese Frage zu bejahen ist, könnten §§ 3 und 4 MaKonV zulässige Spezifizierungen des für sich betrachtet ausreichend bestimmten gesetzlichen Tatbestands darstellen, die zu dessen Auslegung heranzuziehen wären.⁵³⁵

Täuschungshandlung gemäß § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG vor. Vgl. Schwark, KapMRK, § 20 a WpHG Rn 33; ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 191.

⁵³⁰ BGHSt 48, 373, 384 (zu § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.).

⁵³¹ S.o. A.IV.3.c.

⁵³² Ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., § 20 a Rn 89, 93 sowie in Rn 106, sowie ders. in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 165; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 79; kritisch hinsichtlich der Eignung des Täuschungsbegriffs zur Beschreibung der handelsgestützten Manipulation ferner Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.; a.A. Schröder, in Handbuch Kapitalmarktrecht, Rn 546.

⁵³³ BVerfG 75, 329, 344; BVerfGE 96, 68, 97 f.

⁵³⁴ Ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21; anders Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG § 20 a Rn 85.

⁵³⁵ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21.

Aus demselben Grund ist auch der Verweis auf die Möglichkeiten der Anerkennung von Gepflogenheiten als zulässige Marktpraxis nach § 20 a II WpHG sowie der Schaffung von *safe harbours* gemäß § 20 a III WpHG⁵³⁶ nicht überzeugend. Diese ändert nichts daran, dass aus § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG selbst das inkriminierte Verhalten und die Grenzen der Strafbarkeit nicht vorhersehbar sind, sondern der Ausfüllung durch den Ordnungsgeber bedürfen. Insoweit gilt wiederum das zur Konkretisierung des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG durch die MaKonV Gesagte: Hierauf darf zur Beantwortung der Frage der ausreichenden Bestimmtheit des gesetzlichen Tatbestands nicht zurückgegriffen werden. Nur dann, wenn § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG für sich betrachtet ausreichend bestimmt ist, darf zu seiner Auslegung auf die Konkretisierung durch Verordnungen zurückgegriffen werden, die eine bestimmte Praxis als zulässige Marktpraxis anerkennen oder hierfür einen *safe harbour* schaffen.

Die Unbestimmtheit der Verbotsalternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG ist auch keineswegs eine unvermeidbare Folge der abstrakten Fassung des Verbotstatbestands,⁵³⁷ die auch nach der hier vertretenen Auffassung im Bereich der Manipulationsbekämpfung grundsätzlich besser geeignet erscheint als ein Katalog konkreter Beispiele, um der dynamischen technologischen Entwicklung und in ihrem Gefolge des Auftretens neuer Manipulationspraktiken Rechnung zu tragen.⁵³⁸ Dieses rechtspolitische Ziel ist jedoch auch dann erreichbar, wenn die oben genannten subjektiven wesentlichen Merkmale der handelsgestützten Manipulation in eine solche abstrakte Definition aufgenommen werden; das dadurch erzielte höhere Maß an tatbestandlicher Bestimmtheit ginge keineswegs auf Kosten einer abstrakten Tatbestandsfassung.

Nicht das Bemühen um einen abstrakt gefassten Verbotstatbestand ist die Ursache für die mangelnde Unterscheidungskraft der Manipulationsverbotstatbestände der § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, sondern vielmehr die Verlagerung der Auseinandersetzung mit den Beweggründen des Handelnden in einen Ausnahmetatbestand, aufgrund dessen die verbleibenden Verbotmerkmale der Irreführung bzw. Täuschung und Preisverzerrung letztlich konturlos bleiben. Das damit verfolgte gesetzgeberische Ziel einer Beweislastumkehr zu Lasten des Angeklagten zur Erleichterung der praktischen

⁵³⁶ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 170 („Professionsadäquanz“); Mock/Stoll/Eufinger, in: KK-WpHG, § 20 a Rn 86.

⁵³⁷ So aber Mock/Stoll/Eufinger, in: KK-WpHG § 20 a Rn 86; Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298.

⁵³⁸ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21; zu § 20 a I 1 Nr. 2 a.F. bereits ebenso Möller, WM 2002, S. 310, 312, 314; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 52; dagegen Altenhain, BB 2002, S. 1876.

Anwendbarkeit der Strafvorschrift ist nicht nur fragwürdig, sondern nach den dem deutschen Strafrecht zugrunde liegenden Wertungen sowieso nicht erreichbar,⁵³⁹ so dass die darauf zurückzuführende Schmälerung der Bestimmtheit des gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Straftatbestands nicht hinnehmbar erscheint.

Ein gewisser Widerspruch liegt außerdem darin, den als zu unbestimmt erachteten Tatbestand einerseits als verfassungsgemäß zu akzeptieren, andererseits jedoch eine restriktive Auslegung zu verlangen, die zur Folge hat, dass die Vorschrift nur in ihrem anerkannten Kernbereich anwendbar ist.⁵⁴⁰ Dies steht dem mit der abstrakten Fassung des Manipulationsverbots verfolgten Ziel, auch neue Erscheinungsformen der Manipulation erfassen zu können, entgegen und verhindert, dass der mit einer abstrakten Definition verbundene Vorteil der flexiblen Anwendbarkeit tatsächlich zum Tragen kommen kann.

Auch ist das Argument nicht überzeugend, dass die in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG „eigentlich gemeinten“ Manipulationsakte in Kapitalmarktskreisen bestens bekannt seien und die Strafbarkeit für die Adressaten, die *de facto* nur einem begrenzten, über das nötige Fachwissen verfügenden Personenkreis angehörten, daher ausreichend vorhersehbar sei.⁵⁴¹ Die Vertreter dieses Argument gestehen zu, dass den potenziellen Tätern die Strafbarkeit zwar nicht aus der Fassung des Manipulationsstrafatbestands bekannt sei, da das „eigentlich Gemeinte“ dort nur unzureichend beschrieben ist, dass diese aber aufgrund ihres Fachwissens über eine Art heuristisches Vorverständnis dessen verfügen, was unter strafbarer Manipulation zu verstehen sei. Es mag sein, dass in der gesellschaftlichen Sphäre ein gewisses Vorverständnis dessen existiert, was jedenfalls *eindeutig* dem Bereich der Strafbarkeit zuzuordnen ist. Dies lässt jedoch keineswegs das Bedürfnis nach der abstrakten gesetzlichen Definition und der verbindlichen Festlegung der Grenzen der Strafbarkeit entfallen, da nicht nur bezüglich des Kernbereichs, sondern gerade bezüglich der Grenzen der Strafbarkeit ein Bedürfnis nach Klarstellung durch den gesetzlichen Tatbestand besteht. Die gegenteilige Auffassung verkennt somit die grundlegende Funktion des gesetzlichen Tatbestands, die nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts darin besteht, die

⁵³⁹ Dazu im folgenden Abschnitt, C.I.2.b.

⁵⁴⁰ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 22; ebenso bereits zur Vorgängernorm § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. ders. in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., Vor § 20 a Rn 18.

⁵⁴¹ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 114; Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 87.

Voraussetzungen und *Grenzen* der Strafbarkeit für die Adressaten der Strafvorschrift aus dem gesetzlichen Tatbestand selbst erkennbar sind.⁵⁴²

Infolgedessen ist der deutsche Manipulationsstraftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit er sich gegen handelsgestützte Marktmanipulation richtet, mit dem Bestimmtheitsgebot der Art. 103 II, 104 I 1 GG unvereinbar.

Die rechtsstaatlichen Probleme, die sich aus der Verortung der Motivfrage in einem Ausnahmetatbestand ergeben, sollen im folgenden Abschnitt zum Thema Nachweisbarkeit diskutiert werden.

c. Zwischenergebnis

Der obige Vergleich hat gezeigt, dass in Deutschland und Großbritannien bisher unterschiedliche Anforderungen an die Bestimmtheit der jeweiligen gegen Manipulation gerichteten Straftatbestände gestellt wurden, was darauf zurückzuführen sein dürfte, dass dem Bestimmtheitsgrundsatz in den beiden Rechtsordnungen generell ein unterschiedliches Gewicht zugemessen wurde. Den strengen deutschen Bestimmtheitsanforderungen vermochten die historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände – jedenfalls soweit sie sich gegen handelsgestützte Manipulation richteten – weder hinsichtlich der objektiven Tathandlung noch der subjektiven Elemente zu genügen, und auch der gegenwärtig geltende deutsche Straftatbestand ist nach der hier vertretenen Ansicht nicht ausreichend bestimmt: Zwar wurde die Tathandlung im Zuge der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie insofern konkretisiert, als dem vagen traditionellen Begriff der „Täuschungshandlung“ nunmehr ausdrücklich die Vornahme von Geschäften und Kauf- oder Verkaufsaufträgen zur Seite gestellt wurde. Jedoch verlor der subjektive Tatbestand an Kontur durch die – wegen der fehlenden strafrechtlichen Bedeutung der Marktmissbrauchsrichtlinie jedenfalls hinsichtlich der Fassung des *Straftatbestands* völlig unnötige – Aufgabe des hergebrachten Merkmals der Preiseinwirkungsabsicht, ohne dass die statt dessen eingeführten objektiven Merkmale der Eignung zur Irreführung oder der Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus dies auszugleichen vermögen.

Um den Bestimmtheitsanforderungen des Grundgesetzes zu genügen, müsste ein deutscher Manipulationsstraftatbestand, soweit er sich gegen manipulativen Handel richtet, die nach der obigen Analyse zentralen Wesensmerkmale der handelsgestützten Manipulation enthalten, nämlich die Merkmale der Preisbeeinflussungsabsicht, der Absicht des Erwerbs einer

⁵⁴² BVerfGE 73, 206, 234; 75, 329, 341; 78, 374, 381 f.

marktbeherrschenden Stellung sowie der Absicht der Ausnutzung einer absichtlich erworbenen marktbeherrschenden Stellung. Dies würde allerdings die Nachweisbarkeit der Tat in der Praxis erschweren und zu gravierenden Anwendungsproblemen führen.

2. Nachweisbarkeit

Im folgenden werden zunächst die Nachweisprobleme der historischen, auf Absichtsmerkmale ausgerichteten Manipulationsstraftatbestände des deutschen und britischen Rechts dargestellt und sodann untersucht, ob diese Probleme durch die gegenwärtige deutsche Strafvorschrift überzeugend gelöst werden. Weiterhin wird der Frage nachgegangen, inwiefern Nachweisprobleme im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation mit strafrechtlichen Mitteln überhaupt vermeidbar sind.

- a. Traditionelle Nachweisprobleme der britischen und historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände
 - (1) Geringe praktische Bedeutung der britischen und historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände

Ein Straftatbestand, dessen zentrale Abgrenzungsmerkmale subjektiver Natur sind bzw. der eine Häufung subjektiver Merkmale aufweist, ist in der Praxis schwer nachweisbar. Der Grund dafür ist, dass die hohen Anforderungen des Strafverfahrensrechts an die Zulässigkeit von Beweismitteln und den Grad der Überzeugung, den das Gericht gewinnen muss, den Nachweis vor allem subjektiver Tatbestandsmerkmale erschweren.

Dies bestätigen die historischen Erfahrungen in Großbritannien und Deutschland, deren (auch) gegen manipulatives Transaktionsverhalten gerichtete Straftatbestände traditionell mindestens ein oder mehrere Absichtsmerkmale enthielten.⁵⁴³ Dagegen fiel in beiden Jurisdiktionen die Umschreibung der jeweiligen objektiven Tathandlungen stets eher vage aus,⁵⁴⁴ so dass der definitorische Schwerpunkt auf dem subjektiven Tatbestand lag. In beiden Jurisdiktionen erlangten die einschlägigen Strafvorschriften nur geringe praktische

⁵⁴³ Wie oben (A.I.2.a) dargestellt, setzte der historische deutsche Kursbetrugstatbestand (Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884, §§ 75 I BörsG 1896, 88 I BörsG 1908) zunächst ein Handeln in „betrügerischer“ Absicht sowie in der Absicht, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken, voraus; hingegen verlangten § 88 Nr. 2 BörsG 1986 sowie dessen Nachfolgevorschrift § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. nur noch Einwirkungsabsicht. Der britische Straftatbestand der „Irreführenden Praktiken“ setzt traditionell die zweifache Absicht, andere Marktteilnehmer irreführen und zum Handel zu verleiten, voraus; vgl. S. 397 (3) FSMA 2000 sowie die gleichlautende Vorgängernorm s. 47 (2) FSA 1986 (s. ebenfalls oben A.I.2.a).

⁵⁴⁴ In den deutschen Vorschriften war von der Anwendung (sonstiger) „auf Täuschung berechneter Mittel“ (Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884, §§ 75 I BörsG 1896, 88 I BörsG 1908, 88 Nr. 2 BörsG 1986) bzw. der Vornahme „sonstiger Täuschungshandlungen“ (§ 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.) die Rede, in den britischen Vorschriften von einem Verhalten, das einen falschen oder irreführenden Eindruck hinsichtlich der Marktes oder des Preises oder Wertes eines Vermögenswertes erweckt (s. 397 (3) FSMA 2000 sowie bereits s. 47 (2) FSA 1986).

Bedeutung. Unter den wenigen Gerichtsentscheidungen sind insbesondere kaum Fälle zu finden, welche die Alternative der Manipulation durch irreführende Handelstätigkeit betreffen (bei der überwiegenden Mehrheit der Fälle, in denen es zu einem gerichtlichen Verfahren kam, handelt es sich um Manipulationen durch irreführende Angaben), so dass es den Gerichten sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien an Gelegenheiten mangelte, der Begehungsform der handelsgestützten Manipulation schärfere Konturen zu verleihen.

So wurde der erste deutsche Kursbetrugstatbestand, Artikel 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884, vom Reichsgericht nur zweimal angewandt, wobei es in beiden Fällen um Manipulation durch irreführende Angaben über Tatsachen bzw. Werturteile ging.⁵⁴⁵ Zwischen der Einführung des börsengesetzlichen Kursbetrugstatbestandes im Jahr 1896 und dessen Neufassung im Jahr 1986 kam es zu keiner einzigen Verurteilung wegen Kursbetruges.⁵⁴⁶ Auch nach der Neufassung 1986 führte der Kursbetrugstatbestand ein Schattendasein,⁵⁴⁷ obwohl Manipulationen Presseberichten zufolge in den neunziger Jahren insbesondere in bezug auf den sog. Neuen Markt zunahm⁵⁴⁸ und das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) allein im Jahr 2000 in 20 Fällen Erkenntnisse über mögliche Verstöße gegen § 88 BörsG 1986 an die Börsenaufsichtsbehörden weitergab bzw. Strafanzeige erstattete.⁵⁴⁹

In Großbritannien kam es vor der Einführung des s. 47 FSA 1986 kaum zu strafgerichtlichen Verurteilungen wegen Börsenkursmanipulation, so dass sich auch dort keine nennenswerte Spruchpraxis auf diesem Gebiet entwickeln konnte.⁵⁵⁰ Straf- und zivilrechtliche Fälle, in denen der Common Law - Tatbestand der „Conspiracy to Cheat and Defraud“ unter Berufung auf das *De Berenger*-Urteil⁵⁵¹ angewandt bzw. für anwendbar gehalten wurde, betrafen zumeist falsche Angaben der Emittenten im Rahmen von Neuemissionen, v.a. in

⁵⁴⁵ RG St 23, 137 ff.; RG St 23, 430, 440.

⁵⁴⁶ Möhrenschrager, wistra 1983, S. 17 f.; Otto, WM 1988, S. 736.

⁵⁴⁷ Bröker, wistra 1995, S. 133; Rössner/Worms, in: Assmann/Schütze, 2. Aufl., § 9 Rn 1, 10; Ledermann, in: Schäfer, Vor § 88 Rn 2; Möller, WM 2002, S. 309; Otto, WM 1988, S. 736; Lenzen, S. 159; dies., WM 2000, S. 1136; Ziouvas, ZGR 2003, S. 114.

⁵⁴⁸ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21.6.2001: „Kriminelle Energie am Neuen Markt. Deutliche Zunahme von Insiderverstößen und Kursmanipulationen“, zitiert nach Sorgenfrei, wistra 2002, S. 321 (FN 5).

⁵⁴⁹ BAWe (Hrg.), Jahresbericht 2000, S. 24.

⁵⁵⁰ Leigh, S. 106.

⁵⁵¹ S. o. A.I.2.a (FN 67), C.I.2.a.(1) (FN 394).

Prospekten.⁵⁵² Auch nach der Normierung des s. 47 FSA 1986 blieben einschlägige Entscheidungen dünn gesät,⁵⁵³ wobei sich zur Alternative der Irreführende Angaben (s. 47 (1) FSA 1986) wesentlich mehr obergerichtliche Urteile finden⁵⁵⁴ als zur Alternative der Irreführenden Praktiken (s. 47 (2) FSA 1986).⁵⁵⁵ Auch von den wenigen Ermittlungsverfahren und Anklagen, zu denen es zwischen 1986 und 2000 wegen angeblicher Verstöße gegen s. 47 FSA 1986 kam, betraf nur ein geringer Teil die Alternative der Irreführende Praktiken gemäß Absatz 2.⁵⁵⁶ Der Straftatbestand der Irreführenden Praktiken wurde im Jahr 2000 mit unverändertem Wortlaut in s. 397 (3) FSMA 2000 übernommen, so dass auch künftig nicht mit einer zunehmenden praktischen Bedeutung der Vorschrift zu rechnen sein dürfte.

(2) Gründe für die Anwendungsprobleme

Ein Hauptgrund für die geringe praktische Relevanz der jeweiligen Vorschriften wurde in der einschlägigen deutschen und britischen Literatur darin gesehen, dass die subjektiven Elemente, d.h. Vorsatz sowie die jeweiligen Absichtsmerkmale (betrügerische Absicht und Preiseinwirkungsabsicht in der deutschen, Irreführungs- und Verleitungsabsicht in der englischen Vorschrift) in der Praxis kaum nachzuweisen waren.

In der deutschen Literatur zu § 88 BörsG a.F. galt u.a. die Häufung subjektiver Merkmale als hinderlich für eine effektivere praktische Handhabung der Norm.⁵⁵⁷ Dieselbe Ansicht wurde auch noch nach der Neufassung von 1986 vertreten, obgleich die Fassung des subjektiven Tatbestandes durch die Streichung der „betrügerischen Absicht“ gestrafft worden war; das

⁵⁵² *R. v. Gurney*, 1869, Cox's Criminal Cases Band 11, S. 414-470; *Andrews v. Mockford*, 1896, 1 Queen's Bench Division, S. 372 ff.

⁵⁵³ Toubé, in: Perry, S. 193 f.; Davies, S. 781; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19, 21 ff.; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 297, 301; Gleeson, S. 133.

⁵⁵⁴ *R. v. Page (Terence)* 1996, CA (Criminal Division), WL 1090466 ; *R. v. Feld (Robert Philip)*, 1999, 1 Cr. App. R. (S.), 1; *R. v. Stevens (Timothy John)*, 2000, WL 1544599; *R. (on the application of Young) v. Central Criminal Court*, 2000, 2 Cr. App. R., 12.

⁵⁵⁵ Eines der wenigen Beispiele ist *R. v. Chauhan*, 2000, 2 Cr. App. R. (S.), 230. S. 47 (2) FSA 1986 lautete: „Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.“

⁵⁵⁶ Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21, 22 f.

⁵⁵⁷ Möhenschlager, wistra 1983, S. 18; Scheu, S. 19, 101 f.; Sachverständigenkommission zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, Tagungsbericht, Anl. 2, S. 12 (Schwark) sowie S. 62; Sachverständigenkommission zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, Schlussbericht, S. 92; Tiedemann, S. 138 f.; Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuches, Besonderer Teil, Straftaten gegen die Wirtschaft, 1977, § 190 AE mit Begr. S. 75, 77.

praktisch ebenso schwer nachweisbare Merkmal der Einwirkungsabsicht hatte der Gesetzgeber jedoch beibehalten.⁵⁵⁸ Von einigen Autoren wurde daher die Streichung des Merkmals der Einwirkungsabsicht jedenfalls im Hinblick auf die Alternative der Verbreitung irreführender Angaben gefordert.⁵⁵⁹ Auch nachdem der deutsche Gesetzgeber dieser Forderung im Jahr 2002 nachgekommen war und das Merkmal der Preiseinwirkungsabsicht nur noch für den Auffangtatbestand der „sonstigen Täuschungshandlungen“ (§ 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F.) galt, wurde in der Literatur weiterhin Skepsis hinsichtlich der praktischen Durchsetzbarkeit dieser Alternative geäußert und deren subjektiver Tatbestand für unverändert schwer nachweisbar gehalten.⁵⁶⁰

In der britischen Literatur wurde der Hauptgrund für die Anwendungsprobleme insbesondere des zweiten Absatzes des s. 47 FSA 1986 („Misleading Practices“) darin gesehen, dass der Nachweis des subjektiven Tatbestands wegen der strengen Regeln des Strafprozessrechts in der Praxis sehr schwierig war.⁵⁶¹ Die Strafbarkeit musste „jenseits eines vernünftigen Zweifels“ bewiesen werden, und strenge Vorschriften zur Zulässigkeit und Verwertbarkeit von Beweismitteln waren zu beachten.⁵⁶² Die Beweisprobleme betrafen vor allem die Alternative der Irreführenden Praktiken (s. 47 (2) FSA 1986), da hierfür sowohl Irreführungs- als auch Verleitungsabsicht nachgewiesen werden mussten,⁵⁶³ während für die Alternative der Irreführenden Angaben (s. 47 (1) FSA 1986) „recklessness“, also Leichtfertigkeit bzw. grobe Fahrlässigkeit, hinsichtlich der Irreführung und Verleitung ausreichte.⁵⁶⁴ Die strengen subjektiven Voraussetzungen der Alternative der Irreführenden Praktiken (s. 47 (2) FSA) wurden auch nicht dadurch abgemildert, dass die Anklagebehörden aufgrund der „defence“⁵⁶⁵

⁵⁵⁸ Moosmayer, wistra 2002, S. 162; Lenzen, S. 12; dies., ZBB 2002, S. 281; Tripmaker, wistra 2002, S. 288 ff.; Altenhain, BB 2002, S. 1875.

⁵⁵⁹ Kaiser, WM 1997, S. 1563; Lenzen, S. 256; dies., WM 2000, S. 1139; Weber, NZG 2000, S. 116 f.

⁵⁶⁰ Sorgenfrei, wistra 2002, S. 329 f.; Tripmaker, wistra 2002, S. 291; Park, BB 2003, S. 1514, 1517.

⁵⁶¹ Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22 f. Als weiterer Grund für die Beweisprobleme galt die Unbestimmtheit des Tatbestandes des s. 47 (2) FSA 1986; Gleeson, S. 133.

⁵⁶² Davies, S. 781; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301, 303, FN 56; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142; Toube, in: Perry, S. 193 f.

⁵⁶³ Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22 f.

⁵⁶⁴ Gleeson, S. 133.

⁵⁶⁵ Als „defences“ werden im englischen Recht pauschal alle Faktoren bezeichnet, die der Strafbarkeit entgegenstehen, wie Handlungsunfähigkeit, Schuldunfähigkeit, Notstand, Notwehr u.a. Das Vorliegen der Voraussetzungen der „defence“ musste nach alter Rechtslage der Angeklagte beweisen, allerdings genügte der

des s. 47 (3) FSA immerhin nicht die Beweislast für Fahrlässigkeit hinsichtlich der Verwirklichung des Absatzes 2 trugen,⁵⁶⁶ sondern dass insofern „strict liability“⁵⁶⁷ galt, so dass es dem Angeklagten oblag, sich damit zu verteidigen, dass er in dem „vernünftigen Glauben“ gehandelt habe, sein Verhalten werde nicht irreführend wirken.

Die „reasonable belief“-Defence gilt auch für die Nachfolgevorschrift des s. 397 (3) FSMA 2000.⁵⁶⁸ Die angesichts der beiden Absichtsmerkmale des Straftatbestands auch bisher bereits geringe beweis erleichternde Wirkung der „reasonable care“-Defence wird durch eine neue einschlägige Rechtsprechung des House of Lords noch weiter relativiert. Dieses entschied unter dem Eindruck des Erlasses des britischen Human Rights Act im Jahr 1998, dass eine volle Beweislastumkehr hinsichtlich der Fahrlässigkeitsschuld grundsätzlich unvereinbar mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Artikel 6 Abs. 2 Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK) sei. Zwar verstößt nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte das Fehlen eines Schuldelements in Straftatbeständen nicht gegen das Bestimmtheitsgebot des Artikel 7 Abs. 1 EMRK.⁵⁶⁹ Britische Gerichte haben in der Vergangenheit ebenso entschieden,⁵⁷⁰ und auch „strict liability“ ist nach höchstrichterlicher britischer Rechtsprechung „nicht per se unvereinbar“

Nachweis der überwiegenden Wahrscheinlichkeit ihres Vorliegens; Ogus, S. 84 f.; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 196 f. Unter dem Eindruck des Erlasses des Human Rights Act 1998 entschied allerdings das House of Lords, dass eine volle Beweislastumkehr hinsichtlich der Fahrlässigkeitsschuld unvereinbar mit Artikel 6 Abs. 2 EMRK sei; dazu sogleich.

⁵⁶⁶ S. 47 (3) FSA 1986 lautete: „In proceedings brought against any person for an offence under subsection (2) above it shall be a defence for him to prove that he reasonably believed that his act or conduct would not create an impression that was false or misleading as to the matters mentioned in that subsection.“

⁵⁶⁷ Obgleich die Begehung einer Straftat nach einem anerkannten Grundsatz des Common Law nur dann strafbar ist, wenn die Tat mit einer strafwürdigen inneren Einstellung („mens rea“) begangen wurde, also absichtlich, wissentlich oder (grob) fahrlässig, brauchen geschriebene Straftatbestände (sog. „statutory offences“ oder „regulatory offences“) keine Schuld- oder sonstigen subjektiven Elemente zu enthalten; Williams, S. 928 ff.; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 192; Clarkson/Keating, S. 222 ff. Dies wird damit begründet, dass „regulatory offences“ keine „echten“ Straftatbeständen („mala in se“) seien, sondern nur „mala prohibita“ (Clarkson/Keating, S. 239 f.; Williams, S. 936 f.), die nicht auf dem evidenten moralischen Unwert der Tat beruhen, sondern lediglich der Durchsetzung willkürlicher technischer bzw. verwaltungsrechtlicher Standards dienen; Hawkins, S. 6 f., 14, 197; Reiss, in: Hawkins/Thomas, S. 26, 28; Brown/Rankin, in: Friedland, S. 340 f. Die im Fall der „strict liability“ normierten Sorgfalts-„defences“ (reasonable care, reasonable belief, due diligence defences) stellen einen Kompromiss zwischen Schuldstrafbarkeit und gänzlich schuldunabhängiger Haftung („absolute liability“) dar; Williams, S. 930. Sie sollen die Bevölkerung zur Beachtung eines hohen Sorgfaltsstandards anhalten (Howard, 76 Law Quarterly Review (1960), S. 548) und gleichzeitig die diesbezügliche Beweislast der Verfolgungsbehörden erleichtern; Brown/Rankin, in: Friedland, S. 344 f.

⁵⁶⁸ S. 397 (5) (a) FSMA 2000. Daneben wurden in s. 397 (5) FSMA 2000 weitere Defences in Gestalt des Handelns zum Zweck der Preisstabilisierung (s. 397 (5) (b) (i) FSMA 2000) oder in Übereinstimmung mit Preisstabilisierungsregeln (s. 397 (5) (b) (ii) FSMA 2000) oder in Übereinstimmung mit Regeln zur Kontrolle von Informationen („price control rules“, s. 397 (5) (c) FSMA 2000) eingeführt.

⁵⁶⁹ Vgl. *Salabiaku gegen Frankreich*, 13 EHRR 379, Abs. 27.

⁵⁷⁰ Clarkson/Keating, S. 242 ff.

mit dem Human Rights Act 1998.⁵⁷¹ Jedoch urteilten die Lordrichter wiederholt, dass „due diligence“- bzw. „reasonable care“-Defences mit Blick auf die Unschuldsvermutung des Art. 6 Abs. 2 EMRK restriktiv dahin auszulegen seien, dass es genüge, wenn der Angeklagte lediglich die Möglichkeit des Eingreifens der defence belege; daraufhin müsse die Anklage das Eingreifen der defence jenseits eines vernünftigen Zweifels widerlegen.⁵⁷² Nur in eng begrenzten Einzelfällen verstoße eine Beweislastumkehr aufgrund einer „due diligence“-Defence nicht gegen Art. 6 Abs. 2 EMRK, nämlich wenn dies ein gerechtfertigtes und verhältnismäßiges Mittel zur Erreichung eines legitimen Ziels darstelle;⁵⁷³ hieran seien jedoch strenge Anforderungen zu stellen.⁵⁷⁴ Die gleichen Grundsätze dürften auch für die weiteren Defences des s. 397 (5) FSMA 2000 gelten.

Angesichts dieser Entwicklung dürfte die praktische Bedeutung der britischen Strafvorschrift der Irreführenden Praktiken künftig eher (noch) geringer sein als nach der früheren Rechtslage. Vielmehr kann das insoweit traditionell bestehende Verfolgungs- und Ahndungsdefizit nur durch das im FSMA 2000 normierte „zivile“ Marktmissbrauchsregime der ss. 118 ff. FSMA 2000 überwunden werden.

b. Vereinbarkeit des gegenwärtigen deutschen Manipulationsstrafatbestands mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung

(1) Verlagerung der Beweislast hinsichtlich des Handelsmotivs auf den Angeklagten

(a) *Problemstellung*

In auffälligem Gegensatz zur soeben beschriebenen historischen deutschen Rechtslage gilt seit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie im Jahr 2004 in Deutschland nunmehr erstmals ein gegen handelsgestützte Manipulation gerichteter Straftatbestand (§ 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG), der gänzlich ohne Absichtsmerkmale auskommt. Die Frage nach den Beweggründen des Handelnden wurde vollständig aus den Verbotsalternativen des manipulativen Handels ausgeklammert und statt dessen in den Ausnahmetatbestand des § 20 a II 1 WpHG verlagert.

Zu dieser Objektivierung des Verbotstatbestands der handelsgestützten Marktmanipulation und zur Verlagerung der Motivfrage in einen Ausnahmetatbestand kam es im Zuge der

⁵⁷¹ Vgl. *Muhammad* [2003] 2 W.L.R., S. 1050; *Kearns* [2003] 1 Cr. App. R., S. 7; Clarkson/Keating, S. 235.

⁵⁷² *Kebilene* [1999] 3 W.L.R., S. 972; *Lambert* [2001] 2 Cr.App.R., S. 511; *Carass* [2002] 2 Cr.App.R., S. 4; *Sheldrake* [2002] 2 All E.R., S. 497; vgl. auch Clarkson/Keating, S. 234.

⁵⁷³ *L v D.P.P.* [2002] 1 Cr.App.R., S. 420; *Drummond* [2002] Crim.L.R., S. 666.

⁵⁷⁴ *Carass* [2002] 2 Cr.App.R., S. 4.

Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in deutsches Recht durch die Einführung des in enger Anlehnung an Art. 1.2 (a) HS 2 MMR formulierten § 20 a II 1 WpHG.

Mit dem Ausnahmetatbestand des Art. 1.2 (a) HS 2 MMR beabsichtigten die Verfasser der Marktmissbrauchsrichtlinie offenbar eine deutliche Erleichterung der den zuständigen Behörden obliegenden Beweislast. So legt die Formulierung des Art. 1.2 (a) HS 2 MMR, „es sei denn, die Person (...) weist nach, dass sie legitime Gründe dafür hatte (...)“, nahe, dass der Verdächtige beweisen muss, dass die Voraussetzungen des ihm günstigen Ausnahmetatbestandes vorliegen, also auch dafür, dass er aus legitimen Gründen handelte. Dieses Verständnis findet eine weitere Stütze in Ziffer 20 der Präambel der MMR, insbesondere deren englischer Fassung, wo es heißt: „A person (...) may be able to establish that his reasons (...) were legitimate (...). A sanction could still be imposed if the competent authority established that there was another, illegitimate reason (...)“. ⁵⁷⁵ Erst dann also, wenn dem Verdächtigen der Nachweis eines legitimen Grundes gelingt, muss die zuständige Behörde die Existenz eines weiteren, illegitimen Motivs beweisen.

Der deutsche Gesetzgeber formulierte in § 20 a II 1 WpHG zwar nicht ebenso ausdrücklich, dass dem Tatverdächtigen der Nachweis dafür obliegt, dass er aus legitimen Gründen gehandelt hat. ⁵⁷⁶ Dennoch legen der Wortlaut des § 20 a II 1 WpHG sowie dessen systematische Stellung als Tatbestandsausnahme ⁵⁷⁷ nahe, dass er ebenfalls eine Beweislastumkehr zu Lasten des Tatverdächtigen u.a. bezüglich des Handelsmotivs beinhaltet.

Da das nach dem Vorbild der Marktmissbrauchsrichtlinie gestaltete deutsche Manipulationsverbot nicht nur mit verwaltungsrechtlichen Sanktionen bewehrt, sondern auch Bezugsnorm einer Strafdrohung ist, stellt sich die Frage, ob eine vollständige Verlagerung der Beweislast hinsichtlich des Handelsmotivs auf den Angeklagten nicht – jedenfalls im strafrechtlichen Kontext – gegen den Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 der Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK) und den darauf beruhenden

⁵⁷⁵ Die englische Wortwahl „to establish“, das u.a. „beweisen, nachweisen“ bedeutet, macht deutlicher als die deutsche Fassung des Ziffer 20 der Präambel, welche die Begriffe „geltend machen“ und „feststellen“ verwendet („Eine Person (...) könnte geltend machen, dass sie legitime Gründe hatte (...). Eine Sanktion könnte dennoch verhängt werden, wenn die zuständige Behörde feststellt, dass sich hinter diesen Geschäften oder Aufträgen ein anderer rechtswidriger Grund verbirgt.“), dass es hier um die Verteilung der Beweislast geht.

⁵⁷⁶ Kutzner, WM 2005, S. 1404.

⁵⁷⁷ Kutzner, WM 2005, S. 1404.

Zweifelsgrundsatz „in dubio pro reo“ verstößt, bzw. welches Verständnis der Beweislastverteilung zwischen Anklage und Verteidigung insoweit geboten ist.

(b) *Übertragung der Rechtsprechungsgrundsätze des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zur Rechtmäßigkeit gesetzlicher Vermutungen auf den Manipulationsstrafatbestand*

Da Deutschland die Europäische Menschenrechtskonvention unterzeichnet hat, gilt das Prinzip der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK (das im Übrigen schon aus dem grundgesetzlichen Rechtsstaatsprinzip des Art. 19 Abs. 3 GG folgt)⁵⁷⁸ auch im deutschen (Straf-) Recht.⁵⁷⁹ Zwar steht die EMRK in Deutschland grundsätzlich im Rang eines einfachen (Bundes-)Gesetzes;⁵⁸⁰ da jedoch die Grundrechtsgewährleistungen der EMRK weitgehend denen des Grundgesetzes entsprechen, hat das Bundesverfassungsgericht im Jahr 1987 ausgeführt, dass andere gesetzliche Bestimmungen der Bundesrepublik (wie beispielsweise die Strafprozessordnung) im Lichte der Wertentscheidungen der EMRK auszulegen seien.⁵⁸¹ Dieser Auffassung folgen auch die oberen Bundesgerichte.⁵⁸² Damit kommt der EMRK im deutschen Recht *de facto* ein übergesetzlicher Rang zu.

Das Bundesverfassungsgericht hat mit Beschluss vom 14. Oktober 2004⁵⁸³ ausdrücklich die Pflicht der bundesdeutschen Gerichtsbarkeit zur „Berücksichtigung“ der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte festgestellt. Die Berücksichtigungspflicht bedeutet eine Verpflichtung zur Auseinandersetzung mit der einschlägigen Judikatur in Verbindung mit einer besonderen Begründungslast im Abweichensfalle. Zur Auslegung des Art. 6 Abs. 2 EMRK kann somit auf die Rechtsprechungsgrundsätze des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zur Unschuldsvermutung zurückgegriffen werden.

Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte ist Art. 6 Abs. 2 EMRK nicht nur bei der Durchführung von Strafverfahren, sondern bereits bei der Normierung von Straftatbeständen zu beachten.⁵⁸⁴ Insoweit war in der Vergangenheit insbesondere die Rechtmäßigkeit der Ausgestaltung gesetzlicher Vermutungen von

⁵⁷⁸ BVerfGE 22, 254, 265; BVerfG NJW 90, 2741.

⁵⁷⁹ Vgl. Artikel 46 der EMRK: „Die Hohen Vertragsparteien verpflichten sich, in allen Rechtssachen, in denen sie Partei sind, das endgültige Urteil des Gerichtshofs zu befolgen.“

⁵⁸⁰ BVerfGE 10, 271, 274; BayVerfGHE 9 II 21; BGH 21, 81, 84.

⁵⁸¹ BVerfG NJW 1987, 2427.

⁵⁸² BGH 8, 59, 64; BVerwGE 6, 271; BVerwG DÖV 60, 65.

⁵⁸³ BVerfG, Beschluss vom 14. Oktober 2004, Az. 2 BvR 1481/04 (Fall *Görgülü*).

⁵⁸⁴ Vgl. *Salabiaku gg. Frankreich* (1991) 13 EHRR S. 379, 388 Abschn. 28.

Straftatbestandsmerkmalen wiederholt Gegenstand der Überprüfung durch den Straßburger Gerichtshof. Nach dessen Rechtsprechung sind Rechtsvermutungen grundsätzlich so zu normieren, dass die Rechte der Verteidigung erhalten bleiben und das Gericht nicht an einer eigenständigen Würdigung des Falles gehindert wird.⁵⁸⁵ Im übrigen wendet der Gerichtshof seine zur verfahrensrechtlichen Beachtung der Unschuldsvermutung entwickelten Grundsätze entsprechend auch auf die Gestaltung gesetzlicher Vermutungen bezüglich der Merkmale eines Straftatbestands an: Im Rahmen eines Strafverfahrens muss die Anklage zur Wahrung des Art. 6 Abs. 2 EMRK mindestens prima facie nachweisen, dass der Straftatbestand erfüllt ist; lässt sich der Angeklagte daraufhin nicht zur Sache ein, darf das Gericht nur dann auf seine Schuld schließen, wenn die von der Anklage vorgelegten Beweise so überzeugend sind, dass dies als die einzige vernünftige Schlussfolgerung erscheint.⁵⁸⁶ Dementsprechend sind nach der Rechtsprechung des Gerichtshofs auch gesetzliche Vermutungen des Vorliegens eines Straftatbestandsmerkmals nur dann mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung vereinbar, wenn der Nachweis der Vermutungsvoraussetzungen als einzigen nach der Lebenserfahrung vernünftigen Schluss allein das Vorliegen der Vermutungsfolge zulässt.⁵⁸⁷

Versteht man den Ausnahmetatbestand des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG in der oben dargestellten, durch die Fassung des Art. 1.2 (a) HS 2 und von Ziffer 20 der Präambel der MMR nahegelegten Weise, nämlich dahingehend, dass der Angeklagte vollen Beweis für ein Handeln aus legitimen Gründen erbringen muss, wirken die Verbotstatbestände in § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG praktisch wie eine vom Angeklagten zu widerlegende gesetzliche Vermutung des Nichtvorliegens der Ausnahmenvoraussetzungen und damit auch des Handelns aus einem illegitimen Motiv. Die dargestellten Grundsätze der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zur Rechtmäßigkeit gesetzlicher Vermutungen lassen sich daher auf den Ausnahmetatbestand des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG übertragen. Danach ist eine vollständige Verlagerung der Beweislast für ein Handeln aus legitimen Motiven auf den Angeklagten nur dann mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK vereinbar, wenn der Nachweis der Voraussetzungen des § 20 a I 1 Nr. 2 oder 3 WpHG als einzigen nach der Lebenserfahrung

⁵⁸⁵ *Salabiaku gg. Frankreich* (1991) 13 EHRR S. 379, 388 Abschn. 28.

⁵⁸⁶ Vgl. *John Murray gg. Das Vereinigte Königreich* (1997) 22 EHRR S. 29, 60 f. Abschn. 47, 63 Abschn. 54; *Telfner gg. Österreich* (Antr. Nr. 33501/96, Urteil vom 20. März 2001) Abschn. 17 und 18; *Ovey/White*, S. 179.

⁵⁸⁷ *Salabiaku gg. Frankreich* (1991) 13 EHRR S. 379, 390 Abschn. 30; vgl. auch *X gg. Das Vereinigte Königreich* (1972) 42 CD 135, ECommHR.

vernünftigen Schluss allein die Annahme zulässt, dass der Angeklagte aus illegitimen Motiven gehandelt hat.

Voraussetzung hierfür ist, dass die von den Verbotsalternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG erfassten Transaktionen regelmäßig nur zu einem ganz geringen Teil auf „legitimen Gründen“ im Sinne des Ausnahmetatbestands des § 20 a II 1 WpHG beruhen. Anders gewendet, müsste bei Eingreifen einer der Verbotsalternativen mit ganz überwiegender Wahrscheinlichkeit ein Handeln aus illegitimen Gründen vorliegen, während die Wahrscheinlichkeit, dass vom Verbotstatbestand erfasste Transaktionen legitim motiviert sind, entsprechend gering sein müsste. Der von der Ausnahmeregelung insoweit erfasste Lebenssachverhalt müsste also auch tatsächlich Ausnahmecharakter haben.

(c) *Die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen*

Damit stellt sich zunächst die Frage, was unter „legitimen Gründen“ im Sinne des § 20 a II 1 WpHG zu verstehen ist.

Im Gesetz findet sich hierzu kein ausdrücklicher Hinweis. Art. 2 und 3 der Verordnung Nr. 2004/72/EG zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie⁵⁸⁸ sowie die darauf beruhenden deutschen Umsetzungsvorschriften in §§ 7-10 MaKonV konkretisieren den Ausnahmetatbestand des Art. 1.2 (a) HS 2 MMR bzw. des § 20 a II 1 WpHG lediglich hinsichtlich des Merkmals der „zulässigen Marktpraxis“, nicht jedoch hinsichtlich des Merkmals der „legitimen Gründe“.

Ebenso wenig enthält die Begründung des Regierungsentwurfs des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, durch das u.a. die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie in deutsches Recht umgesetzt wurden, eine ausdrückliche Definition dessen, was mit „legitimen Gründen“ im Sinne des § 20 a II 1 WpHG gemeint ist.⁵⁸⁹ Die Entwurfsbegründung weist lediglich umgekehrt darauf hin, dass keine legitimen Gründe vorliegen, „wenn festgestellt werden kann, dass der Handelnde in betrügerischer oder manipulativer Absicht gehandelt hat“. Damit enthält die Entwurfsbegründung nur eine zirkelschlüssige Pseudodefinition des Merkmals der legitimen Gründe und liefert gerade keine Erklärung dafür, in welchen Fällen die Absichten des Täters als manipulativ oder betrügerisch und damit illegitim anzusehen sind.

⁵⁸⁸ Verordnung Nr. 2004/72/EG der Europäischen Kommission vom 29. April 2004, ABl. L 162, S. 70-75.

⁵⁸⁹ RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.5.2004, S. 37.

Hingegen ist dem ersten der in Art. 1.2 Satz 2 MMR aufgeführten Beispiele für verbotene Marktmanipulation zu entnehmen,⁵⁹⁰ dass der Richtliniengesetzgeber jedenfalls die Absicht, sich eine marktbeherrschende Stellung zu sichern bzw. eine Absprache über Preise und Mengen einzuhalten, als illegitimes Handelsmotiv betrachtet.⁵⁹¹ Hieraus könnte zu folgern sein, dass der Richtliniengesetzgeber lediglich die Absicht der Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung bzw. der Einhaltung von Preis- und Mengenabsprachen als illegitim, alle anderen denkbaren Handelsmotive hingegen als legitim ansieht. Ein solches weites Verständnis der Ausnahmevoraussetzung der „legitimen Gründe“ scheint auch der deutsche Verordnungsgeber der MaKonV zu hegen, der in § 3 II Nr. 3 MaKonV pauschal „wirtschaftliche“ Gründe als legitim bezeichnet.

Gegen diese Auslegung spricht jedoch bereits die Einleitung der Auflistung der Beispiele in Art. 1.2 Satz 2 MMR, von der Basisdefinition des Art. 1.2 a-c MMR leiteten sich „insbesondere“ die nachfolgenden Beispiele ab. Auch die Entstehungsgeschichte der Marktmissbrauchsrichtlinie zeigt, dass ihre Verfasser durchaus eine Reihe weiterer Handelsmotive für illegitim hielten: Der Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission enthielt noch deutlich mehr Beispiele für handelsgestützte Manipulation und beschrieb diese alle anhand bestimmter illegitimer Handelsmotive.⁵⁹² Manipulativ waren danach Transaktionen in der Absicht, einen falschen Eindruck von Handelsaktivität hervorzurufen;⁵⁹³ eine Verknappung des Angebots herbeizuführen;⁵⁹⁴ den Schlusskurs eines Finanzinstruments zu verändern,⁵⁹⁵ sowie den Kassakurs oder Erfüllungspreis eines Derivatkontrakts⁵⁹⁶ oder

⁵⁹⁰ Wie oben (C.I.2.b.) bei der Diskussion der Bestimmtheit des § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG dargestellt, können diese Beispiele, soweit sie ausdrücklich oder stillschweigend bestimmte Motive oder Absichten voraussetzen, nur der Illustrierung des Ausnahmetatbestands dienen, nicht jedoch der der Verbotstatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG bzw. des Art. 1.2 (a) HS 1, (b) MMR, da letztere nach den obigen Feststellungen kein Motiv- bzw. Absichtsmerkmal enthalten.

⁵⁹¹ Vgl. auch die offenbar auf diesem in der Marktmissbrauchsrichtlinie genannten Beispiel beruhenden Beispiele für „täuschendes“ bzw. „irreführendes“ Transaktionsverhalten in § 4 III Nr. 1 bzw. § 3 II Nr. 2 MaKonV.

⁵⁹² Vgl. die Auflistung von Beispielen für handelsgestützte Manipulation im Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Abschnitt B des Anhangs des Richtlinienvorschlags.

⁵⁹³ Kommissionsvorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie, KOM/2001/0281, Anhang Abschnitt B: „* Trade-based actions intended to create a false impression of activity“.

⁵⁹⁴ Kommissionsvorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie, KOM/2001/0281, Anhang Abschnitt B: „* Trade-based actions intended to create a shortage“.

⁵⁹⁵ Kommissionsvorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie, KOM/2001/0281, Anhang Abschnitt B: „Buying or selling financial instruments at the close of the market in an effort to alter the closing price of the financial instrument (...)“.

einen als Referenzgröße dienenden Preis eines Finanzinstruments zu beeinflussen.⁵⁹⁷ Auch diese Aufzählung bezeichnete die Kommission ausdrücklich als nicht abschließend,⁵⁹⁸ so dass darüber hinaus noch weitere illegitime Handelsmotive denkbar sind. Hieraus ist im Umkehrschluss zu folgern, dass auch die Ausnahmevoraussetzung der „legitimen Gründe“ entsprechend enger zu verstehen ist. Für eine enge Auslegung des Merkmals der „legitimen Gründe“ spricht schließlich auch dessen systematische Stellung in einem Ausnahmetatbestand, welche gerade impliziert, dass das vom Verbotstatbestand erfasste Handelsverhalten in der Regel illegitim motiviert ist und nur ausnahmsweise auf legitimen Gründen beruht.

Wie jedoch letztendlich das quantitative Verhältnis von legitimen und illegitimen Handelsmotiven zu gewichten, was mithin die Ausnahme und was die Regel ist, lässt sich genauer nur durch eine teleologische Auslegung des Legitimitätsbegriffs des § 20 a II 1 WpHG anhand des Zwecks des Manipulationsverbots bestimmen, wonach solche Handelsmotive als legitim anzusehen sind, die dem Verbotszweck nicht zuwiderlaufen.

Das gegenwärtig geltende Manipulationsverbot des § 20 a I 1 WpHG dient nach dem Willen des Gesetzgebers in erster Linie den überindividuellen Zwecken der Stärkung des Kapitalmarktes und der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland durch die Verbesserung des Schutzes der Anleger u.a. vor unzulässigen Marktpraktiken.⁵⁹⁹ Dies entspricht der Intention des europäischen Gesetzgebers, der als Ziele der in der Marktmissbrauchsrichtlinie enthaltenen Vorschriften zur Bekämpfung der Marktmanipulation die Sicherung der Marktintegrität und die Stärkung des Vertrauens der Anleger angibt, welche wiederum Voraussetzungen eines effizienten, reibungslos funktionierenden integrierten Finanzmarkts seien.⁶⁰⁰ In ähnlicher Weise wurden bereits im FESCO-Report als Ziele der Bekämpfung von Marktmissbrauch die Stärkung des Anlegerschutzes, die

⁵⁹⁶ Kommissionsvorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie, KOM/2001/0281, Anhang Abschnitt B: „Trading specifically to interfere with the spot or settlement price of derivative contracts“.

⁵⁹⁷ Kommissionsvorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie, KOM/2001/0281, Anhang Abschnitt B: „Trading to influence the particular spot price for a financial instrument that had been agreed as determining the value of a transaction“.

⁵⁹⁸ Kommissionsvorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie, KOM/2001/0281, Anhang Abschnitt B: „The following illustrative examples of methods being used for market manipulation are not exhaustive, (...)“.

⁵⁹⁹ Vgl. RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.5.2004, S. 26.

⁶⁰⁰ Vgl. Ziffern (2) und (12) der Präambel der MMR; ebenso bereits die Europäische Kommission in ihrem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Allgemeine Erläuterungen, Abs. 4.

Gewährleistung niedriger Kapitalkosten für Unternehmen sowie die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte genannt.⁶⁰¹ Auch die historischen Vorgängervorschriften des § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG, § 88 BörsG 1986 und § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F., dienten nach überwiegender Ansicht dem überindividuellen Zweck des Schutzes der Wahrheit der Preisbildung und damit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.⁶⁰² Als mittelbarer oder gleichberechtigter weiterer Zweck galt daneben der Schutz des Vermögens der Anleger.⁶⁰³

Demnach kann unterstellt werden, dass das gegenwärtige deutsche Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation in § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG jedenfalls auch dem oben⁶⁰⁴ als ökonomisch sinnvoll herausgearbeiteten Zweck des Schutzes der Informationseffizienz des Marktes dient. Somit lassen sich auch die obigen⁶⁰⁵ Erkenntnisse über die am Maßstab der Auswirkungen auf die Informationseffizienz des Marktes gemessene Legitimität von Handelsmotiven auf die Auslegung des Merkmals der „legitimen Gründe“ in § 20 a II 1 WpHG übertragen.

Illegitime Motive im Sinne des § 20 a II 1 WpHG sind demnach erstens die Absicht, den Preis in eine willkürlich gewählte Richtung zu beeinflussen, d. h. in Richtung auf einen Preis, den der Handelnde subjektiv nicht für näher am wahren Wert hält als den Ausgangspreis; zweitens die Absicht, eine marktbeherrschende Stellung zu erwerben; sowie drittens die Absicht, eine absichtlich herbeigeführte marktbeherrschende Stellung auszunutzen. Hingegen sind alle anderen informationsunabhängigen Motive, wie insbesondere Liquiditätsgründe, sowie alle informationsabhängigen Motive, wie die Absicht der Ausnutzung von dem Anleger zur Verfügung stehenden Informationen, jedenfalls gemessen am Zweck des Schutzes der Informationseffizienz des Marktes legitim.

⁶⁰¹ FESCO, A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffern 1 und 2.

⁶⁰² Zu § 88 BörsG 1986: Begr. RegE, BT-Drs. 10/318, S. 45 („Schutz der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung“); Ledermann, in: Schäfer, § 88 BörsG Rn 1; Groß, § 88 BörsG Rn 1; Kämpel, in: Assmann/Schneider, 3. Aufl., § 15 Rn 186; Park, BB 2001, S. 2069; Schwark, 2. Aufl., § 88 Rn 1; Weber, NZG 2000, S. 114; Lenzen, S. 159. Zu § 20 a WpHG a.F.: Begr. RegE, BT-Drs. 14/8017, S. 89, 249; Möller, WM 2002, S. 313; Rieckers, BB 2002, S. 1215; Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 16.

⁶⁰³ Zu § 88 BörsG 1986: Begr. RegE, BT-Drs. 10/318, S. 46; Fuhrmann, in: Erbs/Kohlhaas, § 88 BörsG Rn 2; a.A: Rodewald/Siems, BB 2001, S. 2439 (Anlegerschutz sei Hauptzweck anstelle des überindividuellen Funktionsschutzes). Zu § 20 a WpHG: Begr. RegE, BT-Drs. 14/8017, S. 1, 62 f.; Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 16; Lenzen, ZBB 2002, S. 284; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 322; Tripmaker, wistra 2002, S. 291; Ziouvas, ZGR 2003, S. 143 f.; in diese Richtung auch Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316; a.A. Altenhain, BB 2002, S. 1875 (Anlegerschutz sei Hauptzweck anstelle des Schutzes der Allokationsfunktion).

⁶⁰⁴ A.II.2 u. 3, A.III.3.

⁶⁰⁵ A.IV.3.

Die drei genannten illegitimen Motive finden sich auch im ersten Beispiel des Art. 1.2 Satz 2 MMR sowie vor allem in den im Kommissionsvorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie aufgeführten⁶⁰⁶ Beispielen für manipulativen Handel wieder. Dasselbe gilt für die Beispiele in § 4 III Nr. 1 bzw. § 3 II Nr. 2 MaKonV, wobei allerdings unter Absprachen gemäß § 3 II Nr. 2 MaKonV nur solche zu verstehen wären, die dem weitergehenden Ziel der Preiseinwirkung oder der Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung dienen.

Bei diesem Verständnis des Merkmals der legitimen Gründe ist deren Anzahl nahezu unbegrenzt, während es nur drei illegitime Gründe bzw. Handelsmotive gibt. Ein solches Verständnis des Legitimitätsbegriffs im Rahmen des Verbots der handelsgestützten Marktmanipulation erscheint auch aus wirtschaftspolitischer Perspektive plausibel, da auf diese Weise nur ein kleiner Teil aller Kapitalmarkttransaktionen als illegitim gilt und verboten wird, so dass keine Gefahr besteht, dass ein solches Verbot den Handel lähmt und die Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Märkte gefährdet.

(d) Fehlende Filterfunktion der Tatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG

Aus der geringen Anzahl illegitimer Gründe und des eindeutigen Überwiegens legitimer Gründe im Sinne des § 20 a II 1 WpHG könnte zu schließen sein, dass das von den Verbotstatbeständen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG erfasste Handelsverhalten mit ganz überwiegender Wahrscheinlichkeit legitime und lediglich ausnahmsweise illegitime Gründe hat. In diesem Fall ließe der Nachweis der Voraussetzungen des § 20 a I 1 Nr. 2 oder 3 WpHG keineswegs als einzigen nach der Lebenserfahrung vernünftigen Schluss allein die Annahme zu, dass der Angeklagte aus illegitimen Motiven gehandelt hat, so dass eine vollständige Verlagerung der Beweislast für ein Handeln aus legitimen Motiven auf den Angeklagten mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK unvereinbar wäre.

Jedoch ungeachtet des obigen Verständnisses des Merkmals der legitimen Gründe in § 20 a II 1 WpHG, wonach deren Anzahl nahezu unbegrenzt, während es nur drei illegitime Gründe bzw. Handelsmotive gibt, wäre das von den Verbotstatbeständen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG erfasste Handelsverhalten mit ganz überwiegender Wahrscheinlichkeit illegitim und lediglich ausnahmsweise legitim motiviert, wenn diese Tatbestände geeignet wären, aus der Gesamtmenge der Handelsaktivitäten solche Transaktionen herauszufiltern, bei denen die

⁶⁰⁶ Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM/2001/0281 (ABl. Nr. C 240 E v. 28.08.2001, S. 265 ff.), Anhang, Abschnitt B.

Wahrscheinlichkeit eines illegitimen Handelsmotivs signifikant höher ist als beim Durchschnitt der Transaktionen. Eine solche Vorauswahlfunktion können die beiden Verbotsalternativen jedoch bereits wegen ihrer tatbestandlichen Weite nicht erfüllen: Nach den obigen Feststellungen ist jegliches Handelsverhalten unter die Alternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG subsumierbar, das die Effizienz der Informationsverarbeitung durch den Markt und damit den Informationsgehalt der Marktpreise schmälert, d.h. sämtliche informationsunabhängigen oder auf Informationsverarbeitungsfehlern beruhenden Transaktionen, welche einen Großteil des gesamten Handels ausmachen.⁶⁰⁷ Daher kann der Anteil illegitim motivierter Transaktionen an den von den Alternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG erfassten Transaktionen praktisch kaum höher sein als der Anteil illegitimer Transaktionen am Handelsverhalten insgesamt; Handel aus illegitimen Motiven kann also keineswegs den überwiegenden Teil der vom Verbotstatbestand erfassten Transaktionen ausmachen, sondern ist letztlich der Ausnahmefall.

(e) Zwischenergebnis

Da somit von den Verbotsalternativen der § 20 a I 1 Nr. 2 oder 3 WpHG erfasstes Handelsverhalten mit ganz überwiegender Wahrscheinlichkeit auf legitimen Gründen beruht, lässt der Nachweis der Voraussetzungen des § 20 a I 1 Nr. 2 oder 3 WpHG keineswegs als einzigen nach der Lebenserfahrung vernünftigen Schluss allein die Annahme zu, dass der Angeklagte aus illegitimen Motiven gehandelt hat. Vielmehr lässt sich allein aus dem Eingreifen einer der Verbotsalternativen überhaupt keine Schlussfolgerung hinsichtlich der Motivation des Handelnden bzw. der Legitimität des Handelsmotivs ziehen. Die Ausnahmeregelung des § 20 a II 1 WpHG darf daher hinsichtlich des Merkmals der legitimen Gründe nicht so ausgelegt werden, dass der Angeklagte vollen Beweis für ein Handeln aus legitimen Gründen erbringen muss, da dem Eingreifen einer der Verbotsalternativen anderenfalls eine Vermutungswirkung hinsichtlich des Handelsmotivs zukäme, die mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung in Art. 6 Abs. 2 EMRK unvereinbar wäre.⁶⁰⁸

Nach alledem lässt sich die von den Verfassern der Marktmissbrauchsrichtlinie angestrebte vollständige Verlagerung der Beweislast hinsichtlich des Handelsmotivs auf den Handelnden jedenfalls im Rahmen einer Strafvorschrift nicht erreichen.

⁶⁰⁷ S.o. C.I.2.b.(5).

⁶⁰⁸ Im Ergebnis ebenso Kutzner, WM 2005, S. 1404.

(2) Verlagerung der Beweislast hinsichtlich der Möglichkeit eines Handelns aus legitimen Gründen auf den Angeklagten

Dies führt zu der Frage, ob § 20 a II 1 WpHG dahingehend ausgelegt werden kann, dass der wegen manipulativen Handelsverhaltens nach §§ 38 II, 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2 oder 3 WpHG Angeklagte Tatsachen beweisen muss, aufgrund deren es zumindest möglich erscheint, dass er aus einem legitimen Grund im Sinne des § 20 a II 1 WpHG gehandelt hat, und dass die Anklagebehörde erst dann, wenn ihm dies gelingt, zweifelsfrei nachweisen muss, dass der legitime Grund tatsächlich nicht vorlag, oder dass der Angeklagte daneben einen illegitimen Grund hatte, wobei verbleibende Zweifel hinsichtlich der Motivlage zu Lasten der Anklage gehen.

Bei dieser Auslegung wäre die Beweissituation ähnlich wie etwa bei Rechtfertigungs- und Entschuldigungsgründen, deren Eingreifen die Verteidigung auch lediglich als möglich zu beweisen braucht, um die Anklage zu erschüttern und zur zweifelsfreien Widerlegung des Eingreifens des Rechtfertigungs- oder Entschuldigungsgrundes zu zwingen.

Eine solche Auslegung des § 20 a II 1 WpHG verbietet sich jedoch angesichts der Unbestimmtheit der § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 i.V.m. §§ 38 II, 39 I Nr. 1 WpHG, aufgrund deren diese Vorschriften die grundlegende Tatbestandsfunktion der Eingrenzung des strafwürdigen Verhaltens nicht erfüllen können und somit keine Tatbestandsqualität haben. Aufgrund der mangelnden Tatbestandsqualität des Manipulationsstraftatbestand kann der Nachweis des Vorliegens der Voraussetzungen des § 20 a I 1 Nr. 2 oder 3 WpHG keinen Tatnachweis darstellen, der geeignet ist, die Unschuldsvermutung zu erschüttern, geschweige denn zu widerlegen, und kann folglich auch keine Pflicht des Angeklagten zu seiner Entlastung auslösen. Anderenfalls könnte der Angeklagte im Fall seines Schweigens praktisch ohne jeglichen Tatnachweis seitens der Staatsanwaltschaft verurteilt werden. Der Angeklagte würde mit einer primären Exkulpationspflicht belastet und die Unschuldsvermutung praktisch in eine Schuldvermutung umgekehrt, die der Angeklagte durch den Nachweis der Möglichkeit eines Handelns aus legitimen Gründen erschüttern müsste. Erst eine Einlassung des Angeklagten zu seinem Motiv würde die eigentlich originäre Pflicht der Anklage zur Erbringung eines Tatnachweises auslösen.

(3) Zwischenergebnis

Zum Schutz der Rechte der Angeklagten bzw. Tatverdächtigen und zur Wahrung des Grundsatzes der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK sowie gemäß dem grundgesetzlichen Rechtsstaatsprinzip (Art. 19 Abs. 3 GG) sind die §§ 38 II, 39 I Nr. 1, 20 a I

1 Nr. 2 und 3 i.V.m. § 20 a II 1 WpHG (soweit sie die Begehung durch Transaktionsverhalten betreffen) daher so auszulegen, dass die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen – jedenfalls im strafrechtlichen Kontext – in eine Verbotsvoraussetzung, nämlich die des Handelns aus illegitimen Gründen, umzudeuten ist. Damit obliegt es von vornherein der Anklage, das Vorliegen eines der drei oben erwähnten illegitimen Motive zweifelsfrei zu beweisen.

Damit führte die Neufassung des deutschen Straftatbestands der handelsgestützten Marktmanipulation durch die Verlagerung der Motivfrage in einen Ausnahmetatbestand nach dem Vorbild der Marktmissbrauchsrichtlinie im Ergebnis zu keiner Veränderung der Beweissituation der Anklage im Vergleich zur früheren Rechtslage. Die von den historischen deutschen Manipulationsstraftatbeständen her bekannte Nachweisproblematik bleibt auch unter der Geltung der §§ 38 II, 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2 und 3, II 1 WpHG ungelöst.

c. Exkurs: Bedeutung von Indizien im Rahmen der strafrechtlichen Bekämpfung der Marktmanipulation

Da der Anklage nach den obigen Ausführungen der Nachweis eines manipulativen Motivs auch weiterhin nicht erspart werden kann, ist die Schlüsselfrage einer strafrechtlichen Regulierung der handelsgestützten Manipulation nunmehr, ob und wie dieser Nachweis im Rahmen eines Strafverfahrens gelingen kann. Ein direkter Beweis etwa mittels eines Geständnisses oder schriftlicher Dokumente dürfte zwar nicht die Regel sein. Allerdings erhöhen moderne Textverarbeitungs- und Kommunikationstechniken das Risiko jedenfalls für mehrere, in Absprache handelnde Mittäter,⁶⁰⁹ bei der Planung der Tat vielfältige Spuren zu hinterlassen, indem sie ihre Absichten per Email kommunizieren oder belastende interne Memos und sonstige Dokumente auf Festplatten von PCs oder Laptops oder auf sonstigen Speichermedien speichern. So belegte im Citibank-Fall vom August 2004 offenbar ein internes, per Email kommuniziertes Memo, welches die für die Citibank tätigen Händler zur konzertierten Durchführung einer bestimmten Handelsstrategie anweist, die mit dieser Strategie verfolgte Absicht, den Kurs europäischer Staatsanleihen an der Handelsplattform MTS durch Interventionen an der Terminbörse Eurex zu manipulieren, um kleinere Konkurrenten nachhaltig zu verunsichern und aus dem Markt zu drängen.⁶¹⁰

⁶⁰⁹ Im Hinblick auf die Beweislage bei Mittäterschaft vgl. auch IOSCO-Report, S. 21.

⁶¹⁰ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 29 v. 04.02.2005, S. 19, 21; Handelsblatt Nr. 25 v. 04./05./06.02.2005, S. 19.

In der Regel wird die Anklage jedoch auf Indizien angewiesen sein, welche indirekt den Schluss auf ein manipulatives Motiv zulassen.⁶¹¹ Auch mittels eines solchen indirekten Beweises müsste das Vorliegen eines manipulativen Motivs allerdings zur vollen Überzeugung des Gerichts bewiesen werden. In den letzten Jahren bemühten sich Kapitalmarktaufsichtsbehörden und Gesetzgeber verschiedener Jurisdiktionen intensiv darum, geeignete Indizien zu identifizieren, um die Beweissituation der Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden zu verbessern. Diese sollen im folgenden vorgestellt und auf ihre Tauglichkeit zum Nachweis eines manipulativen Motivs geprüft werden.

§ 3 I MaKonV⁶¹² nennt in Ziffer 1 bis 3 folgende Anzeichen für falsche oder irreführende Signale oder die Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus im Sinne des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG, die jeweils unterschiedlich kombiniert werden: erhebliche Preisänderungen infolge einzelner Transaktionen; eine unmittelbar auf eine solche Preisänderungen folgende gegenläufige Preisentwicklung; Transaktionen, die ein hohes gehandeltes Volumen relativ zum gesamten Tagesgeschäftsvolumen aufweisen; Transaktionen, durch die Personen mit bedeutenden Positionen in einem Finanzinstrument erhebliche Preisänderungen bei diesem Finanzinstrument oder daraufbezogenen Derivaten oder Basiswerten bewirken; Transaktionen, welche die Umkehrung von Positionen innerhalb kurzer Zeit zur Folge haben; die Häufung von Transaktionen innerhalb eines kurzen Abschnitts des Börsentages; Transaktionen mit zeitlicher Nähe zur Feststellung eines als Referenzpreis dienenden Preises; die Rücknahme von Aufträgen, welche die ersichtliche Orderlage verändert haben, vor ihrer Ausführung; und schließlich Transaktionen, welche nicht zu einem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers führen.

Damit setzte der deutsche Verordnungsgeber Art. 4 (a) bis (g) der Durchführungsrichtlinie der EU-Kommission Nr. 2003/124/EG⁶¹³ um, der dieselben Anzeichen als diejenigen Faktoren auflistet, welche die zuständigen nationalen Behörden der Mitgliedsstaaten nach dem Willen der Kommission bei der Anwendung der in Art. 1.2 (a) MMR enthaltenen

⁶¹¹ Auch der Technische Ausschuss der IOSCO betont in seinem Bericht über die Ermittlung und Verfolgung von Marktmanipulation vom Mai 2000 die Bedeutung von Indizien beim Nachweis von Manipulation; IOSCO-Report, S. 21.

⁶¹² Die in § 4 II MaKonV genannten Anzeichen betreffen nicht die Verwirklichung des § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG durch täuschendes Transaktionsverhalten, sondern durch die Verbreitung irreführender Informationen, stellen also nicht Anzeichen für handels-, sondern für informationsgestützte Manipulation dar und tragen daher zur Frage der Nachweisbarkeit handelsgestützter Manipulation nichts bei.

⁶¹³ Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rats im Hinblick auf die Definition und Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Definition der Marktmanipulation, ABl. L 339, 24.12.2003, S. 70 ff.

Manipulationsdefinition berücksichtigen sollen.⁶¹⁴ Die in Art. 4 der Richtlinie 2003/124/EG genannten und in § 3 I MaKonV wiederholten Anzeichen weisen also nach Ansicht der Kommission auf das Vorliegen von manipulativem Handel im Sinne der Gesamt-Definition des Art. 1.2 (a) einschließlich des HS 2 hin, also auf verbotenes, nicht dem Ausnahmetatbestand unterfallendes Handelsverhalten. Über die enge Formulierung des § 3 I MaKonV hinaus können die dort aufgelisteten Anzeichen also als Indizien für das Nicht-Vorliegen legitimer Gründe bzw. das Vorliegen eines illegitimen Grundes im Sinne von Art. 1.2 (a) HS 2 bzw. § 20 a II 1 WpHG verstanden werden. Ähnliche Faktoren nennt auch die britische Aufsichtsbehörde FSA in ihrem Code of Market Conduct als Anzeichen für irreführendes⁶¹⁵ bzw. preisverzerrendes⁶¹⁶ Verhalten im Sinne des s. 118 (2) (b), (c) FSMA, welche sie bei der Beurteilung verdächtigen Verhaltens berücksichtigt.⁶¹⁷ Beide Marktmissbrauchsalternativen erläutert die FSA, wie oben dargelegt, unter Berücksichtigung der Absichten bzw. Motive des Handelnden,⁶¹⁸ so dass auch diese Faktoren als Indizien für illegitim motiviertes Transaktionsverhalten anzusehen sind. In ähnlicher Weise gelten auch in der US-amerikanischen Rechtspraxis u.a. die Erteilung von Geschäftsaufträgen über größere Mengen am Ende des Handelstages sowie die Erteilung mehrerer Kauf- oder Verkaufsgabote zu sukzessiv höheren bzw. niedrigeren Preisen als Indizien für das Vorhandensein einer

⁶¹⁴ Wie die Kommission betont, stellen die genannten Faktoren für sich genommen keine handelsgestützte Manipulation dar, sondern lediglich Indizien für den manipulativen Charakter einer Transaktion; vgl. Art. 4 der Richtlinie 2003/124/EG.

⁶¹⁵ Vgl. MAR 1.5.11 bis 1.5.13. Diese nennen u.a. folgende Faktoren: Einwirkung auf Preis, Nachfrage oder Angebot und Bestehen eines Interesses des Handelnden an der Entwicklung von Preis, Nachfrage oder Angebot; eine darauf folgende gegenläufige Preisentwicklung; die zeitliche Koinzidenz mit der Feststellung eines Referenzpreises; die Rücknahme eines Auftrages vor der Ausführung, dessen Preis außerhalb der bisherigen Preisspanne gelegen hat; sowie die Auswirkung auf Marktpositionen und Marktrisiko des Handelnden.

⁶¹⁶ MAR 1.6.11 nennt als Anzeichen für preisverzerrendes Verhalten: Koinzidenz mit der Feststellung eines Referenzpreises; Verhältnis des gehandelten Volumens zur Tiefe und Liquidität des betreffenden Marktes; Interesse der handelnden Person am Preis des gehandelten Vermögenswertes; Auftreten von Volatilität außerhalb des normalen Rahmens; Verursachung einer Preisbewegung, unmittelbar gefolgt von einer Rückkehr zum Ursprungsniveau; sowie die sukzessive Steigerung oder Senkung des Preises einer Order oder Transaktion. In MAR 1.6.16 nennt die FSA außerdem folgende Anzeichen für das Vorliegen von Abusive Squeezes als einer Spielart preisverzerrenden Verhaltens: (1) Maß der Bereitschaft des Handelnden, seinen beherrschenden Einfluss im Interesse der Erhaltung eines ordentlichen Marktes zu lockern, bzw. Preis, zu welchem er hierzu bereit ist; (2) Erhöhung des Risikos, dass andere Marktteilnehmer ihre Lieferpflichten nicht nur gegenüber dem Handelnden, sondern auch gegenüber Dritten nicht erfüllen können; (3) hohe Abweichung der Lieferpreise auf dem betreffenden Markt von den Lieferpreisen außerhalb des Marktes; (4) hohe Preisdifferenz zwischen Spot-Markt und Forward-Markt, oder besonders hohe oder niedrige Kosten der Leihe des betreffenden Vermögenswertes.

⁶¹⁷ Vgl. MAR 1.5.11 und MAR 1.6.11.

⁶¹⁸ MAR 1.5.8.(4), MAR 1.6.9 f. und MAR 1.6.13.

Verleitungsabsicht im Sinne des s. 9 (a) (2) SEA.⁶¹⁹ Preis, Volumen und Zeitpunkt von Transaktionen betreffende Anzeichen für manipulativen Handel zählt auch der Manipulations-Bericht der IOSCO vom Mai 2000 auf.⁶²⁰

Soweit die in § 3 I MaKonV genannten Anzeichen von der Person des Handelnden unabhängig sind und objektive Kennzeichen von Transaktionen, wie deren Preis, Volumen und Zeitpunkt, betreffen, sind sie jedoch ungeeignet, ein Handeln in manipulativer Absicht zu beweisen. So können Transaktionen, die eine erhebliche Preisänderung bewirken (§ 3 I Nr. 1 a – d MaKonV), ebenso gut auf der Absicht, einen – tatsächlichen oder vermeintlichen – Informationsvorsprung auszunutzen, oder auf legitimen individuellen Liquiditätsgründen beruhen. Damit spricht eine erhebliche Preisänderung zwar dafür, dass das Tatbestandsmerkmal der Bewirkung einer Preisänderung gemäß § 38 II WpHG vorliegt, beweist jedoch nicht zweifelsfrei, dass den ursächlichen Transaktionen ein illegitimes Motiv zugrunde lag. Auch ein hoher Anteil der betreffenden Transaktion am Tagesgeschäftsvolumen gemäß § 3 I Nr. 1 a und c MaKonV sagt über das Motiv nichts aus; vielmehr ist ein relativ hohes Volumen eine Voraussetzung dafür, dass sich einzelne Transaktionen überhaupt deutlich auf den Preis auswirken können, und wird somit in der Regel mit dem erstgenannten Indiz einhergehen. Das gleiche gilt für das Anzeichen der Häufung von Transaktionen innerhalb kurzer Zeit (§ 3 I Nr. 1 d MaKonV), welches ebenfalls lediglich eine mögliche Ursache für erhebliche Preisänderungen darstellt, jedoch nichts über das Motiv des Handelnden aussagt. Ebenso wenig lässt eine auf eine Preisänderung folgende gegenläufige Preisbewegung (§ 3 I Nr. 1 d MaKonV) für sich betrachtet einen Schluss auf ein illegitimes Motiv zu; vielmehr sind auch legitime Gründe der die Preisänderung auslösenden Transaktionen denkbar, etwa ein Handeln aufgrund falscher Informationen oder einer falschen Bewertung von Informationen. Diese Gründe könnten auch hinter auffälligen, die Orderlage verändernden Aufträgen stecken, die noch vor der Ausführung (möglicherweise bei Erkennen des Irrtums) zurückgenommen werden (§ 3 I Nr. 2 MaKonV). Ebenso wenig

⁶¹⁹ Vgl. Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 520; Möller, WM 2002, S. 314; Altendorfer, in: Aichinger/Kalss/Oppitz, S. 223. In der Literatur wird allerdings vereinzelt bezweifelt, dass die genannten Umstände geeignete Indizien für Verleitungsabsicht darstellen; vgl. Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 520 f. Die Beweiskraft eines solchen Indizes ist eine Frage des Einzelfalls, und die genannten Indizien sind gemeinsam mit den übrigen Beweisen zu würdigen; so führte die Staatsanwaltschaft im Fall *United States v GAF Corp.*, 928 F.2d 1253 (2nd Cir. 1991) die Tatsache, dass die angeblich manipulative Transaktion am Ende des Handelstages vorgenommen worden war, als eines unter mehreren Indizien für das Vorliegen von Verleitungsabsicht an; die erstinstanzliche Verurteilung wurde jedoch in der Berufungsinstanz wieder aufgehoben.

⁶²⁰ IOSCO-Report, S. 12 ff.

lässt die zeitliche Nähe einer Transaktion zur Feststellung eines Referenzpreises und die Einwirkung auf diesen Referenzpreis (§ 3 I Nr. e MaKonV) eindeutige Schlussfolgerungen hinsichtlich des Motivs zu.⁶²¹ Die in § 3 I Nr. 1 a, c – e und Nr. 2 MaKonV genannten, Preis, Volumen und Zeitpunkt von Transaktionen betreffenden Anzeichen weisen zwar mit erhöhter Wahrscheinlichkeit auf einen manipulativen Charakter dieser Transaktionen hin und begründen somit einen Anfangsverdacht, reichen jedoch keineswegs für einen zweifelsfreien Manipulationsnachweis aus.⁶²²

Aussagekräftiger hinsichtlich der Motivlage können nur Anzeichen sein, die sich auf die Person des Handelnden beziehen und Rückschlüsse auf die Hintergründe der Investitionsentscheidung des Handelnden zulassen, insbesondere auf seine Informationsgrundlage und seine wirtschaftlichen Interessen, um so ein Handeln aus legitimen Gründen ausschließen zu können. Ein Indiz, das in dieser Weise personenbezogen ist, findet sich in § 3 I Nr. 1 b MaKonV in Gestalt der Bewirkung von Preisveränderungen bei Finanzinstrumenten, von denen der Handelnde eine bedeutende Position innehat, oder bei darauf bezogenen Derivaten oder Basiswerten, da das Innehaben bedeutender Positionen in einem Finanzinstrument ein besonderes wirtschaftliches Interesse des Handelnden an der Preisentwicklung des betreffenden Finanzinstruments und der darauf bezogenen Instrumente begründet.⁶²³ Ebenfalls personenbezogen sind die Indizien der Bewirkung einer Umkehr von Positionen innerhalb kurzer Zeit (§ 3 I Nr. 1 c MaKonV) und des Fehlens eines Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers (§ 3 I Nr. 3 MaKonV), da diese ebenfalls die Interessenlage bzw. die wirtschaftliche Bedeutung der Transaktion für den Handelnden betreffen. Allerdings lassen diese Anzeichen keine eindeutigen Rückschlüsse auf ein illegitimes Motiv zu; vielmehr können auch Transaktionen, die zur Umkehr von Positionen oder zu keinem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers führen, legitim motiviert sein, etwa im Fall von

⁶²¹ Ebenso Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 520.

⁶²² Dies gilt ebenso für die objektiven, preisbezogenen Anzeichen für Abusive Squeezes, welche die FSA in ihrem Handbuch (MAR 1.6.16 (2) bis (4)) auflistet: Da Manipulation nach der hier vertretenen Ansicht nicht in der Ausnutzung einer marktbeherrschenden Stellung besteht, sondern in der absichtlichen Schaffung einer solchen Stellung, reicht es nicht aus, die Existenz eines Marktengpasses und eines darauf beruhenden Preisdrucks zu beweisen, da dies nichts darüber aussagt, ob diese zufällig entstanden sind oder absichtlich erzeugt wurden. Ebenso Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 547.

⁶²³ Auch die FSA nennt in ihrem Handbuch das Bestehen eines besonderen Interesses des Handelnden an der Preisentwicklung eines Finanzinstruments als einen zu berücksichtigenden Faktor, vgl. MAR 1.5.11 (1), 1.5.13, 1.6.11 (2).

Repos oder Wertpapierleihe, oder wenn der Handelnde zugleich für sich selber und als Treuhänder für die andere Partei handelt.⁶²⁴

Zur Widerlegung solcher legitimer Gründe müssen daher weitere Indizien hinzukommen, die ebenfalls die individuelle Informations- und Interessenlage des Handelnden zur Zeit der fraglichen Transaktion betreffen und deren wirtschaftliche Hintergründe beleuchten. So empfiehlt beispielsweise IOSCO für den Fall, dass der Handelnde ein Marktmacher bzw. professioneller Wertpapierhändler ist, zu überprüfen, ob die verdächtige Transaktion der Auftragslage, dem vorhergehenden Transaktionsverhalten sowie etwaigen internen Gepflogenheiten und Richtlinien des Handelnden entspricht oder aber auffällig hiervon abweicht.⁶²⁵ Ferner soll es im Fall von Derivatgeschäften für das Vorliegen eines legitimen Zwecks sprechen, wenn die Erfüllung des Derivatkontrakts verlangt wird, um eigene Lieferpflichten auf dem Kassamarkt zu erfüllen.⁶²⁶ Weitere Hinweise kann das auf die verdächtige Transaktion folgende Verhalten liefern. So nennt IOSCO als Anzeichen dafür, dass eine marktbeherrschende Stellung absichtlich zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus aufgebaut wurde, die weitere Verschärfung des bestehenden Liquiditätsengpasses, etwa indem der marktbeherrschende Inhaber von Kaufoptionen das verfügbare Angebot des betreffenden Gutes absichtlich weiter verringert oder seine Position am Derivatmarkt weiter ausbaut.⁶²⁷ In ähnlicher Weise bezeichnet die FSA die fehlende Bereitschaft des Handelnden, seinen beherrschenden Einfluss im Interesse der Erhaltung eines ordentlichen Marktes zu lockern, als Anzeichen für das Vorliegen eines Abusive Squeeze.⁶²⁸

Für einen Indizienbeweis eines illegitimen Motivs ist somit die intensive Beschäftigung mit der Person des Verdächtigen, seiner wirtschaftlichen Interessenlage und den Hintergründen seines Transaktionsverhaltens weiterhin unumgänglich. Wie bisher ist die Suche nach personenbezogenen Indizien zwar nicht aussichtslos, da den Strafverfolgungsbehörden das

⁶²⁴ Ebenso die FSA, vgl. MAR 1.5.14.

⁶²⁵ IOSCO-Report, S. 18. So empfiehlt IOSCO zur Widerlegung eines legitimen Geschäftszwecks, zu überprüfen, wie oft ein Marktmacher in der relevanten Zeitspanne sein Gebot erhöhte, wie sich dessen Höhe zu den Geboten anderer Marktmacher verhielt und ob die Orderlage ein solches Verhalten rechtfertigte; ferner, ob ein Marktmacher Transaktionen zu Preisen außerhalb der Spanne der von ihm quotierten Preise abgeschlossen hat; und schließlich, ob ein Marktmacher eine größere Anzahl von Vermögenswerten vorrätig hält als normal oder durch die Marktlage gerechtfertigt wäre.

⁶²⁶ IOSCO-Report, S. 19.

⁶²⁷ IOSCO-Report, S. 18.

⁶²⁸ MAR 1.6.16 (1).

gesamte Arsenal der Ermittlungsmaßnahmen der StPO zur Verfügung steht. Darüber hinaus empfiehlt IOSCO, im Rahmen der Marktaufsicht eine tägliche Berichtspflicht der Marktteilnehmer über das Bestehen offener Positionen am Derivatmarkt einzuführen.⁶²⁹ Mit Hilfe dieses „position reporting“ soll den Aufsichtsbehörden die Identifizierung von Marktteilnehmern mit besonderer Marktmacht erleichtert werden. Eine solche routinemäßige Überwachung der Entwicklung individueller Positionen und Marktrisiken würde die Aufklärung der wirtschaftlichen Interessenlage eines Verdächtigen zur Zeit der möglicherweise manipulativen Transaktion zweifellos erleichtern. Dennoch ist die Ermittlung der persönlichen Informations- und Interessenlage des Verdächtigen weiterhin aufwändig und mit hohen Kosten verbunden.⁶³⁰ Hingegen lassen sich die in § 3 I MaKonV MaKonV zusammengestellten transaktionsbezogenen Indizien heutzutage dank der fortschreitenden Automatisierung des Handels und der Möglichkeiten der elektronischen Speicherung und Weiterleitung von Daten wesentlich leichter und kostengünstiger aufspüren, indem die Marktveranstalter Handelsdaten und Kursverläufe elektronisch erfassen, diese routinemäßig mit aus historisch Daten errechneten Mustern abgleichen und die Aufsichtsbehörden über etwaige Auffälligkeiten informieren.⁶³¹ Die Anwendbarkeit des Manipulationsstrafatbestands wird dadurch allerdings nur insoweit erleichtert, als es häufiger zu einem Anfangsverdacht kommen wird und manipulative Transaktionen künftig seltener völlig übersehen werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Ermittlungen zu einem Tatnachweis führen, dürfte hingegen nicht steigen. Die Bemühungen von Gesetzgebern und Aufsichtsbehörden zur Identifizierung objektiver Indizien für illegitim motivierte Transaktionen vermögen die Aufgabe der Strafverfolgungsbehörden, ein entsprechendes Motiv zu erkennen und nachzuweisen, daher letztlich nicht nennenswert zu erleichtern.

d. Zwischenergebnis

Nach alledem erscheinen Nachweisprobleme bei der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation mit strafrechtlichen Mitteln weiterhin unvermeidbar. Da manipulativer Handel keine spezifischen, eindeutig hierauf zurückführbaren objektiven Folgen zeitigt, sondern sich von normalem Handel nur durch das zugrunde liegende Motiv unterscheidet, kann der Anklage der Nachweis eines manipulativen Motivs letztlich nicht erspart werden – weder durch den Verzicht auf ein entsprechendes subjektives Merkmal im einschlägigen

⁶²⁹ IOSCO-Report, S. 11.

⁶³⁰ Ebenso Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 522 f.

⁶³¹ Vgl. IOSCO-Report, S. 11.

Straftatbestand und dessen Ersetzung durch objektive Merkmale, noch durch die Belastung des Angeklagten mit dem Nachweis legitimer Gründe und damit indirekt mit der Widerlegung des zentralen Manipulationsmerkmals. Zur Lösung des von den einschlägigen historischen Straftatbeständen her bekannten Problems, manipulative Absichten bzw. Beweggründe eindeutig zu beweisen, tragen auch die von der europäischen Kommission zusammengestellten Indizien nichts bei, soweit sie objektive Transaktionskennzeichen wie Preis, Volumen und Zeitpunkt betreffen. Insgesamt erscheint daher die Beweissituation der Anklagebehörden nicht in einem besseren Licht als zur Zeit der oben erläuterten historischen Manipulationsstraftatbestände.

3. Zuständigkeit

Zur Durchsetzung der gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Straftatbestände sind grundsätzlich die allgemeinen Strafverfolgungsbehörden, also Polizei und Staatsanwaltschaft, zuständig. Hieraus können sich aus folgenden Gründen Probleme ergeben:

Die Tätigkeit der Strafverfolgungsbehörden in Bezug auf das Geschehen am Kapitalmarkt ist ausschließlich repressiv und reaktiv, da sie nicht mit der präventiven Aufsichtstätigkeit über den Kapitalmarkt befasst sind, sondern erst tätig werden, nachdem es zu einer Straftat gekommen ist.⁶³² Ferner fehlt es ihnen an Sachnähe,⁶³³ weshalb sie auf Anzeigen seitens der Aufsichtsbehörden, Marktveranstalter und Anleger angewiesen sind, um überhaupt Kenntnis von der Möglichkeit einer Straftat zu erlangen.⁶³⁴ Hinzu kommt, dass es den allgemeinen Strafverfolgungsorganen an Personal mit finanzwirtschafts- und kapitalmarktspezifischen Kenntnissen mangelt,⁶³⁵ während sich die Handels- und damit auch die Manipulationstechniken andererseits ständig weiterentwickeln und ein hohes Maß an Komplexität aufweisen können. Dies hat zur Folge, dass die Strafverfolger Probleme haben können, relevante Verhaltensweisen und Beweismittel überhaupt als solche zu erkennen und die Ermittlungen sachgerecht und vor allem zügig durchzuführen.

In Deutschland und Großbritannien wurden jeweils unterschiedliche Strategien zur Bewältigung dieser Probleme eingesetzt.

⁶³² Page/Ferguson, S. 111; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19.

⁶³³ Lenzen, WM 2000, S. 1139; dies., ZBB 2002, S. 280; Möller, WM 2002, S. 309; Altenhain, BB 2002, S. 1875; Benner, ZRP 2001, S. 450 f.

⁶³⁴ Page/Ferguson, S. 111.

⁶³⁵ Lenzen, WM 2000, S. 1139; dies., ZBB 2002, S. 280; Möller, WM 2002, S. 309.

In Großbritannien wurde auf die zunehmende Komplexität der Wirtschaftskriminalität zunächst damit reagiert, dass eine hierauf spezialisierte Verfolgungsbehörde geschaffen wurde: Durch den Criminal Justice Act 1987 wurde mit der Serious Fraud Office eine auf Fälle schweren oder tatsächlich oder rechtlich komplexen Betrugs spezialisierte Strafverfolgungsbehörde eingerichtet, um eine effizientere und schnellere Aufklärung einschlägiger Taten zu erreichen und eine entsprechende Spezialisierung des Personals zu ermöglichen.⁶³⁶ Zu den Aufgaben der SFO gehörte auch die Verfolgung Irreführender Angaben und Praktiken gemäß s. 47 (1), (2) FSA 1986.⁶³⁷ Neben der SFO waren weiterhin die Polizei, das Department of Trade and Industry (DTI) sowie der Crown Prosecution Service als allgemeine Strafverfolgungsbehörden auch für die Strafverfolgung im Bereich der Betrugs- und sonstigen Wirtschaftskriminalität zuständig.⁶³⁸

In einem weiteren Schritt wurde die Zuständigkeit der Kapitalmarktaufsichtsbehörde FSA mit der Einführung des Financial Services and Markets Act im Jahr 2000 in den Bereich der Strafverfolgung wegen Straftaten nach dem FSMA, Insiderhandels und Geldwäsche ausgedehnt (ss. 401 und 402 FSMA): Seither hat die FSA die Kompetenz, u.a. wegen strafbarer Irreführender Angaben und Praktiken (s. 397 FSMA) nicht nur zu ermitteln,⁶³⁹ sondern auch anzuklagen.⁶⁴⁰ Insofern besteht eine alternative Zuständigkeit von SFO, Polizei, DTI, Crown Prosecution Service und FSA.⁶⁴¹ Allerdings bleibt es dem Ermessen der FSA überlassen, ob sie Fälle von Marktmanipulation beim Vorliegen der Strafbarkeitsvoraussetzungen des s. 397 FSMA als Straftat anklagt oder nur als Marktmissbrauch gemäß s. 118 (2) (b), (c) FSMA verfolgt und selbst eine Sanktion verhängt.⁶⁴²

⁶³⁶ Page/Ferguson, S. 112 ff.

⁶³⁷ Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19.

⁶³⁸ Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19.

⁶³⁹ S. 168 (2) FSMA.

⁶⁴⁰ Allerdings nur in England, Wales und Nordirland; s. 401 (2) (a), (3) (a) FSMA; in Schottland ist die Crown Office die zuständige Anklagebehörde; Thorburn, in: Perry, S. 346.

⁶⁴¹ Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21; Gleeson, S. 122; allerdings kann die FSA nicht auch andere, zugleich mit der Manipulation verwirklichte Delikte anklagen. Die Richtlinien der FSA über die Kooperation mit anderen Verfolgungsbehörden (wie Crown Prosecution Service und Serious Fraud Office) in Fällen, in denen diese ein Verfolgungsinteresse wegen einer Sache haben, in der die FSA ermittelt oder ihrerseits die Verfolgung erwägt, sind in Annex 2 des „Enforcement Guide“ („EG“), der Teil des Handbuchs der FSA ist, enthalten.

⁶⁴² Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21; Toube, in: Perry, S. 214 ff.; Thorburn, in: Perry, S. 346; Davies, S. 780. Die Leitlinien, an denen sich die FSA bei der Ermessensausübung orientiert,

Hingegen sind in Deutschland weiterhin allein die Staatsanwaltschaften zur strafrechtlichen Verfolgung auch im Bereich der Kapitalmarktkriminalität zuständig. Allerdings wurden Bemühungen unternommen, durch ein höheres Maß an Spezialisierung die Kenntnisse der allgemeinen Strafverfolgungsbehörden im Bereich der Börsenkriminalität zu verbessern. So werden in Hessen seit dem Jahr 2001 alle Fälle von Marktmanipulation auf Anweisung des Hessischen Generalstaatsanwalts an die Staatsanwaltschaft Frankfurt abgegeben.⁶⁴³ Auch wird in Hessen immer wieder die Einrichtung einer Schwerpunktstaatsanwaltschaft für Wirtschaftsstrafsachen in Frankfurt am Main zur verstärkten Verfolgung u.a. von Börsenstrafsachen erwogen.⁶⁴⁴ In anderen Bundesländern existieren teilweise bereits Schwerpunktstaatsanwaltschaften für Wirtschaftsstrafsachen, die u.a. für die Verfolgung von Börsenstrafsachen zuständig sind (z.B. in Stuttgart, Potsdam und Nürnberg-Fürth).

Der deutsche Bundesgesetzgeber setzte jedoch vor allem auf die Stärkung der Kooperation und des Informationsflusses zwischen der BaFin und den zuständigen Staatsanwaltschaften. So soll zum einen die Sachferne der Staatsanwaltschaften dadurch ausgeglichen werden, dass die BaFin verpflichtet ist, Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat nach § 38 WpHG (u.a. also einer strafbaren Marktpreismanipulation) begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzuzeigen (§ 4 V 1 WpHG).⁶⁴⁵ Dies korreliert mit der Hinweispflicht der Staatsanwaltschaft gegenüber der BaFin nach § 40 a I 1 WpHG bei der Einleitung eines Ermittlungsverfahrens wegen einer Straftat nach § 38 WpHG.⁶⁴⁶ Die Staatsanwaltschaft entscheidet sodann über die Vornahme der erforderlichen Ermittlungsmaßnahmen (§ 4 V 3 WpHG). Auch muss die BaFin ein von ihr geführtes Bußgeldverfahren an die Staatsanwaltschaft abgeben, wenn Anhaltspunkte für eine tateinheitlich begangene Straftat insbesondere nach § 38 WpHG vorliegen (§ 41 OWiG).⁶⁴⁷ Bei Vorliegen des Verdachts einer

werden im „Enforcement Guide“ („EG“), der Teil des Handbuchs der FSA ist, ausführlich dargelegt; vgl. EG Ziffern 12.7 und 12.8.

⁶⁴³ Möller, WM 2002, S. 311.

⁶⁴⁴ Etwa von der hessischen Landesregierung im Jahr 2003, vgl. FOCUS-Magazin Nr. 10/2003 vom 1.3.2003, sowie von der hessischen FDP, vgl. Pressemitteilung der FDP Hessen vom 28.11.2007 im Internet unter www.fdp Hessen.de.

⁶⁴⁵ Vgl. zur Vorgängernorm § 20 b WpHG a.F. Lenzen, ZBB 2002, S. 280, 283; Möller, WM 2002, S. 315. Vor dem Erlass des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes im Jahr 2002 bestand keine solche Anzeigepflicht, was Lenzen, aaO S. 280, als nicht unbeachtliches Problem bei der Durchsetzung des alten Kursbetrugstatbestands des § 88 BörsG 1986 ansieht.

⁶⁴⁶ RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174 vom 24.5.2004, S. 30.

⁶⁴⁷ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 40 Rn 3.

Straftat nach § 38 WpHG enden somit die Ermittlungsbefugnisse der BaFin, und die Staatsanwaltschaft ist grundsätzlich Herrin des Ermittlungsverfahrens.⁶⁴⁸

Zur Verbesserung des Informationsaustausches zwischen Staatsanwaltschaft und BaFin ist ferner vorgesehen, dass die BaFin – unter Durchbrechung ihrer Verschwiegenheitspflicht (§ 8 I 1 WpHG) – Tatsachen an Strafverfolgungsbehörden weitergeben kann, soweit diese die Informationen zur Erfüllung ihrer Aufgaben benötigen (§ 8 I 3 WpHG). Insbesondere kann die BaFin die personenbezogenen Daten von Personen, gegen die der begründete Verdacht einer Straftat nach § 38 WpHG (also u.a. auch der strafbaren Marktmanipulation) besteht oder die als Zeugen einer solchen Tat in Betracht kommen, der Staatsanwaltschaft übermitteln, sofern dies für die Zwecke der Strafverfolgung erforderlich ist (§ 4 V 2 WpHG).

Ferner hat sich der Gesetzgeber bemüht, die spezifischen Sachkenntnisse und die Sachnähe der Mitarbeiter der BaFin auch für staatsanwaltschaftliche Ermittlungen und gerichtliche Verfahren, die Straftaten nach § 38 WpHG betreffen, fruchtbar zu machen: So ist die BaFin zur Teilnahme an solchen Ermittlungsverfahren befugt (§ 40 a I 2 WpHG). Sie ist daher von der Staatsanwaltschaft über die Einleitung eines Ermittlungsverfahrens zu informieren (§ 40 a I 1 WpHG), Ort und Zeit der Ermittlungshandlungen sollen ihr rechtzeitig mitgeteilt werden (§ 40 a I 3 WpHG), und ihre Vertreter dürfen Fragen an Beschuldigte, Zeugen und Sachverständige stellen (§ 40 a I 4 WpHG). Ferner sind ihr die Anklageschrift und der Erlass eines Strafbefehls mitzuteilen (§ 40 a I 6 WpHG), und sie ist zu hören, wenn die Staatsanwaltschaft die Einstellung des Verfahrens erwägt (§ 40 a I 7 WpHG). Auch in gerichtlichen Verfahren wegen Straftaten nach § 38 WpHG ist die Mitwirkung der BaFin vorgesehen (§ 40 a II WpHG): Sie erhält Gelegenheit zur Stellungnahme, Verhandlungs- und Vernehmungstermine werden ihr mitgeteilt, und ihre Vertreter erhalten in der Hauptverhandlung das Wort und dürfen Fragen an Angeklagte, Zeugen und Sachverständige richten. Ferner darf die BaFin Akten einsehen und beschlagnahmte oder sichergestellte Gegenstände besichtigen (§ 40 a III WpHG). Ihr sind die Anklageschrift, der Antrag auf Erlass eines Strafbefehls und die gerichtliche Entscheidung mit Begründung (ggf. unter Hinweis auf ein eingelegtes Rechtsmittel) zu übermitteln (§ 40 a IV WpHG).

Durch die obligatorische Beteiligung der BaFin an Ermittlungs- und Gerichtsverfahren wegen Straftaten nach § 38 WpHG können die Expertise und Erfahrung ihrer Mitarbeiter den Verfahren ohne Zweifel zugute kommen und die Staatsanwaltschaften entlasten. Dennoch

⁶⁴⁸ RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174 vom 24.5.2004, S. 30 und 41.

kommt es bei der Kooperation zweier Behördenapparate in der Praxis unweigerlich zu Informationsverlusten und Ineffizienzen: Die Kommunikation der jeweiligen Sachbearbeiter wird dadurch erschwert, dass sie nicht nur organisatorisch und räumlich getrennt sind, sondern ihre Kommunikation auch hierarchischen behördeninternen Strukturen und formalisierten Abläufen unterworfen ist, d.h. in der Regel in formaler Weise über den „Dienstweg“ erfolgen wird. Weitere die Kommunikation zwischen den Behörden erschwerende Faktoren sind die vertrauliche Natur der betreffenden Informationen, die Tatsache, dass die BaFin als Bundesbehörde mit verschiedenen, auf Landesebene jeweils zuständigen Staatsanwaltschaften kommunizieren muss, sowie die unterschiedlichen behördlichen Organisationskulturen und Routinen. Infolge dessen besteht die Gefahr, dass die Ermittlungs- und Gerichtsverfahren in Marktmissbrauchsfällen insgesamt schwerfälliger, langsamer und teurer werden, als wenn – wie bei der britischen Variante der Übertragung der Ermittlungs- und Verfolgungszuständigkeit für ausgewählte Börsenstrafsachen auf die Aufsichtsbehörde – eine Behörde das Verfahren allein durchführt.

Auch kann das im deutschen Recht vorgesehene Kooperationsmodell eine entsprechende Schulung und Spezialisierung der Staatsanwaltschaften im Bereich der Börsenkriminalität, etwa in Form von Schwerpunktstaatsanwaltschaften, nicht ersetzen. Insofern besteht jedoch das Risiko, dass sich die gesetzlich vorgesehene Kooperation mit der BaFin negativ auf die Ressourcen der Staatsanwaltschaften auswirkt, wenn sie als Vorwand für Einsparungen herhalten muss, etwa mit dem Argument, dass sich die Staatsanwaltschaften von der BaFin möglichst viel zuarbeiten lassen kann bzw. soll. Umgekehrt kann sich die gesetzlich vorgesehene staatsanwaltschaftliche Zuständigkeit für Ermittlungen wegen Straftaten nach § 38 WpHG auch negativ auf die Ressourcen der BaFin auswirken, da ihre gesetzlich vorgesehene Beteiligung jedenfalls personelle Ressourcen bindet, auch wenn sie nicht selbst zuständig ist.⁶⁴⁹

4. Ergebnis

Das Strafrecht erscheint aufgrund der unüberwindbaren Anwendungsprobleme als wenig geeignetes Mittel zur Bekämpfung der handlungsgestützten Marktmanipulation. Die geringe Praxistauglichkeit der einschlägigen Strafvorschriften wird bestätigt durch die auch weiterhin niedrige Zahl der Strafverfahren bzw. Verurteilungen wegen manipulativen Handels in Deutschland und Großbritannien:

⁶⁴⁹ Brown/Rankin, S. 345 f.; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 262.

In Deutschland kam es trotz der Anzeigepflicht der Aufsichtsbehörde gemäß § 20 b VI WpHG und der nicht unwesentlichen Zahl von Strafanzeigen seitens der BaFin bisher in keinem Fall zu einer strafgerichtlichen Verurteilung wegen manipulativen Handels auf der Grundlage des bis zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie im Oktober 2004 geltenden Straftatbestands des §§ 38 I Nr. 4, 39 I Nr. 2, 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F., der als subjektives Merkmal Einwirkungsabsicht voraussetzte.

Ebenso wenig ist es in Großbritannien seit dem Erlass des FSMA im Jahr 2000 zu Verurteilungen wegen strafbarer Irreführender Praktiken (s. 397 (3) FSMA) gekommen, wofür sowohl Irreführungs- als auch Verleitungsabsicht nachgewiesen werden müssten. Die FSA, die im Gegensatz zur deutschen BaFin bei Vorliegen des Verdachts einer strafbaren Manipulation nicht zur Anzeigenerstattung bzw. Abgabe an die Staatsanwaltschaft verpflichtet ist, verzichtete bisher in der ganz überwiegenden Mehrzahl der Fälle auf eine strafrechtliche Verfolgung und bevorzugte statt dessen die Anwendung der Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA.

Somit stellt sich die Frage nach alternativen Regulierungsmaßnahmen. Im folgenden Abschnitt wird die Regulierung der handelsgestützten Manipulation mit Hilfe allgemein anwendbarer verwaltungsrechtlicher sanktionsbewehrter Verbotsvorschriften (in Deutschland durch Ordnungswidrigkeitsnormen, in Großbritannien durch „civil“ bzw. „administrative offences“) diskutiert, welche den EU-Mitgliedstaaten nunmehr durch die Marktmissbrauchsrichtlinie verbindlich vorgegeben ist.⁶⁵⁰

⁶⁵⁰ Art. 14.1 S. 1 MMR.

II. Probleme der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts

Im folgenden werden die potentiell nachteiligen Aspekte der ordnungswidrigkeitsrechtlichen Bekämpfung manipulativen Handels im Hinblick auf Bestimmtheit und Nachweisbarkeit jeweils unter Berücksichtigung der historischen Erfahrungen in Großbritannien und der gegenwärtigen deutschen Rechtslage sowie ihrer europarechtlichen Grundlagen näher erläutert.

1. Bestimmtheitsanforderungen

a. Das britische Marktmissbrauchsverbot und das Bestimmtheitsproblem

(1) Der Marktmissbrauchstatbestand des s. 118 FSMA

Die im Jahr 2000 erlassenen britischen Marktmissbrauchsvorschriften (ss. 118 ff. FSMA 2000) enthalten in s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000 ein Manipulationsverbot, welches den Straftatbestand der „Irreführenden Angaben und Praktiken“ (s. 397 (1), (3) FSMA) auf verwaltungsrechtlicher Ebene ergänzt. Die Missachtung dieses Verbots kann die Aufsichtsbehörde FSA gegenüber jedermann mittels verwaltungsrechtlicher Sanktionen ahnden, nämlich entweder durch die Verhängung einer Geldbuße („civil penalty“, s. 123 (1) FSMA) oder die öffentliche Bekanntmachung des Verstoßes (s. 123 (3) FSMA).

Das Marktmissbrauchsverbot in s. 118 (2) (b) und (c) FSMA enthält eine umfassende und abstrakte Definition ohne einen Beispielskatalog. Die Definition ist streng objektiv gehalten und verzichtet völlig auf subjektive Tatbestandsmerkmale. Statt auf die traditionellen Absichtsmerkmale des einschlägigen Straftatbestands (Irreführungs- und Verleitungsabsicht) stellt die britische Marktmissbrauchsdefinition vielmehr allein auf die objektiven Tatfolgen des Täterverhaltens für den Markt bzw. die anderen Marktteilnehmer ab, zum einen auf die Folge der Irreführung anderer Marktteilnehmer hinsichtlich der Nachfrage nach oder des Angebots, Preises oder Wertes eines Vermögenswertes, zum anderen auf die der Marktverzerrung. So erfasst s. 118 (2) (b) FSMA „... Verhalten ... (das) einem regulären Marktteilnehmer wahrscheinlich einen falschen oder irreführenden Eindruck hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage nach oder des Preises oder Wertes von Wertpapieren der

betreffenden Art vermitteln würde“,⁶⁵¹ s. 118 (2) (c) FSMA „... Verhalten, das den Markt in Wertpapieren der betreffenden Art verzerren oder wahrscheinlich verzerren würde.“⁶⁵²

Wegen dieser Orientierung an den Tatfolgen wird die Definition in der einschlägigen britischen Literatur als “effect-based” bezeichnet, im Gegensatz zum als “intent-based” geltenden Straftatbestand der Irreführenden Angaben und Praktiken des s. 397 (1) und (3) FSMA.⁶⁵³ Die ausschließliche Konzentration der Marktmissbrauchsdefinition auf die Tatfolgen führte außerdem zur Aufgabe der traditionellen straftatbestandlichen Unterscheidung nach den Tatmitteln des Machens von Angaben bzw. Verschweigens erheblicher Umstände (s. 397 (1) FSMA) und der sonstigen Praktiken (s. 397 (3) FSMA).

(2) Zusammenfassung der Diskussion um die Bestimmtheit des britischen Marktmissbrauchstatbestands

(a) *Einführung*

Während der parlamentarischen Beratungen⁶⁵⁴ über den Gesetzesentwurf des FSMA 2000 standen die Marktmissbrauchsvorschriften im VIII. Teil des FSMA im Mittelpunkt der Diskussion.⁶⁵⁵ Kontrovers diskutiert wurde insbesondere die Vereinbarkeit des vorgeschlagenen Marktmissbrauchsregimes mit den rechtsstaatlichen Garantien der Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK),⁶⁵⁶ welche erst kurz zuvor durch den Human Rights Act von 1998 (HRA) in das britische Recht übernommen worden waren.⁶⁵⁷

⁶⁵¹ “... behaviour ... likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price or value of, investments of the kind in question”.

⁶⁵² “... behaviour which would, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question.”

⁶⁵³ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 324; Toube, in: Perry, S. 199; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142; Davies, S. 782; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301.

⁶⁵⁴ Das Gesetzgebungsverfahren verlief insofern ungewöhnlich, als über den Regierungsentwurf zum FSMA zunächst ausführlich in einem eigens hierfür eingerichteten Gemeinsamen Ausschuss von Ober- und Unterhaus über Finanzdienstleistungen und -märkte (“Joint Committee on Financial Services and Markets”) beraten wurde, bevor der Gesetzesvorschlag offiziell ins Parlament eingebracht wurde; Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 12.

⁶⁵⁵ Eadie, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 74.

⁶⁵⁶ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absätze 259 und 278-281 sowie Second Report, 2. Juni 1999; Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 12; Eadie, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 74; Page, 2 Journal of International Financial Markets (2000), S. 199; Parish, 15 Journal of International Banking Law (2000), S. 236; Toube, in: Perry, S. 224; Davies, S. 781.

⁶⁵⁷ Der HRA trat am 2. Oktober 2000 in Kraft.

Einer der Kritikpunkte⁶⁵⁸ war die objektivierte, erfolgsbezogene Definition des Marktmissbrauchs in s. 118 FSMA, die wegen des Fehlens eines Schuldelements sowie der Vagheit der verwendeten Begriffe als zu unbestimmt und daher als mit dem Bestimmtheitsgebot des Art. 7 Abs. 1 EMRK unvereinbar angesehen wurde.⁶⁵⁹ Artikel 7 Abs. 1 EMRK verlangt, dass eine Straftat gesetzlich so klar umschrieben sein muss, dass potentielle Täter “aufgrund des Wortlauts der betreffenden Vorschrift und, wenn nötig, mit Hilfe der richterlichen Auslegung, wissen können, welche Handlungen und Unterlassungen strafbar sind.”⁶⁶⁰

(b) *Anwendbarkeit des Bestimmtheitsgebots der EMRK*

Im Mittelpunkt der Auseinandersetzungen während der parlamentarischen Beratungen über die Marktmissbrauchsvorschriften des FSMA 2000 stand die Frage, ob das Bestimmtheitsgebot auf die britischen Marktmissbrauchsvorschriften überhaupt anwendbar ist. Voraussetzung hierfür ist die strafrechtliche Rechtsnatur des Marktmissbrauchsverbots und der angedrohten Sanktionen im Sinne des Art. 7 Abs. 1 EMRK.

Hintergrund dieses Streits um die Rechtsnatur der Marktmissbrauchsvorschriften war, dass das britische Recht bis zum Erlass des FSMA 2000 kein Verwaltungsunrecht unterhalb der strafrechtlichen Schwelle kannte. Sanktionsbewehrte Verbote zur Durchsetzung verwaltungsrechtlicher Standards (sog. “regulatory offences” oder “statutory offences”) waren und sind noch immer grundsätzlich strafrechtlicher Natur und werden nach denselben Prinzipien ausgelegt und angewandt wie die ungeschriebenen Straftatbestände des Common Law (“common law offences”).⁶⁶¹

Gegen die Einordnung der Marktmissbrauchsvorschriften in Teil VIII des FSMA als strafrechtlich wehrte sich die Regierung, welche die Marktmissbrauchsvorschriften in bewusster Abgrenzung zu den traditionellen und weiterhin existierenden Straftatbeständen

⁶⁵⁸ Zu weiteren Kritikpunkten im Zusammenhang mit den Justizgrundrechten des Art. 6 Abs. 1 bis Abs. 3 EMRK siehe unten C.II.3.a.

⁶⁵⁹ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Abs. 262-264, 279 und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 d (v), 62-66; vgl. auch Coffey/Pinto, 12 International Company and Commercial Law Review (2001), S. 50; Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 14 f.; Eadie, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 76 f.; Page, 2 Journal of International Financial Markets (2000), S. 199; Parish, 15 Journal of International Banking Law (2000), S. 236, 240 f.; Toube, in: Perry, S. 193, 224 ff.; Davies, S. 781; Gleeson, S. 154 ff.

⁶⁶⁰ *Kokkinakis gegen Griechenland* (1994) 17 EHRR 397, S. 423 Abs. 52.

⁶⁶¹ Williams, S. 927 ff.

des Insiderhandels (s. 52 (1) Criminal Justice Act 1993) und der Irreführenden Angaben und Praktiken (s. 397 (1) und (3) FSMA 2000) als „civil regime“ konzipiert hatte. Dementsprechend wird das Marktmissbrauchsverbot der ss. 118 i.V.m. 123 FSMA in der Literatur als „civil offence“, die Sanktionen in s. 123 (1) und (3) FSMA werden als „civil sanctions“ bezeichnet.⁶⁶² Teilweise werden die Vorschriften auch als verwaltungsrechtlich bezeichnet⁶⁶³ oder, mit Rücksicht darauf, dass die Marktmissbrauchsvorschriften sowohl zivil- als auch verwaltungsrechtliche Elemente enthalten, als „hybrides“ Regelwerk.⁶⁶⁴

Mit diesem Paradigmenwechsel vom Straf- zum Verwaltungsrecht verfolgte der britische Gesetzgeber das Ziel, sowohl die hohen Anforderungen des Strafrechts an die tatbestandliche Bestimmtheit als auch die strengen strafprozessualen Schutzmechanismen zugunsten des Angeklagten⁶⁶⁵ zu vermeiden, die in der Vergangenheit nach verbreiteter Meinung in der einschlägigen rechtswissenschaftlichen Literatur wesentlich dazu beigetragen hatten, dass die gegen Marktmanipulation gerichtete Strafvorschrift der Irreführenden Angaben und Praktiken (s. 47 (1) und (2) FSA 1986) kaum eine praktische Bedeutung erlangt hatte.⁶⁶⁶

Dagegen war die Mehrheit der vom Gemeinsamen Ausschuss des Ober- und Unterhauses gehörten Sachverständigen der Ansicht, dass der vorgeschlagene Marktmissbrauchstatbestand strafrechtlicher Natur im Sinne des Art. 7 Abs. 1 EMRK sei.⁶⁶⁷ Die überwiegende Einordnung des Marktmissbrauchstatbestandes als Straftatbestand beruhte auf der Auslegung der Artikel 6 Abs. 1 und 7 Abs. 1 EMRK durch den Europäischen Gerichtshof für Menschenrechte.⁶⁶⁸ Danach ist die Einordnung einer Norm als „strafrechtlich“ im Sinne dieser Artikel „semi-autonom“ hinsichtlich der Einordnung durch die jeweilige nationale Rechtsordnung: Zwar gilt eine im nationalen Recht ausdrücklich als Straftatbestand bezeichnete Vorschrift auch im Sinne der EMRK als strafrechtlich; eine anderweitige

⁶⁶² Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19 f.; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

⁶⁶³ Davies, S. 781; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 268.

⁶⁶⁴ Gleeson, S. 116.

⁶⁶⁵ Hierzu s. u. unter C.II.3.a.

⁶⁶⁶ S.o. C.I.3.a.(2).

⁶⁶⁷ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absätze 259, 278-281, und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 c, 17, 29-36.

⁶⁶⁸ Gemäß s. 2 HRA 1998 haben die britischen Gerichte bei der Auslegung und Anwendung der vom HRA anerkannten Garantien der EMRK die einschlägige Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zu beachten.

Einordnung durch das nationale Recht steht der Behandlung als Straftatbestand im Sinne der EMRK jedoch nicht entgegen.⁶⁶⁹ Zur Entscheidung über die Rechtsnatur eines mit Sanktionen bewehrten Verbots entwickelte der Europäische Gerichtshof für Menschenrechte zwei Kriterien: zum einen die Natur des Verbots, zum anderen die Natur und die Schwere der angedrohten Sanktion.⁶⁷⁰ Es reicht aus, wenn nach nur einem dieser Kriterien ein Straftatbestand vorliegt.⁶⁷¹

Das Kriterium der Natur des Verbots bezieht sich auf dessen persönlichen Anwendungsbereich sowie den Zweck der Sanktion (nicht zu verwechseln mit dem zweiten Kriterium der Natur und Schwere der Sanktion).⁶⁷² Für einen Straftatbestand spricht, dass das Verbot an jedermann gerichtet ist und der Durchsetzung einer allgemeinen Pflicht dient, der sich niemand entziehen kann. Ein gegenteiliges Indiz ist ein besonders definierter Adressatenkreis, demgegenüber spezifische, freiwillig (etwa durch die Aufnahme einer regulierten Tätigkeit) eingegangene Verpflichtungen durchgesetzt werden sollen.⁶⁷³ Ebenfalls für eine Strafnorm spricht es, wenn der Zweck des Verbots im Schutz gesamtgesellschaftlicher Interessen (nicht nur partikularer Gruppeninteressen) besteht.⁶⁷⁴ Hinsichtlich des Sanktionszwecks spricht eine auf Abschreckung oder Bestrafung zielende Sanktion für den strafrechtlichen Charakter der Vorschrift,⁶⁷⁵ im Gegensatz zu Kompensations- oder Wiedergutmachungszwecken (wie im Fall sog. "fiskalischer Geldbußen", die dem Ausgleich der durch die Verfolgung entstandenen Kosten dienen).⁶⁷⁶ Die beiden Subkriterien sind kumulativ, d.h. eine Vorschrift gilt nur dann als Straftatbestand, wenn sie an jedermann gerichtet ist und darüber hinaus der Abschreckung oder Bestrafung dient.⁶⁷⁷

⁶⁶⁹ *Engel und andere gegen Die Niederlande* (1979-1980) 1 EHRR 647, S. 678 Abs. 81; Ovey/White, S. 140 f.; van Dijk/van Hoof, S. 410.

⁶⁷⁰ *Engel und andere gegen Die Niederlande* (1979-1980) 1 EHRR 647, S. 678 Abs. 82; Ovey/White, S. 141; van Dijk/van Hoof, S. 410 ff.

⁶⁷¹ *Öztürk gegen Bundesrepublik Deutschland* (1984) 6 EHRR 409, S. 424 Abs. 54; *Demicoli gegen Malta* (1992), 14 EHRR 47; van Dijk/van Hoof, S. 412.

⁶⁷² Van Dijk/van Hoof, S. 410 f.; *Engel und andere gegen Die Niederlande* (1979-1980) 1 EHRR 647, S. 678 Abs. 82.

⁶⁷³ Van Dijk/van Hoof, S. 410 f.; Alcock, 23 *The Company Lawyer* (2002), S. 147.

⁶⁷⁴ Van Dijk/van Hoof, S. 410 f.; Ovey/White, S. 141.

⁶⁷⁵ *Öztürk gegen Bundesrepublik Deutschland* (1984) 6 EHRR 409, S. 423 f. Abs. 53; van Dijk/van Hoof, S. 411 f.

⁶⁷⁶ *Salabiaku gegen Frankreich* (1991) 13 EHRR 379, S. 386 Abs. 24; van Dijk/van Hoof, S. 416.

⁶⁷⁷ Van Dijk/van Hoof, S. 412.

Gerade der allgemeine Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsvorschriften über den Kreis der von der FSA beaufsichtigten Finanzdienstleister hinaus spricht demnach für deren strafrechtlichen Charakter.⁶⁷⁸ Auch dient der Zweck der Vorschriften, welche die Markttransparenz und –integrität verbessern sollen, den Interessen aller Marktteilnehmer und letztlich der gesamten Wirtschaft, geht also über die Förderung von Partikularinteressen hinaus. Ein bei den parlamentarischen Beratungen häufig genanntes Argument für den strafrechtlichen Charakter des Marktmissbrauchsverbots war außerdem dessen inhaltliche Überschneidung mit den Straftatbeständen des Insiderhandels (s. 52 Criminal Justice Act 1993) und der Irreführenden Angaben und Praktiken (s. 397 FSMA).⁶⁷⁹ Zudem dienen die in s. 123 (1), (3) FSMA angedrohten Sanktionen der Generalprävention und sollen potentielle Täter abschrecken.⁶⁸⁰

Das zweite Kriterium der Natur und Schwere der angedrohten Sanktion bezieht sich auf die Art und das Maß der angedrohten Sanktion, wobei die Möglichkeit des Freiheitsentzuges (auch zur Erzwingung der Bezahlung einer Geldbuße) in der Regel für einen Straftatbestand spricht.⁶⁸¹ Jedoch ist eine rein monetäre Sanktion kein gegenteiliges Indiz.⁶⁸² Auch dieses Kriterium weist auf den strafrechtlichen Charakter der Marktmissbrauchsvorschriften hin, da die angedrohte Geldbuße gesetzlich der Höhe nach nicht begrenzt ist und in schwerwiegenden Fällen entsprechend hoch ausfallen kann.⁶⁸³

(c) *Gesetzgeberische Maßnahmen zur Einhaltung des Bestimmtheitsgebots und ihre Bewertung in der Literatur*

Angesichts dieser Argumente räumte der britische Gesetzgeber ein, dass die vorgeschlagenen Marktmissbrauchsvorschriften möglicherweise strafrechtlicher Natur im Sinne der EMRK

⁶⁷⁸ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 30.

⁶⁷⁹ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 31-33.

⁶⁸⁰ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Absatz 169 und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 34.

⁶⁸¹ *Campbell & Fell gegen Das Vereinigte Königreich* (1984), 7 EHRR 165.

⁶⁸² *Öztürk gegen Bundesrepublik Deutschland* (1984) 6 EHRR 409, S. 423 f. Abs. 53.

⁶⁸³ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Abs. 170 und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 35.

sein.⁶⁸⁴ Auf den Vorwurf der mangelnden Bestimmtheit reagierte der Gesetzgeber jedoch nicht durch eine Änderung des Marktmissbrauchstatbestands, sondern lediglich durch Änderungen ergänzender Vorschriften:

So verlieh er dem von der FSA zu erlassenden „Code of Market Conduct“⁶⁸⁵ den Status eines „safe harbour“. Gemäß s. 122 (1) FSMA⁶⁸⁶ ist der Code insofern verbindlich, als Verhalten, das im Code ausdrücklich als nicht tatbestandsmäßig bezeichnet wird, nicht als Marktmissbrauch geahndet werden kann.⁶⁸⁷ Insofern jedoch, als er konkretisiert, welches Verhalten Marktmissbrauch darstellt, ist der Code gemäß s. 122 (2) FSMA nicht verbindlich, sondern hat lediglich indizielle Wirkung.⁶⁸⁸

Als weitere Reaktion auf die während der parlamentarischen Beratungen geäußerte Kritik an der tatbestandlichen Bestimmtheit und die Befürchtung, das Fehlen eines Schulselements könne zu Ungerechtigkeiten bei der Durchsetzung des Missbrauchsverbots führen,⁶⁸⁹ fügte der britische Gesetzgeber in s. 123 (2) FSMA „defences“⁶⁹⁰ zugunsten derjenigen ein, die im „vernünftigen Glauben“ handelten, ihr Verhalten stelle keinen Marktmissbrauch dar, bzw. die „vernünftige Maßnahmen“ zur Vermeidung von Marktmissbrauch getroffen haben. Nachdem der Marktmissbrauchstatbestand zunächst als schuldunabhängig konzipiert worden war, gilt

⁶⁸⁴ Memorandum des Finanzministeriums an das Joint Committee on Financial Services and Markets (14. Mai 1999), Abs. 13.

⁶⁸⁵ S. 119 FSMA verpflichtet die FSA zum Erlass eines „Code“, der den Marktteilnehmern angemessene Hilfestellung bei der Auslegung der Marktmissbrauchsvorschriften geben soll. Insbesondere soll die FSA darlegen, welches Verhalten ihrer Ansicht nach missbräuchlich ist oder nicht und welche Faktoren bei der Beurteilung eine Rolle spielen (s. 119 (2) FSMA). Der „Code of Market Conduct“ der FSA, abgekürzt „MAR 1“, bildet den ersten Teil des „Market Conduct“-Kapitels des Handbuchs der FSA.

⁶⁸⁶ Die Vorschrift lautet: „If a person behaves in a way which is described (in the code ...) as behaviour that, in the Authority’s opinion, does not amount to market abuse that behaviour of his is to be taken, for the purposes of this Act, as not amounting to market abuse.“

⁶⁸⁷ Gleeson, S. 119; Toubé, in: Perry, S. 206 f.; Davies, S. 785; Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, Second Report, 2. Juni 1999, Abs. 24; vgl. auch Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Abs. 268-270.

⁶⁸⁸ Toubé, in: Perry, S. 207; Davies, S. 784 f. Section 122 (2) FSMA lautet: „Otherwise, the code (...) may be relied on so far as it indicates whether or not that behaviour should be taken to amount to market abuse.“ Die begrenzte Verbindlichkeit des Code entspricht der Empfehlung des Gemeinsamen Ausschusses, vgl. Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Abs. 271 f. sowie Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 66.

⁶⁸⁹ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Abs. 264.

⁶⁹⁰ Zur rechtstechnischen Bedeutung von "defences" siehe oben C.I.3.a.(2).

somit nunmehr "strict liability"⁶⁹¹ für den gesamten Marktmissbrauchstatbestand.⁶⁹² Zudem muss die FSA gemäß s. 124 (2) (b) FSMA bei der Entscheidung über die Höhe der Geldbuße berücksichtigen, ob der Verstoß vorsätzlich oder grob fahrlässig begangen wurde.⁶⁹³ Darüber hinaus hat die FSA bereits während des Gesetzgebungsverfahrens ihre Absicht erklärt, versehentliche ("accidental") Verstöße nicht zu verfolgen,⁶⁹⁴ und schreibt folgerichtig im "Decision Procedure and Penalties"-Kapitel ihres Handbuchs, sie werde bei der Entscheidung über das Ergreifen von Sanktionen berücksichtigen, ob ein Verstoß vorsätzlich oder grob fahrlässig begangen wurde.⁶⁹⁵

An der objektiven, erfolgsbezogenen Fassung des Tatbestands änderte der Gesetzgeber dagegen nichts, um einerseits durch den Verzicht auf subjektive Tatbestandsmerkmale die Nachweisbarkeit der Tat zu erleichtern⁶⁹⁶ und andererseits durch den Verzicht auf die Konkretisierung von Tatmitteln ein Höchstmaß an Flexibilität zu gewährleisten und im Gefolge der technischen Entwicklung aufkommende neue Formen des Marktmissbrauchs erfassen zu können.⁶⁹⁷

Auch nach diesen Zugeständnissen des Gesetzgebers wurde im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens sowie in der juristischen Literatur weiterhin vielfach an der Vereinbarkeit des gesetzlichen Marktmissbrauchstatbestands in s. 118 (2) FSMA mit dem Bestimmtheitsgebot des Art. 7 Abs. 1 EMRK gezweifelt.⁶⁹⁸ So wird das als Ersatz für die traditionellen subjektiven Definitionselemente eingeführte objektive Kriterium der hypothetischen Bewertung des Verhaltens durch einen regulären Marktteilnehmer in s. 118

⁶⁹¹ Zur rechtstechnischen Bedeutung von "strict liability" siehe oben C.I.3.a.(2).

⁶⁹² Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, Second Report, 2. Juni 1999, Absätze 20, 21, 22 und 24; Page, 2 Journal of International Financial Markets (2000), S. 200 f.; Davies, S. 782 f.; Toubé, in: Perry, S. 217.

⁶⁹³ Toubé, in: Perry, S. 221.

⁶⁹⁴ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Abs. 265.

⁶⁹⁵ DEPP 6.2.1 G (1) (a); vgl. auch Toubé, in: Perry, S. 200; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 23.

⁶⁹⁶ Toubé, in: Perry, S. 199.

⁶⁹⁷ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absätze 262 f.; vgl. auch Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 270 f.

⁶⁹⁸ Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 15; Coffey/Pinto, 12 International Company and Commercial Law Review (2001), S. 53; Parish, 15 Journal of International Banking Law (2000), S. 240 f.; Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, Second Report, 2. Juni 1999, Absätze 28 f.; Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 63.

(1) (c) FSMA überwiegend für zu unbestimmt gehalten.⁶⁹⁹ Im Gemeinsamen Ausschuss wurde außerdem die Befürchtung geäußert, die Weite und Unbestimmtheit des objektiv gefassten Tatbestands könnte zu übervorsichtigem Verhalten der Marktteilnehmer führen und dadurch ihre Innovationsfreudigkeit lähmen.⁷⁰⁰

(d) *Ausgleich der Unbestimmtheit des gesetzlichen Marktmissbrauchstatbestands durch die Auslegungsrichtlinien der FSA?*

In der einschlägigen britischen Literatur herrscht allerdings die Ansicht vor, dass die Konkretisierung des gesetzlichen Marktmissbrauchsverbots durch den Code of Market Conduct der britischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde FSA ausreicht, um die Unbestimmtheit des gesetzlichen Tatbestands auszugleichen.⁷⁰¹ Dies beruht darauf, dass die FSA die vom Täter verfolgte Absicht in den Mittelpunkt ihrer Auslegung des Marktmissbrauchstatbestands im Code of Market Conduct stellt: Trotz der objektiven Fassung des gesetzlichen Tatbestands stellt die FSA in ihren Erläuterungen darauf ab, ob irreführendes oder marktverzerrendes Handelsverhalten aufgrund eines dominierenden „legitimen wirtschaftlichen Motivs“ begangen wurde, und räumt Tatverdächtigen die Möglichkeit ein, durch den Nachweis eines solchen Motivs den Vorwurf des Marktmissbrauchs zu widerlegen.⁷⁰²

So betrachtet die FSA künstliche Transaktionen dann als irreführendes Verhalten im Sinne von s. 118 (2) (b) FSMA,⁷⁰³ wenn nicht ein regulärer Marktteilnehmer das zugrundeliegende Hauptmotiv als legitimes wirtschaftliches Motiv ansehen würde.⁷⁰⁴ Die Formulierung „wenn

⁶⁹⁹ Coffey/Pinto, 12 *International Company and Commercial Law Review* (2001), S. 53; Parish, 15 *Journal of International Banking Law* (2000), S. 240 f.; Eadie, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 78; Davies, S. 783 ff.; a.A.: Stones, 11 *International Company and Commercial Law Review* (2000), S. 15.

⁷⁰⁰ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, Second Report, 2. Juni 1999, Abs. 29.

⁷⁰¹ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 64-66; Stones, 11 *International Company and Commercial Law Review* (2000), S. 15; Parish, 15 *Journal of International Banking Law* (2000), S. 240; Linklater, 22 *Company Lawyer* (2001), S. 270; Eadie, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 77 f.; Coffey/Pinto, 12 *International Company and Commercial Law Review* (2001), S. 52 f.; Toubé, in: Perry, S. 226 f.

⁷⁰² Davies, S. 783; Toubé, in: Perry, S. 200; Alcock, 23 *The Company Lawyer* (2002), S. 146. Vgl. auch DEPP 6.3.2 (5) im „Decision Procedure and Penalties manual“ („DEPP“), das Teil des Handbuchs der FSA ist; danach ist eines der Kriterien, nach denen die FSA beurteilt, ob die „reasonable belief“- oder die „due diligence“-defence des s. 123 (2) FSMA anwendbar ist, ob der Verdächtige nachweisen kann, dass er zu einem legitimen Zweck und in angemessener Weise gehandelt hat („(...) whether, and if so to what extent, the person can demonstrate that the behaviour was engaged in for a legitimate purpose and in a proper way.“

⁷⁰³ Im ersten Teil des Handbuchs der FSA, „Code of Market Conduct“, MAR 1.5.

⁷⁰⁴ MAR 1.5.8 “(Behaviour will constitute market abuse where: ...) unless the regular user would regard: (4) the principal rationale for the transaction in question as a legitimate commercial rationale; and (5) the way in which the transaction is to be executed as proper.” Die Kombination dieser beiden Voraussetzungen findet sich ebenso

nicht“ in MAR 1.5.8 (4) bringt zum Ausdruck, dass es nicht der FSA obliegt, Verleitungs- oder Preisbeeinflussungsabsicht nachzuweisen, sondern dass sich lediglich der Verdächtige verteidigen kann, indem er ein legitimes wirtschaftliches Motiv nachweist.⁷⁰⁵ Ein legitimes wirtschaftliches Motiv liegt nicht vor, wenn der einzige oder jedenfalls der bestimmende Zweck („actuating purpose“) der Transaktion darin besteht, andere zum Handel zu verleiten oder den Preis zu beeinflussen.⁷⁰⁶

In ähnlicher Weise definiert die FSA marktverzerrendes Handelsverhalten im Sinne von s. 118 (2) (c) FSMA als Handelsverhalten in der Absicht, den Preis des betreffenden Finanzinstruments auf einem verzerrten Niveau zu positionieren,⁷⁰⁷ wobei in diesem Fall ausgeschlossen ist, dass zugleich ein legitimer wirtschaftlicher Zweck vorliegt.⁷⁰⁸

Wohl nicht zuletzt dank dieser am Motiv des Handelnden orientierten Auslegungs- und Anwendungspraxis der FSA herrscht in der einschlägigen britischen Literatur nunmehr die Ansicht vor, dass der Code der FSA ein ausreichendes Maß an Rechtssicherheit vermittelt und eine etwaige, auf dem Mangel an subjektiven Definitionselementen beruhende Unbestimmtheit des gesetzlichen Marktmissbrauchstatbestands des s. 118 (2) (b), (c) FSMA ausgleicht. Insbesondere gilt der „Distortion Test“ des Code,⁷⁰⁹ also die Erläuterung der Marktverzerrungsalternative des s. 118 (2) (c) FSMA, als hinreichende Konkretisierung des gesetzlichen Tatbestands,⁷¹⁰ da hierin das weithin als zu unbestimmt empfundene objektive Tatbestandsmerkmal der hypothetischen Bewertung des Täterverhaltens durch einen regulären Marktteilnehmer praktisch durch das subjektive Kriterium der Preisbeeinflussungsabsicht ersetzt wird.⁷¹¹

in Art. 1.2 (a) 2. Halbsatz MMR, s.o. FN 302. Vgl. auch MAR 1.6.10 (Erläuterung der Marktverzerrung durch „price positioning“).

⁷⁰⁵ Ebenso DEPP 6.3.2 (5); Toube, in: Perry, S. 200; Alcock, 23 *The Company Lawyer* (2002), S. 146.

⁷⁰⁶ MAR 1.5.9.

⁷⁰⁷ Für preisverzerrendes Handelsverhalten („price positioning“) allgemein MAR 1.6.4, 1.6.9; für preisverzerrendes Handelsverhalten durch sog. „Abusive Squeezes“ 1.6.13.

⁷⁰⁸ MAR 1.6.10.

⁷⁰⁹ MAR 1.6.4.

⁷¹⁰ Eadie, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 78; Davies, S. 783 ff.

⁷¹¹ MAR 1.6.4 lautet: “In order to fall within the distortion test: (1) the behaviour must be such that a regular user would, or would be likely to, regard it as behaviour which would, or would be likely to, distort the market in the investment in question. Behaviour will amount to market abuse if the behaviour engaged in interferes with the proper operation of market forces with the purpose of positioning prices at a distorted level. (...)” (Hervorhebungen im Original).

Gegen die Ansicht, der Code könne die Unbestimmtheit des gesetzlichen Tatbestands ausgleichen, wird in der britischen Literatur teilweise vorgebracht, dass der Code seinerseits wenig konkret ist, da er sich vielfach darauf beschränkt, die Faktoren aufzuzählen, welche bei Entscheidungen der FSA von Bedeutung sind, und nur in wenigen Fällen bestimmte Verhaltensweisen ausdrücklich als missbräuchlich oder erlaubt bezeichnet.⁷¹²

Ein weiteres Argument, das gegen die herrschende Literaturansicht, der Code vermittele ein ausreichendes Maß an Rechtssicherheit, um die Unbestimmtheit des gesetzlichen Marktmissbrauchstatbestands zu kompensieren, vorgebracht werden könnte, findet sich in der einschlägigen britischen Literatur jedoch nicht: nämlich dass der Code nur insofern verbindlich ist, als er festlegt, welches Verhalten nicht tatbestandsmäßig ist, während die im Code enthaltenen positiven Konkretisierungen des Tatbestands unverbindlich sind. Im Hinblick darauf, welches Verhalten als tatbestandsmäßig anzusehen ist, bietet der Code also gerade keine Rechtssicherheit; vielmehr kann das Financial Services and Markets Tribunal durchaus von der Interpretation des gesetzlichen Verbots durch die FSA abweichen.

Wäre die Tatbestandskonkretisierung durch den Code verbindlich, würde sich freilich die Frage stellen, ob es nicht Sache des britischen Parlaments gewesen wäre, den gesetzlichen Marktmissbrauchstatbestand so bestimmt zu fassen, dass die tatbestandlichen Grenzen unmittelbar aus dem Gesetz erkennbar sind, statt die notwendige Konkretisierung der FSA zu überlassen.⁷¹³ Gerade um einen Verstoß gegen den Parlamentsvorbehalt zu vermeiden, wurde jedoch im Ersten Bericht des Gemeinsamen Ausschusses dazu geraten, den Code nicht insgesamt, sondern nur hinsichtlich seiner Safe-Harbour-Elemente für verbindlich zu erklären.⁷¹⁴

Wie erwähnt, findet sich der Einwand, dass die Unverbindlichkeit des Code dem Ziel der Rechtssicherheit gerade entgegensteht, jedoch nirgends in der einschlägigen britischen Literatur. Soweit das Thema überhaupt angesprochen wird, wird vielmehr pragmatisch argumentiert: Die Kenntnis der im Code dargelegten Rechtsauffassung der FSA biete den

⁷¹² Stones, 11 *International Company and Commercial Law Review* (2000), S. 15; Davies, S. 784; Alcock, 23 *The Company Lawyer* (2002), S. 146; a.A.: Linklater, 22 *Company Lawyer* (2001), S. 270; Eadie, 3 *Journal of International Financial Markets* (2001), S. 78; Coffey/Pinto, 12 *International Company and Commercial Law Review* (2001), S. 53; Toube, in: Perry, S. 226 f.

⁷¹³ Linklater, 22 *Company Lawyer* (2001), S. 270 f.; Parish, 15 *Journal of International Banking Law* (2000), S. 240; Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Abs. 271; vgl. auch Lomnicka, 8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 301.

⁷¹⁴ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Abs. 271 f.

Marktteilnehmern genügend Rechtssicherheit, da es zum einen in der Praxis ohnehin die FSA sei, die aufgrund ihrer Kompetenzen zur Durchsetzung des Verbots dessen konkrete Reichweite festlege, und da zum anderen – wegen des Wunsches der Betroffenen nach Diskretion, Geschwindigkeit und Kostenersparnis – auf die Anrufung des Financial Services and Markets Tribunal in der Regel verzichtet werde.⁷¹⁵ Außerdem ermögliche die Konkretisierung durch den Code die notwendige Flexibilität der Regelung; insofern heilige der Zweck die Mittel.⁷¹⁶

Zu dieser pragmatischen Haltung trägt möglicherweise auch die Tatsache bei, dass die Marktmissbrauchsregelungen im nationalen rechtlichen Kontext eben nicht als strafrechtlich gelten, sondern als “civil”. Hiergegen ließe sich einwenden, dass gerade das hohe tatsächliche Gewicht des Code dafür spricht, dass das Parlament der FSA unter Verstoß gegen den Grundsatz des Parlamentsvorbehalts eine faktische Definitionshoheit eingeräumt und ihr daher jedenfalls de facto die Festlegung der tatbestandlichen Grenzen überlassen hat. Dieser Gedanke wird jedoch nirgendwo geäußert; insofern bleibt es bei der formalen Betrachtungsweise, dass die rechtliche Unverbindlichkeit des Code zur Wahrung des Parlamentsvorbehalts ausreicht.

(3) Zwischenergebnis

Nach dem soeben Gesagten scheint das oben⁷¹⁷ als potentieller Nachteil des Vorgehens gegen manipulativen Handel auf der Ebene des Ordnungswidrigkeitsrechts identifizierte Problem hoher Anforderungen an die tatbestandliche Bestimmtheit, welche insbesondere der Normierung eines ausreichend bestimmten subjektiven Manipulationstatbestands im Weg stehen könnte, im britischen Recht erfolgreich gelöst worden zu sein. Dank des Kompromisses, dass die Unbestimmtheit des gesetzlichen Tatbestands auf der Ebene der im Code of Market Conduct erläuterten Auslegungs- und Anwendungspraxis der FSA ausgeglichen wird, konnte das Bestimmtheitsproblem im Rahmen des verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsregimes der ss. 118 ff. FSMA bewältigt werden, während es auf der Ebene

⁷¹⁵ Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 270 f.

⁷¹⁶ Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 270 f.

⁷¹⁷ C.II.1.c.

des (auch) gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Straftatbestandes des s. 397 (3) FSMA weiterhin ungelöst ist.⁷¹⁸

Dies ist allerdings nur vor dem spezifischen Hintergrund des britischen Rechts zu verstehen und lässt sich nicht ohne weiteres auf andere Rechtsordnungen übertragen. Die oben erläuterte britische Lösung des Bestimmtheitsproblems durch die Konkretisierung des unbestimmten gesetzlichen Tatbestands mit Hilfe rechtlich unverbindlicher behördlicher Auslegungsrichtlinien ist nicht denkbar ohne den erwähnten pragmatischen Umgang des britischen Rechts mit den Grundsätzen der Rechtssicherheit und des Parlamentsvorbehalts. Sie lässt sich daher nicht auf Jurisdiktionen übertragen, in denen eine strengere dogmatische Betrachtungsweise rechtsstaatlicher Prinzipien vorherrscht, wie etwa im deutsche Recht.

Dessen ungeachtet verpflichtete der europäische Gesetzgeber durch den Erlass der Marktmissbrauchsrichtlinie die EU-Mitgliedstaaten nach dem britischen Vorbild des verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsregimes des FSMA zur Normierung eines allgemeinen verwaltungsrechtlichen Manipulationsverbots⁷¹⁹ und dessen Durchsetzung mittels allgemein anwendbarer verwaltungsrechtlicher Sanktionen.⁷²⁰ Dabei berücksichtigten die Schöpfer der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie die britische Rechtsentwicklung insofern, als sie das von der FSA ergänzend zum gesetzlichen Tatbestand entwickelte, vom Verdächtigen zu beweisende Merkmal des Handelns aufgrund eines legitimen wirtschaftlichen Zwecks⁷²¹ übernahmen und es unmittelbar in die Manipulationsdefinition der Marktmissbrauchsrichtlinie integrierten. Somit kombiniert die Richtliniendefinition in Art. 1.2 (a) MMR die objektiven Tatfolgeelemente des gesetzlichen britischen Marktmissbrauchstatbestands mit dem im Code genannten subjektiven Absichtsmerkmal.

Im Folgenden wird diskutiert, ob das hierauf beruhende deutsche Manipulationsverbot des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG als Grundlage der Ordnungswidrigkeitsnorm des § 39 I Nr. 2 n.F. WpHG den Bestimmtheitsanforderungen des deutschen Rechts genügt.

⁷¹⁸ Zu den Bestimmtheitsproblemen der britischen, gegen manipulativen Handel gerichteten Strafvorschrift der Irreführenden Praktiken (s. 397 (3) FSMA) siehe oben C.I.2.a.(1).

⁷¹⁹ Art. 5 i.V.m. Art. 1.2 MMR.

⁷²⁰ Art. 14.1 S. 1 MMR.

⁷²¹ MAR 1.5.8, 1.6.10; s.o. S. 67 f. Wie bereits erwähnt, übernahmen die Verfasser der MMR ferner das ebenfalls von der FSA entwickelte und vom Verdächtigen zu beweisende Merkmal der Vereinbarkeit mit der zulässigen Marktpraxis; s.o. FN 307, 302.

- b. Bestimmtheit des deutschen ordnungswidrigkeitsrechtlichen Manipulationstatbestandes
- (1) Europarechtliche Grundlagen: Das Manipulationsverbot der Marktmissbrauchsrichtlinie

Den Empfehlungen von FESCO folgend,⁷²² wurde bei der Definition der handelsgestützten Manipulation in Art. 1.2 (a), (b) MMR auf die Verwendung subjektiver Merkmale, etwa einer bestimmten manipulativen oder betrügerischen Absicht oder Bereicherungsabsicht, verzichtet und statt dessen eine in erster Linie auf die Tatfolgen abstellende, erfolgsbezogene („effect-based“) Definition vorgezogen.⁷²³

Ziel der Richtlinienverfasser war dabei allerdings nicht nur eine fragmentarische Regelung einzelner, besonders manipulationsträchtiger Handelssituationen und –techniken nach dem Vorbild der von der US-amerikanischen Kapitalmarktaufsichtsbehörde SEC erlassenen „Rules“. Die SEC wird in mehreren Vorschriften des Securities Act von 1933 (SA) und des Securities Exchange Act von 1934 (SEA)⁷²⁴ zur eigenständigen Regulierung von Manipulationstechniken ermächtigt, sofern sie dies im öffentlichen Interesse oder zum Schutz der Anleger für erforderlich oder angemessen hält.⁷²⁵ Die meisten der auf dieser Grundlage erlassenen Rules befassen sich mit Manipulationen durch tatsächlichen Handel und ergänzen somit die weite, abstrakt formulierte gesetzliche Verbotsnorm des s. 9 (a) (2) SEA. Darin definiert die SEC nach rein objektiven Kriterien konkrete Handelssituationen und –techniken, bei denen nach der Lebenserfahrung eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für manipulativen Handel besteht⁷²⁶ – etwa während der Platzierung neuer Wertpapiere oder eines Übernahmeangebots, bei Leerverkäufen oder Rückkäufen eigener Aktien – und regelt sie auf unterschiedliche Weise, etwa durch Handelsverbote, Pflichten zur Offenlegung von Handelsaktivitäten oder sonstige Handelsbeschränkungen, welche oftmals nur für bestimmte Personen und/oder Zeiträume gelten, oder aber durch die ausdrückliche Ausnahme bestimmter Verhaltensweisen vom gesetzlichen Verbot des s. 9 (a) (2) SEA (sog. „safe-harbor rules“).⁷²⁷

⁷²² FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 25.

⁷²³ Coffey/Somnier, 18 Journal of International Banking Law and Regulation (2003), S. 373; Moloney, Kap. XIII Abschn. 9.

⁷²⁴ Die bedeutendste dieser Ermächtigungsnormen ist s. 10 (b) SEA.

⁷²⁵ Lenzen, WM 2000, S. 1134.

⁷²⁶ Vgl. Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 535 f.

⁷²⁷ Näher Lenzen, WM 2000, S. 1135.

Im Gegensatz dazu strebten die Verfasser der Marktmissbrauchsrichtlinie ein zwar möglichst auf objektiven Kriterien beruhendes, zugleich aber umfassendes und abstrakt formuliertes Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation an. Dabei orientierten sie sich am Vorbild der im Jahr 2000 erlassenen britischen Marktmissbrauchsvorschriften (ss. 118 ff. FSMA 2000).

Die Tatfolgenmerkmale des britischen Marktmissbrauchstatbestands (Irreführung anderer Marktteilnehmer hinsichtlich der Nachfrage nach oder des Angebots, Preises oder Wertes eines Vermögenswertes, s. 118 (2) (b) FSMA, sowie Marktverzerrung, s. 118 (2) (c) FSMA) finden sich in der von FESCO empfohlenen Definition der Tatbestandsvariante der handelsgestützten Manipulation wieder,⁷²⁸ welche wiederum die Grundlage für die Definition der handelsgestützten Manipulation in Art. 1.2 (a) und (b) der Marktmissbrauchsrichtlinie bildete. Während das Irreführungsmerkmal des s. 118 (2) (b) FSMA nahezu unverändert in Art. 1.2 (a) 1. Spiegelstrich MMR übernommen wurde, gehen Art. 1.2 (a) 2. Spiegelstrich und (b) MMR auf Formulierungen zurück, welche FESCO bei der Erläuterung seines eng an die britische Definition angelehnten Vorschlags gebrauchte.⁷²⁹

In einem wichtigen Punkt weicht die Richtlinienfassung jedoch von FESCOs Definitionsvorschlag ab: Während dieser in Übereinstimmung mit dem britischen Vorbild ausschließlich tatfolgenbezogen und somit objektiv gefasst war, führten die Richtlinienverfasser in Art. 1.2 (a) MMR ein subjektives Element ein, nämlich die Möglichkeit des Handelnden, nachzuweisen, dass er legitime Gründe für das irreführende oder verzerrende Handelsverhalten hatte.⁷³⁰ In der Präambel wird klargestellt, dass auch dann, wenn die Person nachweisen kann, aus legitimen Gründen gehandelt und nicht gegen die zulässige Marktpraxis verstoßen zu haben, Manipulation vorliegt, wenn die zuständige Behörde nachweisen kann, dass neben diesen legitimen Gründen ein weiterer, rechtswidriger Grund gegeben war.⁷³¹ Dies erinnert an die traditionellen subjektiven Manipulationsmerkmale einschlägiger Straftatbestände; bemerkenswert ist allerdings die „negative“ Fassung, welche nicht das Vorliegen eines bestimmten manipulativen Motivs

⁷²⁸ FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 20 c.

⁷²⁹ Vgl. Art. 1.2 (a) 2. Spiegelstrich MMR und FESCO (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 22 b, sowie Art. 1.2 (b) MMR und FESCO, aaO, Ziffer 22 c.

⁷³⁰ Vgl. Art. 1.2 (a) 2. HS MMR: „... es sei denn, die Person, welche die Geschäfte abgeschlossen oder die Aufträge erteilt hat, weist nach, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass diese Geschäfte oder Aufträge nicht gegen die zulässige Marktpraxis auf dem betreffenden geregelten Markt verstoßen.“

⁷³¹ Vgl. Ziffer 20 der Präambel der MMR.

voraussetzt, sondern im Gegenteil das Fehlen des Nachweises legitimer Motive, was eine diesbezügliche Umkehr der Beweislast impliziert. Auf diese Weise wurde ein subjektives Element eingeführt, ohne das rechtspolitische Ziel der Erleichterung des Tatnachweises und damit der Gewährleistung der Durchsetzbarkeit des Manipulationsverbots zu gefährden.

An dieser Entwicklung der britischen Rechtspraxis mögen sich die Verfasser der Marktmissbrauchsrichtlinie orientiert haben, um Problemen bei der Umsetzung der Richtlinie wegen mangelnder Bestimmtheit vorzubeugen. Aus der Perspektive des deutschen Ordnungswidrigkeitsrechts erscheint jedoch fraglich, ob die Berücksichtigung der Motive des Handelnden in einem Ausschlussstatbestand zur Bestimmtheit der Definition manipulativen Handels ausreicht.

- (2) Problemstellung: Ausreichende Bestimmtheit des deutschen Ordnungswidrigkeitstatbestand der Marktmanipulation ohne ausdrückliches Absichtsmerkmal?

Im Zuge der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz aus dem Jahr 2004⁷³² wurde entsprechend der Richtlinienvorgabe zur Normierung eines allgemeinen verwaltungsrechtlichen Manipulationsverbots⁷³³ und dessen Durchsetzung mittels allgemein anwendbarer verwaltungsrechtlicher Sanktionen⁷³⁴ ein zweigliedriger Ordnungswidrigkeitstatbestand der Marktmanipulation in das WpHG eingeführt, bestehend aus der Verbotsvorschrift des § 20 a I 1 Nr. 1-3 WpHG und der auf das Manipulationsverbot verweisenden Ordnungswidrigkeitsvorschrift des § 39 I Nr. 1, 2 WpHG

Die Verbotsalternativen in § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG sind (auch) gegen Manipulation durch Transaktionsverhalten gerichtet und entsprechen inhaltlich Art. 1.2 (a) und (c) MMR. Ebenso wie bei der erfolgsbezogenen Definition der handelsgestützten Manipulation in Art. 1.2 (a), (b) MMR wurde auch bei der Normierung von § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG auf die Verwendung subjektiver Tatbestandsmerkmale wie einer bestimmten manipulativen oder betrügerischen Absicht oder Bereicherungsabsicht verzichtet und statt dessen allein auf die Tatfolgen abgestellt: § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG verbietet die Vornahme von Geschäften oder Erteilung von Aufträgen, die zur Irreführung oder Preisverzerrung geeignet sind, ohne ein

⁷³² Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. Oktober 2004, BGBl. I S. 2630.

⁷³³ Art. 5 i.V.m. Art. 1.2 MMR.

⁷³⁴ Art. 14.1 S. 1 MMR.

bestimmte Absicht vorauszusetzen.⁷³⁵ Ebenso wenig enthält § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG, der die Vornahme sonstiger Täuschungshandlungen, die zur Preiseinwirkung geeignet sind, verbietet, ein Absichtsmerkmal.⁷³⁶

Auch die auf das Manipulationsverbot verweisende Ordnungswidrigkeitsvorschrift des § 39 I Nr. 1, 2 WpHG setzt (in Verbindung mit § 10 OwiG) lediglich Vorsatz hinsichtlich der objektiven Tatbestandsmerkmale von § 20 a I 1 Nr. 2 bzw. 3 WpHG voraus, also hinsichtlich der Vornahme von Geschäften oder der Erteilung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen, die zur Irreführung bezüglich der Marktsituation oder des Preises oder zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus geeignet sind, bzw. hinsichtlich der Vornahme einer zur Preiseinwirkung geeigneten Täuschungshandlung. Weitergehende Anforderungen an die innere Tatseite werden jedoch nicht gestellt. Die Motivlage des Handelnden findet lediglich insofern Berücksichtigung, als § 20 a II 1 WpHG in Umsetzung des zweiten Halbsatzes des Art. 1.2 (a) MMR anordnet, dass das Verbot des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG nicht gilt, wenn die Handlung mit der zulässigen Marktpraxis vereinbar ist und der Handelnde hierfür „legitime Gründe“ hat. Damit werden die „Gründe“ des Handelnden jedenfalls ausdrücklich nur außerhalb des Verbotstatbestands im Rahmen der Ausschlussnorm des § 20 a II 1 WpHG berücksichtigt.

Somit stellt sich wie beim Straf- so auch beim Ordnungswidrigkeitstatbestand die Frage, ob dieser jedenfalls insoweit, als er sich (auch) gegen handelsgestützte Manipulation richtet,⁷³⁷ dem verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebot genügt.

⁷³⁵ Die gegen handelsgestützte Manipulation gerichtete Vorschrift des § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG lautet: „(Es ist verboten,) 2. Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen“. Als Beispiele für irreführende Geschäfte oder Geschäftsaufträge nennt § 3 II MaKonV erstens Geschäfte, die geeignet sind, über Angebot oder Nachfrage bei einem Finanzinstrument im Zeitpunkt der Feststellung eines als Referenzpreis dienenden Preises zu täuschen, insbesondere Handel bei Börsenschluss mit der Folge der Irreführung von Anlegern, die aufgrund des Schlusskurses tätig werden; zweitens Geschäfte zu gleichen Stückzahlen und Preisen zwischen in Absprache handelnden Parteien; und drittens Geschäfte, die den unzutreffenden Eindruck wirtschaftlich begründeter Umsätze erwecken.

⁷³⁶ Die dritte Alternative des § 20 a I 1 WpHG lautet: „(Es ist verboten, ...) 3. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, die geeignet sind, auf den (...) Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments (...) einzuwirken.“ Der Begriff der sonstigen Täuschungshandlungen wird in § 4 I MaKonV genauer als „(...) Handlungen oder Unterlassungen, die geeignet sind, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse, insbesondere Angebot und Nachfrage in Bezug auf ein Finanzinstrument, an einer Börse oder einem Markt in die Irre zu führen und den (...) Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments (...) hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten“ definiert. Als Beispiel für die Begehung dieser Manipulationsalternative durch Transaktionsverhalten nennt § 4 III Nr. 1 MaKonV die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung über das Angebot von oder die Nachfrage nach Finanzinstrumenten mit der Folge der Bestimmung des Preises oder der Schaffung nicht marktgerechter Handelsbedingungen.

(3) Geltung des Bestimmtheitsgebots im Ordnungswidrigkeitsrecht

Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist das Bestimmtheitsgebot des Art. 103 II GG analog auch auf Ordnungswidrigkeitstatbestände anzuwenden.⁷³⁸ Überträgt man die vom Bundesverfassungsgericht entwickelten Grundsätze zur Bestimmtheit von Straftatbeständen auf den Bereich des Ordnungswidrigkeitsrecht, ist der Gesetzgeber gemäß Art. 103 II GG verpflichtet, die Voraussetzungen des Ordnungswidrigkeitstatbestands so genau zu umschreiben, dass dessen Tragweite und Anwendungsbereich für die Normadressaten aus dem Gesetz selbst zu erkennen sind und sich durch Auslegung ermitteln und konkretisieren lassen,⁷³⁹ so dass die Adressaten ihr Verhalten danach ausrichten können und keine unvorhersehbaren staatlichen Sanktionen zu befürchten brauchen.⁷⁴⁰ Die Anforderungen an die tatbestandliche Bestimmtheit sind umso höher, je intensiver die betreffende Norm in die Grundrechte eingreift.⁷⁴¹

Ferner ist der Gesetzgeber zwar grundsätzlich nicht an der Verwendung von Generalklauseln und unbestimmten Rechtsbegriffen gehindert.⁷⁴² Jedoch ist ein Ordnungswidrigkeitstatbestand jedenfalls so genau zu formulieren, wie dies bei Wahrung des abstrakt-generellen Charakters und mit Rücksicht auf das gesetzgeberische Ziel möglich ist.⁷⁴³ Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts sind Generalklauseln außerdem dann unbedenklich, wenn sich mit Hilfe der üblichen Auslegungsmethoden eine zuverlässige Grundlage für die Auslegung und Anwendung der Norm gewinnen lässt oder eine gefestigte Rechtsprechung existiert, aufgrund derer der betreffende Rechtsbegriff hinreichend bestimmt erscheint.⁷⁴⁴

Die Konkretisierung eines Ordnungswidrigkeitstatbestands durch eine Rechtsverordnung ist im Hinblick auf den in Art. 103 II GG enthaltenen Gesetzesvorbehalt nicht unproblematisch.

⁷³⁷ Gemeint sind §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit sich § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG gegen handelsgestützte Manipulation richtet. Soweit § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG auch die Kombination von Transaktionsverhalten mit der Verbreitung irreführender Informationen, insbesondere irreführender Analysen oder Empfehlungen (sog. Scalping, vgl. § 4 II Nr. 2, III Nr. 2 MaKonV) erfasst, wird die Norm in dieser Arbeit nicht behandelt, da in diesen Fällen keine handelsgestützte, sondern informationsgestützte Manipulation vorliegt; ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 22; Schwark, KapMRK, § 20 a Rn 33.

⁷³⁸ BVerfGE 38, 348, 371 f.; vgl. ferner § 3 OWiG.

⁷³⁹ BVerfGE 73, 206, 234; 75, 329, 341; 78, 374, 381 f.

⁷⁴⁰ BVerfGE 64, 369, 393 f; 85, 69, 72 f.

⁷⁴¹ BVerfGE 75, 329, 342.

⁷⁴² BVerfGE 66, 337, 355; BVerfGE 75, 329, 342; BVerfGE 92, 1, 12.

⁷⁴³ Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1315.

⁷⁴⁴ BVerfG 75, 329, 344; BVerfGE 96, 68, 97 f.

Grundsätzlich müssen die Tatbestandsvoraussetzungen für den Bürger jedenfalls schon aufgrund des formellen Gesetzes und nicht erst aufgrund der Rechtsverordnung vorhersehbar sein.⁷⁴⁵

- (4) Unbestimmtheit des deutschen gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Ordnungswidrigkeitstatbestands

Wie im Fall des gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Straftatbestandes⁷⁴⁶ erscheint nach diesen Kriterien die ausreichende Bestimmtheit auch des Ordnungswidrigkeitstatbestands der §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG zweifelhaft.

Die in der Literatur geäußerten Bedenken an der ausreichenden Bestimmtheit der Manipulationstatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, die oben⁷⁴⁷ im Zusammenhang mit der Frage der Bestimmtheit des Manipulationsstrafatbestands dargelegt wurden, gelten entsprechend auch im Kontext des Ordnungswidrigkeitstatbestands der §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG. Gründe für die Bedenken sind die Häufung unbestimmter Rechtsbegriffe wie den Merkmalen der „Eignung“, „irreführende Signale“ zu geben oder ein „künstliches Preisniveau“ herbeizuführen in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG⁷⁴⁸ sowie der „sonstigen Täuschungshandlungen“ in § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG, auch im Hinblick darauf, dass das frühere Erfordernis der Preisbeeinflussungsabsicht nunmehr weggefallen ist.⁷⁴⁹

Diesen Bedenken ist aufgrund der in dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse zur Natur und Definition der handelsgestützten Marktmanipulation⁷⁵⁰ zuzustimmen. Auch nach der hier vertretenen Ansicht sind die in § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG genannten objektiven Merkmale der Eignung von Handelsverhalten zur Irreführung anderer Marktteilnehmer über Angebot, Nachfrage oder Preis bzw. zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus zu weit, da sie jegliches Handelsverhalten erfassen, das die Effizienz der Informationsverarbeitung durch

⁷⁴⁵ BVerfGE 14, 174, 185 ff.; BVerfGE 75, 329, 341 f.; BVerfGE 78, 374, 382; BVerfGE 95, 96, 131; BVerfG NJW 1989, 1663.

⁷⁴⁶ S.o. C.I.1.b.

⁷⁴⁷ S.o. C.I.1.b.

⁷⁴⁸ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 10, 119 f.

⁷⁴⁹ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 162, der gegen § 20 a I 1 Nr. 3 WpHG jedenfalls insoweit, als die Vorschrift Grundlage der Straf- und Ahndbarkeit ist, „ernsthafte verfassungsrechtliche Bedenken wegen zu großer Unbestimmtheit (Art. 103 II GG)“ hegt; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 84 ff.; Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298; Sorgenfrei, in Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 10; Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rn 545 f.

⁷⁵⁰ S.o. A.VI.

den Markt und damit den Informationsgehalt der Marktpreise schmälert. Die Schmälerung der Preiswahrheit bzw. Informationseffizienz ist jedoch keine spezifische Folge allein manipulativer Transaktionen, sondern eine Folge jeglichen informationsunabhängigen oder auf Informationsverarbeitungsfehlern beruhenden Transaktionsverhaltens, also eines großen Teils des gesamten Handels.⁷⁵¹ Als zusätzliche Voraussetzung für die Illegitimität von Handelsverhalten wurde daher oben verlangt, dass das fragliche Verhalten die Informationseffizienz nicht zugleich auf andere Weise fördert,⁷⁵² was nach der obigen Analyse nur auf Handelsverhalten aufgrund bestimmter informationsunabhängiger Motive zutrifft.⁷⁵³

Da manipulativer Handel somit nur anhand des zugrundeliegenden Motivs von legitimem Handel unterschieden werden kann, ist der Ordnungswidrigkeitstatbestand der §§ 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG – ebenso wie der entsprechende Straftatbestand – nur dann ausreichend bestimmt, wenn er die oben⁷⁵⁴ als manipulativ herausgearbeiteten Handelsmotive bzw. -absichten voraussetzen würde, was jedoch nicht der Fall ist.

Wie oben bei der Erörterung der parallelen Thematik auf der strafrechtlichen Ebene erwähnt, wird aus der Unbestimmtheit der Tatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG im Schrifttum jedoch überwiegend nicht auch deren Verfassungswidrigkeit im Hinblick auf Art. 103 II, 104 I 1 GG abgeleitet.⁷⁵⁵ Dagegen wird in dieser Arbeit vertreten, dass der deutsche Manipulationsstrafatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1, 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit er sich gegen handelsgestützte Marktmanipulation richtet, mit dem Bestimmtheitsgebot der Art. 103 II, 104 I 1 GG unvereinbar ist. Dies wird entsprechend auch im Hinblick auf den Ordnungswidrigkeitstatbestand der §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit er sich gegen handelsgestützte Marktmanipulation richtet, vertreten. Denn auch insoweit fehlt es an einer gefestigten höchstrichterlichen Rechtsprechung, aufgrund derer die in den Verbotsalternativen des 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG verwendeten unbestimmten Rechtsbegriffe hinreichend bestimmt erscheinen. Auch lässt sich angesichts des Fehlens der für die Definition der handelsgestützten Manipulation wesentlichen, oben als

⁷⁵¹ S.o. A.III.3.

⁷⁵² S.o. A.IV.1.

⁷⁵³ S.o. A.VI.

⁷⁵⁴ S.o. A.IV.3.b, f.

⁷⁵⁵ Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., Vor § 20 a Rn 21; Mock/Stoll/Eufinger, in KK-WpHG, § 20 a Rn 84 ff.; Eichelberger, ZBB 2004, 296, 298; Sorgenfrei, in Park, Kapitalmarktstrafrecht, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 10; Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rn 546.

manipulativ herausgearbeiteten Handelsmotive bzw. -absichten auch im Wege der Auslegung keine zuverlässige Grundlage für die Bestimmung der Voraussetzungen und insbesondere der Grenzen der Ahndbarkeit gewinnen, da § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG legitimes und illegitimes Transaktionsverhalten gleichermaßen erfassen und somit eine Abgrenzung manipulativer Transaktionen von legitimem Handelsverhalten anhand des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG nicht möglich ist.

Danach ist der deutsche Ordnungswidrigkeitstatbestand der §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit er sich gegen handelsgestützte Marktmanipulation richtet, mit dem Bestimmtheitsgebot des Art. 103 II GG i.V.m. § 3 OWiG unvereinbar.

c. Zwischenergebnis

Beim Vergleich der britischen Marktmissbrauchsvorschriften mit dem deutschen ordnungswidrigkeitsrechtlichen Manipulationstatbestand unter dem Aspekt der ausreichenden tatbestandlichen Bestimmtheit hat sich – wie auch bereits bei der Diskussion der Bestimmtheit der jeweiligen gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Straftatbestände – gezeigt, dass den Grundsätzen des Gesetzesvorbehalts und der Gewaltenteilung in Deutschland und Großbritannien eine unterschiedliche Bedeutung und Gewichtung beigemessen wird. Dies führt in den beiden Jurisdiktionen zu unterschiedlich strengen Anforderungen an die tatbestandliche Bestimmtheit von Ordnungswidrigkeitsvorschriften bzw. „civil offences“. Infolgedessen haben auch die jeweiligen nationalen Gesetzgeber einen unterschiedlich weiten Spielraum bei der Normierung ordnungswidrigkeitsrechtlicher Vorschriften zur Bekämpfung manipulativen Handels.

So ist die britische Rechtspraxis und -literatur von einem pragmatischen Umgang mit den Grundsätzen der Rechtssicherheit und des Gesetzes- bzw. Parlamentsvorbehalts gekennzeichnet, wonach es ausreicht, dass ein an sich unbestimmter gesetzlicher Tatbestand einer „civil penalty“ durch rechtlich unverbindliche behördliche Auslegungsrichtlinien konkretisiert wird. Daher konnte das Bestimmtheitsproblem im Rahmen des verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsregimes der ss. 118 ff. FSMA dadurch bewältigt werden, dass der unbestimmte gesetzliche Tatbestand mit Hilfe der im Code of Market Conduct erläuterten Auslegungs- und Anwendungspraxis der FSA bezüglich der Anforderungen an die subjektive Tatseite präzisiert und seine Unbestimmtheit auf diese Weise kompensiert wird.

Hingegen herrscht im deutschen Recht eine strengere dogmatische Betrachtungsweise rechtsstaatlicher Prinzipien, so dass der deutsche Gesetzgeber bei der Normierung eines Ordnungswidrigkeitstatbestands verpflichtet ist, bereits den gesetzlichen Tatbestand einschließlich der Anforderungen an die innere Tatseite ausreichend bestimmt zu fassen. Im Gegensatz zum britischen Recht wäre daher die Konkretisierung eines unbestimmten Tatbestands durch unverbindliche behördliche Auslegungsrichtlinien nicht ausreichend. Ebenso wenig ausreichend ist nach der hier vertretenen Ansicht jedoch auch die vom deutschen Gesetzgeber entsprechend der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie⁷⁵⁶ normierte Ergänzung des objektivierten, kein manipulationsspezifisches Absichtsmerkmal enthaltenden und daher unbestimmten Ordnungswidrigkeitstatbestands der handelsgestützten Manipulation durch den Ausnahmetatbestand des Handelns aus „legitimen wirtschaftlichen Gründen“.

Um den Bestimmtheitsanforderungen des Grundgesetzes zu genügen, müsste ein deutscher Ordnungswidrigkeitstatbestand, soweit er sich gegen manipulativen Handel richtet, die nach der obigen Analyse zentralen Wesensmerkmale der handelsgestützten Manipulation enthalten, nämlich die Merkmale der Preisbeeinflussungsabsicht, der Absicht des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung sowie der Absicht der Ausnutzung einer absichtlich erworbenen marktbeherrschenden Stellung. Die Verlagerung der Auseinandersetzung mit den Beweggründen des Handelnden in einen Ausnahmetatbestand führte hingegen dazu, dass die verbleibenden Verbotmerkmale der Irreführung bzw. Täuschung und Preisverzerrung konturlos sind und somit auch die Manipulationsverbotstatbestände der § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG die Grenze zwischen erlaubtem und ordnungswidrigem Handelsverhalten nicht hinreichend klar erkennen lassen.

Wie die historische Analyse der deutschen und britischen Manipulationsstraftatbestände gezeigt hat, erschwerten die darin enthaltenen Absichtsmerkmale die Nachweisbarkeit der Tat so stark, dass die Straftatbestände in beiden Jurisdiktionen infolge der gravierenden Anwendungsprobleme kaum praktische Bedeutung erlangten. Andererseits ergeben sich aus der Verortung der Motivfrage in einem Ausnahmetatbestand rechtsstaatliche Probleme, die im folgenden Abschnitt zum Thema Nachweisbarkeit diskutiert werden sollen.

⁷⁵⁶ Art. 5 i.V.m. Art. 1.2 MMR.

2. Nachweisbarkeit

a. Vereinbarkeit des britischen Marktmissbrauchsregimes mit der Unschuldsvermutung und dem Grundsatz des Fairen Verfahrens

(1) Verfahrensrechtliche Erleichterungen durch das Marktmissbrauchsregime

(a) *Einführung*

Wie oben bei der Diskussion der Probleme der strafrechtlichen Manipulationsbekämpfung dargestellt,⁷⁵⁷ erlangte die gegen Marktmanipulation gerichtete britische Strafvorschrift des s. 47 (1), (2) FSA 1986⁷⁵⁸ nur geringe praktische Bedeutung, und es kam in der Vergangenheit kaum zu strafgerichtlichen Verurteilungen wegen Börsenkursmanipulation.⁷⁵⁹ Dies galt besonders für die Tatbestandsalternative der Irreführenden Praktiken (s. 47 (2) 1986), die auch Manipulationen durch irreführende Handelstätigkeit erfasste.⁷⁶⁰

Ein wesentlicher Grund⁷⁶¹ für die geringe praktische Relevanz des s. 47 FSA 1986 wurde in der einschlägigen britischen Literatur darin gesehen, dass der Tatnachweis, insbesondere der Nachweis der subjektiven Tatbestandsmerkmale, wegen der strengen Regeln des Strafprozessrechts in der Praxis sehr schwierig war.⁷⁶² So musste die Strafbarkeit „jenseits eines vernünftigen Zweifels“ bewiesen werden, und strenge Vorschriften zur Zulässigkeit und Verwertbarkeit von Beweismitteln waren zu beachten.⁷⁶³ Die Beweisprobleme betrafen vor allem die Alternative der Irreführenden Praktiken (s. 47 (2) FSA 1986) wegen der Häufung subjektiver Tatbestandsmerkmale: Hierfür mussten neben Vorsatz sowohl Irreführungs- als auch Verleitungsabsicht nachgewiesen werden.⁷⁶⁴ Hingegen reichte für die

⁷⁵⁷ C.I.3.a.(1).

⁷⁵⁸ Vor der Einführung des s. 47 (1) und (2) FSA 1986 (Irreführende Angaben und Praktiken) konnte die Marktmanipulation nur unter den ungeschriebenen Common Law - Tatbestand der „Conspiracy to Cheat and Defraud“ subsumiert werden. Der Straftatbestand der Irreführenden Praktiken des s. 47 (2) FSA 1986 wurde im Jahr 2000 mit unverändertem Wortlaut in den noch heute geltenden s. 397 (3) FSMA 2000 übernommen.

⁷⁵⁹ Leigh, S. 106; Toube, in: Perry, S. 193 f.; Davies, S. 781; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19, 21 ff.; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 297, 301; Gleeson, S. 133.

⁷⁶⁰ C.I.3.a.(1).

⁷⁶¹ Als weiterer Grund für die Beweisprobleme galt die Unbestimmtheit des Tatbestandes des s. 47 (2) FSA 1986; Gleeson, S. 133.

⁷⁶² Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22 f.

⁷⁶³ Davies, S. 781; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301, 303, FN 56; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142; Toube, in: Perry, S. 193 f.

⁷⁶⁴ Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22 f.

Alternative der Irreführenden Angaben (s. 47 (1) FSA 1986) aus, wenn dem Angeklagten „recklessness“, also Leichtfertigkeit bzw. grobe Fahrlässigkeit, hinsichtlich der Irreführung und Verleitung nachgewiesen werden konnte.⁷⁶⁵

Um die mit der strafrechtlichen Manipulationsbekämpfung verbundenen Probleme der praktischen Nachweisbarkeit zu überwinden, führte der britische Gesetzgeber die Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA 2000 ein. In materieller Hinsicht wurde der Tatbestand des Marktmissbrauchsverbots in s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000, im Gegensatz zum Straftatbestand der Irreführenden Angaben und Praktiken des s. 397 (1) und (3) FSMA,⁷⁶⁶ streng objektiv gefasst: Auf die traditionellen, schwer nachweisbaren Absichtsmerkmale des Straftatbestands, also der Irreführungs- und Verleitungsabsicht, wurde völlig verzichtet. Stattdessen stellt die Marktmissbrauchsdefinition allein auf die objektiven Tatfolgen des Täterverhaltens für den Markt bzw. die anderen Marktteilnehmer ab (Irreführung hinsichtlich der Nachfrage nach oder des Angebots, Preises oder Wertes eines Vermögenswertes sowie Marktverzerrung).

Vor allem aber vollzog der britische Gesetzgeber mit der Normierung der Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA 2000 einen Paradigmenwechsel in der Manipulationsbekämpfung von der strafrechtlichen zur zivil- bzw. verwaltungsrechtlichen Ebene: Wie erwähnt, konzipierte der britische Gesetzgeber die Marktmissbrauchsvorschriften in bewusster Abgrenzung zu den traditionellen und weiterhin existierenden Straftatbeständen des Insiderhandels (s. 52 (1) Criminal Justice Act 1993) und der Irreführenden Angaben oder Praktiken (s. 397 (1), (3) FSMA 2000) als „civil regime“, also als zivilrechtliches Regelwerk. Dementsprechend gelten das Marktmissbrauchsverbot der ss. 118 i.V.m. 123 FSMA und die Sanktionen in s. 123 (1) und (3) FSMA in der Literatur verbreitet als „civil offence“ bzw. „civil sanctions“.⁷⁶⁷ Teilweise werden die Vorschriften auch als verwaltungsrechtlich bezeichnet,⁷⁶⁸ oder, mit Rücksicht darauf, dass die Marktmissbrauchsvorschriften sowohl zivil- als auch verwaltungsrechtliche Elemente enthalten, als „hybrides“ Regelwerk.⁷⁶⁹

⁷⁶⁵ Gleeson, S. 133.

⁷⁶⁶ Wortgleich mit der Vorgängernorm s. 47 (1) und (2) 1986.

⁷⁶⁷ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19 f.; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

⁷⁶⁸ Davies, S. 781; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 268.

⁷⁶⁹ Gleeson, S. 116.

Dieser Paradigmenwechsel brachte wesentliche Erleichterungen sowohl im Bereich des behördlichen Verwaltungsverfahrens als auch im Bereich des Gerichtsverfahrens mit sich. Hiervon erhoffte sich der britische Gesetzgeber, ebenso wie von dem Verzicht auf die traditionellen Absichtsmerkmale des Manipulationsstrafrechts, die Erleichterung der praktischen Anwendbarkeit und Nachweisbarkeit der Marktmissbrauchsvorschriften und damit insgesamt eine Verbesserung der Effektivität der Manipulationsbekämpfung.

Die verfahrensmäßigen Erleichterungen in den Bereichen des behördlichen und gerichtlichen Verfahrens werden im Folgenden dargestellt.

(b) Behördliches Verwaltungsverfahren

Wie oben⁷⁷⁰ erwähnt, kannte das britische Recht bis zum Erlass des FSMA 2000 kein Verwaltungsunrecht unterhalb der strafrechtlichen Schwelle. Sanktionsbewehrte Verbote zur Durchsetzung verwaltungsrechtlicher Standards (sog. “regulatory offences” oder “statutory offences”) sind grundsätzlich strafrechtlicher Natur und werden nach denselben Prinzipien ausgelegt und angewandt wie die ungeschriebenen Straftatbestände des Common Law (“common law offences”).⁷⁷¹

Aufgrund des Gewaltenteilungsprinzips⁷⁷² können die mit der Überwachung der Einhaltung der Standards betrauten Verwaltungsbehörden bei Verstößen in aller Regel selber keine Geldbußen bzw. –strafen verhängen, sondern müssen den Fall an die Strafverfolgungsbehörden abgeben, welche über die Anklage des Verstoßes entscheiden und diese vor einem ordentlichen Gericht im Rahmen eines Jury-Prozesses vertreten. Ausnahmen galten lediglich für die Zollbehörde „Customs and Excise“⁷⁷³ und die Finanzverwaltung „Inland Revenue“,⁷⁷⁴ die bei bestimmten Zoll- und Steuervergehen selber Bußgelder verhängen können. Auch Verstöße gegen Straßenverkehrsregeln werden normalerweise nicht strafrechtlich verfolgt, sondern mit Bußgeldern geahndet.⁷⁷⁵ Diese Ausnahmen werden mit

⁷⁷⁰ C.II.2.a.(2).(b).

⁷⁷¹ Williams, S. 927 ff.

⁷⁷² Ogus, S. 79 ff.

⁷⁷³ Gemäß s. 13 des Finance Act 1985 sowie ss. 60 und 69 des Value Added Tax Act 1994.

⁷⁷⁴ Gemäß s. 100 des Taxes Management Act 1970.

⁷⁷⁵ Gleeson, S. 116 f.; Brown/Rankin, in: Friedland, S. 337 f.; Ogus, S. 80; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 198, 249 f.

der besonderen Eigenart des Steuerrechts bzw. dem öffentlichen Interesse an einer effizienten Durchsetzung der Straßenverkehrsregeln begründet.⁷⁷⁶

Angesichts dessen galt das Marktmissbrauchsregime als gesetzgeberische Innovation, da es der FSA nunmehr als einer der wenigen britischen Behörden ermöglicht, die Missachtung des Marktmissbrauchsverbots selber mittels verwaltungsrechtlicher Sanktionen zu ahnden. Als mögliche Sanktionen bei Marktmissbrauch stehen der FSA die Verhängung einer Geldbuße („civil penalty“, s. 123 (1) FSMA) oder die öffentliche Bekanntmachung des Verstoßes (s. 123 (3) FSMA) zur Verfügung.⁷⁷⁷ Damit ist die FSA im Gegensatz zu ihrer Vorgängerbehörde SIB (Securities and Investments Board)⁷⁷⁸ nicht darauf angewiesen, ein umständliches, langwieriges und kostspieliges Strafverfahren⁷⁷⁹ einzuleiten, sondern kann selber in einem schnelleren und unkomplizierteren Verwaltungsverfahren Sanktionen gegen Marktmissbrauch verhängen.⁷⁸⁰

Verfahren und Rechtsweg bei Marktmissbrauch sind dieselben, die auch im Fall „disziplinarischer Maßnahmen“ der FSA⁷⁸¹ gegenüber den ihrer Aufsicht unterstehenden Finanzdienstleistern Anwendung finden.⁷⁸² Die ss. 387-396 FSMA enthalten allgemeine Regeln für das Verfahren der FSA zum Erlass von „notices“, das gemäß s. 67 FSMA auch bei disziplinarischen Maßnahmen einzuhalten ist. Sämtliche von der FSA erlassenen „notices“ einschließlich disziplinarischer Maßnahmen können vor dem Financial Services and Markets Tribunal angefochten werden.⁷⁸³

Das Verwaltungsverfahren beginnt mit dem Erlass einer „warning notice“ (s. 126 (1), (2) i. V. m. s. 387 FSMA), zu welcher der Adressat Stellung nehmen kann. Insbesondere kann er sich damit verteidigen, dass er die erforderliche Sorgfalt hat walten lassen oder aus vernünftigen Gründen darauf vertraute, dass sein Verhalten keinen Marktmissbrauch

⁷⁷⁶ Gleeson, S. 117.

⁷⁷⁷ Gleeson, S. 116 f.; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 20; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

⁷⁷⁸ Das SIB wurde 1997 in Financial Services Authority (FSA) umbenannt.

⁷⁷⁹ Brown/Rankin, in: Friedland, S. 345 f.; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 261.

⁷⁸⁰ Toubé, in: Perry, S. 220; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 245 f.

⁷⁸¹ „Disciplinary measures“, vgl. ss. 66, 67 FSMA; Thorburn, in: Perry, S. 326 ff.

⁷⁸² Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 13; Thorburn, in: Perry, S. 330 f., 335 f., 339 f.

⁷⁸³ Thorburn, in: Perry, S. 336.

darstellte (s. 123 (2) FSMA).⁷⁸⁴ Auf die Stellungnahme des Adressaten hin erlässt die FSA entweder eine “notice of discontinuance” (s. 389 FSMA) oder eine “decision notice”, worin die verhängte Sanktion genannt und begründet wird (s. 127 (1) in Verbindung mit s. 388 FSMA). Innerhalb einer Frist von 28 Tagen seit Erlass der “decision notice” (s. 133 (1) FSMA) kann der Adressat das Financial Services and Markets Tribunal anrufen (s. 127 (4) FSMA), dessen Urteil er wiederum durch den Court of Appeal in England und Wales oder den Court of Session in Schottland auf Rechtsfehler überprüfen lassen kann (s. 137 FSMA).⁷⁸⁵ Nach dem Ablauf der Anfechtungsfrist bzw. dem Abschluss der gerichtlichen Überprüfung muss die FSA einen abschließenden Bescheid (“final notice”) über die Durchführung ihrer Entscheidung erlassen (s. 390 FSMA).⁷⁸⁶

(c) *Gerichtsverfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal*

Zuständig für die gerichtliche Prüfung der von der FSA erlassenen „notices“ sind nicht – wie etwa im Fall eines Strafverfahrens wegen Irreführender Angaben oder Praktiken gemäß s. 397 (1), (3) FSMA 2000 – die ordentlichen Gerichte mit Richtern und Geschworenen, die über keinerlei besondere Sachkenntnis auf dem Gebiet des Finanzwesens verfügen. Hierfür wurde vielmehr unter Teil IX des FSMA (s. 132 und Schedule 13 FSMA) eigens ein Sondergericht eingerichtet, nämlich das Financial Services and Markets Tribunal.

Das Financial Services and Markets Tribunal ist zuständig für Klagen gegen sämtliche von der FSA erlassenen “notices” einschließlich disziplinarischer Maßnahmen.⁷⁸⁷ Insofern trat das Financial Services and Markets Tribunal an die Stelle der zuvor⁷⁸⁸ im Rahmen der berufsständischen Selbstverwaltung der Finanzdienstleistungsbranche existierenden Disziplinargerichte (“Disciplinary Tribunals”), welche von den Selbstverwaltungskörperschaften der Finanzdienstleister (“Self-Regulatory Organisations” oder “SROs”)⁷⁸⁹ nach eigenen Regeln errichtet und verwaltet worden waren.⁷⁹⁰ Vor den

⁷⁸⁴ Toube, in: Perry, S. 217 f.; Davies, S. 787; Thorburn, in: Perry, S. 330, 339 f.; Gleeson, S. 147.

⁷⁸⁵ Vgl. Toube, in: Perry, S. 218 f.; Davies, S. 787; Thorburn, in: Perry, S. 331, 336 ff.; Gleeson, S. 148 f.

⁷⁸⁶ Thorburn, in: Perry, S. 331.

⁷⁸⁷ Thorburn, in: Perry, S. 336.

⁷⁸⁸ D.h. während der Geltung des Financial Services Act 1986 von 1986 bis 2000.

⁷⁸⁹ Während der Geltung des Financial Services Act 1986 waren die britischen Finanzdienstleister in privatrechtlichen Selbstverwaltungskörperschaften (“Self-Regulatory Organisations”, SROs) organisiert. Zunächst wurden fünf SROs gegründet: die Securities Association, die Association of Future Brokers and Dealers (AFBD), die Investment Management Regulatory Organisation (IMRO), die Life Assurances and Unit Trust Regulatory Organisation (LAUTRO) und die Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Association (FIMBRA). Die Zahl reduzierte sich später durch Fusionen, z.B. schlossen sich FIMBRA und

Disciplinary Tribunals konnten die SROs Verstöße gegen ihre Verhaltensstandards,⁷⁹¹ die faires Handelsverhalten geboten und somit indirekt auch ein Verbot der Kursmanipulation beinhalteten,⁷⁹² verfolgen. Die Disciplinary Tribunals konnten das Fehlverhalten mit dem Verlust der Marktzulassung ahnden.⁷⁹³ Die Sondergerichtsbarkeit der Disciplinary Tribunals wurde durch den FSMA 2000 in Gestalt des Financial Services and Markets Tribunal nicht nur für die gerichtliche Überprüfung disziplinarischer Maßnahmen der Aufsichtsbehörde FSA fortgeführt, sondern auch auf das neue zivil- bzw. verwaltungsrechtliche Marktmissbrauchsregime ausgedehnt.

Das Financial Services and Markets Tribunal ist dem Justizministerium unterstellt, welches für die Verwaltung und personelle Ausstattung des Tribunal zuständig ist. Die Mitglieder des Tribunal - sowohl Berufsrichter als auch Laien - werden vom Justizminister ernannt.⁷⁹⁴ Somit besteht die Möglichkeit, das Tribunal seiner speziellen Zuständigkeit entsprechend mit Personen zu besetzen, die über besondere Sachkenntnis in den Bereichen des Finanzmarkt- und Finanzdienstleistungswesens sowie des Kapitalmarktrechts verfügen.

Das Verfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal ist in den Financial Services and Markets Tribunal Rules 2001 geregelt, die ebenfalls vom Justizministerium erlassen wurden. Für das Verfahren vor dem Tribunal gelten nach allgemeiner Ansicht in der Literatur weniger strenge Regeln zur Zulässigkeit von Beweismitteln, zur Beweislast sowie zum Beweisstandard als in einem Strafprozess.⁷⁹⁵ Zwar findet sich im FSMA selbst kein Hinweis

AFBD im Jahr 1991 zur Securities and Futures Authority (SFA) zusammen. Mit der Mitgliedschaft in einer SRO war die Marktzulassung als Finanzdienstleister (“authorization”) verbunden, sofern die betreffende SRO vom Securities and Investments Board (SIB), welches wiederum dem Secretary of State unterstand, anerkannt worden war (Page, in: Baldwin/McCruden, S. 302 f.).

⁷⁹⁰ Thorburn, in: Perry, S. 335 f.

⁷⁹¹ Die Anerkennung der SROs vom Securities and Investments Board (SIB) hing unter anderem davon ab, dass die SROs die Tätigkeit ihrer Mitglieder nach vom SIB vorgegebenen Standards kontrollierten (Page, in: Baldwin/McCruden, S. 312 f.).

⁷⁹² Zur Konkretisierung der Strafvorschrift der Irreführenden Angaben und Praktiken des s. 47 FSA 1986 erließ das Securities and Investments Board (SIB) am 15.3.1990 ein Statement of Principles, zu dessen Einhaltung die SROs ihre Mitglieder verpflichteten. Gemäß den Principles 1 und 3 des Statement of Principles sollten Finanzdienstleistungsunternehmen einen hohen Standard der Integrität und des fairen Handels sowie des Marktverhaltens beachten; Principle 1 “Integrity” lautete: “A firm should observe high standards of integrity and fair dealing”; Principle 3 lautete “Market Practice”: “A firm should observe high standards of market conduct”.

⁷⁹³ Vgl. R. (on the application of Fleurose) v. Securities and Futures Authority Ltd. and another, Court of Appeal (Civil Division) [2001] EWCA Civ 2015; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 143.

⁷⁹⁴ Thorburn, in: Perry, S. 336; Gleeson, S. 149.

⁷⁹⁵ Davies, S. 781; Gleeson, S. 117; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 251; Page/Ferguson, S. 119.

darauf, welcher Beweisstandard im Fall von Marktmissbrauch gelten soll.⁷⁹⁶ In der einschlägigen Literatur wird jedoch allgemein angenommen, dass die Voraussetzungen des Marktmissbrauchs nicht wie die einer Straftat “jenseits eines vernünftigen Zweifels” bewiesen werden müssen, sondern lediglich nach dem für Zivilprozesse geltenden Standard. Nach diesem zivilprozessrechtlichen Standard genügt grundsätzlich der Nachweis, dass die Tat mit überwiegender Wahrscheinlichkeit begangen wurde,⁷⁹⁷ wobei der Wahrscheinlichkeitsgrad umso höher sein muss, je schwerwiegender die vorgeworfene Tat ist.⁷⁹⁸

Damit gelten in einem gerichtlichen Verfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal wesentlich weniger strenge prozessuale Anforderungen zum Schutz desjenigen, der bei dem Tribunal gegen eine wegen angeblichen Marktmissbrauchs von der FSA verhängte Sanktion klagt, als zugunsten des Angeklagten in einem Strafverfahren wegen Irreführender Angaben oder Praktiken gemäß s. 397 (1), (3) FSMA vor einem ordentlichen Gericht.

(d) Problematik verfahrensmäßiger Erleichterungen bei weitem Anwendungsbereich und quasi-straftlicher Eingriffswirkung

Obwohl im Verfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal, wie soeben dargelegt, im Vergleich zu einem Strafverfahren wesentlich geringere prozessuale Schutzmechanismen zugunsten des Klägers gelten, ist der persönliche Anwendungsbereich des zivil- bzw. verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsregimes ebenso weit wie der der Straftatbestände des Insiderhandels (s. 52 Criminal Justice Act 1993) und der Irreführenden Angaben und Praktiken (s. 397 (1), (3) FSMA 2000), welche auf jedermann anwendbar sind. Auch das Marktmissbrauchsverbot der ss. 118, 123 FSMA gilt für jedermann, d.h. sowohl für natürliche als auch für juristische Personen,⁷⁹⁹ nicht nur für von der FSA zugelassene Personen und Unternehmen. Handelt es sich bei dem mutmaßlichen Manipulator um eine

⁷⁹⁶ Toubé, in: Perry, S. 220.

⁷⁹⁷ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Toubé, in: Perry, S. 220; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22; Davies, S. 781; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142.

⁷⁹⁸ Toubé, in: Perry, S. 220; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22.

⁷⁹⁹ Toubé, in: Perry, S. 193; Davies, S. 781; Gleeson, S. 113, 134; Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 20; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 60; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142 FN 4; Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 13; Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absatz 254.

“authorisierte Person”,⁸⁰⁰ ein Unternehmen, das zur Ausübung bestimmter regulierter Tätigkeiten zugelassen ist⁸⁰¹ oder ein Individuum, das zur Ausübung einer bestimmten regulierten Tätigkeit, d.h. insbesondere Managementtätigkeit und die Verwaltung des Vermögens von Kunden, bei einer authorisierten Person zugelassen ist,⁸⁰² hat die FSA daher nunmehr die Wahl zwischen der strafrechtlichen Verfolgung der Tat, der Einleitung eines verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsverfahrens und der Ergreifung disziplinarischer Maßnahmen.⁸⁰³

Hinzu kommt, dass die verwaltungsrechtlichen Sanktionen, die der FSA bei Marktmissbrauch zur Verfügung stehen, nämlich die Verhängung einer Geldbuße („civil penalty“, s. 123 (1) FSMA) sowie die öffentliche Bekanntmachung des Verstoßes (s. 123 (3) FSMA),⁸⁰⁴ den Täter genauso empfindlich treffen können wie eine Kriminalstrafe. Auch wenn eine gemäß s. 123 (1) FSMA verhängte Geldbuße im Gegensatz zu einer Kriminalstrafe nicht mit sozialer Stigmatisierung verbunden ist, kann sie eine ausreichende Abschreckungswirkung entfalten, da s. 123 (1) FSMA keine Höchstgrenze für Bußgelder vorsieht⁸⁰⁵ und die FSA somit

⁸⁰⁰ “Authorised person” im Sinne des s. 31 FSMA.

⁸⁰¹ “Permitted firm” im Sinne des s. 42 FSMA.

⁸⁰² “Approved person” im Sinne des s. 59 FSMA.

⁸⁰³ Ebenso Toubé, in: Perry, S. 213 f.; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 146; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 301; Gleeson, S. 134. Ein authorisiertes Unternehmen, das Marktmissbrauch begangen hat, hat nämlich in der Regel zugleich auch gegen Prinzip 5 der Principles for Business (“PRIN”) verstoßen. Dieses verpflichtet authorisierte Unternehmen dazu, “angemessene Marktverhaltensstandards zu beachten”. Ebenso stellt Marktmissbrauch durch eine “approved person” zugleich einen Verstoß gegen Prinzip 3 des Statement of Principles for Approved Persons (“APER”) dar, wonach eine solche Person “bei der Ausübung ihrer kontrollierten Funktion angemessene Marktverhaltensstandards beachten” muss (Toubé, in: Perry, S. 214). Was die FSA unter “angemessenen Marktverhaltensstandards” versteht, ist in ihrem Code of Market Conduct geregelt, dessen Beachtung ein Indiz für die Einhaltung der PRIN und APER darstellt (Toubé, in: Perry, S. 214). Die disziplinarischen Sanktionsmöglichkeiten der FSA reichen von der Änderung oder Rücknahme der einem Unternehmen oder einem Individuum erteilten Zulassung zur Ausübung bestimmter regulierter Tätigkeiten bzw. “kontrollierter Funktionen” (ss. 45 bzw. 56, 63 FSMA) zur Rücknahme der generellen Authorisierung als Finanzdienstleister (s. 33 FSMA); (Thorburn, in: Perry, S. 339 ff.; Lomnicka, 8 Journal of Financial Crime (2001), S. 303 FN 65; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21). Will die FSA eine solche Sanktion verhängen, muss sie ein den ss. 126, 127 FSMA entsprechendes Verwaltungsverfahren einhalten, ss. 67, 387 ff. FSMA. Auch haben die Adressaten das Recht, das Financial Services and Markets Tribunal anzurufen (s. 67 FSMA) sowie gegebenenfalls den weiteren Rechtsweg zum Court of Appeal bzw. Court of Session zu beschreiten (Thorburn, in: Perry, S. 340 ff.).

⁸⁰⁴ Gleeson, S. 116 f.; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 20; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

⁸⁰⁵ Toubé, in: Perry, S. 221; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 60; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 268; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21; Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 13. Beispielsweise verhängte die FSA am 24. August 2004 ein Bußgeld in Höhe von 17 Millionen Pfund gegen Shell wegen irreführender Angaben über den Wert der Öl- und Gasreserven des Unternehmens (www.fsa.gov.uk/pubs/final/shell_24aug04.pdf). Das Bußgeld

grundsätzlich die Möglichkeit hat, für Marktmissbrauch Bußgelder in einer Höhe zu verhängen, die über dem mit der Tat erzielbaren Gewinn liegen.⁸⁰⁶ Die abschreckende Wirkung der Bußgeldandrohung des s. 123 (1) FSMA wird durch die Möglichkeit der öffentlichen Bekanntgabe der Verhängung dieser Sanktionen gemäß s. 123 (3) FSMA verstärkt. Gerade in der Finanzdienstleistungsbranche ist solches „naming and shaming“ besonders wirksam, da hier traditionell besonderer Wert auf Diskretion und den Erhalt eines seriösen Rufs gelegt wird, um das Vertrauen von Kunden und Geschäftspartnern nicht zu verlieren.

Die neuartige Gestaltung des Marktmissbrauchsverbots als „civil offence“ ermöglichte somit die Kombination eines weiten persönlichen Anwendungsbereichs und einer starken, quasi-strafrechtlichen Eingriffswirkung mit den verfahrensmäßigen Vorteilen eines verwaltungsrechtlichen Verbots. Damit wollte der britische Gesetzgeber eine Lücke in den bestehenden kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zum Schutz der Marktintegrität schließen, die bis zum Jahr 2000 zwischen den für jedermann geltenden, aber mit Anwendungsproblemen verbundenen Straftatbeständen des Insiderhandels (s. 52 Criminal Justice Act 1993) und der Irreführenden Angaben und Praktiken (s. 47 FSA 1986) einerseits und den unproblematisch anwendbaren, aber nur für den kleinen Kreis der zugelassenen Finanzdienstleister im Rahmen ihrer berufsständischen Selbstverwaltung geltenden disziplinarischen Regeln andererseits geklafft hatte.⁸⁰⁷ Hierdurch sollte die Wirksamkeit der Bekämpfung manipulativer Angaben und Praktiken gesteigert werden.

Allerdings wurden während der parlamentarischen Beratungen über den Gesetzesentwurf des FSMA 2000 aufgrund der strafrechtsähnlichen Konzeption des Anwendungsbereichs und der potenziellen Eingriffswirkung der geplanten Marktmissbrauchsvorschriften Bedenken laut, dass die verfahrensrechtliche Ausgestaltung des Marktmissbrauchsregimes nicht mit den

ist das höchste, das jemals gegen ein britisches Unternehmen verhängt wurde (The Guardian vom 25.8.2004, S. 22).

⁸⁰⁶ Nach ökonomischer Betrachtungsweise entfalten Sanktionen für Fehlverhalten nur dann eine ausreichende Abschreckungswirkung, wenn die Gewinnchance, welche das Fehlverhalten bietet, geringer ist als das finanzielle Risiko des Entdeckt- und Bestraftwerdens; letzteres errechnet sich aus der maximalen Höhe des potentiellen Bußgeldes, multipliziert mit der Wahrscheinlichkeit der Ahndung der Tat; vgl. Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 67 ff.; Richardson/Ogus/Burrows, S. 125 f. Siehe hierzu oben C.II.1.b.(1).

⁸⁰⁷ Economic Secretary to the Treasury, in Standing Committee A (bei den Beratungen über den Entwurf des FSMA), 2. November 1999, Spalte 652; Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absätze 254 u. 255; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267; Eadie, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 74; Stones, 11 International Company and Commercial Law Review (2000), S. 13.

rechtsstaatlichen Grundsätzen des fairen Verfahrens und der Unschuldsvermutung vereinbar sei.⁸⁰⁸

(2) Umgang mit der Problematik des Fair-Trial-Prinzips und der Unschuldsvermutung im Gesetzgebungsverfahren des FSMA 2000

(a) Maßstab des Art. 6 EMRK

Die rechtsstaatlichen Grundsätze des fairen Verfahrens („Fair-Trial-Prinzip“) und der Unschuldsvermutung gelten in Großbritannien seit dem Erlass des Human Rights Act im Jahr 1998, durch den die in der Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK) garantierten Grundrechte als Bestandteil des nationalen Rechts übernommen wurden.⁸⁰⁹ Damit gelten in Großbritannien auch die Justizgrundrechte des Art. 6 Abs. 1 bis 3 EMRK, nämlich der in Art. 6 Abs. 1 EMRK enthaltene Grundsatz des fairen Verfahrens,⁸¹⁰ dessen spezielle Ausprägungen in Art. 6 Abs. 3 lit. a bis e EMRK garantiert werden,⁸¹¹ sowie das in Art. 6 Abs. 2 EMRK festgeschriebene Prinzip der Unschuldsvermutung.⁸¹² Zur Auslegung

⁸⁰⁸ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absätze 259, 278-281 und Anhänge C und D.

⁸⁰⁹ Der HRA trat am 2. Oktober 2000 in Kraft.

⁸¹⁰ Art. 6 Abs. 1 EMRK lautet:

„Jedermann hat Anspruch darauf, dass seine Sache in billiger Weise öffentlich und innerhalb einer angemessenen Frist gehört wird, und zwar von einem unabhängigen und unparteiischen, auf Gesetz beruhenden Gericht, das über zivilrechtliche Ansprüche und Verpflichtungen oder über die Stichhaltigkeit der gegen ihn erhobenen strafrechtlichen Anklage zu entscheiden hat. Das Urteil muss öffentlich verkündet werden, jedoch kann die Presse und die Öffentlichkeit während der gesamten Verhandlung oder eines Teiles derselben im Interesse der Sittlichkeit, der öffentlichen Ordnung oder der nationalen Sicherheit in einem demokratischen Staat ausgeschlossen werden, oder wenn die Interessen von Jugendlichen oder der Schutz des Privatlebens der Prozessparteien es verlangen, oder, und zwar unter besonderen Umständen, wenn die öffentliche Verhandlung die Interessen der Rechtspflege beeinträchtigen würde, in diesem Fall jedoch nur in dem nach Auffassung des Gerichts erforderlichen Umfang.“

⁸¹¹ Art. 6 Abs. 3 EMRK lautet:

„Jeder Angeklagte hat mindestens (englischer Text) insbesondere (französischer Text) die folgenden Rechte:

- a in möglichst kurzer Frist in einer für ihn verständlichen Sprache in allen Einzelheiten über die Art und den Grund der gegen ihn erhobenen Beschuldigung in Kenntnis gesetzt zu werden;
- b über ausreichende Zeit und Gelegenheit zur Vorbereitung seiner Verteidigung zu verfügen;
- c sich selbst zu verteidigen oder den Beistand eines Verteidigers seiner Wahl zu erhalten und, falls er nicht über die Mittel zur Bezahlung eines Verteidigers verfügt, unentgeltlich den Beistand eines Pflichtverteidigers zu erhalten, wenn dies im Interesse der Rechtspflege erforderlich ist;
- d Fragen an die Belastungszeugen zu stellen oder stellen zu lassen und die Ladung und Vernehmung der Entlastungszeugen unter denselben Bedingungen wie die der Belastungszeugen zu erwirken;
- e die unentgeltliche Beiziehung eines Dolmetschers zu verlangen, wenn der Angeklagte die Verhandlungssprache des Gerichts nicht versteht oder sich nicht darin ausdrücken kann.“

⁸¹² Art. 6 Abs. 2 EMRK lautet:

„Bis zum gesetzlichen Nachweis seiner Schuld wird vermutet, dass der wegen einer strafbaren Handlung Angeklagte unschuldig ist.“

der EMRK werden in Großbritannien die hierzu entwickelten Rechtsprechungsgrundsätze des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte herangezogen.

Im Rahmen der parlamentarischen Beratungen über den Gesetzesentwurf des FSMA 2000 wurde die Vereinbarkeit der im Entwurf enthaltenen Marktmissbrauchsvorschriften mit den Justizgrundrechten des Art. 6 Abs. 1 bis 3 EMRK in Zweifel gezogen.⁸¹³ Kritiker des Gesetzesentwurfs sahen das aus dem Grundsatz des fairen Verfahrens (Art. 6 Abs. 1 EMRK) abgeleitete Recht, sich nicht selbst belasten zu müssen,⁸¹⁴ verletzt durch s. 144 (2) des Entwurfs, der ausdrücklich die Verwertbarkeit von unter Zwang zustande gekommenen Aussagen vorsah.⁸¹⁵ Ferner wurde mit Blick auf Art. 6 Abs. 3 lit. c EMRK kritisiert, dass für Verfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal keine Prozesskostenhilfe im Entwurf vorgesehen war.⁸¹⁶

Schließlich gab es auch Bedenken bezüglich der Vereinbarkeit des „zivilen“ Beweisstandards mit dem Prinzip der Unschuldsvermutung in Art. 6 Abs. 2 EMRK.⁸¹⁷ Zwar enthielt der Entwurf des FSMA keine ausdrückliche Regelung des Beweisstandards, der im Fall eines Verfahrens wegen Marktmissbrauchs vor dem Financial Services and Markets Tribunal gelten sollte.⁸¹⁸ Aufgrund der gesetzgeberischen Gesamtkonzeption der Marktmissbrauchsvorschriften und der Tatsache, dass der hergebrachte Straftatbestand der Irreführenden Angaben und Praktiken im Entwurf des FSMA unverändert beibehalten wurde, wurden die Marktmissbrauchsvorschriften jedoch von der Literatur überwiegend als

⁸¹³ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absätze 259, 278-281 und Anhänge C und D.

⁸¹⁴ Vgl. aus der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte *Funke gegen Frankreich* (1993), 16 EHRR 297; *Murray gegen Das Vereinigte Königreich* (1996), 22 EHRR 29; ferner *Ovey/White*, S. 174; *Clayton/Tomlinson*, S. 101, Rn. 11.211.

⁸¹⁵ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Absätze 202-205, VII Absätze 279-281 und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 d (iv), 59-61; vgl. auch *Saunders gegen Das Vereinigte Königreich* (1996), 23 EHRR 313.

⁸¹⁶ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absatz 281, und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 d (ii), 44.

⁸¹⁷ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Abs. 75 f. und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 d (iii), 55-57.

⁸¹⁸ *Toube*, in: *Perry*, S. 220.

zivilrechtliches Regelwerk interpretiert.⁸¹⁹ Dementsprechend wurde in der Literatur allgemein angenommen, dass in einem Marktmissbrauchsverfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal nicht der strenge strafprozessuale Beweisstandard gilt,⁸²⁰ wonach die Voraussetzungen der Strafbarkeit „jenseits eines vernünftigen Zweifels“ bewiesen werden müssen, sondern lediglich der für Zivilprozesse geltenden Beweisstandard. Nach diesem Standard genügt grundsätzlich der Nachweis, dass die Tat mit überwiegender Wahrscheinlichkeit begangen wurde,⁸²¹ wobei der Wahrscheinlichkeitsgrad umso höher sein muss, je schwerwiegender die vorgeworfene Tat ist.⁸²²

Im Mittelpunkt der Auseinandersetzungen während der parlamentarischen Beratungen über die Marktmissbrauchsvorschriften des Entwurfs des FSMA 2000 stand allerdings die Frage, ob die Justizgrundrechte der EMRK auf die britischen Marktmissbrauchsvorschriften überhaupt anwendbar sind. Ebenso wie für die oben diskutierte Frage der Anwendbarkeit des Bestimmtheitsgebots der EMRK auf die Marktmissbrauchsvorschriften des FSMA-Entwurfs ist die Voraussetzung hierfür die strafrechtliche Rechtsnatur des Marktmissbrauchsverbots und der angedrohten Sanktionen im Sinne der Art. 6 Abs. 1 und Art. 7 Abs. 1 EMRK.

(b) Anwendbarkeit der Justizgrundrechte der EMRK auf die britischen Marktmissbrauchsvorschriften

Wie bereits erwähnt, wehrte sich die britische Regierung gegen die Einordnung der Marktmissbrauchsvorschriften als strafrechtlich, während die Mehrheit der bei den parlamentarischen Beratungen über den Entwurf des FSMA 2000 gehörten Sachverständigen der Ansicht war, dass der vorgeschlagene Marktmissbrauchstatbestand strafrechtlicher Natur im Sinne von Art. 6 Abs. 1 und Art. 7 Abs. 1 EMRK sei.⁸²³ Hierfür konnten sie sich auf die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zu Artikel 6 Abs. 1 und

⁸¹⁹ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19 f.; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

⁸²⁰ Davies, S. 781; Gleeson, S. 117; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 251; Page/Ferguson, S. 119.

⁸²¹ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Toube, in: Perry, S. 220; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22; Davies, S. 781; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142.

⁸²² Toube, in: Perry, S. 220; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22.

⁸²³ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absätze 259, 278-281, und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 c, 17, 29-36.

7 Abs. 1 EMRK stützen,⁸²⁴ wonach ein mit Sanktionen bewehrtes Verbot strafrechtlicher Rechtsnatur ist, wenn es an jedermann gerichtet ist (statt nur an einen besonders definierter Adressatenkreis),⁸²⁵ sein Zweck im Schutz gesamtgesellschaftlicher Interessen (statt partikularer Gruppeninteressen) besteht⁸²⁶ und die Sanktion der Abschreckung oder Bestrafung dient.⁸²⁷ Nach diesen Kriterien haben die Marktmissbrauchsvorschriften strafrechtlichen Charakter aufgrund ihres allgemeinen Anwendungsbereichs,⁸²⁸ ihres im Interesse der gesamten Volkswirtschaft liegenden Zwecks der Verbesserung der Markttransparenz und –integrität, sowie des generalpräventiven Charakters der in s. 123 (1), (3) FSMA angedrohten Sanktionen.⁸²⁹ Zudem sprechen auch Art und Maß der angedrohten Sanktionen⁸³⁰ für den strafrechtlichen Charakter der Marktmissbrauchsvorschriften hin, da die angedrohte Geldbuße gesetzlich der Höhe nach nicht begrenzt ist und bei schwerwiegenden Verstößen entsprechend hoch ausfallen kann.⁸³¹

Angesichts dieser Argumente räumte der britische Gesetzgeber ein, dass die geplanten Marktmissbrauchsvorschriften strafrechtlicher Natur im Sinne der EMRK sein und damit auch die Justizgrundrechte der Art. 6 Abs. 1 bis 3 EMRK hierauf Anwendung finden könnten.⁸³²

⁸²⁴ Gemäß s. 2 HRA 1998 haben die britischen Gerichte bei der Auslegung und Anwendung der vom HRA anerkannten Garantien der EMRK die einschlägige Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zu beachten.

⁸²⁵ Van Dijk/van Hoof, S. 410 f.; Alcock, 23 *The Company Lawyer* (2002), S. 147.

⁸²⁶ Van Dijk/van Hoof, S. 410 f.; Ovey/White, S. 141.

⁸²⁷ *Öztürk gegen Bundesrepublik Deutschland* (1984) 6 EHRR 409, S. 423 f. Abs. 53; van Dijk/van Hoof, S. 411 f.

⁸²⁸ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 30.

⁸²⁹ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Absatz 169 und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 34.

⁸³⁰ Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte können – alternativ zur Natur des Verbots (*Öztürk gegen Bundesrepublik Deutschland* (1984) 6 EHRR 409, S. 424 Abs. 54; *Demicoli gegen Malta* (1992), 14 EHRR 47; van Dijk/van Hoof, S. 412) - auch die Natur und Schwere der angedrohten Sanktion ein Indiz für den strafrechtlichen Charakter eines sanktionsbewehrten Verbots sein; vgl. *Engel und andere gegen Die Niederlande* (1979-1980) 1 EHRR 647, S. 678 Abs. 82; Ovey/White, S. 141; van Dijk/van Hoof, S. 410 ff.

⁸³¹ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Abs. 170 und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 35.

⁸³² Memorandum des Finanzministeriums an das Joint Committee on Financial Services and Markets (14. Mai 1999), Abs. 13.

(c) *Gesetzgeberische Maßnahmen zur Wahrung der Justizgrundrechte und ihre Bewertung in der Literatur*

Der Gesetzgeber reagierte auf die während der parlamentarischen Beratungen geäußerte Kritik im Hinblick auf dessen Vereinbarkeit mit Art. 6 Abs. 1, 3 EMRK, indem er den Entwurf des FSMA 2000 in zweierlei Hinsicht nachbesserte:

Wie erwähnt, sah s. 144 (2) des Entwurfs vor, dass auch unter Zwang zustande gekommenen Aussagen in behördlichen oder gerichtlichen Verfahren wegen Marktmissbrauchs verwertbar sein sollten,⁸³³ was Kritikern zufolge das aus dem Grundsatz des fairen Verfahrens (Art. 6 Abs. 1 EMRK) abgeleitete Recht, sich nicht selbst belasten zu müssen,⁸³⁴ verletzte. Daraufhin besserte der Gesetzgeber den Entwurf insofern nach, als die Verwertbarkeit von unter Zwang zustande gekommenen Aussagen ausdrücklich ausgeschlossen wurde (s. 174 (2) FSMA).

Ein weiterer Kritikpunkt am Entwurf des FSMA 2000 war, dass darin keine Prozesskostenhilfe für Verfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal vorgesehen war.⁸³⁵ Dies hielten Kritiker für einen Verstoß gegen die in Art. 6 Abs. 3 lit. c EMRK enthaltene besondere Ausprägung des Fair-Trial-Prinzips. Der britische Gesetzgeber reagierte auf die Kritik, indem er in ss. 134-136 FSMA 2000 eine Prozesskostenhilferegelung aufnahm.⁸³⁶

Hingegen führten die im Rahmen der parlamentarischen Beratungen des FSMA-Entwurfs von Sachverständigen geäußerten Bedenken bezüglich der Vereinbarkeit des „zivilen“ Beweisstandards mit dem Prinzip der Unschuldsvermutung in Art. 6 Abs. 2 EMRK⁸³⁷ nicht zu einer ausdrücklichen Klarstellung bzw. Regelung im FSMA dergestalt, dass in einem Marktmissbrauchsverfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal der strenge

⁸³³ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Absätze 202-205, VII Absätze 279-281 und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 d (iv), 59-61; vgl. auch Saunders gegen Das Vereinigte Königreich (1996), 23 EHRR 313.

⁸³⁴ Vgl. aus der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte Funke gegen Frankreich (1993), 16 EHRR 297; Murray gegen Das Vereinigte Königreich (1996), 22 EHRR 29; ferner Ovey/White, S. 174; Clayton/Tomlinson, S. 101, Rn. 11.211.

⁸³⁵ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VII Absatz 281, und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 d (ii), 44.

⁸³⁶ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, Second Report, 2. Juni 1999, Abs. 20 f.

⁸³⁷ Joint Committee on Financial Services and Markets, Draft Financial Services and Markets Bill, First Report, Part One, 29. April 1999, VI Abs. 75 f. und Anhang C (Gutachten von Lord Lester of Herne Hill QC und Javan Herberg), Rn. 2 d (iii), 55-57.

strafprozessuale Beweisstandard gilt, wonach die Voraussetzungen der Strafbarkeit “jenseits eines vernünftigen Zweifels” bewiesen werden müssen. Vielmehr enthält der FSMA 2000 ebenso wenig wie der FSMA-Entwurf eine ausdrückliche Regelung des Beweisstandards, der im Fall eines Verfahrens wegen Marktmissbrauchs vor dem Financial Services and Markets Tribunal gilt.⁸³⁸

Dementsprechend blieb es bei der bereits zum FSMA-Entwurf entwickelten Interpretation der Marktmissbrauchsvorschriften als zivilrechtliches Regelwerk seitens des überwiegenden Teils der Literatur⁸³⁹ und der darauf beruhenden Ansicht, dass in einem Marktmissbrauchsverfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal der für Zivilprozesse geltenden Beweisstandard gilt, wonach der Nachweis genügt, dass die Tat mit überwiegender Wahrscheinlichkeit begangen wurde.⁸⁴⁰

Die erwähnten Korrekturen des Entwurfs durch den Ausschluss der Verwertbarkeit unter Zwang zustande gekommener Aussagen und die Aufnahme einer Prozesskostenhilferegelung erwiesen sich als ausreichend, um die im Gesetzgebungsverfahren laut gewordenen Bedenken hinsichtlich der Vereinbarkeit der Marktmissbrauchsvorschriften des FSMA 2000 mit den Justizgrundrechten der Art. 6 Abs. 1 bis 3 EMRK auszuräumen. Insbesondere wurde die im Rahmen der parlamentarischen Diskussion des Entwurfs von Sachverständigen geäußerte Kritik, dass der zivilprozessuale Beweisstandard gegen das Prinzip der Unschuldsvermutung verstößt, nach dem Erlass des FSMA 2000 in der Literatur nicht mehr aufgenommen. Vielmehr wird das Marktmissbrauchsregime in der einschlägigen britischen Literatur, wie erwähnt, weiterhin überwiegend im Sinne der gesetzgeberischen Intention als „civil regime“ interpretiert, ohne dass die im Gesetzgebungsverfahren diskutierten Argumente für die strafrechtliche Rechtsnatur der Marktmissbrauchsvorschriften insoweit berücksichtigt und daraus auch Konsequenzen für die anzuwendenden prozessualen Regeln gezogen würden.⁸⁴¹

⁸³⁸ Toubé, in: Perry, S. 220.

⁸³⁹ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19 f.; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

⁸⁴⁰ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Toubé, in: Perry, S. 220; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22; Davies, S. 781; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142.

⁸⁴¹ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19 f.; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

Hintergrund dieser widersprüchlichen Betrachtungsweise ist möglicherweise die oben erwähnte pragmatische und ergebnisorientierte Herangehensweise, welche auch die Auseinandersetzung der britischen Rechtsprechung und Literatur mit der Problematik der tatbestandlichen Bestimmtheit des Marktmissbrauchstatbestands kennzeichnet. Diese Haltung prägt offenbar auch die Betrachtung der Vereinbarkeit des Marktmissbrauchsregimes mit den Justizgrundrechten der EMRK.

b. Vereinbarkeit des deutschen Ordnungswidrigkeitstatbestands der handelsgestützten Marktmanipulation mit der Unschuldsvermutung

(1) Problemstellung

Bußgeldverfahren sind, ebenso wie strafrechtliche Ermittlungsverfahren, unter Beachtung rechtsstaatlicher Grundsätze durchzuführen.⁸⁴² Für das Bußgeldverfahren gelten, soweit das Gesetz über Ordnungswidrigkeiten nichts anderes bestimmt, sinngemäß die allgemeinen Vorschriften über das Strafverfahren, insbesondere die der Strafprozessordnung (§ 46 I OWiG).⁸⁴³ Somit gelten im Rahmen des Bußgeldverfahrens im Wesentlichen auch dieselben prozessualen Grundsätze und Schutzmechanismen wie im Strafverfahren.⁸⁴⁴

Da außerdem der Verbotstatbestand des § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG durch Verweisung ein Bestandteil sowohl des Straf- als auch des Ordnungswidrigkeitstatbestands der Marktmanipulation ist, bestehen hinsichtlich der Vereinbarkeit des Ordnungswidrigkeitstatbestands des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung dieselben Bedenken, die bereits oben⁸⁴⁵ hinsichtlich des Straftatbestands dargelegt wurden: Ebenso wie im strafrechtlichen Kontext stellt sich auch im Kontext der Ordnungswidrigkeit des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG die Frage, ob die vollständige Verlagerung der Beweislast hinsichtlich des Handelsmotivs auf den Angeklagten nicht gegen den Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK und verstößt.

(2) Geltung des Grundsatzes der Unschuldsvermutung

Der Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK, der auch im grundgesetzlichen Rechtsstaatsprinzip verankert ist, sowie die darauf beruhenden

⁸⁴² KK OWiG-Wache, Vor § 53 Rn 61.

⁸⁴³ KK OWiG-Wache, Vor § 53 Rn 3.

⁸⁴⁴ KK OWiG-Wache, Vor § 53 Rn 61 ff.

⁸⁴⁵ S.o. C.I.3.b.

Anforderungen an den Nachweis der Tat sind im Bußgeldverfahren ebenso anzuwenden wie im Strafverfahren.⁸⁴⁶

Im konkreten Fall der Ordnungswidrigkeitsvorschrift der Marktmanipulation des § 39 I Nr. 1, 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG ergibt sich die Geltung der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK zudem daraus, dass die Ordnungswidrigkeitsvorschrift des § 39 I Nr. 1, 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG strafrechtlicher Rechtsnatur im Sinne von Art. 6 Abs. 1 und Art. 7 Abs. 1 EMRK ist: Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zu Art. 6 Abs. 1 und 7 Abs. 1 EMRK ist ein mit Sanktionen bewehrtes Verbot strafrechtlicher Rechtsnatur, wenn es an jedermann gerichtet ist (statt nur an einen besonders definierter Adressatenkreis),⁸⁴⁷ sein Zweck im Schutz gesamtgesellschaftlicher Interessen (statt partikularer Gruppeninteressen) besteht⁸⁴⁸ und die Sanktion der Abschreckung oder Bestrafung dient.⁸⁴⁹ Nach diesen Kriterien hat die Ordnungswidrigkeitsvorschrift des § 39 I Nr. 1, 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG strafrechtlichen Charakter aufgrund ihres allgemeinen Anwendungsbereichs, ihres im Interesse der gesamten Volkswirtschaft liegenden Zwecks des Schutzes der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung im Interesse der Funktionsfähigkeit der Märkte⁸⁵⁰ sowie des generalpräventiven Charakters der angedrohten Bußgeldsanktion. Die im deutschen Recht bestehende formelle Unterscheidung zwischen Straf- und Ordnungswidrigkeitsrecht ist hingegen für die Beurteilung der Vorschrift als „strafrechtlich“ im Sinne der Art. 6 Abs. 1, 7 Abs. 1 EMRK unbeachtlich.⁸⁵¹

Aufgrund der Geltung des Prinzips der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK für die Ordnungswidrigkeitsvorschrift der Marktmanipulation können zur Auslegung des Art. 6

⁸⁴⁶ KK OWiG-Wache, Vor § 53 Rn 66; Seitz, in Göhler, § 46 Rn 10 b, BVerfGE 22, 265.

⁸⁴⁷ Van Dijk/van Hoof, S. 410 f.; Alcock, 23 *The Company Lawyer* (2002), S. 147.

⁸⁴⁸ Van Dijk/van Hoof, S. 410 f.; Ovey/White, S. 141.

⁸⁴⁹ *Öztürk gegen Bundesrepublik Deutschland* (1984) 6 EHRR 409, S. 423 f. Abs. 53; van Dijk/van Hoof, S. 411 f.

⁸⁵⁰ RegE 4. FFG, S. 89; Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a Rn 21; Fleischer, NJW 2002, 2977, 2979; Kümpel, S. 389 ff.; Möller, WM 2002, 310, 313; Schwark, in Schwark, § 20 a WpHG Rn 5; ders. in FS Kümpel, S. 485, 499; „Sorgenfrei, in Park, §§ 20 a, 38 I Nr. 4, 39 WpHG Rn 4; weitere Nachweise bei Altenhain, BB 2002, 1874 (1875 in Fn. 12).

⁸⁵¹ Nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte ist die Einordnung einer Norm als „strafrechtlich“ im Sinne der Art. 6 Abs. 1, 7 Abs. 1 EMRK „semi-autonom“ hinsichtlich der Einordnung durch die jeweilige nationale Rechtsordnung, d.h. eine Vorschrift kann auch dann strafrechtlicher Natur im Sinne der EMRK sein, wenn sie im jeweiligen nationalen Recht anders bezeichnet bzw. eingeordnet wird. Vgl. *Engel und andere gegen Die Niederlande* (1979-1980) 1 EHRR 647, S. 678 Abs. 81; Ovey/White, S. 140 f.; van Dijk/van Hoof, S. 410.

Abs. 2 EMRK die hierzu entwickelten Rechtsprechungsgrundsätze des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte auch im ordnungswidrigkeitsrechtlichen Kontext herangezogen werden.⁸⁵²

(3) Erforderlichkeit verfassungskonformer Auslegung

Ebenso wie der Straftatbestand bedarf auch der Ordnungswidrigkeitstatbestand der Marktmanipulation des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. §§ 20 a I 1 Nr. 2 und 3, 20 a II 1 WpHG (soweit er die Begehung durch Transaktionsverhalten betrifft) zur Wahrung des Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK sowie gemäß dem grundgesetzlichen Rechtsstaatsprinzip (Art. 19 Abs. 3 GG) einer verfassungskonformen Auslegung. Dies ergibt sich aus denselben Gründen, die bereits im Rahmen der Diskussion des Straftatbestands zur Fassung des Manipulationsverbots des § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG und des Ausnahmetatbestands des § 20 a II 1 WpHG dargelegt wurden⁸⁵³ und die hier nochmals kurz zusammengefasst werden:

Nach der obigen Analyse des Straftatbestands der Marktmanipulation des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG, wurde die Frage nach den Beweggründen des Handelnden vollständig aus den Verbotsalternativen des manipulativen Handels ausgeklammert und stattdessen in den Ausnahmetatbestand des § 20 a II 1 WpHG verlagert, so dass der Angeklagte vollen Beweis für ein Handeln aus legitimen Gründen erbringen muss. Aufgrund dessen wirken die Verbotstatbestände in § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG praktisch wie eine vom Angeklagten zu widerlegende gesetzliche Vermutung des Handelns aus einem illegitimen Motiv.

Wendet man die Grundsätze der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte zur Rechtmäßigkeit gesetzlicher Vermutungen⁸⁵⁴ auf § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG an, ist eine vollständige Verlagerung der Beweislast für ein Handeln aus legitimen Motiven auf den Angeklagten nur dann mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK vereinbar, wenn der Nachweis der Voraussetzungen des § 20 a I 1 Nr. 2 oder 3 WpHG als einzigen nach der Lebenserfahrung vernünftigen Schluss die Annahme zulässt, dass der Angeklagte aus illegitimen Motiven gehandelt hat. Dies ist jedoch nicht der Fall, da

⁸⁵² Vgl. BVerfG, Beschluss vom 14. Oktober 2004, Az. 2 BvR 1481/04 (Fall *Görgülü*) sowie dazu oben C.I.2.b.(1)(b).

⁸⁵³ S.o. C.I.3.b.

⁸⁵⁴ *Salabiaku gg. Frankreich* (1991) 13 EHRR S. 379, 390 Abschn. 30; vgl. auch *X gg. Das Vereinigte Königreich* (1972) 42 CD 135, ECommHR.

nach der hier vertretenen Auffassung die Ausnahmevoraussetzung der „legitimen Gründe“ im Sinne des § 20 a II 1 WpHG eine unbegrenzte Anzahl denkbarer Handelsmotive (mit Ausnahme der drei nach der hier vertretenen Auffassung illegitimen Handelsmotive) umfasst,⁸⁵⁵ während die Verbotstatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG aufgrund ihrer Unbestimmtheit keineswegs nur Transaktionen erfassen, die mit ganz überwiegender Wahrscheinlichkeit illegitim motiviert sind, sondern im Gegenteil den Großteil aller Handelsaktivitäten.⁸⁵⁶

Daher sind zum Schutz der Rechte des Tatverdächtigen und zur Wahrung des Grundsatzes der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK die §§ 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 i.V.m. § 20 a II 1 WpHG so auszulegen, dass die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen in eine Verbotsvoraussetzung, nämlich die des Handelns aus illegitimen Gründen, umzudeuten ist. Ebenso wie im strafrechtlichen Kontext⁸⁵⁷ obliegt es somit auch im Kontext der Ordnungswidrigkeit der Marktmanipulation von vornherein der Verfolgungsbehörde, das Vorliegen eines illegitimen Motivs zweifelsfrei zu beweisen.

Damit ist die von den historischen deutschen Manipulationsstraftatbeständen her bekannte und auch im Rahmen des gegenwärtigen Manipulationsstraftatbestands weiterhin bestehende⁸⁵⁸ Nachweisproblematik auch im Rahmen des Ordnungswidrigkeitstatbestands der §§ 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2 und 3, II 1 WpHG ungelöst.

c. Zwischenergebnis

Die obige Untersuchung hat gezeigt, dass die Vereinbarkeit sowohl des britischen Marktmissbrauchstatbestands als auch des deutschen Ordnungswidrigkeitstatbestands der Marktmanipulation mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK zweifelhaft ist:

In Großbritannien wurden im Rahmen des parlamentarischen Beratungen des Entwurfs des FSMA 2000 Bedenken hinsichtlich der Vereinbarkeit der verfahrensrechtlichen Ausgestaltung des Marktmissbrauchsregimes mit den Justizgrundrechten der EMRK geäußert, die vom Gesetzgeber nur zum Teil durch Anpassungen des Entwurfs ausgeräumt wurden. Insbesondere führte die im Gesetzgebungsverfahren von Sachverständigen

⁸⁵⁵ S.o. C.I.3.b.(1).(c).

⁸⁵⁶ S.o. C.I.3.b.(1).(d).

⁸⁵⁷ S.o. C.I.3.b.(3).

⁸⁵⁸ S.o. C.I.3.b.(3).

vorgebrachte Kritik, dass die Geltung des zivilprozessualen Beweisstandards im Verfahren vor dem Financial Services and Markets Tribunal gegen das Prinzip der Unschuldsvermutung verstößt, nicht zu einer Änderung des Entwurfs. Dennoch wurden diese Bedenken nach dem Erlass des FSMA 2000 in der einschlägigen britischen Literatur nicht mehr aufgenommen. Das Marktmissbrauchsregime wird in der Literatur überwiegend als „civil regime“ interpretiert, ohne dass die im Gesetzgebungsverfahren diskutierten Argumente für die strafrechtliche Rechtsnatur der Marktmissbrauchsvorschriften insoweit berücksichtigt und daraus Konsequenzen für die anzuwendenden prozessualen Regeln gezogen werden.⁸⁵⁹

Der deutsche Ordnungswidrigkeitstatbestand der Marktmanipulation ist mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung gemäß Art. 6 Abs. 2 EMRK unvereinbar, da der vom Ausnahmetatbestand des § 20 a II 1 WpHG erfasste Lebenssachverhalt des Handelns aus „legitimen Gründen“ tatsächlich keinen Ausnahmecharakter hat, sondern die Regel ist,⁸⁶⁰ und die Verbotstatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG infolge ihrer Unbestimmtheit und fehlenden Filterfunktion keineswegs nur Transaktionen erfassen, die mit ganz überwiegender Wahrscheinlichkeit illegitim motiviert sind, sondern im Gegenteil den Großteil aller Handelsaktivitäten.⁸⁶¹ Daher ist es mit dem Grundsatz der Unschuldsvermutung unvereinbar, dem Angeklagten die Beweislast hinsichtlich der Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen aufzubürden. Zur Wahrung des Grundsatzes der Unschuldsvermutung sind die §§ 39 I Nr. 1, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 i.V.m. § 20 a II 1 WpHG so auszulegen, dass die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen in eine Verbotsvoraussetzung, nämlich die des Handelns aus illegitimen Gründen, umzudeuten ist.

3. Ergebnis

Gegenstand dieses Abschnitts war die Frage, ob der auf strafrechtlicher Ebene kaum lösbare Zielkonflikt zwischen ausreichender tatbestandlicher Bestimmtheit einerseits und gerichtlicher Nachweisbarkeit andererseits durch die Bekämpfung der Marktmanipulation mit Mitteln unterhalb der strafrechtlichen Schwelle, d.h. mit den Mitteln des „Verwaltungsunrechts“, erfolgreicher gelöst werden kann.

⁸⁵⁹ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19 f.; Sykes, 1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59; Linklater, 22 Company Lawyer (2001), S. 267.

⁸⁶⁰ S.o. C.I.3.b.(1).(c).

⁸⁶¹ S.o. C.I.3.b.(1).(d).

Die zu Beginn dieses Abschnitts vorgenommene abstrakte Betrachtung der Vorteile, die mit dem Ordnungswidrigkeitsrecht verbunden sind, hat gezeigt, dass die Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts tatsächlich eine wirksame Alternative zur strafrechtlichen Regulierung sein kann. Vorteilhaft sind insbesondere der potentiell weite Adressatenkreis von Ordnungswidrigkeitsnormen, die Möglichkeit der angemessenen und wirksamen Sanktionierung von Verstößen, die rasche und kostengünstige Durchführbarkeit von Ordnungswidrigkeitsverfahren, die Sachkenntnis und Sachnähe der zuständigen Aufsichtsbehörden und die Möglichkeit, diese mit den erforderlichen Kompetenzen zur Sachverhaltsermittlung und Informationsbeschaffung auszustatten. Aus europarechtlicher Perspektive bietet die ordnungswidrigkeitsrechtliche Regulierung (im Gegensatz zur strafrechtlichen) ferner die Möglichkeit, nationale verwaltungsrechtliche Normen zu vereinheitlichen und Verwaltungspraktiken zu koordinieren.

Andererseits kann die Regulierung mit ordnungswidrigkeitsrechtlichen Mitteln mit ähnlichen Nachteilen verbunden sein wie die strafrechtliche Regulierung, da der potentiell starken Eingriffswirkung ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen ebenso hohe verfahrensrechtliche Eingriffsschwellen gegenüberstehen können wie im Falle strafrechtlicher Sanktionen. Dies spiegelt sich in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte wider: Dieser wendet die rechtsstaatlichen Prinzipien des Bestimmtheitsgebots und der Unschuldsvermutung (Art. 7 Abs. 1, 6 Abs. 1 EMRK) unabhängig von der Bezeichnung einer Vorschrift des nationalen Rechts als straf- oder ordnungswidrigkeitsrechtlich auf sämtliche Vorschriften mit „strafrechtlicher Rechtsnatur“ an, was grundsätzlich auch sanktionsbewehrten Verbotsvorschriften des Verwaltungs- bzw. Ordnungswidrigkeitsrechts einschließen kann. Bei der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation mit ordnungswidrigkeitsrechtlichen Mitteln können sich daher dieselben Probleme im Hinblick auf die Bestimmtheit des Tatbestands sowie die Führung des Tatnachweises ergeben wie im strafrechtlichen Kontext.

Allerdings hat die Untersuchung in diesem Abschnitt gezeigt, dass in Deutschland und Großbritannien die rechtsstaatlichen Anforderungen an Ordnungswidrigkeitsvorschriften bzw. „civil offences“ in der Rechtstheorie und –praxis recht unterschiedlich sind, was auf rechtshistorischen und dogmatischen Unterschieden beruht: In Deutschland hat sich die ordnungswidrigkeitsrechtliche Dogmatik in Anlehnung an die strafrechtliche entwickelt, und somit gelten im Ordnungswidrigkeitsrecht praktisch dieselben verfahrens- und

materiellrechtlichen Eingriffsschwellen wie im Strafrecht. Die Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts ist daher mit den gleichen Nachteilen verbunden wie ein Vorgehen auf strafrechtlicher Ebene. Allerdings bietet das Ordnungswidrigkeitsrecht im Vergleich zum Strafrecht erhebliche praktische Vorteile, insbesondere die Sachkenntnis und Sachnähe der zuständigen Aufsichtsbehörde, also der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die anstelle von Polizei und Staatsanwaltschaft mit der Ermittlung des Sachverhalts und der Verhängung des Bußgeldes befasst ist, sowie die kurze Dauer und niedrigen Kosten von Ordnungswidrigkeitsverfahren. Angesichts dieser Vorteile ist daher im Kontext des deutschen Rechts das Ordnungswidrigkeitsrecht das geeignetere Mittel zur Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation als das Strafrecht.

Im Gegensatz dazu stellt die Ausgestaltung der Marktmissbrauchsvorschriften als „civil offence“ bzw. „administrative offence“ eine Innovation des Gesetzgebers dar. Zum einen existierte somit zum Zeitpunkt der Einführung der Marktmissbrauchsvorschriften keine entwickelte eigenständige Dogmatik der „civil“ bzw. administrative offence“ als Grundlage für die Bestimmung der rechtsstaatlichen Eingriffsvoraussetzungen und der Anwendbarkeit der entsprechenden strafrechtlichen Grundsätze. Zum anderen waren die Marktmissbrauchsvorschriften gerade als Alternative zur hergebrachten strafrechtlichen „criminal offence“ der Irreführenden Angaben und Praktiken eingeführt worden, um die damit verbundenen hohen verfahrens- und materiellrechtlichen Hürden zu vermeiden. Wie die Erläuterungen im obigen Abschnitt gezeigt haben, können dank der im britischen Recht vorherrschenden pragmatischen Handhabung der Justizgrundrechte die praktischen Nachweisprobleme, welche den britischen Manipulationsstraftatbestand nach wie vor kennzeichnen und seine praktische Bedeutung einschränken, im Kontext des verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsregimes vermieden werden, ohne dass dies aus Sicht des britischen Rechts auf Kosten der tatbestandlichen Bestimmtheit und der verfahrensrechtlichen rechtsstaatlichen Garantien, insbesondere der Unschuldsvermutung, geschieht. Aufgrund dessen konnte mit Hilfe der verwaltungsrechtlichen Marktmissbrauchsvorschriften eine in der britischen Literatur und Rechtspraxis überwiegend akzeptierte Lösung des Zielkonflikts zwischen ausreichender Bestimmtheit bzw. Rechtssicherheit einerseits und Gewährleistung der praktischen Nachweisbarkeit andererseits erreicht werden. Im Kontext des britischen Rechts erscheint daher das Instrument der „civil

offence“ bzw. „administrative offence“ des Marktmissbrauchs in ss. 118 ff. FSMA als das zur Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation geeignetere Mittel als das Strafrecht.

III. Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Mittel zur Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation

1. Einleitung

Sowohl in Großbritannien als auch in Deutschland wurde die „civil offence“ des Marktmissbrauchs in s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000 bzw. die Ordnungswidrigkeitsnorm des § 39 I Nr. 1 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG zusätzlich zu den bereits existierenden Manipulationsstrafvorschriften eingeführt, ohne dass letztere aufgegeben wurde. Dadurch ist es in beiden Jurisdiktionen zu einem Nebeneinander einer gegen Manipulation gerichteten Strafvorschrift und einer Ordnungswidrigkeitsnorm bzw. „civil offence“ gekommen.

Im folgenden wird zunächst der Frage nachgegangen, ob sich aus der Kombination der Strafvorschrift und der Ordnungswidrigkeit bzw. „civil offence“ Vorteile für die Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation ergeben, oder ob ein Vorgehen allein mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts bzw. der „civil offence“ ausreicht (unter 2.).

Sodann wird untersucht, ob die Existenz der Strafvorschriften des s. 397 (3) FSMA 2000 und des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG mit Nachteilen für die Effektivität der Bekämpfung manipulativen Handels verbunden ist und daher, soweit sie Manipulationen durch Handelsverhalten betreffen, gegebenenfalls aufgegeben werden sollten (unter 3.).

2. Vorteile der Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Regulierung?

a. Theoretischer Vorteil der „Eingriffspyramide“

In der anglo-amerikanischen Regulierungsliteratur wird die Ansicht vertreten, dass ein Nebeneinander verschiedener straf-, ordnungswidrigkeits- und sonstiger verwaltungsrechtlicher Eingriffsmöglichkeiten den mit der Durchsetzung eines Ge- oder Verbots betrauten Behörden gestattet, angemessen auf Verstöße von unterschiedlicher Schwere reagieren zu können.⁸⁶² Die betreffenden Autoren empfehlen daher aus einer rechtspolitischen Perspektive, Regulierungsbehörden ein breites Spektrum an Eingriffsmöglichkeiten unterschiedlicher Intensität (sog. „Eingriffspyramide“⁸⁶³) zur Verfügung zu stellen, darunter als *ultima ratio* auch strafrechtliche Sanktionen.⁸⁶⁴ Hierdurch

⁸⁶² Brown/Rankin, in: Friedland, S. 348.

⁸⁶³ Ayres/Braithwaite, S. 35-38.

⁸⁶⁴ Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 86; Ayres/Braithwaite, S. 35-38.

sollen Unterregulierung sowie die Schwächung der Autorität der zuständigen Behörden vermieden werden, die gleichermaßen bei zu einschneidenden als auch zu laxen Sanktionen drohen. Bestünde etwa nur die Möglichkeit einer strafrechtlichen Ahndung, würden die Behörden in weniger schwerwiegenden Fällen gleichsam „mit Kanonen auf Spatzen schießen“ müssen, was entweder dazu führen könnte, dass solche Fälle gar nicht erst verfolgt würden,⁸⁶⁵ oder dass die Unangemessenheit der Reaktion auf lange Sicht die Autorität der Behörden untergraben und der strafrechtlichen Sanktion ihre abschreckende Wirkung nehmen könnte.⁸⁶⁶ Stünden hingegen nur weniger einschneidende Maßnahmen zur Verfügung, könnte in schwerwiegenden Fällen nicht mit der erforderlichen Härte reagiert werden, so dass ebenfalls keine ausreichende Abschreckung möglich wäre. Auch bestünde die Gefahr, dass das Ansehen der Behörde bei den regulierten Personen sinkt, was ihr wiederum die Wahrnehmung ihrer Regulierungsaufgabe erschweren würde.

Eine solche Eingriffspyramide⁸⁶⁷ ist allerdings nur sinnvoll in Regelungsbereichen, in denen Verstöße von so unterschiedlicher Art und Schwere zu erwarten sind, dass ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen nicht in allen Fällen angemessen bzw. abschreckend genug sind (hierzu unter b.). Stehen in diesen Fällen nicht nur ordnungswidrigkeitsrechtliche Eingriffsmöglichkeiten bzw. „civil penalties“, sondern auch strafrechtliche Sanktionen zur Verfügung, können die jeweils geeigneten Regulierungsmaßnahmen entsprechend der Art des zu regulierenden Verhaltens und der Eingriffswirkungen der in Frage kommenden Maßnahmen ausgewählt werden.

Eine weitere Voraussetzung dafür, dass eine Eingriffspyramide sinnvoll ist, besteht darin, dass im Kontext des jeweiligen nationalen Rechts und unter Beachtung der spezifischen Regulierungsmaterie nicht nur die Ordnungswidrigkeitsnorm bzw. „civil offence“, sondern auch die Strafvorschriften so ausgestaltet sind, dass sie ohne Schwierigkeiten angewendet werden können, so dass sie eine tatsächliche, realistische Eskalationsmöglichkeit bieten und eine glaubwürdige Sanktionsdrohung beinhalten. Im Bereich der handelsgestützten

⁸⁶⁵ Ein einschlägiges Beispiel findet sich bei Brown/Rankin, in: Friedland, S. 338, die die Rechtsdurchsetzungsaktivitäten zweier Wirtschaftsregulierungsbehörden des kanadischen Staates British Columbia, nämlich des Workers' Compensation Board und der Abfallentsorgungsbehörde des Umweltministeriums, miteinander vergleichen. Während das Workers' Compensation Board selbst Bußgelder verhängen kann und von dieser Kompetenz routinemäßig Gebrauch macht, beschränken sich die formellen Sanktionierungsmöglichkeiten der Abfallentsorgungsbehörde darauf, Strafverfolgungsmaßnahmen einzuleiten. Hiervon macht die Behörde jedoch nur selten Gebrauch, und selbst in diesen Fällen ist die Höhe der beantragten Geldstrafen durchschnittlich geringer als die der vom Workers' Compensation Board verhängten Geldbußen.

⁸⁶⁶ Brown/Rankin, in: Friedland, S. 326, 336 ff.

⁸⁶⁷ Ayres/Braithwaite, S. 35-38.

Manipulation stellt sich daher die Frage, ob die gegenwärtig in Deutschland und Großbritannien existierenden einschlägigen Manipulationsstrafvorschriften nicht nach wie vor mit so großen Anwendungsproblemen behaftet sind, dass sie neben der leichter zu handhabenden Ordnungswidrigkeitsnorm bzw. „civil offence“ keine wirksamen zusätzlichen Instrumente zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation darstellen (hierzu unter c.).

b. Eskalationsbedarf bei der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation?

Im folgenden wird der Frage nachgegangen, ob mit Verstößen so unterschiedlicher Art und Schwere gegen das Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation zu rechnen ist, dass für eine jeweils angemessene Ahndung nicht nur ordnungswidrigkeitsrechtliche Eingriffsmöglichkeiten bzw. „civil penalties“, sondern auch strafrechtliche Sanktionen zur Verfügung stehen sollten.

Ein Bedürfnis nach strafrechtlicher Ahndung wäre anzunehmen, wenn manipulative Transaktionen unter bestimmten Umständen in besonderem Maß verwerflich sein können, so dass das mit einer strafrechtlichen Sanktion verbundene moralische Unwerturteil angemessen erscheint (dazu unter (2)). Ferner wäre ein Bedürfnis nach strafrechtlicher Ahndung dann anzunehmen, wenn die Androhung von Bußgeldern allein nicht ausreichen würde, um potentielle Manipulatoren trotz der Aussicht auf eine möglicherweise große Gewinnchance wirksam abzuschrecken (dazu unter (3)).

Zunächst wird jedoch die unterschiedliche Eingriffswirkung von Kriminalstrafen einerseits und ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktionen bzw. „civil penalties“ dargestellt (unter (1)).

(1) Unterschiedliche Eingriffswirkung straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen

Straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen sind mit unterschiedlich schwerwiegenden Eingriffen in die Rechte der Betroffenen verbunden:

Das Strafrecht gestattet tiefe Eingriffe in die Rechte des Täters, wie hohe Geldstrafen oder Freiheitsstrafe. Außerdem sind Kriminalstrafen mit sozialer Stigmatisierung verbunden, da sie ein moralisches Unwerturteil ausdrücken. Beides zusammen führt zu einer hohen Abschreckungswirkung strafrechtlicher Sanktionen.⁸⁶⁸ Sie erscheinen daher geeignet in Fällen, in denen Sühne und Vergeltung der Tat im Vordergrund stehen,⁸⁶⁹ etwa weil die Tat

⁸⁶⁸ Brown/Rankin, in: Friedland, S. 341 f.; Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 237 f., 273; Richardson, Criminal Law Review (1987), S. 303.

⁸⁶⁹ Reiss, in: Hawkins/Thomas, S. 28.

als besonders verwerflich anzusehen ist⁸⁷⁰ oder besonders schwerwiegende Folgen zeitigt. Schwere Folgen können insbesondere in irreparablen oder nicht quantifizierbaren und damit nicht finanziell ausgleichbaren Schäden bestehen, wie bei der schweren Verletzung einer natürlichen Person oder der Verletzung einer Vielzahl von natürlichen Personen, sowie bei immateriellen Schäden.⁸⁷¹

Hingegen sind ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen nicht mit einem moralischen Unwerturteil verbunden und daher zur Ahndung von Verstößen gegen Verbote technischer Natur geeignet,⁸⁷² sog. „mala prohibita“, die nicht nach „Sühne“ verlangen⁸⁷³ (im Gegensatz zu moralisch verwerflichen und daher genuin strafwürdigen Taten, sog. „mala in se“).⁸⁷⁴ Bußgelder stellen ferner eine geeignete Sanktion dar, wenn statt konkreter Individuen eine anonyme Allgemeinheit geschädigt wird, da das Bedürfnis nach Sühne und Vergeltung in diesem Fall eher gering ist.⁸⁷⁵

(2) Angemessenheit ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen in schwerwiegender erscheinenden Fällen

(a) *Fragestellung*

Im Rahmen der Erläuterung der mit ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktionen verbundenen Vorteile wurde dargelegt, dass diese aufgrund des technischen Charakters des Manipulationsverbots grundsätzlich ausreichend sind, um manipulative Transaktionen angemessen zu ahnden.⁸⁷⁶

Fraglich ist jedoch, ob manipulative Transaktionen nicht unter bestimmten Umständen in besonderem Maß verwerflich sein können, so dass ein Bedürfnis nach strafrechtlicher Ahndung besteht. Dem britischen und deutschen Gesetzgeber erschienen offenbar bestimmte Fälle von Manipulationen als so schwerwiegend, dass sie diese unter Strafe stellten: So sind Manipulationen nach deutschem Recht strafbar, wenn der Manipulator einen tatsächlichen Preiseinwirkungserfolg erzielt (§ 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3

⁸⁷⁰ Hawkins, S. 204 ff.; Brown/Rankin, in: Friedland, S. 342.

⁸⁷¹ Rowan-Robinson/Watchman/Barker, S. 201; Hawkins, S. 6 f., 12, 197; Reiss, in: Hawkins/Thomas, S. 25, 28; Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 67 ff.

⁸⁷² Hawkins, S. 6 f., 14, 197; Reiss, in: Hawkins/Thomas, S. 26, 28; Brown/Rankin, in: Friedland, S. 340 f.

⁸⁷³ Hawkins, S. 6 f., 12, 197; Reiss, in: Hawkins/Thomas, S. 25.

⁸⁷⁴ Clarkson/Keating, S. 239 f.; Williams, S. 936 f.

⁸⁷⁵ Hawkins, S. 6 f., 12, 197; Reiss, in: Hawkins/Thomas, S. 25.

⁸⁷⁶ S.o. C.II.1.b.(1).

WpHG), und nach britischem Recht, wenn er mit der Absicht der Irreführung und Verleitung anderer Marktteilnehmer handelt (s. 397 (3) FSMA 2000). Demnach stellt sich die Frage, ob manipulative Transaktionen in diesen Fällen tatsächlich des moralischen Unwerturteils einer strafrechtlichen Sanktion bedürfen, oder ob nicht doch ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen angemessen sind.

Nach der obigen Argumentation ergibt sich die grundsätzliche Angemessenheit ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen aus der technischen Natur des Verbots der handelsgestützten Manipulation.⁸⁷⁷ Diese beruht in erster Linie auf dem überindividuellen Charakter des Verbotszwecks, der in erster Linie im Schutz der Informationseffizienz des Kapitalmarkts besteht, während der Schutz der Individualrechten anderer Marktteilnehmer nur mittelbar bezweckt wird. Dementsprechend wäre ein gesteigertes Maß an Verwerflichkeit und damit ein höheres Sanktionsbedürfnis, das eine Ahndung durch strafrechtliche Sanktionen erfordern würde, denkbar in Fällen, in denen entweder das Schutzgut der Informationseffizienz besonders stark beeinträchtigt wird, oder in denen das manipulative Handelsverhalten direkt und nicht nur mittelbar zu einer so erheblichen Schädigung individueller Interessen führt, dass die Individualschädigung gegenüber der generellen Schädigung des Marktes im Vordergrund steht.

Im Folgenden wird erörtert, ob diese Voraussetzungen in den vermeintlich schwerwiegenderen Fällen manipulativer Transaktionen vorliegen, in denen das jeweilige Qualifikationsmerkmal des deutschen (vollendete Preiseinwirkung, s.u. (a)) bzw. britischen (Irreführungs- und Verleitungsabsicht, s.u. (b)) Manipulationsstraftatbestandes erfüllt ist. Weiterhin wird geprüft, ob diese Voraussetzungen erfüllt sind, wenn der Täter nicht nur mit der Absicht der Preisbeeinflussung handelt, sondern darüber hinaus auch mit Bereicherungsabsicht (s.u. (c)), die in der einschlägigen deutschen Literatur als Qualifikationsmerkmal eines Manipulationsstraftatbestandes gegenüber dem Ordnungswidrigkeitstatbestand empfohlen wird.⁸⁷⁸

(b) Vollendete Preiseinwirkung

Nach deutschem Recht ist manipulatives Handelsverhalten mit Strafe bedroht, wenn das Transaktionsverhalten zu einer Einwirkung auf den Marktpreis geführt hat (§ 38 II i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG). Eine vollendete Preiseinwirkung ändert jedoch m.E. nichts am

⁸⁷⁷ S.o. C.II.1.b.(1).

⁸⁷⁸ Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316.

beschriebenen technischen Charakter des Verstoßes und der Natur der Folgen, da in diesem Fall in erster Linie die Informationseffizienz und damit die generellen Marktfunktionen beeinträchtigt werden, während die Vermögensinteressen der Marktteilnehmer hierdurch lediglich mittelbar geschädigt werden. Somit sind ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen auch in Fällen der vollendeten Einwirkung auf den Marktpreis angemessen.⁸⁷⁹ Vor diesem Hintergrund erscheint die gegenwärtige deutsche Kombination eines Ordnungswidrigkeits- und eines Straftatbestandes (§§ 39 I Nr. 1, 2, 38 II, 20 a I 1 Nr. 2, 3 WpHG) und deren Unterscheidung danach, ob das Transaktionsverhalten zu einer Preiseinwirkung lediglich geeignet war (und somit ordnungswidrig ist) oder tatsächlich hierzu geführt hat (und somit strafbar ist), wenig sinnvoll.

(c) *Irreführungs- und Verleitungsabsicht*

Ebenso wenig besteht ein gesteigertes Maß an Verwerflichkeit bzw. ein gesteigertes Sanktionsbedürfnis im Fall des Handelns mit der Absicht der Täuschung bzw. Irreführung und Verleitung anderer Marktteilnehmer, welches der britische Gesetzgeber als strafwürdig erachtet. Nach britischem Recht fällt manipulatives Transaktionsverhalten unter den Straftatbestand der Irreführenden Praktiken des s. 397 (3) FSMA 2000, wenn der Täter mit der Absicht handelt, einen falschen oder irreführenden Eindruck hinsichtlich der Marktsituation (d.h. der Angebots- oder Nachfragesituation) des gehandelten Vermögenswerts oder dessen Preis oder Wert zu erwecken und dadurch einen anderen zu verleiten, den betreffenden Vermögenswert zu erwerben, zu verkaufen oder zu zeichnen oder davon abzusehen, oder mit diesen Vermögenswerten verbundene Rechte auszuüben oder nicht auszuüben.⁸⁸⁰ Hierdurch wird jedoch m.E. weder das Schutzgut der Informationseffizienz des Kapitalmarktes besonders stark beeinträchtigt, noch werden Individualrechte anderer Marktteilnehmer direkt und nicht nur mittelbar geschädigt.

Von einer besonders starken Beeinträchtigung der Informationseffizienz kann bei manipulativen Transaktionen mit Irreführungsabsicht schon deswegen nicht die Rede sein, da derartige Handelsverhalten in Bezug auf die Informationseffizienz des Marktes neutral ist.

⁸⁷⁹ A.A. Möller, WM 2002, S. 311, 316, der die Folgen in diesem Fall als schwerwiegender betrachtet, da tatsächliche Einwirkungen in besonderem Maß geeignet seien, das Vertrauen in den Kapitalmarkt zu erschüttern; die Tat sei daher in diesem Fall besonders verwerflich.

⁸⁸⁰ Vgl. s. 397 (3) FSMA: „Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.“

Dies gilt unabhängig davon, ob Gegenstand der beabsichtigten Irreführung die äußere Marktsituation oder der Preis oder Wert des gehandelten Vermögensgegenstandes ist, oder aber das innere Handelsmotiv des Täters.

Handeln in der Absicht, andere Marktteilnehmer über die objektive Marktsituation oder den Preis oder Wert des gehandelten Vermögensgegenstandes irrezuführen, kann für sich genommen die Informationseffizienz des Marktes nicht beeinträchtigen und somit auch die moralische Verwerflichkeit dieses Handelns nicht begründen, da die äußere, unabhängig vom Handelsverhalten des Täters gegebene Marktsituation oder der Preis oder Wert des gehandelten Vermögensgegenstandes keine tauglichen Gegenstände einer absichtlichen Irreführung durch Handelsverhalten sind. Der Grund hierfür ist, dass Handelsverhalten überhaupt nur durch eine fehlerhafte Informationsverarbeitung durch den Handelnden oder ein informationsunabhängiges Motiv des Handelnden zu einer Fehlinformation des Marktes führen kann.⁸⁸¹

Soweit s. 397 (3) FSMA 2000 die handelsgestützte Manipulation erfasst,⁸⁸² ist daher nur das Handelsmotiv des Täters selbst ein tauglicher Gegenstand einer absichtlichen Irreführung. Jedoch ist auch die Absicht der Irreführung anderer Marktteilnehmer über das eigene Handelsmotiv nicht per se illegitim, da diese Absicht nicht notwendigerweise ein informationsunabhängiges Motiv darstellt, sondern auch bei informationsbezogenem Handelsverhalten vorliegt.⁸⁸³ Derartig motiviertes Handelsverhalten ist daher in Bezug auf die Informationseffizienz des Marktes neutral.

Handelt der Manipulator daher neben der manipulativen Absicht zusätzlich mit Irreführungsabsicht, kann dies nicht zu einer besonders schwerwiegenden Beeinträchtigung des Schutzgutes der Informationseffizienz führen, welche eine Ahndung durch strafrechtliche Sanktionen erfordern würde.

Hinzu kommt, dass bei manipulativem Handel Irreführungsabsicht hinsichtlich des eigenen manipulativen Handelsmotivs der Preisbeeinflussung bzw. der Eroberung einer marktbeherrschenden Stellung regelmäßig als weitere Absicht neben der manipulativen Absicht vorliegen dürfte, da die erfolgreiche Verschleierung des manipulativen

⁸⁸¹ S.o. A.III.2.c, A.III.3.

⁸⁸² Der britische Straftatbestand der „Irreführenden Praktiken“ des s. 397 (3) FSMA 2000 erfasst sowohl die handelsgestützte Manipulation als auch die Manipulation durch sonstiges nicht-kommunikatives Verhalten (sog. handlungsgestützte Manipulation); vgl. oben A.I.1.d.

⁸⁸³ S.o. A.IV.3.c.

Handelsmotivs eine notwendige Voraussetzung einer erfolgreichen handelsgestützten Manipulation darstellt. Eine manipulative Transaktion, bei der der Täter zusätzlich mit Irreführungsabsicht handelt, dürfte daher eher den Regelfall als den Sonderfall einer besonders schwerwiegenden Manipulation darstellen.

Aus denselben Gründen wird die Informationseffizienz auch durch solche manipulative Transaktionen nicht besonders stark beeinträchtigt, bei denen der Täter mit der zusätzlichen Absicht handelt, andere Anleger durch die beabsichtigte Irreführung zu einem bestimmten Verhalten bezüglich der betroffenen Vermögenswerte zu verleiten. Auch Handelsverhalten mit einer solchen Verleitungsabsicht ist in Bezug auf die Informationseffizienz des Marktes neutral: Wie oben ausgeführt,⁸⁸⁴ stellt Verleitungsabsicht kein informationsunabhängiges Motiv dar, da grundsätzlich alle Anleger, die ein Kauf- oder Verkaufsangebot machen, andere zur Annahme ihres Angebots bewegen bzw. zu einem bestimmten, für den Anbieter selbst günstigen Handelsverhalten veranlassen wollen.⁸⁸⁵ Insofern handeln auch besonders gut informierte Anleger, die ihren Informationsvorsprung verschleiern und diesen auf Kosten uninformierter oder aus Liquiditätsgründen handelnder Anleger ausnutzen wollen, in der Absicht, andere durch die Irreführung über ihr wahres Motiv zu einem bestimmten Handelsverhalten zu verleiten. Auch Manipulatoren handeln regelmäßig in der Absicht, andere durch Irreführung über ihr manipulatives Motiv zu einem bestimmten Handelsverhalten zu verleiten, da sie nur so erfolgreich auf den Kurs einwirken können. Daher dürften manipulative Transaktionen, bei denen der Täter zusätzlich mit Verleitungsabsicht handelt, ebenfalls eher die Regel als die Ausnahme darstellen.

Ferner lässt sich im Fall des manipulativen Handels mit Irreführungsabsicht ein Bedürfnis nach strafrechtlichen Sanktionen auch nicht damit begründen, dass hierdurch Individualrechte von Marktteilnehmern *unmittelbar* (und nicht nur reflexhaft als Folge der Beeinträchtigung der Informationseffizienz) geschädigt werden. Dagegen, dass manipulativer Handel mit Irreführungsabsicht zu einer unmittelbaren Vermögensschädigung anderer Marktteilnehmer führt, sprechen zwei Überlegungen: Erstens fehlt es bei der handelsgestützten Manipulation an einer konkreten und direkten Kommunikationsbeziehung zwischen dem Manipulator und

⁸⁸⁴ A.IV.3.e.

⁸⁸⁵ Ähnlich Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 507 f.

den potentiellen Opfern,⁸⁸⁶ da die falschen Informationen hierbei mittels multilateralen, anonymen und vor allem non-verbalen Handelsverhaltens auf einem Markt verbreitet bzw. „kommuniziert“ werden. Zweitens bestehen angesichts der Anonymität des Handels keine gegenseitigen Schutz-, Aufklärungs- oder Offenbarungspflichten unter den Anlegern.⁸⁸⁷ Durch die Verschleierung seiner Motive und der ihm zur Verfügung stehenden Informationen verletzt der Manipulator daher weder Schutzpflichten gegenüber den anderen Anlegern, noch enttäuscht er pflichtwidrig deren berechnete Erwartungen,⁸⁸⁸ so dass er unmittelbar durch sein Verhalten keine Individualrechte anderer Marktteilnehmer verletzt.

Ebenso wenig kommt es bei manipulativen Transaktionen, bei denen der Täter andere Anleger durch die beabsichtigte Irreführung über seine wahren Motive zu einem bestimmten Handelsverhalten verleiten will, zu einer unmittelbaren Schädigung der Individualrechte der anderen Marktteilnehmer. Auch in diesem Fall führt das Handelsverhalten aus den genannten Gründen unmittelbar nur zu einer Beeinträchtigung der Marktfunktionen und dadurch mittelbar zu Vermögensschäden der anderen Marktteilnehmer.

(d) Bereicherungsabsicht

In der deutschen rechtswissenschaftlichen Literatur wird vorgeschlagen, den Straftatbestand der Marktmanipulation nicht anhand der Einwirkung auf den Preis, sondern der damit verfolgten Bereicherungsabsicht von dem einschlägigen, gegen Manipulation gerichteten Ordnungswidrigkeitstatbestand zu unterscheiden, da diese leichter nachzuweisen sei⁸⁸⁹ und das kriminelle Unrecht der Manipulation besser abbilde als das gegenwärtige Qualifikationsmerkmal der vollendeten Preiseinwirkung.⁸⁹⁰

M.E. stellt Bereicherungsabsicht jedoch kein geeignetes Abgrenzungskriterium zwischen strafwürdiger und ordnungswidriger handelsgestützter Manipulation dar, da bei manipulativem Handel mit Bereicherungsabsicht kein erhöhtes Maß an Verwerflichkeit und damit auch kein Bedürfnis nach strafrechtlichen Sanktionen vorliegt: Weder wird in diesem

⁸⁸⁶ Ebenso Vogel, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 20 a WpHG Rn 89, 93 sowie in Rn 106; kritisch hinsichtlich der Eignung des Täuschungsbegriffs zur Beschreibung der handelsgestützten Manipulation ferner Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.

⁸⁸⁷ Fischel/Ross, 105 Harvard Law Review (1991), S. 509, unter Hinweis auf *Chiarella v United States*, 445 U.S. 222, 230 (1980); Groß, § 88 BörsG Rn 6.

⁸⁸⁸ Altendorfer, in: Aicher/Kalss/Oppitz, S. 232; Lenzen, S. 194; Altenhain, BB 2002, S. 1877 f.

⁸⁸⁹ Hierzu s.u. C.III.2.b.(3).(b). a.E.

⁸⁹⁰ Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316.

Fall das Schutzgut der Informationseffizienz besonders stark beeinträchtigt, noch kommt es direkt und nicht nur reflexhaft zur erheblichen Schädigung individueller Interessen.

Zu einer besonders starken Beeinträchtigung der Informationseffizienz kann manipulatives Handelsverhalten mit Bereicherungsabsicht schon deswegen nicht führen, da Bereicherungsabsicht im Sinne von schlichtem Gewinnstreben bei jeglichem Handelsverhalten vorliegt. Letztlich handeln alle Marktteilnehmer zur Erzielung eines Gewinns auf Kosten der anderen Anleger. Dieses Handelsmotiv beeinträchtigt nicht per se den Informationsgehalt des Handelsverhaltens bzw. die Informationseffizienz des Marktes insgesamt und ist für sich betrachtet nicht illegitim.⁸⁹¹

Handelt daher im Fall der handelsgestützten Manipulation der Täter zusätzlich mit Bereicherungsabsicht, führt diese zusätzliche Absicht nicht zu einer stärkeren Beeinträchtigung der Informationseffizienz und somit auch nicht zu einem erhöhten Maß an moralischer Verwerflichkeit der Tat. Etwas anderes ergibt sich auch nicht daraus, dass der vom Manipulator durch die Ausnutzung der von ihm beabsichtigten Kursbeeinflussung angestrebte Vermögensvorteil rechtswidrig ist – im Gegensatz zu dem bei legitimem Handel angestrebten Gewinn. Denn da sich die Rechtswidrigkeit des vom Täter angestrebten Vermögensvorteils allein daraus ergibt, dass dieser eben durch manipulatives Handeln erreicht werden soll, stellt die Bereicherungsabsicht als solche auch unter diesem Gesichtspunkt kein eigenständiges, über das Unrecht der Manipulation hinausgehendes Unrecht dar.

Darüber hinaus stellt das Absichtsmerkmal der Bereicherungsabsicht schon deswegen kein überzeugendes Qualifikationsmerkmal gegenüber dem Grundtatbestand der handelsgestützten Manipulation dar, weil die Absicht zur Bereicherung durch Ausnutzung einer erfolgreichen manipulativen Kursbeeinflussung bei der übergroßen Mehrheit der manipulativen Transaktion vorliegen dürfte.⁸⁹²

Schließlich werden durch manipulativen Handel mit Bereicherungsabsicht auch keine Individualrechte von Marktteilnehmern unmittelbar (und nicht nur reflexhaft als Folge der Beeinträchtigung der Informationseffizienz bzw. der Marktfunktionen) geschädigt, bzw. wird eine derartige unmittelbare Individualschädigung vom Täter nicht beabsichtigt: Vielmehr soll aus Sicht des Täters der von ihm angestrebte Vermögensvorteil unmittelbar aus dem

⁸⁹¹ S.o. A.IV.3.d.

⁸⁹² Ebenso Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316.

manipulierten Marktpreis resultieren, der wiederum zur Vermögensschädigung der anderen Marktteilnehmer führt. Der Vermögensschaden der anderen Anleger ist somit nur eine vom Manipulator in Kauf genommene indirekte Folge der von ihm unmittelbar beabsichtigten Preis- bzw. Marktbeeinflussung. Hieraus lässt sich daher kein erhöhtes Maß an moralischer Verwerflichkeit herleiten, das eine strafrechtliche Ahndung manipulativen Handels mit Bereicherungsabsicht erfordern würde.

(e) *Zwischenergebnis*

Auch in den vermeintlich schwerwiegenderen Fällen manipulativer Transaktionen, in denen der Täter erfolgreich auf den Preis einwirkt oder mit Irreführungs- und Verleitungsabsicht oder mit Bereicherungsabsicht handelt, sind ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen bzw. „civil penalties“ angemessen. In diesen Fällen ist nicht von einem besonderen Maß an Verwerflichkeit der Tat auszugehen, so dass kein Bedürfnis nach strafrechtlicher Ahndung besteht.

(3) *Ausreichende Abschreckungswirkung ordnungswidrigkeitsrechtlicher Sanktionen*

(a) *Fragestellung*

Wie oben dargelegt, ist es grundsätzlich möglich, gegen handelsgestützte Manipulation gerichtete Ordnungswidrigkeitsnormen bzw. „civil offences“ so zu gestalten, dass sie eine abschreckend genug wirken. Hierfür muss die Bußgeldandrohung so ausgestaltet sein, dass sie unter Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeit der Ahndung der Tat zu einem finanziellen Risiko für den potenziellen Täter führt, das den erzielbaren Gewinn übersteigt.⁸⁹³ Dies setzt zum einen voraus, dass der erzielte Gewinn im Rahmen der Bußgeldzumessung als Kriterium für dessen Höhe berücksichtigt wird, und zum anderen, dass sich der Bußgeldrahmen am erzielbaren Gewinn orientiert. Ferner lassen sich potenzielle Täter wirksam auch durch das Risiko abschrecken, dass die Tat bzw. die deswegen verhängte Sanktion öffentlich bekannt gemacht wird.⁸⁹⁴

Demgegenüber sind derzeit sowohl im deutschen als auch im britischen Recht über die ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktionen bzw. civil penalties hinaus auch strafrechtliche Sanktionen für handelsgestützte Manipulationen vorgesehen. Diese sind jedoch nur dann erforderlich, wenn die Androhung von Bußgeldern allein nicht ausreichen würde, um

⁸⁹³ Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 67 ff.; Richardson/Ogus/Burrows, S. 125 f.

⁸⁹⁴ S.o. C.II.1.b.(2).

potentielle Manipulatoren – auch im Fall der Aussicht auf eine möglicherweise große Gewinnchance – wirksam abzuschrecken.

Im folgenden wird daher untersucht, ob die deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm der Marktmanipulation und die britische „civil offence“ des Marktmissbrauchs so ausgestaltet sind, dass sie – auch unter Berücksichtigung etwaiger Anwendungsprobleme – eine ausreichende Abschreckungswirkung entfalten.

(b) Ausreichende Abschreckungswirkung der britischen Marktmissbrauchsvorschriften

Die in den britischen Marktmissbrauchsvorschriften enthaltene Bußgeldandrohung wegen Verstößen gegen das Marktmissbrauchsverbot („civil penalty“, s. 123 (1) FSMA) vermag eine ausreichende Abschreckungswirkung zu entfalten.

Dies ergibt sich erstens daraus, dass das Marktmissbrauchsverbot des s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000 dank seines objektiven, allein auf die Tatfolgen abstellenden Tatbestands und seiner Einordnung als „civil offence“ in der Praxis relativ leicht anzuwenden und nachzuweisen ist: Wie oben dargelegt,⁸⁹⁵ enthält er keine Absichtsmerkmale; vielmehr obliegt es nach der Auslegungspraxis der FSA dem Tatverdächtigen, den Verdacht des Marktmissbrauchs durch den Nachweis eines dominierenden legitimen wirtschaftlichen Motivs zu widerlegen.⁸⁹⁶ Die damit verbundene Unbestimmtheit des Marktmissbrauchstatbestands wird in der britischen Literatur und Praxis hingenommen, da hinsichtlich der „civil offence“ des Marktmissbrauchstatbestands geringere rechtsstaatliche Anforderungen gestellt werden als im Bereich des Strafrechts.⁸⁹⁷ Ferner wird die Nachweisbarkeit des Marktmissbrauchstatbestands dadurch erleichtert, dass dessen Voraussetzungen nicht – wie die eines Straftatbestands – „jenseits eines vernünftigen Zweifels“ bewiesen werden müssen, sondern dass der Nachweis genügt, dass die Tat mit

⁸⁹⁵ S.o. C.II.2.a, 3.a.

⁸⁹⁶ Davies, S. 783; Toubé, in: Perry, S. 200; Alcock, 23 *The Company Lawyer* (2002), S. 146. Vgl. auch DEPP 6.3.2 (5) im „Decision Procedure and Penalties manual“ („DEPP“), das Teil des Handbuchs der FSA ist; danach ist eines der Kriterien, nach denen die FSA beurteilt, ob die „reasonable belief“- oder die „due diligence“-defence des s. 123 (2) FSMA anwendbar ist, ob der Verdächtige nachweisen kann, dass er zu einem legitimen Zweck und in angemessener Weise gehandelt hat („(...) whether, and if so to what extent, the person can demonstrate that the behaviour was engaged in for a legitimate purpose and in a proper way.“

⁸⁹⁷ S.o. C.II.2.a.(d).

überwiegender Wahrscheinlichkeit begangen wurde.⁸⁹⁸ Aufgrund der leichteren Anwendbarkeit des Marktmissbrauchsstatbestands besteht eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Androhung von „civil penalties“ für handelsgestützte Manipulationen auch tatsächlich durchgesetzt werden kann.

Zweitens können „civil penalties“ wegen Verstößen gegen das Marktmissbrauchsverbot in unbegrenzter Höhe verhängt werden, da die Sanktionsnorm des s. 123 (1) FSMA 2000 keine Obergrenze für Bußgelder enthält. Die britische Aufsichtsbehörde FSA kann die Höhe des Bußgeldes nach eigenem Ermessen bestimmen, wobei sie sich nach den in ihrem Handbuch dargelegten Richtlinien u.a. an der Höhe des durch den Marktmissbrauch erzielten Gewinns oder vermiedenen Verlustes orientiert.⁸⁹⁹

Drittens trägt es zu effektiven Abschreckungswirkung der britischen Marktmissbrauchsvorschriften bei, dass die FSA gemäß s. 123 (3) FSMA 2000 die Möglichkeit hat, statt der Verhängung eines Bußgeldes wegen eines Verstoßes gegen das Marktmissbrauchsverbot alternativ eine Erklärung zu veröffentlichen, in der sie darlegt, dass der Täter den Verstoß begangen hat. Als Alternative zum Bußgeld stellt die Veröffentlichung der Tat unter Nennung des Täters („public censure“)⁹⁰⁰ eine eigenständige Sanktion dar. Nach den einschlägigen Richtlinien der FSA kommt die „public censure“ nach s. 123 (3) FSMA in minder schweren Fällen in Betracht, wird also als weniger einschneidende Sanktion verstanden als ein Bußgeld.⁹⁰¹ Voraussetzung für die Veröffentlichung ist ein rechtskräftiger

⁸⁹⁸ Coffey/Somnier, 3 Journal of Asset Management (2003), S. 323; Gleeson, S. 117; Toube, in: Perry, S. 220; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 22; Davies, S. 781; Alcock, 23 The Company Lawyer (2002), S. 142. S.o. C.II.3.a.(2).(c).

⁸⁹⁹ Vgl. DEPP 6.5.2 (6). Gemäß s. 124 (1) FSMA hat die FSA die Grundsätze, nach denen sie Geldbußen gemäß s. 123 FSMA verhängt und über deren Höhe entscheidet, in einem „statement of policy“ niedergelegt, nämlich in dem seit dem 28.8.2007 geltenden „Decision Procedure and Penalties manual“ („DEPP“), welches Teil des Handbuchs der FSA ist. Es enthält unter Ziffer DEPP 6.5.2 einen nicht abschließenden Katalog der Kriterien, welche die FSA bei der Entscheidung über die Höhe von Bußgeldern wegen Markt missbrauchs berücksichtigt. Diese Kriterien sind der Abschreckungszweck des Bußgeldes, die Natur, Schwere und Auswirkungen der Tat, ob die Tat vorsätzlich oder leichtfertig begangen wurde, ob der Täter eine natürliche oder juristische Person ist, die finanziellen und sonstigen Umstände des Täters, die Höhe des erzielten Gewinns oder vermiedenen Verlustes, die Schwierigkeit der Entdeckung des Verstoßes, das Verhalten nach der Tat, die disziplinarische Vorgeschichte des Täters, sonstige Maßnahmen der FSA oder anderer in- oder ausländischer Aufsichtsbehörden, der Inhalt der von der FSA veröffentlichten Richtlinien sowie im Fall einer Einigung über das Bußgeld das Stadium des Verfahrens, in dem die Einigung erzielt wurde.

⁹⁰⁰ Die Veröffentlichung gemäß s. 123 (3) FSMA wird von der FSA in ihren Richtlinien als „public censure“ bezeichnet, vgl. DEPP 6.1.2. 6.2.1, 6.4.1, 6.4.2.

⁹⁰¹ Nach den Richtlinien der FSA spricht es u.a. eher für die Ahndung eines Verstoßes mittels einer „public censure“ als eines Bußgeldes, wenn dies zur Erreichung des Abschreckungszwecks ausreicht, wenn der Täter keinen wirtschaftlichen Vorteil erzielt hat, wenn der Verstoß weniger schwerwiegend erscheint, wenn der Täter den Verstoß selber angezeigt hat oder diesen zugegeben, bei der Aufklärung kooperiert und Wiedergutmachung geleistet hat, wenn der Täter keine disziplinarische Vorgeschichte hat, wenn dies der bisherigen Praxis der FSA

Bescheid („decision notice“), in dem die FSA dem Betroffenen ihre Entscheidung über die Veröffentlichung sowie deren Inhalt mitteilt (s. 127 (1), (3) FSMA) und den der Betroffenen vor dem Financial Services and Markets Tribunal angreifen kann (s. 127 (4) FSMA).

Aus den genannten Gründen enthalten die britischen Marktmissbrauchsvorschriften eine glaubwürdige Sanktionsdrohung und dürften eine ausreichende Abschreckungswirkung entfalten können. Dies gilt auch in Fällen, in denen die Aussicht auf einen hohen Gewinn besteht, da die Höhe des Bußgeldes mangels gesetzlich festgelegter Obergrenze entsprechend der im Einzelfall bestehenden Gewinnchance und den vom Manipulator eingesetzten Mitteln festgesetzt werden kann.

(c) *Ausreichende Abschreckungswirkung der deutschen Ordnungswidrigkeit der Marktmanipulation*

Die (auch) gegen manipulatives Handelsverhalten gerichtete deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm der Marktmanipulation des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG entfaltet in ihrer derzeitigen Form keine ausreichende Abschreckungswirkung. Der Grund hierfür ist, dass eine Vorteilsabschöpfung im Rahmen der Bußgeldzumessung gemäß § 17 IV OWiG im Bereich der Marktmanipulation nicht bzw. nur in geringem Maß in Betracht kommt und der Manipulator daher nicht damit zu rechnen braucht, dass er ein den (bei der Manipulation regelmäßig nur mittelbaren) Gewinn übersteigendes Bußgeld zu zahlen braucht.

Für eine ausreichende Abschreckungswirkung müsste die Bußgeldandrohung des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. IV WpHG unter Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeit der Ahndung der Tat zu einem finanziellen Risiko für den potenziellen Täter führen, dessen Höhe den erzielbaren Gewinn übersteigt.⁹⁰² Wie oben dargelegt, bestehen im Rahmen des Ordnungswidrigkeitstatbestands des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG dieselben erheblichen Nachweisprobleme wie im Rahmen des entsprechenden Straftatbestands, da im deutschen Ordnungswidrigkeitsrecht praktisch dieselben rechtsstaatlichen Anforderungen hinsichtlich der tatbestandlichen Bestimmtheit und der Wahrung der Unschuldsvermutung gelten wie im Strafrecht.⁹⁰³ Daher ist der Ordnungswidrigkeitstatbestand der §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 i.V.m. § 20 a II 1

entspricht oder in Ausnahmefällen auch, wenn der Täter nur über geringe finanzielle Mittel verfügt. Vgl. den nicht abschließenden Katalog in DEPP 6.4.2.

⁹⁰² Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 67 ff.; Richardson/Ogus/Burrows, S. 125 f.

⁹⁰³ S.o. C.II.1.b, 2.b.

WpHG (soweit er die Begehung durch Transaktionsverhalten betrifft) so auszulegen, dass die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen in eine Verbotsvoraussetzung, nämlich die des Handelns aus illegitimen Gründen, umzudeuten ist.⁹⁰⁴ Der Nachweis dieser Verbotsvoraussetzung, der – ebenso wie der Nachweis der übrigen Merkmale des Tatbestands – der Verfolgungs- bzw. Anklagebehörde obliegt, dürfte in der Regel schwerfallen, da es sich bei dem Handelsmotiv um ein subjektives Merkmal handelt. Aufgrund dieser Nachweisschwierigkeiten erscheint die Wahrscheinlichkeit der Verhängung eines Bußgeldes wegen manipulativen Handelsverhaltens relativ gering.

Da sich das finanzielle Risiko des Entdeckt- und Bestraftwerdens, wie oben erläutert,⁹⁰⁵ aus der Wahrscheinlichkeit der Ahndung der Tat multipliziert mit der maximalen Höhe des potenziellen Bußgeldes errechnet,⁹⁰⁶ kann die Abschreckungswirkung insgesamt nur dann ausreichend sein, wenn die beschriebenen Anwendungsprobleme durch ein entsprechend hohes potenzielles Bußgeld kompensiert werden. Dies setzt zum einen voraus, dass der erzielte Gewinn im Rahmen der Bußgeldzumessung als Kriterium für dessen Höhe berücksichtigt wird,⁹⁰⁷ und zum anderen, dass sich der Bußgeldrahmen am erzielbaren Gewinn orientiert. Zur Kompensation der im Rahmen des § 39 I Nr. 1 und 2 WpHG bestehenden Anwendungsprobleme und der darauf beruhenden niedrigen Wahrscheinlichkeit, dass es tatsächlich zur Verhängung eines Bußgeldes kommt, müsste der Bußgeldrahmen theoretisch sogar über dem durch Manipulation erzielbaren Gewinn liegen.⁹⁰⁸

Die Berücksichtigung des durch eine Manipulation erzielten Gewinns bei der Bußgeldzumessung entspricht auch dem Willen des europäischen Gesetzgebers der Marktmissbrauchsrichtlinie: Dieser fordert in Ziffer 38 S. 2 der Präambel der MMR, dass „die Sanktionen abschreckend genug sein, im Verhältnis zur Schwere des Verstoßes *und zu den erzielten Gewinnen stehen* und konsequent vollstreckt werden (sollten)“.⁹⁰⁹ Für eine

⁹⁰⁴ S.o. C.II.2.b.(3).

⁹⁰⁵ S.o. C.II.1.b.(2).

⁹⁰⁶ Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 67 ff.; Richardson/Ogus/Burrows, S. 125 f.

⁹⁰⁷ Dies gilt jedenfalls dann, wenn der mit der Tat erzielte wirtschaftliche Vorteil durch das Bußgeld und nicht unabhängig davon, etwa durch Verfall, abgeschöpft wird.

⁹⁰⁸ Kagan/Scholz, in: Hawkins/Thomas, S. 67 ff.; Richardson/Ogus/Burrows, S. 125 f.

⁹⁰⁹ Hervorhebung durch die Verfasserin. Weitergehend die Empfehlungen von FESCO, des Vorgängers von CESR, im Vorfeld der Ausarbeitung der Marktmissbrauchsrichtlinie, denen zufolge bei der Bußgeldzumessung u.a. auch der *hypothetische* Gewinn berücksichtigt werden sollte. („Any harmonised system for setting the level of fines should be based on the funds used and/or the realised and/or unrealised profits. (...) In any event, the fine should be no less than the realised and/or unrealised profits of the action.“) Vgl. FESCO, (2000), A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961, Ziffer 87.

ausreichende Abschreckungswirkung des Marktmanipulationsverbots hält es der europäische Gesetzgeber somit für erforderlich, dass sich die Höhe der Geldbuße nach dem mit der Manipulation tatsächlich erzielten Gewinn richtet. Dies ist bei der Auslegung des Art. 14 Abs. 1 S. 2 MMR heranzuziehen, wonach die EU-Mitgliedsstaaten verpflichtet sind, Verstöße gegen das Manipulationsverbot mit verwaltungsrechtlichen Sanktionen zu ahnden, die „wirksam, verhältnismäßig und abschreckend“ sind.

Vor diesem Hintergrund ist zweifelhaft, ob die Ordnungswidrigkeitsnorm des § 39 I Nr. 1 und 2, IV WpHG eine in ausreichendem Maß abschreckende Sanktion der handelsgestützten Manipulation gemäß § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG vorsieht und somit eine fehlerfreie Umsetzung des Gebots des Art. 14 Abs. 1 S. 2 MMR darstellt. Zwar findet im Rahmen der Bußgeldzumessung wegen eines Verstoßes gegen das Manipulationsverbot u.a. der ordnungswidrigkeitsrechtliche Grundsatz der Vorteilsabschöpfung Anwendung, wonach die Geldbuße den wirtschaftlichen Vorteil, den der Täter unmittelbar aus der Tat gezogen hat, übersteigen soll (§ 17 IV OWiG).⁹¹⁰ Zum Zweck der Vorteilsabschöpfung darf sogar das gesetzliche Höchstmaß der Geldbuße überschritten werden.⁹¹¹ Theoretisch kann somit dem Umstand Rechnung getragen werden, dass der durch erfolgreiche manipulative Transaktionen erzielbare Gewinn den in § 39 IV WpHG vorgesehenen Maximalbetrag von einer Million Euro überschreiten und durchaus im zweistelligen Millionenbereich liegen kann.⁹¹²

Jedoch ist § 17 IV OWiG im Bereich der Marktmanipulation kaum anwendbar, da nach dieser Vorschrift bei der Bußgeldzumessung nur solche wirtschaftliche Vorteile berücksichtigt werden dürfen, die *unmittelbar* aus der Ordnungswidrigkeit gezogen wurden.⁹¹³ Im Fall der Marktmanipulation wird der Gewinn hingegen nur indirekt aus der Tat gezogen, nämlich durch Geschäfte, mit denen der Täter den zuvor manipulierten Preis bzw.

⁹¹⁰ Da somit die Vorteilsabschöpfung bereits durch das Bußgeld bewirkt werden soll, kommt das im Strafrecht zu diesem Zweck eingesetzte Instrument des Verfalls (§ 73 StGB) im Bereich des Ordnungswidrigkeitsrechts regelmäßig nicht zur Anwendung. Vgl. auch § 30 V OWiG, wonach die Anordnung des Verfalls gegenüber juristischen Personen bzw. Personenvereinigungen ausgeschlossen ist, wenn gegen sie eine Geldbuße festgesetzt worden ist; diese soll den wirtschaftlichen Vorteil, den die juristische Person bzw. Personenvereinigung unmittelbar aus der Anknüpfungstat gezogen hat, übersteigen (§ 30 III i.V.m. § 17 IV OWiG).

⁹¹¹ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 39 Rn 54.

⁹¹² Dies zeigte beispielsweise der Citibank-Fall vom August 2004, als die Citibank laut Presseberichten durch massive Käufe des europäischen Anleiherterminkontrakts Bund-Future und darauffolgende, ebenso massive Ver- und Rückkäufe europäischer Staatsanleihen auf der elektronischen Anleihehandelsplattform MTS einen Gewinn von ca. 15 Millionen Euro erzielte. Vgl. Financial Times v. 15. September 2004, S. 47; Handelsblatt v. 4./5./6. Februar 2005, S. 19. In diesem Fall hielt die britische FSA die Verhängung eines Bußgeldes in Höhe von 14 Mio. Pfund (nach damaligem Wechselkurs etwa 21 Mio. Euro) für angemessen.

⁹¹³ König, in Göhler, § 17 Rn 44.

die manipulierte Marktsituation ausnutzt (und die für sich genommen keine Manipulationen darstellen).⁹¹⁴ Derartige mittelbare Vorteile werden nicht von § 17 IV OWiG erfasst.⁹¹⁵ Dies gilt grundsätzlich auch für die handelsgestützte Marktmanipulation. Zwar kann bei der Manipulation durch effektive Geschäfte der im Rahmen der manipulativen Transaktion selbst ggf. erzielte Gewinn gemäß § 17 IV OWiG berücksichtigt werden;⁹¹⁶ dieser entspricht jedoch nicht dem vom Täter mit der Manipulation beabsichtigten bzw. tatsächlich erzielten Gewinn durch spätere Ausnutzung der durch die Tat geschaffenen Marktlage.

Im Bereich der handelsgestützten Marktmanipulation richtet sich die Bußgeldzumessung daher nicht (auch) nach dem Zweck der Vorteilsabschöpfung, sondern gemäß § 17 III OWiG nur nach dem Gewicht der Tat bzw. der Tatfolgen⁹¹⁷ und dem Grad der persönlichen Vorwerfbarkeit⁹¹⁸ sowie (nachrangig) nach der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Täters.⁹¹⁹ Dabei kann die Bußgeldobergrenze von einer Million Euro nicht überschritten werden. Diese ist jedoch in Anbetracht des durch manipulative Transaktionen erzielbaren Gewinns, der – wie erwähnt – durchaus deutlich über einer Million Euro liegen kann, sowie der geringen Wahrscheinlichkeit der Ahndung der Tat zu niedrig. Das Risiko des Manipulators im Fall des Entdecktwerdens übersteigt daher nicht seine Gewinnchance, so dass die Bußgeldandrohung des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. IV WpHG keine ausreichende Abschreckungswirkung entfalten kann.

Die mangelhafte Abschreckungswirkung der Bußgeldandrohung des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. IV WpHG wird auch durch die Möglichkeit der Veröffentlichung der Bußgeldverhängung gemäß § 40 b WpHG nicht nennenswert verstärkt. Zwar gestattet § 40 b WpHG der BaFin grundsätzlich die öffentliche Bekanntmachung unanfechtbarer Maßnahmen, die sie wegen Verstößen gegen Gebote oder Verbote des Wertpapierhandelsgesetzes getroffen hat, und somit auch die Veröffentlichung von unanfechtbaren Bußgeldsanktionen, die sie wegen Verstößen gegen das Manipulationsverbot verhängt hat. Wurde die Verhängung des Bußgeldes vom Betroffenen angefochten, im anschließenden Gerichtsverfahren jedoch bestätigt und hat das Gericht die Entscheidung veröffentlicht, darf die BaFin nach dem

⁹¹⁴ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 38 Rn 56.

⁹¹⁵ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 39 WpHG Rn 54.

⁹¹⁶ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 38 WpHG Rn 56.

⁹¹⁷ Zu den Einzelheiten s. König, in Göhler, § 17 Rn 16; KK OWiG-Mitsch, § 17 Rn 35 ff.

⁹¹⁸ Zu den Einzelheiten s. König, in Göhler, § 17 Rn 17 ff.; KK OWiG-Mitsch, § 17 Rn 51 ff.

⁹¹⁹ Zu den Einzelheiten s. König, in Göhler, § 17 Rn 21; KK OWiG-Mitsch, § 17 Rn 84 ff.

Willen des Gesetzgebers immerhin einen Link zu der Internetadresse, unter der das Gericht seine Entscheidung veröffentlicht hat, auf ihre Internetseite stellen.⁹²⁰ Ferner stellt die Veröffentlichung der Bußgeldsanktion wegen der potentiell gravierenden Auswirkungen auf den Ruf des Betroffenen und seine Geschäftstätigkeit, insbesondere auf dem Finanzsektor, einen erheblichen Eingriff dar und ist daher grundsätzlich geeignet, die Abschreckungswirkung der Bußgeldsanktion zu verstärken, bzw. kann theoretisch als eigenständige Sanktion im Sinne einer „Prangerstrafe“ eingesetzt werden. Dies gilt auch dann, wenn – wie in § 40 b WpHG vorgesehen – die Veröffentlichung gerade wegen der starken und irreversiblen Eingriffswirkung erst nach der Unanfechtbarkeit der Sanktion erfolgen darf, da die Veröffentlichung auch dann noch geeignet ist, den Ruf und die Geschäftschancen des betroffenen Marktteilnehmers erheblich zu beeinträchtigen.

Jedoch wurde die Veröffentlichungsmöglichkeit vom deutschen Gesetzgeber nicht so ausgestaltet, dass sie in dieser Weise sanktionierend oder sanktionsverstärkend wirkt. Wie oben erwähnt, dient die Veröffentlichungsmöglichkeit nach dem Willen des Gesetzgebers nicht der Repression, sondern einem präventiven Zweck (der negativen Generalprävention),⁹²¹ indem § 40 b WpHG voraussetzt, dass die öffentliche Bekanntmachung zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach § 4 I 2 WpHG geeignet und erforderlich sein muss. Allein ein einzelner,⁹²² in der Vergangenheit liegender und bei Unanfechtbarkeit der deswegen verhängten Sanktion in aller Regel abgeschlossener Verstoß gegen das Manipulationsverbot reicht daher nicht aus. Vielmehr muss zusätzlich ein Missstand gegenwärtig bestehen oder zukünftig bevorstehen, wobei der Begriff des Missstands impliziert, dass es sich um einen bei mehreren Marktteilnehmern vorliegenden und/oder auf gewisse Dauer angelegten Sachverhalt handelt.⁹²³ Ferner kann die Veröffentlichungsmöglichkeit nach § 40 b WpHG auch deswegen nicht repressiv eingesetzt werden, da sie nicht zu einem unverhältnismäßigen Schaden beim Betroffenen führen darf, also gerade wegen der erheblichen Eingriffswirkung streng verhältnismäßig gehandhabt werden muss.⁹²⁴ Die nach dem Willen des Gesetzgebers gebotene „Güterabwägung

⁹²⁰ RegE des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, S. 41; Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 40 b WpHG Rn 2.

⁹²¹ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 40 b Rn 1, 3.

⁹²² Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 40 b Rn 3; Dreyling, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 4 WpHG Rn 10.

⁹²³ Dreyling, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 4 WpHG Rn 8, 10.

⁹²⁴ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 40 b Rn 1, 4.

insbesondere im Hinblick auf das Grundrecht natürlicher Personen auf informationelle Selbstbestimmung⁹²⁵ wird regelmäßig ergeben, dass die Veröffentlichung einer Maßnahme wenn überhaupt nur in anonymisierter Form zulässig ist, da dies zur Erreichung des präventiven Zwecks in aller Regel ausreichen dürfte.⁹²⁶ Gerade die Enthüllung der Identität desjenigen, gegen den die Maßnahme getroffen bzw. die Sanktion verhängt wurde, macht die Veröffentlichung jedoch zu einer eigenständigen Sanktion in Form der „Prangerstrafe“, als die sie im angloamerikanischen Rechtskreis eingesetzt wird. Überdies vermag die Veröffentlichungsmöglichkeit die niedrige Wahrscheinlichkeit der Verhängung eines Bußgeldes auch schon deshalb nicht zu kompensieren, da die Veröffentlichung – ebenso wie die Verhängung der Sanktion selbst – aufgrund der Anwendungsprobleme der Norm ebenfalls wenig wahrscheinlich ist und deshalb nur ein geringes (zusätzliches) Risiko für potentielle Manipulatoren darstellt.

Um die Abschreckungswirkung der Bußgeldandrohung zu erhöhen und außerdem dem Gebot der wirksamen ordnungswidrigkeitsrechtlichen Ahndung von Manipulationen gemäß Art. 14 Abs. 1 S. 2 MMR zu genügen, wäre daher eine Ausnahme zu § 17 IV OWiG erforderlich, die es gestattet, im Bereich der Marktmanipulation auch den dadurch erzielten mittelbaren Gewinn bei der Bußgeldzumessung zu berücksichtigen.

(d) Zwischenergebnis

Die deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm der Marktmanipulation (§ 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG) und die britische „civil offence“ des Marktmissbrauchs (s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000) haben eine unterschiedliche Abschreckungswirkung: Die in den britischen Marktmissbrauchsvorschriften enthaltene Bußgeldandrohung wegen Verstößen gegen das Marktmissbrauchsverbot („civil penalty“, s. 123 (1) FSMA) entfaltet eine ausreichende Abschreckungswirkung dank der fehlenden Obergrenze für Bußgelder, der Veröffentlichungsmöglichkeit der Bußgeldverhängung sowie der relativ leichten praktischen Anwendbarkeit aufgrund des objektiven, allein auf die Tatfolgen abstellenden Tatbestands und seiner Einordnung als „civil offence“. Demgegenüber wirkt die deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm des § 39 I Nr. 1 und 2, IV, i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG in ihrer derzeitigen Form nicht abschreckend genug, da der Manipulator aufgrund der Unanwendbarkeit der Vorteilsabschöpfung gemäß § 17 IV OWiG bei der Bußgeldzumessung

⁹²⁵ RegE AnSVG, S. 41.

⁹²⁶ Ebenso Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., WpHG, § 40 b Rn 5.

nicht damit zu rechnen braucht, dass er ein den Gewinn übersteigendes Bußgeld zu zahlen braucht. Um eine ausreichende Abschreckungswirkung zu gewährleisten, sollte daher eine Ausnahme zu § 17 IV OWiG normiert werden, die es gestattet, im Bereich der Marktmanipulation auch den dadurch erzielten mittelbaren Gewinn bei der Bußgeldzumessung zu berücksichtigen.

c. Tatsächliche Eskalationsmöglichkeit durch die deutschen und britischen Manipulationsstrafvorschriften?

(1) Fragestellung

Im folgenden wird der Frage nachgegangen, ob die gegenwärtig in Deutschland und Großbritannien existierenden, (auch) gegen handelsgestützten Manipulation gerichteten Strafvorschriften des s. 397 (3) FSMA 2000 und des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG neben den einschlägigen Ordnungswidrigkeitsnormen wirksame zusätzliche Instrumente zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation darstellen und somit eine realistische Eskalationsmöglichkeit bieten.

Anlass zu Zweifeln an ihrer Wirksamkeit bzw. ausreichenden Abschreckungswirkung geben die erheblichen Anwendungsprobleme, mit denen die Manipulationsstrafvorschriften in beiden Jurisdiktionen nach wie vor behaftet sind⁹²⁷ und aufgrund derer die Wahrscheinlichkeit, dass es tatsächlich zur Verhängung von Kriminalstrafen wegen manipulativen Handels kommt, sehr gering ist. Obwohl eine Kriminalstrafe grundsätzlich eine schwerwiegende Sanktion darstellt, kann die allzu niedrige Wahrscheinlichkeit, dass es jemals zur Verhängung einer solchen Sanktion kommt, dazu führen, dass das mit der Tat verbundene Risiko des Bestraftwerdens für potentielle Täter so gering ist, dass die Strafdrohung kaum abschreckend wirkt.

(2) Mangelnde Abschreckungswirkung des britischen Straftatbestands der Irreführenden Praktiken

Aufgrund der erheblichen Anwendungsprobleme entfaltet m.E. der (auch) gegen manipulativen Handel gerichtete britische Straftatbestand der „Irreführenden Praktiken“ („misleading practices“) des s. 397 (3) FSMA 2000 keine ausreichende Abschreckungswirkung.

⁹²⁷ Zu den Anwendungsproblemen der deutschen (auch) gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Strafvorschrift vgl. oben C.I.3.b.(3), zu denen der entsprechenden britischen Strafvorschrift vgl. oben C.I.3.a.

Wie oben erläutert,⁹²⁸ beruhen die Anwendungsprobleme darauf, dass s. 397 (3) FSMA 2000 die zweifache Absicht voraussetzt, einen falschen oder irreführenden Eindruck hinsichtlich der Marktsituation oder des Preises oder Wertes von Wertpapieren zu erwecken und andere dadurch zu einem bestimmten Verhalten bezüglich dieser Wertpapiere zu verleiten.⁹²⁹ Hinzu kommt, dass gerichtlich „jenseits eines vernünftigen Zweifels“ nachzuweisen ist, dass der Täter mit Irreführungs- sowie mit Verleitungsabsicht handelte. Der zweifelsfreie Nachweis der kumulierten subjektiven Tatbestandsmerkmale der Irreführungs- und Verleitungsabsicht ist jedoch schwer zu erbringen, so dass damit zu rechnen ist, dass es nur in sehr seltenen Fällen zu Verurteilungen wegen Verstößen gegen s. 397 (3) FSMA 2000 kommen wird.

Dies legen auch durch die historischen Erfahrungen mit der gleichlautenden Vorgängernorm, s. 47 (2) FSA 1986, nahe. Diese setzte ebenfalls sowohl Irreführungs- als auch Verleitungsabsicht voraus und erlangte wegen der diesbezüglichen Nachweisschwierigkeiten in der Praxis britischer Gerichte keinerlei Bedeutung.⁹³⁰ Da die Norm unverändert in s. 397 (3) FSMA 2000 übernommen wurde, ist nicht ersichtlich, wieso sie künftig eine größere praktische Bedeutung erlangen sollte als in der Vergangenheit.

(3) Mangelnde Abschreckungswirkung der deutschen Manipulationsstrafvorschrift

Der (auch) gegen manipulativen Handel gerichtete Straftatbestand der Marktmanipulation des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG entfaltet aufgrund der erheblichen Anwendungsprobleme keine ausreichende Abschreckungswirkung.

Die Anwendungsprobleme beruhen erstens darauf, dass im deutschen Strafrecht strenge rechtsstaatliche Anforderungen hinsichtlich der tatbestandlichen Bestimmtheit und der Wahrung der Unschuldsvermutung gelten. Daher ist nach der obigen Analyse⁹³¹ der Straftatbestand der §§ 38 II, 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 i.V.m. § 20 a II 1 WpHG (soweit er die Begehung durch Transaktionsverhalten betrifft) so auszulegen, dass die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen in eine Verbotsvoraussetzung, nämlich die des Handelns aus illegitimen Gründen, umzudeuten ist. Diese

⁹²⁸ S.o. C.I.3.a.

⁹²⁹ Vgl. s. 397 (3) FSMA: „Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.“

⁹³⁰ Zu den historischen Anwendungsproblemen s.o. C.I.3.a.(1).

⁹³¹ S.o. C.I.3.b.(3).

Verbotsvoraussetzung ist, wie auch alle übrigen Merkmale des Manipulationsstraftatbestands, von der Anklage nachzuweisen. Da es sich bei dem illegitimen Handelsmotiv um ein subjektives Tatbestandsmerkmal handelt, dürfte der Nachweis in der Regel schwer zu erbringen sein.

Zweitens setzt der Straftatbestand zusätzlich zum Tatbestand des Manipulationsverbots den Taterfolg der tatsächlichen Preisbeeinflussung voraus. Dieses spezifische Qualifikationsmerkmal der tatsächlichen Preisbeeinflussung, welches den Straf- vom Ordnungswidrigkeitstatbestand unterscheidet, dürfte in der Praxis schwer nachweisbar sein: Hierfür muss der Nachweis erbracht werden, dass es zu einer „anormalen“ Preisbewegung gekommen ist, welche durch das manipulative Handelsverhalten des Täters verursacht wurde; dies wird in der Regel schwerfallen.⁹³² Schwierigkeiten bereiten dürften insbesondere der Nachweis der Abweichung des tatsächlichen Preises vom hypothetischen unbeeinflussten bzw. „wahren“ Preis sowie – angesichts der Vielzahl der in die Preisbildung regelmäßig einfließenden Faktoren – der Nachweis der Kausalität gerade des Transaktionsverhaltens des Täters für die Preisabweichung.⁹³³

Hinzu kommt, dass auch Vorsatz hinsichtlich der erfolgreichen Preiseinwirkung nachgewiesen werden muss, was mit den üblichen Schwierigkeiten der Erforschung der inneren Tatseite verbunden ist. Aufgrund der zu erwartenden Nachweisprobleme hinsichtlich des Qualifikationsmerkmals der erfolgreichen Preiseinwirkung dürfte es im Rahmen des Straftatbestands zu (noch) größeren Nachweisprobleme kommen als im Rahmen des Ordnungswidrigkeitstatbestands.

Angesichts der erheblichen Nachweisprobleme, die mit dem Merkmal der erfolgreichen tatsächlichen Preisbeeinflussung verbunden sind, wird in der einschlägigen rechtswissenschaftlichen Literatur vereinzelt vorgeschlagen, Bereicherungsabsicht als

⁹³² Ebenso bereits zur Vorgängernorm des gegenwärtigen Straftatbestands, die ebenfalls eine tatsächlich erfolgte Preiseinwirkung voraussetzte: LG München I, NJW 2003, S. 2328 („EM.TV“), allerdings zur Preiseinwirkung durch irreführende Angaben, also informationsgestützte Manipulation; Möller, WM 2002, S. 316; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 329 f.; Altenhain, BB 2002, S. 1876; Tripmaker, wistra 2002, S. 292; Ziouvas/Walter, WM 2002, S. 1487, 1488; Fleischer, NJW 2003, S. 2585; Park, BB 2003, S. 1514 f.; Weber, NJW 2004, S. 30; Ziouvas, ZGR 2003, S. 140 f.; Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316. Wiederum im Hinblick auf informationsgestützte Manipulation (Scalping) lehnt der BGH allerdings „überspannte Anforderungen“ an den Nachweis der Kausalität der Informationsverbreitung für die Preisbewegung ab, um ein Leerlaufen des Straftatbestands zu verhindern, und hält daher eine Befragung der Marktteilnehmer für überflüssig; BGH, Urt. v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BB 2004, S. 11, 14.

⁹³³ Möller, WM 2002, S. 316; Sorgenfrei, wistra 2002, S. 329 f.; Tripmaker, wistra 2002, S. 292; Park, BB 2003, S. 1514 f.; Ziouvas/Walter, WM 2002, S. 1487; Ziouvas, ZGR 2003, S. 140.

Qualifikationsmerkmal des Manipulationsstraftatbestands vorauszusetzen.⁹³⁴ Wie jedoch die oben dargestellten historischen Erfahrungen zeigen,⁹³⁵ ist auch Bereicherungsabsicht praktisch sehr schwer nachweisbar: Das Merkmal der Bereicherungsabsicht war in Gestalt der „betrügerischen Absicht“ schon in den historischen deutschen Kursbetrugstatbeständen des Art. 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884 sowie dessen Nachfolgenormen § 75 I BörsG 1896 und § 88 I BörsG 1908 enthalten, die neben der Absicht, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken, ein Handeln in „betrügerischer“ Absicht voraussetzten.⁹³⁶ Diese historischen Kursbetrugstatbestände erlangten jedoch kaum praktische Bedeutung, insbesondere nicht im Hinblick auf Manipulation durch Handelsverhalten,⁹³⁷ was in der Literatur unter anderem auf die mit dem Nachweis dieses Absichtsmerkmals verbundenen Schwierigkeiten zurückgeführt wird.⁹³⁸

Durch die Aufnahme des Merkmals der Bereicherungsabsicht als Qualifikationsmerkmal ließe sich daher die Abschreckungswirkung des Manipulationsstraftatbestands nicht verstärken. Zudem stellt die Bereicherungsabsicht schon deswegen kein geeignetes Qualifikationsmerkmal dar, weil bei manipulativem Handel mit Bereicherungsabsicht kein erhöhtes Maß an Verwerflichkeit und damit auch kein Bedürfnis nach strafrechtlichen Sanktionen vorliegt.⁹³⁹

Aufgrund der dargestellten erheblichen Nachweisprobleme erscheint die Wahrscheinlichkeit der Verhängung einer Kriminalstrafe wegen manipulativen Handelsverhaltens sehr gering.

⁹³⁴ So Streinz/Ohler, WM 2004, S. 1316, welche Bereicherungsabsicht jedenfalls für leichter nachweisbar halten als eine tatsächliche Preiseinwirkung.

⁹³⁵ S.o. C.I.3.a.

⁹³⁶ Vgl. oben A.I.2.a. Das Merkmal der betrügerischen Absicht wurde erst bei der Neufassung des Kursbetrugs in § 88 Nr. 2 BörsG 1986 aufgegeben, der – ebenso wie die Nachfolgevorschrift § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG a.F. – als einziges Absichtsmerkmal nur noch Einwirkungsabsicht voraussetzte.

⁹³⁷ Artikel 249 d Ziffer 2 ADHGB 1884 wurde vom Reichsgericht nur zweimal angewandt, wobei es in beiden Fällen um Manipulation durch irreführende Angaben über Tatsachen bzw. Werturteile ging; vgl. RG St 23, 137 ff. sowie RG St 23, 430, 440. Auch nach der Einführung des börsengesetzlichen Kursbetrugstatbestandes im Jahr 1896 bis zur Neufassung im Jahr 1986, in dessen Rahmen das Merkmal der betrügerischen Absicht aufgegeben wurde, kam es zu keiner einzigen Verurteilung wegen Kursbetruges; vgl. Möhrenschrager, wistra 1983, S. 17 f.; Otto, WM 1988, S. 736.

⁹³⁸ In der deutschen Literatur zu § 88 BörsG a.F. galt u.a. die Häufung subjektiver Merkmale als hinderlich für eine effektivere praktische Handhabung der Norm; vgl. Möhrenschrager, wistra 1983, S. 18; Scheu, S. 19, 101 f.; Sachverständigenkommission zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, Tagungsbericht, Anl. 2, S. 12 (Schwark) sowie S. 62; Sachverständigenkommission zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, Schlussbericht, S. 92; Tiedemann, S. 138 f.; Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuches, Besonderer Teil, Straftaten gegen die Wirtschaft, 1977, § 190 AE mit Begr. S. 75, 77.

⁹³⁹ S.o. C.III.2.b.(1).(b).(iii).

Daher entfaltet die Manipulationsstrafvorschrift, obwohl eine Kriminalstrafe grundsätzlich eine schwerwiegende Sanktion darstellt, m.E. keine ausreichende Abschreckungswirkung.

(4) Zwischenergebnis

Die derzeit in Deutschland und Großbritannien existierenden, (auch) gegen handelsgestützten Manipulation gerichteten Strafvorschriften vermögen keine ausreichende Abschreckungswirkung zu entfalten. Dies beruht auf den erheblichen Anwendungsproblemen, mit denen sowohl der britische Straftatbestand der „Irreführenden Praktiken“ („misleading practices“) des s. 397 (3) FSMA 2000 als auch der deutsche Straftatbestand der Marktmanipulation des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG verbunden ist. Infolgedessen stellen die Strafvorschriften neben den einschlägigen Ordnungswidrigkeitsnormen keine wirksamen zusätzlichen Instrumente zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation dar und bieten den Aufsichts- bzw. Verfolgungsbehörden in der Praxis keine realistische Eskalationsmöglichkeit.

d. Ergebnis

Nach dem oben Gesagten ergeben sich aus der sowohl im deutschen als auch im britischen Recht bestehenden Kombination einer Strafvorschrift mit einer Ordnungswidrigkeitsnorm zur Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation keinerlei Vorteile gegenüber der Verfolgung allein als Ordnungswidrigkeit bzw. „civil offence“. Der mit einer solchen Kombination theoretisch verbundene Vorteil einer „Eingriffspyramide“ lässt sich im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation nicht nutzen, da kein Bedarf nach strafrechtlicher Ahndung besteht. Vielmehr sind die im deutschen und britischen Recht jeweils vorgesehenen ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktionen bzw. „civil penalties“ zur Ahndung von manipulativem Handelsverhalten angemessen und ausreichend.

Dies beruht zum einen auf der technischen Natur des Unrechts der handelsgestützten Manipulation, wegen der auch in den vermeintlich schwerwiegenderen Fällen, in denen der Täter erfolgreich auf den Preis einwirkt oder mit Irreführungs- und Verleitungsabsicht oder mit Bereicherungsabsicht handelt, kein Bedürfnis nach strafrechtlicher Ahndung besteht. Zum anderen beruht dies darauf, dass die britische „civil offence“ des Marktmissbrauchs eine ausreichende Abschreckungswirkung entfaltet und auch die deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm der Marktmanipulation abschreckend genug wirken kann, sofern diesbezüglich eine Ausnahme zu § 17 IV OWiG normiert wird, die es gestattet, im Bereich der Marktmanipulation auch den dadurch erzielten mittelbaren Gewinn bei der

Bußgeldzumessung zu berücksichtigen. Hinzu kommt, dass sowohl die britische als auch die deutsche Manipulationsstrafvorschrift mit so erheblichen Anwendungsproblemen verbunden sind, dass sie kaum eine abschreckende Wirkung entfalten und die angedrohten Kriminalstrafen in der Praxis tatsächlich nicht als Sanktionsinstrumente zur Verfügung stehen.

Aus den genannten Gründen sind in beiden Jurisdiktionen strafrechtliche Sanktionen zur Ahndung handelsgestützter Manipulationen neben civil penalties bzw. ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktionen nicht erforderlich. Vielmehr ist es ausreichend, gegen manipulativen Handel allein mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeitsrechts bzw. der „civil offence“ vorzugehen.

3. Nachteile der Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Regulierung?

a. Fragestellung

Dies führt zu der Frage, ob die Strafvorschriften des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG und des s. 397 (3) FSMA 2000, soweit sie Manipulationen durch Handelsverhalten betreffen, aufgegeben werden sollten. Dies wäre jedenfalls dann zu bejahen, wenn die genannten Vorschriften nicht nur, wie im vorangehenden Abschnitt festgestellt, überflüssig wären, sondern sich überdies negativ auf die Effektivität der Bekämpfung manipulativen Handels in Deutschland und Großbritannien auswirken würden.

b. Nachteile der Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Regulierung im deutschen Recht

Im deutschen Recht wirkt sich die zusätzliche Existenz der Strafvorschrift des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG neben dem Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG nachteilig auf die Effektivität der Bekämpfung manipulativen Handels aus. Die Manipulationsstrafvorschrift sollte daher, soweit sie Manipulationen durch Handelsverhalten betrifft, aufgegeben werden.

Der Grund dafür, dass das gegenwärtige Nebeneinander des deutschen Manipulationsstraf- und -ordnungswidrigkeitstatbestands kontraproduktiv für eine effektive Manipulationsbekämpfung erscheint, ist in dem Qualifikationsmerkmal des tatsächlichen Preiseinwirkungserfolges zu sehen. Solange nämlich manipulatives Handelsverhalten bei tatsächlicher Preisbeeinflussung nicht als Ordnungswidrigkeit, sondern als Straftat eingeordnet wird, kann der mögliche Effektivitätsgewinn, den die Regulierung mittels einer

Ordnungswidrigkeitsvorschrift nach den obigen Ausführungen theoretisch bietet,⁹⁴⁰ nicht zum Tragen kommen.

Dies liegt daran, dass eines der wichtigsten äußeren Anzeichen für Manipulation, das die Aufmerksamkeit der Marktaufsicht erregen und zur Aufnahme von Ermittlungen wegen des Verdachts manipulativen Handels führen kann, eine auffällige Preisbewegung ist.⁹⁴¹ Ohne eine auffällige Preisbewegung wird es meist gar nicht erst zu einem Ermittlungsverfahren wegen Manipulation kommen. Wird jedoch eine auffällige Preisbewegung beobachtet und entsteht der Verdacht, dass diese durch manipulatives Handelsverhalten verursacht wurde, besteht automatisch der Verdacht, dass das Straftatbestandsmerkmal der tatsächlichen Preisbeeinflussung erfüllt und somit eine *strafbare* manipulative Transaktion gegeben sein könnte. In der großen Mehrzahl der Fälle, in denen es überhaupt zur Aufnahme von Ermittlungen wegen des Verdachts manipulativen Handelsverhaltens kommt, wird es somit zu Ermittlungen wegen des Verdachts der Verwirklichung des Manipulations*straf*tatbestandes (§ 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG) und nicht nur des Ordnungswidrigkeitstatbestandes kommen.

Die BaFin ist vorrangig für die Verfolgung und Ahndung von Ordnungswidrigkeiten nach § 39 WpHG zuständig (§ 40 WpHG i.V.m. §§ 36 I Nr. 1, 35 OWiG). Wenn sich jedoch im Laufe eines von der BaFin geführten Bußgeldverfahrens wegen des Verdachts der Marktmanipulation Hinweise darauf ergeben, dass insoweit nicht nur eine Ordnungswidrigkeit, sondern tateinheitlich (im Sinne von § 52 StGB, §§ 19, 21 OWiG) auch eine Straftat nach § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG verwirklicht wurde, muss die BaFin das Verfahren an die zuständige Staatsanwaltschaft abgeben (§ 41 OWiG). Das gleiche gilt, wenn sich ein solcher Verdacht im Rahmen der Überwachungstätigkeit der BaFin nach § 4 II WpHG ergibt (§ 4 V WpHG). Führt die Staatsanwaltschaft ein Ermittlungsverfahren wegen des Verdachts einer Straftat nach § 38 WpHG, ist sie für die Verfolgung der Tat auch unter dem rechtlichen Gesichtspunkt einer Ordnungswidrigkeit nach § 39 WpHG zuständig (§ 40 OWiG). Bei Vorliegen des Verdachts einer nicht nur ordnungswidrigen, sondern (tateinheitlich verwirklichten) strafbaren Marktmanipulation enden somit die Ermittlungsbefugnisse der BaFin.⁹⁴²

⁹⁴⁰ S.o. C.II.1.b.

⁹⁴¹ Zur Bedeutung dieses Anzeichens und anderer Indizien s.o. C.I.3.c.

⁹⁴² Vgl. hierzu Vogel in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 40 Rn 3.

Somit werden Ermittlungsverfahren wegen des Verdachts manipulativen Handelsverhaltens – da hierbei wie erwähnt in aller Regel der Verdacht der Verwirklichung des Manipulations*straf*tatbestandes und nicht nur des Ordnungswidrigkeitstatbestandes im Raum steht – regelmäßig von der zuständigen Staatsanwaltschaft geführt und nicht von der BaFin, deren Sachnähe und Sachkenntnis daher bei der Bekämpfung der handelsgestützten Marktmanipulation nicht oder jedenfalls nicht voll zum Tragen kommen können. Zwar ist gesetzlich eine Beteiligung der BaFin an den staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen und an einem etwaigen gerichtlichen Verfahren wegen Straftaten nach § 38 WpHG, darunter also auch wegen strafbarer Marktmanipulation, vorgesehen.⁹⁴³ Dennoch besteht das Risiko, dass aufgrund der unvermeidbaren Reibungsverluste und Ineffizienzen bei der Zusammenarbeit zweier Verwaltungsapparate der Vorteil der Sachnähe und besonderen kapitalmarktspezifischen Sachkenntnis der BaFin-Mitarbeiter zumindest teilweise verloren geht.⁹⁴⁴

Auch die weiteren Vorteile eines ordnungswidrigkeitsrechtlichen Verfahrens können nicht oder nicht in vollem Umfang zur Geltung kommen, insbesondere die kürzere Dauer und die geringeren Kosten eines solchen Verfahrens: Bei einem Bußgeldverfahren wegen manipulativen Handels besteht immerhin die Chance, dass es mit dem Erlass eines Bußgeldbescheides durch die BaFin (§ 65 OWiG) seinen Abschluss findet, wenn der Betroffene auf Einspruch hiergegen verzichtet. Da insbesondere Betroffene aus der Finanzbranche typischerweise auf Diskretion und den Schutz ihrer Reputation bedacht sind, besteht gerade im Bereich der Marktmanipulation eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass diese zur Vermeidung eines gerichtlichen Verfahrens auf Einspruch gegen einen Bußgeldbescheid der BaFin verzichten.

Da der der Manipulationsstrafatbestand des § 38 II i.V.m. § 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG wegen des Qualifikationsmerkmals der erfolgreichen Preiseinwirkung mit erheblichen Nachweisproblemen verbunden ist,⁹⁴⁵ wird es allerdings häufig zur Einstellung des Strafverfahrens (z.B. nach §§ 153, 154 a, 170 II StPO) kommen. Daraufhin lebt bei tateinheitlichem Zusammentreffen von strafbarer und ordnungswidriger Marktmanipulation die grundsätzlich subsidiäre (§ 21 I 1 OWiG) Ordnungswidrigkeit des § 39 I Nr. 1 und 2, 20 a

⁹⁴³ Vgl. die Darstellung der Beteiligung der BaFin gemäß § 40 a WpHG oben unter C.I.3.

⁹⁴⁴ Siehe hierzu oben unter C.I.3 a.E.

⁹⁴⁵ S.o. C.III.2.c.(3).

I 1 Nr. 2 und 3 WpHG wieder auf (§ 21 II OWiG).⁹⁴⁶ In diesen Fällen verursacht das eingestellte Strafverfahren unnötigen zusätzlichen zeitlichen und finanziellen Aufwand, der vermeidbar wäre, wenn es beim Verdacht auf handelsgestützte Marktmanipulation regelmäßig zu Bußgeld- statt Strafverfahren kommen würde. Hierfür müsste der Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG jedoch auch den Fall der vollendeten Preiseinwirkung abdecken.

Aus den genannten Gründen können die praktischen Vorteile einer ordnungswidrigkeitsrechtlichen Regulierung bei der gegenwärtigen deutschen Rechtslage nicht ausgeschöpft werden, so dass der deutsche Straftatbestand in seiner gegenwärtigen Fassung einer effektiven Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation im Weg steht. Aus diesem Grund sollte der Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit er sich gegen handelsgestützte Manipulation richtet, aufgegeben werden. Der Fall einer vollendeten Preiseinwirkung durch manipulativen Handel sollte ebenso als Ordnungswidrigkeit verfolgt werden wie zur Preisbeeinflussung lediglich geeignetes manipulatives Transaktionsverhalten.

Die Einschätzung, dass manipulatives Transaktionsverhalten auch bei vollendeter Preiseinwirkung wirksamer mit den Mitteln des Ordnungswidrigkeits- als des Strafrechts verfolgt werden kann, teilt überdies auch der europäische Gesetzgeber der Marktmissbrauchsrichtlinie: Diese verpflichtet die Mitgliedstaaten, eine vollendete manipulative Preiseinwirkung mit verwaltungsrechtlichen⁹⁴⁷ Sanktionen zu ahnden, also als Ordnungswidrigkeit zu verfolgen, wobei die Manipulationsdefinition der Marktmissbrauchsrichtlinie auch Transaktionsverhalten erfasst, das tatsächlich auf den Preis einwirkt.⁹⁴⁸ Die deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm des § 39 I Nr. 1 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 WpHG, die lediglich Transaktionsverhalten erfasst, das zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus geeignet ist, während die Tat bei vollendeter Preiseinwirkung dem Straftatbestand des § 38 II WpHG unterfällt, stellt daher keine korrekte Umsetzung der

⁹⁴⁶ Vogel, in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 39 Rn 64.

⁹⁴⁷ Gemäß Art. 5 MMR haben die Mitgliedsstaaten die Marktmanipulation (wie in Art. 1 Abs. 2 (a) HS 1 zweiter Spiegelstrich MMR definiert) zu verbieten und gemäß Art. 14 Abs. 1 S. 2 MMR dafür zu sorgen, dass bei Verstößen gegen die aufgrund der Richtlinie erlassenen Vorschriften *verwaltungsrechtliche* Sanktionen gegen die Täter verhängt werden können.

⁹⁴⁸ Art. 1 Abs. 2 (a) HS 1 zweiter Spiegelstrich MMR definiert Marktmanipulation als Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge, die „den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente (...) in der Weise beeinflussen, dass ein anormales oder künstliches Preisniveau erzielt wird“.

Richtlinie dar und widerspricht somit der Pflicht der Mitgliedstaaten zur effektiven Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts („effet utile“) gemäß Art. 5 EGV.

c. Nachteile der Kombination straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Regulierung im britischen Recht

Im britischen Recht ist die Existenz der Strafvorschrift des s. 397 (3) FSMA 2000 zwar nicht mit Vorteilen, jedoch auch nicht mit Nachteilen für die Effektivität der Bekämpfung manipulativen Handels verbunden. Sie braucht daher nicht aufgegeben zu werden.

Die fortdauernde Existenz der Strafvorschrift des s. 397 (3) FSMA 2000 neben den Marktmissbrauchsvorschriften der ss. 118 ff. FSMA 2000 behindert die Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsvorschriften nicht, da die tatbestandliche Überschneidung von criminal und civil offence in der Praxis nicht zu einer Verdrängung der Marktmissbrauchsvorschriften durch die Strafnorm führt. Dies beruht darauf, dass die FSA das Ermittlungsverfahren in Fällen, in denen der Verdacht besteht, dass ein bestimmtes Transaktionsverhalten sowohl die Voraussetzungen des Marktmissbrauchstatbestands des s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000 als auch des Tatbestands der Irreführenden Praktiken des s. 397 (3) FSMA 2000 erfüllt, nicht an die Staatsanwaltschaft (Crown Prosecution Service), das Serious Fraud Office⁹⁴⁹ oder das Department of Trade and Industry (DTI) abzugeben braucht.⁹⁵⁰ Vielmehr ist neben den genannten Behörden auch⁹⁵¹ die FSA dafür zuständig, wegen strafbarer Irreführender Praktiken (s. 397 (3) FSMA) zu ermitteln⁹⁵² und anzuklagen.⁹⁵³ Auf diese Weise bleibt der Vorteil der Sachnähe und besonderen kapitalmarktspezifischen Sachkenntnis der Mitarbeiter der FSA im Ermittlungsverfahren erhalten.

Zudem liegt es im freien Ermessen der FSA, ob sie in diesem Fall die Tat als Straftat nach s. 397 (3) FSMA 2000 anklagt oder nur als Marktmissbrauch gemäß s. 118 (2) (b), (c) FSMA

⁹⁴⁹ Das britische Serious Fraud Office (SFO), das 1987 durch den Criminal Justice Act geschaffen wurde, ist eine auf Fälle schweren oder tatsächlich oder rechtlich komplexen Betrugs spezialisierte Strafverfolgungsbehörde, zu deren Aufgaben auch die Verfolgung Irreführender Angaben und Praktiken gemäß s. 47 (1), (2) FSA 1986 gehörte; Page/Ferguson, S. 112 ff. Neben dem SFO waren weiterhin die Polizei, das Department of Trade and Industry (DTI) und der Crown Prosecution Service für die Verfolgung von Wirtschaftsstraftaten zuständig; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19.

⁹⁵⁰ Vgl. hierzu oben C.I.4.

⁹⁵¹ Hinsichtlich der Verfolgung von Straftaten gemäß s. 397 (1) und (3) FSMA besteht eine alternative Zuständigkeit von SFO, Polizei, DTI, Crown Prosecution Service und FSA; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21; Gleeson, S. 122. Allerdings kann die FSA nicht auch andere, zugleich mit der Manipulation verwirklichte Delikte anklagen.

⁹⁵² S. 168 (2) FSMA.

⁹⁵³ Allerdings nur in England, Wales und Nordirland; s. 401 (2) (a), (3) (a) FSMA; in Schottland ist das Crown Office die zuständige Anklagebehörde; Thorburn, in: Perry, S. 346.

2000 verfolgt und selbst eine Sanktion verhängt.⁹⁵⁴ Die FSA kann somit auch Taten, die theoretisch nach s. 397 (3) FSMA 2000 strafbar wären, nur als Marktmissbrauch verfolgen.⁹⁵⁵ Die Leitlinien, an denen sich die FSA bei der Ermessensausübung orientiert, werden in ihrem Handbuch (ENF 15.7) ausführlich dargelegt. Demzufolge macht die FSA die Verfolgung manipulativen Handelsverhaltens als Straftat im Sinne des s. 397 (3) FSMA 2000 von zwei Kriterien abhängig: erstens davon, ob aufgrund der Beweislage eine Verurteilung nach s. 397 (3) FSMA 2000 hinreichend wahrscheinlich ist; und zweitens davon, ob die strafrechtliche Ahndung im öffentlichen Interesse liegt.⁹⁵⁶

Da eine Verurteilung nach s. 397 (3) FSMA 2000 aufgrund der schwer nachweisbaren subjektiven Tatbestandsmerkmale der Irreführungs- und Verleitungsabsicht nur selten hinreichend wahrscheinlich sein dürfte, wird in der Praxis der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation der Marktmissbrauchstatbestand nicht vom Straftatbestand der Irreführenden Praktiken verdrängt. Daher kann die wesentlich leichtere praktische Anwendbarkeit des Marktmissbrauchstatbestands im Vergleich zum Tatbestand der Irreführenden Praktiken zum Tragen kommen. Zudem können auch die verfahrensmäßigen Vorteile des Marktmissbrauchsregimes ihre Wirkung entfalten, insbesondere die Sachnähe der Richter des Sondergerichts des „Financial Markets Tribunal“ im Vergleich zur Jury eines im Fall eines Strafprozesses zuständigen ordentlichen Gerichts, der im Verfahren vor dem Tribunal geltende niedrigere zivilprozessuale Beweisstandard sowie die kürzere Dauer und niedrigeren Kosten des behördlichen Bußgeldverfahrens und des Verfahrens vor dem Financial Markets Tribunal im Vergleich zu einem Strafverfahren.

Aus diesen Gründen können m.E. die Vorteile der Marktmissbrauchsvorschriften im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation ausgeschöpft werden, so dass das Fortbestehen der Strafvorschrift der Irreführenden Praktiken des s. 397 (3) FSMA 2000 einer effektiven Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation nicht im Wege steht. Die Strafvorschrift ist daher zwar überflüssig, braucht jedoch nicht aufgegeben zu werden.

⁹⁵⁴ Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21; Toube, in: Perry, S. 214 ff.; Thorburn, in: Perry, S. 346; Davies, S. 780.

⁹⁵⁵ Toube, in: Perry, S. 214 f.; Thorburn, in: Perry, S. 346; Davies, S. 780, 786 ff.; Wright, 3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 21.

⁹⁵⁶ So Toube, in: Perry, S. 215, und Thorburn, in: Perry, S. 346.

d. Zwischenergebnis

Nach dem oben Gesagten ist die Frage, ob sich die Strafvorschriften des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG und des s. 397 (3) FSMA 2000, soweit sie Manipulationen durch Handelsverhalten betreffen, negativ auf die Effektivität der Bekämpfung manipulativen Handels in Deutschland und Großbritannien auswirken und daher aufgegeben werden sollten, für das deutsche und britischen Recht jeweils unterschiedlich zu beantworten.

Der deutsche Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG steht in seiner gegenwärtigen Fassung einer effektiven Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation im Wege, da wegen der Qualifizierung von Manipulationen mit preisbeeinflussender Wirkung als Straftat die praktischen Vorteile der ordnungswidrigkeitsrechtlichen Regulierung nicht ausgeschöpft werden können. Daher sollte der Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit er sich gegen handelsgestützte Manipulation richtet, aufgegeben und der Fall einer vollendeten Preiseinwirkung durch manipulativen Handel als Ordnungswidrigkeit verfolgt werden.

Im britischen Recht hingegen behindert das Fortbestehen der Strafvorschrift der Irreführenden Praktiken des s. 397 (3) FSMA 2000 die effektive Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation mit Hilfe der Marktmissbrauchsvorschriften nicht. Obgleich die Strafvorschrift überflüssig ist, braucht sie daher nicht aufgegeben zu werden.

4. Ergebnis

Die in Großbritannien und Deutschland bestehende Kombination einer gegen Manipulation gerichteten Strafvorschrift und einer Ordnungswidrigkeitsnorm bzw. „civil offence“ bringt keinerlei Vorteile im Rahmen der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation gegenüber der Verfolgung allein mit ordnungswidrigkeitsrechtlichen Mitteln. Vielmehr sind sowohl die deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm des § 39 I Nr. 1 und 2 i.V.m. § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG als auch die britische „civil offence“ des s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000 zur Ahndung von manipulativem Handelsverhalten allein völlig ausreichend: Erstens sind ordnungswidrigkeitsrechtliche Sanktionen bzw. „civil penalties“ der technischen Natur des Unrechts der handelsgestützten Manipulation – auch in schwerwiegender erscheinenden Fällen – angemessen. Zweitens entfalten die britischen Marktmissbrauchsvorschriften eine ausreichende Abschreckungswirkung, und auch die deutsche Ordnungswidrigkeitsnorm der

Marktmanipulation kann abschreckend genug wirken, sofern diesbezüglich eine Ausnahme zu § 17 IV OWiG normiert wird, die es gestattet, im Bereich der Marktmanipulation auch den dadurch erzielten mittelbaren Gewinn bei der Bußgeldzumessung zu berücksichtigen. Drittens stellen die jeweiligen Manipulationsstrafvorschriften wegen der erheblichen Anwendungsprobleme letztlich keine praktikablen Sanktionsmöglichkeiten dar.

Der deutsche Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG ist jedoch nicht nur überflüssig, sondern steht in seiner gegenwärtigen Fassung einer effektiven Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation sogar im Wege. Der Grund hierfür ist, dass die Qualifizierung von Manipulationen mit preisbeeinflussender Wirkung als Straftat dazu führt, dass im Fall einer auffälligen Preisbewegung, die zu Ermittlungen wegen des Verdachts der Manipulation führt, stets der Verdacht der Verwirklichung der Manipulations*straf*vorschrift besteht und nicht nur der Ordnungswidrigkeit. Da eine auffällige Preisbewegung eines der wichtigsten Anzeichen für Manipulation ist, besteht die Gefahr, dass bei Ermittlungen wegen des Verdachts manipulativen Handelsverhaltens in aller Regel der Verdacht der Verwirklichung des Manipulations*straf*tatbestandes und nicht nur des Ordnungswidrigkeitstatbestandes vorliegen wird, so dass die praktischen Vorteile der ordnungswidrigkeitsrechtlichen Regulierung nicht zum Tragen kommen können. Daher sollte der Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, soweit er sich gegen handelsgestützte Manipulation richtet, aufgegeben und der Fall einer vollendeten Preiseinwirkung durch manipulativen Handel als Ordnungswidrigkeit verfolgt werden.

Hingegen behindert das Fortbestehen der britischen Strafvorschrift der Irreführenden Praktiken des s. 397 (3) FSMA 2000 die effektive Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation mit Hilfe der Marktmissbrauchsvorschriften nicht, da die tatbestandliche Überschneidung von criminal und civil offence in der Praxis nicht zu einer Verdrängung der Marktmissbrauchsvorschriften durch die Strafnorm führt. Dies beruht darauf, dass die FSA das Ermittlungsverfahren in Fällen, in denen der Verdacht besteht, dass ein bestimmtes Transaktionsverhalten sowohl die Voraussetzungen des Marktmissbrauchstatbestands des s. 118 (2) (b) und (c) FSMA 2000 als auch des Tatbestands der Irreführenden Praktiken des s. 397 (3) FSMA 2000 erfüllt, nicht abzugeben braucht. Zudem liegt es im freien Ermessen der FSA, ob sie in diesem Fall die Tat als Straftat nach s. 397 (3) FSMA 2000 anklagt oder nur als Marktmissbrauch gemäß s. 118 (2) (b), (c) FSMA 2000 verfolgt und selbst eine Sanktion verhängt. Daher wird in der Praxis der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation der

Marktmissbrauchstatbestand nicht vom Straftatbestand der Irreführenden Praktiken verdrängt, sondern kann seine praktischen Vorteile entfalten. Obgleich die britische Strafvorschrift der Irreführenden Praktiken überflüssig ist, braucht sie daher nicht aufgegeben zu werden.

ZUSAMMENFASSUNG

Abschließend werden nachfolgend die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit nochmals zusammengefasst:

- Weder die im britischen FSMA 2000, in der Marktmissbrauchsrichtlinie und dem deutschen WpHG enthaltenen sowie die in der anglo-amerikanischen Literatur verbreiteten objektiv gefassten Definitionen der handelsgestützten Manipulation noch die subjektiv gefassten Definitionen der historischen deutschen und britischen Manipulationsstrafvorschriften sind überzeugend.
- Der Zweck einer Definition der handelsgestützten Manipulation besteht darin, mit Hilfe eines auf dieser Definition beruhenden Verbots der handelsgestützten Manipulation den Preisbildungsprozess vor Beeinträchtigungen des Informationsgehalts des Preises zu schützen, um dadurch indirekt die Lenkungs- und Hinweisfunktion des Preises und die darauf beruhenden überindividuellen Kapitalmarktfunktionen der Kapitalallokation, -aufbringung und -bewertung zu schützen.
- Eine Voraussetzung dafür, dass Handelsverhalten als illegitim und damit möglicherweise auch als manipulativ anzusehen ist, ist, dass das betreffende Handelsverhalten die Preiswahrheit schmälert.
- Aufgrund der sogenannten Informationshypothese („Information Hypothesis“), nach der Marktpreise sich als Resultate informierter Investitionsentscheidungen der Marktteilnehmer begreifen lassen, sowie aufgrund der Theorien zur begrenzten Rationalität („bounded rationality“) von Handelsverhalten, denen zufolge Märkte nicht vollständig informationseffizient sind, weil selbst professionelle Marktteilnehmer nicht in der Lage sind, sämtliche investitionserheblichen Informationen stets korrekt zu berücksichtigen, ist als Maßstab für die Bewertung der Legitimität von Handelsverhalten die Auswirkungen von Handelsverhalten auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes anzusehen.
- Eine Voraussetzung für die Illegitimität von Handelsverhalten besteht darin, dass es sich negativ auf die Informationseffizienz auswirkt, weil es auf Informationsverarbeitungsfehlern beruht oder aber aus einem informationsunabhängigen Motiv geschieht und dadurch wiederum zu fehlerhaften Investitionsentscheidungen anderer Anleger führen kann.

- Wegen der Ambivalenz der Informationseffizienz, die weder vollständig erreichbar noch absolut positiv ist, muss dieser Maßstab für die Illegitimität von Handelsverhalten jedoch weiter präzisiert werden. In einem weiteren Schritt ist vielmehr zu prüfen, wie sich ein Verbot von Handelsverhalten, das auf einer fehlerhaften Informationsverarbeitung oder einem informationsunabhängigen Motiv beruht, auf die Informationseffizienz des Marktes insgesamt auswirken würde, d.h. ob der positive Effekt des Verbots durch einen weiteren, negativen Effekt neutralisiert würde oder gar die negativen Auswirkungen auf die Informationseffizienz überwiegen würden.
- Folgende Handelsmotive sind als illegitim und damit manipulativ anzusehen: erstens die Absicht der Beeinflussung des Preises in eine willkürlich gewählte Richtung, die der Handelnde subjektiv aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden Informationen nicht für näher am wahren Wert als den Ausgangspreis hält; zweitens die Absicht des Erwerbs einer marktbeherrschenden Stellung; sowie drittens die Absicht der Ausnutzung einer absichtlich herbeigeführten marktbeherrschenden Stellung.
- Die handelsgestützte Manipulation kann nicht allein anhand objektiver äußerer Merkmale definiert werden, sondern nur anhand der genannten Absichtsmerkmale, die zur adäquaten Beschreibung des Wesens der handelsgestützten Manipulation unerlässlich sind.
- Im Fall der handelsgestützten Manipulation liegt ein Marktversagen vor, aufgrund dessen ein sich selbst überlassener Kapitalmarkt das Problem manipulativen Handels nicht überwinden kann. Daher ist ein regulierendes Eingreifen durch ein sanktionsbewehrtes Verbot erforderlich.
- Ursache dieses Marktversagens ist das Bestehen von Informationsasymmetrien zwischen Marktveranstaltern sowie Marktteilnehmern einerseits und Manipulatoren andererseits. Hingegen ist die in der Literatur teilweise vertretene Ansicht, die Ursache des Marktversagens liege darin, dass Marktpreise öffentliche Güter seien, abzulehnen.
- Straf- und ordnungswidrigkeitsrechtliche Mittel spielen aufgrund des potentiell unbegrenzten Adressatenkreises (im Gegensatz zur begrenzten Anwendbarkeit des Aufsichtsrechts auf den Kreis der der Aufsicht unterliegenden Personen) eine zentrale Rolle bei der Bekämpfung der handelsgestützten Manipulation.

- Die Frage der ausreichenden Bestimmtheit der gegen Manipulation gerichteten historischen und gegenwärtigen Strafvorschriften wurde im britischen Recht nie thematisiert, während im deutschen Recht die historischen (auch) gegen handelsgestützte Manipulation gerichteten Strafvorschriften durchweg als zu unbestimmt kritisiert wurden.
- Der gegenwärtige deutsche, (auch) gegen handelsgestützte Manipulation gerichtete Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3, II WpHG vermag dem verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebot der Art. Art. 103 II, 104 I 1 GG nicht zu genügen. Die Tatbestandsalternativen des § 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG n.F. sind zu weit geraten, da die in Teil A als wesentliche Definitionselemente herausgearbeiteten Absichtsmerkmale fehlen und die Legitimität der Handlungsmotive lediglich im Ausnahmetatbestand des § 20 a II WpHG und damit außerhalb des Verbotstatbestands berücksichtigt wird. Die Unbestimmtheit stellt auch einen Verstoß gegen Art. 103 II, 104 I 1 GG dar, da sich weder mit Hilfe einer gefestigten Rechtsprechung noch der üblichen Auslegungsmethoden eine zuverlässige Grundlage für die Auslegung und Anwendung der Norm gewinnen lässt. Überdies ist die Unbestimmtheit keine unvermeidbare Folge der abstrakten Fassung des Verbotstatbestands, sondern vielmehr eine Folge der Verlagerung der Auseinandersetzung mit den Beweggründen des Handelnden in den Ausnahmetatbestand, womit das fragwürdige gesetzgeberische Ziel einer Beweislastumkehr zu Lasten des Angeklagten zur Erleichterung der praktischen Anwendbarkeit der Strafvorschrift verfolgt wurde.
- Die britischen und historischen deutschen Manipulationsstraftatbestände unterlagen bzw. unterliegen gravierenden Nachweisproblemen und entfalteten bzw. entfalten daher kaum praktische Relevanz. Als ein Hauptgrund hierfür wird in der jeweils einschlägigen Literatur die Häufung subjektiver Tatbestandsmerkmale angesehen.
- Der gegenwärtige deutsche Manipulationsstraftatbestand ist zur Wahrung des Grundsatz der Unschuldsvermutung des Art. 6 II EMRK und des grundgesetzlichen Rechtsstaatsprinzips verfassungskonform so auszulegen, dass die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen – jedenfalls im strafrechtlichen Kontext – in eine (vom Ankläger zu beweisende) Verbotsvoraussetzung, nämlich die des Handelns aus illegitimen Gründen, umzudeuten ist. Der Grund hierfür ist, dass die Verbotstatbestände des § 20 a I 1 Nr. 2

und 3 WpHG n.F. nicht die vom Europäischen Gerichtshof für Menschenrechte aufgestellten Anforderungen an mit Art. 6 II EMRK vereinbare gesetzliche Vermutungen erfüllen. Denn wegen ihrer tatbestandlichen Unbestimmtheit, aufgrund derer sie legitimes und illegitimes Handelsverhalten gleichermaßen erfassen, fehlt ihnen die typische Filterfunktion eines gesetzlichen Straftatbestandes. Tatbestandsmäßiges Verhalten ist, anders als vom Ausnahmetatbestand des § 20 a II 1 WpHG n.F. vorausgesetzt, nicht nur ausnahmsweise, sondern in aller Regel legitim, so dass der Nachweis legitimer Handelsmotive eine mit Art. 6 II EMRK unvereinbare Beweislastumkehr darstellen würde.

- Im Rahmen des britischen Marktmissbrauchstatbestands wurde das Problem der tatbestandliche Bestimmtheit durch die Konkretisierung des – objektiv gefassten und daher für sich betrachtet unbestimmten – gesetzlichen Tatbestands mit Hilfe rechtlich unverbindlicher behördlicher Auslegungsrichtlinien erfolgreich gelöst. Diese Lösung ist jedoch nur vor dem spezifischen Hintergrund des britischen Rechts, genauer des pragmatischen Umgang des britischen Rechts mit den Grundsätzen der Rechtssicherheit und des Parlamentsvorbehalts, zu verstehen und lässt sich daher nicht auf Jurisdiktionen wie die deutsche übertragen, in denen eine strengere dogmatische Betrachtungsweise rechtsstaatlicher Prinzipien vorherrscht.
- Demgegenüber ist der deutsche ordnungswidrigkeitsrechtliche Manipulationstatbestand aus den gleichen Gründen wie der parallele Manipulationsstrafatbestand als mit dem verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebot unvereinbar anzusehen.
- Das britische Marktmissbrauchsregime wurde – unter Abkehr zu dem im britischen Recht auch auf der Ebene des Verwaltungsunrechts vorherrschenden strafrechtlichen Ansatzes – als innovatives „civil regime“ konzipiert, welches im Vergleich zum Strafrecht eine Reihe von Erleichterungen in Bezug auf das behördliche und gerichtliche Verfahren vorsieht. Diese Erleichterungen führten im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zu Bedenken im Hinblick auf die Vereinbarkeit mit der Unschuldsvermutung und dem Fair-Trial-Prinzip. Diese Bedenken sind wegen der unzureichenden Nachbesserungen des Entwurfs objektiv weiterhin berechtigt. Dass diese in der einschlägigen Literatur nach dem Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens nicht mehr thematisiert wurden, ist lediglich als Ausdruck

des das britische Recht prägenden pragmatischen Umgangs mit rechtsstaatlichen Grundsätzen zu verstehen.

- Der deutsche ordnungswidrigkeitsrechtliche Manipulationstatbestand ist hingegen - ebenso wie der parallele Manipulationsstraftatbestand – zur Wahrung des Grundsatzes der Unschuldsvermutung verfassungskonform so auszulegen, dass die Ausnahmevoraussetzung des Handelns aus legitimen Gründen in die Verbotsvoraussetzung des Handelns aus illegitimen Gründen umzudeuten ist.
- Aus der sowohl im deutschen als auch im britischen Recht bestehenden Kombination einer Strafvorschrift mit einer Ordnungswidrigkeitsnorm zur Bekämpfung der handlungsgestützten Manipulation ergeben sich keinerlei Vorteile gegenüber der Verfolgung allein als Ordnungswidrigkeit bzw. „civil offence“. Der mit einer solchen Kombination theoretisch verbundene Vorteil einer „Eingriffspyramide“ lässt sich im Rahmen der Bekämpfung der handlungsgestützten Manipulation nicht nutzen, da kein Bedarf nach strafrechtlicher Ahndung besteht. Die im deutschen und britischen Recht jeweils vorgesehenen ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktionen bzw. „civil penalties“ zur Ahndung von manipulativem Handelsverhalten sind daher angemessen und ausreichend.
- Der deutsche Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG ist nicht nur überflüssig, sondern steht in seiner gegenwärtigen Fassung – d.h. wegen des Qualifikationsmerkmals der tatsächlichen Preiseinwirkung – einer effektiven Bekämpfung der handlungsgestützten Manipulation im Wege. Der Straftatbestand des § 38 II i.V.m. §§ 39 I Nr. 1 und 2, 20 a I 1 Nr. 2 und 3 WpHG, sollte daher, soweit er sich gegen handlungsgestützte Manipulation richtet, aufgegeben werden, und der Fall einer vollendeten Preiseinwirkung durch manipulativen Handel sollte künftig allein als Ordnungswidrigkeit verfolgt werden.
- Hingegen braucht die britische Strafvorschrift der Irreführenden Praktiken nicht notwendigerweise aufgegeben zu werden, da sie lediglich überflüssig ist, die effektive Bekämpfung der handlungsgestützten Manipulation mit Hilfe der Marktmissbrauchsvorschriften jedoch nicht behindert.

LITERATURVERZEICHNIS

- Admati, A. /
Pfleiderer, P. A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability,
1 Review of Financial Studies (1988), S. 3 ff.
- Dies. Divide and Conquer: A Theory of Intraday and Day of the
Week Mean Effects,
2 Review of Financial Studies (1989), S. 189 ff.
- Alcock, A. Market Abuse,
23 The Company Lawyer (2002), S. 142 ff.
- Allen, F./
Gale, D. Stock-Price Manipulation,
5 Review of Financial Studies (1992), S. 503 ff.
- Allen, S. /
Ramanan, R. Insider Trading, Earnings Changes, and Stock Prices,
41 Management Science (1995), S. 653 ff.
- Altendorfer, C. Kursmanipulation am Wertpapiermarkt: Ein
rechtsvergleichender Blick auf den Sanktionenbereich,
in: Aicher, J., Kalss, S., Oppitz, M. (Hrg.),
Grundfragen des neuen Börsenrechts, 1. Aufl. 1998,
S. 207 ff.
- Altenhain, K. Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das
Vierte Finanzmarktförderungsgesetz,
BB 2002, S. 1874 ff.
- Apt, M. Börsengesetz.
5. Aufl. 1909.
- Ariel, R. High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence
On Possible Causes,
45 Journal of Finance (1990), S. 1611 ff.
- Arrow, K. Rationality of Self and Others in an Economic System,
59 Journal of Business (1986), S. 385 ff.
- Ashworth, A. Principles of criminal law,
3. Auflage, Oxford 1999.

- Bountas, P. Rule 10b-5 and Voluntary Corporate Disclosure to Analysts, 92 Columbia Law Review (1992), S. 1517 ff.
- Bröker, K. Neue Strafvorschriften im deutschen Börsenrecht, wistra 1995, S. 130 ff.
- Brown, G. Volatility, Sentiment, and Noise Traders, 55 (2) Financial Analysts Journal (1999), S. 82 ff.
- Brown, R. / Rankin, M. Persuasion, Penalties, and Prosecution: Administrative v. Criminal Sanctions, in: Friedland, M. (Hrg.), Securing Compliance: Seven Case Studies, 1. Aufl. 1990, S. 325 ff.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (Hrg.) Jahresbericht 2000.
- Busse von Colbe, W. Der Vernunft eine Gasse: Abfindung von Minderheitsaktionären nicht unter dem Börsenkurs ihrer Aktien, in: Schneider, U., u.a. (Hrg.), Festschrift für Marcus Lutter, 2000, S. 1053 ff.
- Cahn, A. Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, 162 ZHR 1998, S. 1 ff.
- Caspari, K.-B. Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, NZG 2005, S. 98 ff.
- Chakrabarti, R. / Roll, R. Learning From Others, Reacting, and Market Quality, 2 Journal of Financial Markets (1999), S. 153 ff.
- Chopra, N. / Lakonishok, J. / Ritter, J. Measuring Abnormal Returns: Do Stocks Overreact?, 31 Journal of Financial Economics (1992), S. 235 ff.

- Clarkson, C. /
Keating, H. Criminal Law: Text and Materials,
5. Aufl. 2003.
- Clayton, R. /
Tomlinson, H. Fair Trial Rights,
1. Aufl. 2001.
- Coffey, J. /
Pinto, T. The Compatibility of the Financial Services and Markets Act
2000 With the Human Rights Act 1998,
12 International Company and Commercial Law Review
(2001), S. 50 ff.
- Coffey, J. /
Somnier, J. Market Abuse,
3 Journal of Asset Management (2003), S. 323 ff.
- Dies. The Market Abuse Directive – The First Use of the
Lamfalussy Process,
18 Journal of International Banking Law and Regulation
(2003), S. 370 ff.
- Copeland, T. /
Mayers, D. The Value Line Enigma (1965-1978): A Case Study of
Performance Evaluation Issues,
10 Journal of Financial Economics (1982), S. 289 ff.
- Cunningham, L. Capital Market Theory, Mandatory Disclosure, and Price
Discovery,
51 Washington & Lee Law Review (1994), S. 843 ff.
- Ders. From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear
Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis,
62 George Washington Law Review (1994), S. 546 ff.
- Daniel, K. /
Hirshleifer, D. /
Subrahmanyam, A. Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing,
56 Journal of Finance (2001), S. 921 ff.
- Davies, P. (Hrg.) Gower and Davies' Principles of Modern Company Law,
7. Aufl. 2003.

- De Bondt, W. /
Thaler, R. Does the Stock Market Overreact?,
40 Journal of Finance (1985), S. 793 ff.
- Dies. Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market
Seasonality,
42 Journal of Finance (1987), S. 557 ff.
- Dette, G. Kursbildung am deutschen Aktienmarkt,
Wiesbaden 1998,
zugl. Diss. Witten-Herdecke 1997.
- Dier, C. /
Fürhoff, J. Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie,
AG 2002, S. 604 ff.
- Eadie, J. Market Abuse and the European Convention On Human
Rights,
3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 74 ff.
- Eichelberger, J. Zur Verfassungsmäßigkeit von § 20 a WpHG,
ZBB 2004, 296 ff.
- Ekkenga, J. Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und
künftigen Recht,
WM 2002, S. 317 ff.
- Erbs, G. /
Kohlhaas, M. (Hrg.) Strafrechtliche Nebengesetze,
Loseblattkommentar, 5. Aufl., Stand: 136.
Ergänzungslieferung 2000.
- Erhardt, A. Unternehmensdelinquenz und Unternehmensstrafe:
Sanktionen gegen die juristische Person nach deutschem und
US-amerikanischem Recht,
Berlin 1994.
- Fama, E. Random Walks in Stock Market Prices,
21 Financial Analysts Journal (1965), S. 55 ff.

- Ders. The Behaviour of Stock-Market Prices,
38 Journal of Business (1965), S. 34 ff.
- Ders. Efficient Capital Markets: II,
46 Journal of Finance (1991), S. 1575 ff.
- Farrell, M. On the Structure of the Capital Market,
72 Economic Journal (1962), S. 830 ff.
- Figlewski, S. Market 'Efficiency' In a Market With Heterogeneous
Information,
4 The Journal of Political Economy (1978), S. 581 ff.
- Fischel, D. /
Ross, D. Should the Law Prohibit 'Manipulation' In Financial
Markets?,
105 Harvard Law Review (1991), S. 503 ff.
- Fleischer, H. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz,
NJW 2002, S. 2977 ff.
- Ders. Das Haffa-Urteil: Kapitalmarktstrafrecht auf dem Prüfstand,
NJW 2003, S. 2584 ff.
- Forum of European
Securities Commissions
(FESCO) (Hrg.) A European Regime Against Market Abuse, FESCO/00-0961,
2000.
- Franco, J. Why Antifraud Prohibitions are Not Enough: The Significance
of Opportunism, Candor and Signalling in the Economic Case
for Mandatory Securities Disclosure,
Columbia Business Law Review (2002), S. 223 ff.
- French, K. Stock Returns and the Weekend Effect,
8 Journal of Financial Economics (1980), S. 55 ff.
- Ders. /
Roll, R. Stock Return Variances: The Arrival of Information and the
Reaction of Traders,
17 Journal of Financial Economics (1986), S. 5 ff.

- Grossman, S. On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information,
31 Journal of Finance (1976), S. 573 ff.
- Ders. An Introduction to the Theory of Rational Expectations Under Asymmetric Information,
48 Review of Economic Studies (1981), S. 541 ff.
- Ders./
Stiglitz, J. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets,
70 American Economic Review (1980), S. 393 ff.
- Guesnerie, R. An Exploration of the Eductive Justifications For the Rational Expectations Hypothesis,
82 American Economic Review (1992), S. 1254 ff.
- Hansen, J. MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive,
European Business Law Review 2004, S. 183 ff.
- Hausmaninger, C. Insider Trading – Eine systemvergleichende Untersuchung amerikanischer, europäischer und österreichischer Regelungen,
1. Aufl. 1997.
- Hawkins, K. Environment and Enforcement: Regulation and the Social Definition of Pollution,
1. Aufl. 1984.
- Hayek, A. The Use of Knowledge in Society,
35 American Economic Review (1945), S. 519 ff.
- Henze, H. Die Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Bemessung von Abfindung und variablem Ausgleich im Unternehmensvertragsrecht,
in: Schneider, U., u.a. (Hrg.),
Festschrift für Marcus Lutter, 2000,
S. 1101 ff.
- Hirte, H. /
von Bülow, C. (Hrg.) Kölner Kommentar zum WpÜG,
1. Aufl. 2003.

- ders. /
Möllers, T. (Hrg.) Kölner Kommentar zum WpHG,
1. Aufl. 2007.
- Holthausen, R. /
Leftwich, R. /
Mayers, D.
Hong, H. /
Kubic, J. The Effect of Large Block Transactions On Security Prices: A
Cross-Sectional Analysis,
19 Journal of Financial Economics (1987), S. 237 ff.
Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings
Forecasts,
58 Journal of Finance (2003), S. 313 ff.
- Hopt, K. Ökonomische Theorie und Insiderrecht,
AG 1995, S. 353 ff.
- Hopt, K. /
Rudolph, B. /
Baum, H. (Hrg.) Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und
rechtspolitische Untersuchung,
1. Aufl. 1997.
- Howard, C. Strict Responsibility in the High Court of Australia,
76 Law Quarterly Review (1960), S. 547 ff.
- Hüffer, U. Aktiengesetz,
7. Auflage 2006.
- International Organization
of Securities Commissions
(IOSCO), Technical
Committee (Hrg.) Investigating and Prosecuting Market Manipulation,
Mai 2000.
- Jean-Richard, M. Handelsinszenierungen zur Kursmanipulation am
Kapitalmarkt (aus der Sicht eines Strafrechtlers),
SZW 1995, S. 259 ff.
- Jensen, M. /
Bennington, G. Random Walks and Technical Theories: Some Additional
Evidence,
25 Journal of Finance (1970), S. 469 ff.
- Joecks, W. Anleger- und Verbraucherschutz durch das 2. WiKG,
wistra 1986, S. 142 ff.

- Jones, C. /
Pearce, D. /
Wilson, J. Can Tax-Loss Selling Explain the January Effect? A Note,
42 Journal of Finance (1987), S. 453 ff.
- Kagan, R. A. /
Scholz, J. T. The „Criminology of the Corporation“ and Regulatory
Enforcement Strategies,
in: Hawkins, K., und Thomas, J. (Hrg.),
Enforcing Regulation, 1. Aufl. 1984,
S. 67 ff.
- Kaiser, A. Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der
Kursmanipulation,
WM 1997, S. 1557 ff.
- Kantor, B. Rational Expectations and Economic Thought,
17 Journal of Economic Literature (1979), S. 1422 ff.
- Keane, S. Stock Market Efficiency: Theory, Evidence, Implications,
1. Aufl. 1983.
- Keynes, J. The General Theory of Employment, Interest and Money,
1. Aufl. 1973.
- Kim, S. /
Lin, J. /
Slovin, M. Market Structure, Informed Trading, and Analysts’
Recommendations,
32 Journal of Financial and Quantitative Analysis (1997), S.
507 ff.
- Kimball Dietrich, J./
Joines, D. Rational Expectations, Informational Efficiency and Tests
Using Survey Data: A Comment,
65 Review of Economics and Statistics (1983), S. 525 ff.
- Krieger, G. Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Bd. 4 (AG),
2. Aufl. 1999.
- Kümpel, S. Bank- und Kapitalmarktrecht,
3. Aufl. 2004.

- Kutzner, L. Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20 a WpHG – Modernes Strafrecht?, WM 2005, 1401 ff.
- Lackner, K./
Kühl, K. Strafgesetzbuch. 26. Aufl. 2007.
- Lakonishok, J. /
Lee, I. Are Insider Trades Informative?, 14 Review of Financial Studies (2001), S. 79 ff.
- Ders. /
Smidt, S. Volume for Winners and Losers: Taxation and Other Motives for Stock Trading, 41 Journal of Finance (1986), S. 951 ff.
- Dies. Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective, 1 Review of Financial Studies (1988), S. 403 ff.
- Leigh, L. The Control of Commercial Fraud, 1. Aufl. 1982.
- Lenenbach, M. Scalping – Insiderdelikt oder Kursmanipulation, ZIP 2003, S. 243 ff.
- Lenzen, U. Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 1. Aufl. 2000.
- Dies. Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation, WM 2000, S. 1131 ff.
- Dies. Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation im Referentenentwurf für das 4. Finanzmarktförderungsgesetz, Finanz Betrieb 2001, S. 603 ff.
- Dies. Das neue Recht der Kursmanipulation, ZBB 2002, S. 279 ff.

- Lim, T. Rationality and Analysts' Forecast Bias,
56 *Journal of Finance* (2001), S. 369 ff.
- Lin, J. /
Howe, J. Insider Trading in the OTC Market,
45 *Journal of Finance* (1990), S. 1273 ff.
- Linklater, L. The Market Abuse Regime: Setting Standards in the Twenty-
First Century,
22 *Company Lawyer* (2001), S. 267 ff.
- Liu, P. /
Smith, D. /
Seyed, A. Stock Price Reactions to the Wall Street Journal's Securities
Recommendations,
25 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (1990), S.
399 ff.
- Lloyd Davies, P. /
Canes, M. Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information,
51 *Journal of Business* (1978), S. 43 ff.
- Lomnicka, E. Preventing and Controlling the Manipulation of Financial
Markets: Towards a Definition of 'Market Manipulation',
8 *Journal of Financial Crime* (2001), S. 297 ff.
- Lovell, M. Tests of the Rational Expectations Hypothesis,
76 *American Economic Review* (1986), S. 110 ff.
- Lucas, R. Expectations and Neutrality of Money,
Journal of Economic Theory (1972), S. 103 ff.
- Ders. An Equilibrium Model of the Business Cycle,
83 *Journal of Political Economy* (1975), S. 1113 ff.
- Ders. Adaptive Behavior and Economic Theory,
59 *Journal of Business* (1986), S. 401 ff.
- Luttermann, C. Zum Börsenkurs als gesellschaftsrechtliche
Bewertungsgrundlage. Die Maßgeblichkeit des Marktpreises
im Zivil- und Steuerrecht,
ZIP 1999, S. 45 ff.

- Müller, W. Anteilswert oder anteiliger Unternehmenswert? – Zur Frage der Barabfindung bei der kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, in: Crezelius, G., Hirte, H., Vieweg, K. (Hrg.), Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag, 2005, S. 1015 ff.
- Muth, J. Rational Expectations and the Theory of Price Movements, 29 *Econometrica* (1961), S. 315 ff.
- Niederhoffer, V. / Osbourne, M. Market Making and Reversal on the Stock Exchange, 61 *Journal of the American Statistical Association* (1966), S. 897 ff.
- Nußbaum, A. Kommentar zum Börsengesetz, 1. Aufl. 1910.
- Oberender, P./ Daumann, F. Verbot von Insidergeschäften im Börsenhandel? Eine ordnungstheoretische Analyse, *Ordo* 43 (1992), S. 255 ff.
- Ogus, A. Regulation: Legal Form and Economic Theory, 1. Aufl. 1994.
- O’Hara, M. Market Microstructure Theory, 1. Aufl. 1995.
- Ott, C./ Schäfer, H.-B. Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, *ZBB* 1991, S. 226 ff.
- Otto, H. Strafrechtliche Aspekte der Anlageberatung, *WM* 1988, S. 729 ff.
- Ovey, C. / White, R. Jacobs and White, *The European Convention On Human Rights*, 3. Aufl. 2002.

- Page, A. Financial Services: The Self-Regulatory Alternative?,
in: Baldwin, R., McCrudden, C. (Hrg.),
Regulation and Public Law, 1. Aufl. 1987,
S. 298 ff. (Kap. 13).
- Ders. The Financial Services and Markets Act and the European
Convention On Human Rights,
2 Journal of International Financial Markets (2000), S. 199 ff.
- Ders. / Investor Protection,
Ferguson, R. 1. Aufl. 1992.
- Parish, P. The Human Rights of Banks and Financial Institutions: An
Analysis of the Impact of the Human Rights Act 1998 on U.K.
Financial Regulations,
15 Journal of International Banking Law (2000), S. 236 ff.
- Park, T. Börsenstrafrechtliche Risiken für Vorstandsmitglieder von
börsennotierten Aktiengesellschaften,
BB 2001, S. 2069 ff.
- Ders. Kapitalmarktstrafrechtliche Neuerungen des Vierten
Finanzmarktförderungsgesetzes,
BB 2003, S. 1513 ff.
- Ders. (Hrg.) Kapitalmarktstrafrecht Handkommentar,
1. Aufl. 2004.
- Pfüller, M./ Die Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Kurs-
Anders, D. und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG,
WM 2003, S. 2445 ff.
- Pickholz, M. / Manipulation,
Pickholz, J. 9 Journal of Financial Crime (2001), S. 117 ff.
- Poterba, J. / Capital Gains Tax Rules, Tax Loss Trading, and Turn-of-the-
Weisbenner, S. Year Returns,
56 Journal of Finance (2001), S. 353 ff.

- Rudolph, B. Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?,
BB 2002, S. 1036 ff.
- Russell, T. / Thaler, R. The Relevance of Quasi Rationality in Competitive Markets,
75 American Economic Review (1985), S. 107 ff.
- Sachverständigenkommission zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität (Hrg.) Tagungsbericht (13. Tagung, 02.-06.05.1977), Band XIII,
1978.
- Dies. Schlussbericht, 1980.
- Schäfer, F. (Hrg.) Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV,
Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV,
1. Aufl. 1999.
- Ders. Zulässigkeit und Grenzen der Kurspflege,
WM 1999, S. 1345 ff.
- Scheu, U. Das Börsenstrafrecht und seine Reform,
Diss. Gießen, 1974.
- Schlüter, U. Börsenhandelsrecht. Handbuch für Banken und
Finanzdienstleistungsinstitute,
2. Aufl. 2002.
- Schmitz, R. Aktuelles zum Kursbetrug gemäß § 88 BörsG,
wistra 2002, S. 208 ff.
- Schneider, D. Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des
Kapitalmarkts,
DB 1993, S. 1429 ff.
- Schneider, U./ Burgard, U. Scalping als Insiderstraftat,
ZIP 1999, S. 381 ff.

- Schönke, A. /
Schröder, H. Strafrechtsgesetzbuch Kommentar,
26. Aufl. 2001.
- Scholes, M. The Market For Securities: Substitution Versus Price Pressure
and the Effects of Information On Prices,
45 Journal of Business (1972), S. 179 ff.
- Schröder, C. Handbuch Kapitalmarktstrafrecht,
2007.
- Schroth, H.-J. Europäische Menschenrechtskonvention und
Ordnungswidrigkeitenrecht,
EuGRZ 1985, S. 557 ff.
- Schubert, W. /
Hommelhoff, P. Hundert Jahre modernes Aktienrecht. Eine Sammlung von
Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei
Einführungen,
1. Aufl. 1985.
- Schwark, E. Börsengesetz,
1. Aufl. 1976 sowie 2. Aufl. 1994.
- Ders. (Hrg.) Kapitalmarktrechtskommentar. Börsengesetz mit
Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit
Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz,
Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz,
1. Aufl. 2004.
- Ders. Kurs- und Marktpreismanipulation, in:
Ekkenga, J., u.a. (Hrg.),
Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung
(Festschrift für Kümpel), 2003,
S. 485 ff.
- Schweizer, T. Insiderverbote, Interessenkonflikte und Compliance,
Berlin 1996,
zugl. Diss. Köln 1995.

- Streinz, R. /
Ohler, C. § 20a WpHG in rechtsstaatlicher Perspektive – europa- und verfassungsrechtliche Anforderungen an das Verbot von Kurs- und Marktpreismanipulationen,
WM 2004, S.1309 ff.
- Struck, E. Gutachten,
in: Deutscher Juristentag (Hrg.),
Verhandlungen des Siebzehnten deutschen Juristentages, Bd. 1, Berlin 1884,
S. 250 ff.
- Summers, L. Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?,
41 Journal of Finance (1986), S. 591 ff.
- Sykes, A. Market Abuse: A Civil Revolution,
1 Journal of International Financial Markets (1999), S. 59 ff.
- Theil, S. \$850,000 In Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation,
79 Cornell Law Review (1994), S. 219 ff.
- Thorburn, W. Enforcement,
in: Perry, J. (Hrg.),
The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide, 1. Aufl. 2001,
S. 319 ff. (Kap. 13).
- Tiedemann, K. Wirtschaftsstrafrecht und Wirtschaftskriminalität, Bd. 2,
Besonderer Teil,
1. Aufl. 1976.
- Toube, D. Market Abuse,
in: Perry, J. (Hrg.),
The Financial Services and Markets Act: A Practical Legal Guide, 1. Aufl. 2001,
S. 193 ff. (Kap. 8).

- Tripmaker, S. Der subjektive Tatbestand des Kursbetrugs,
wistra 2002, S. 288 ff.
- Fischer, T. Strafgesetzbuch und Nebengesetze.
55. Aufl. 2008.
- Tversky, A. /
Kahnemann, D. Rational Choice and the Framing of Decisions,
59 Journal of Business (1986), S. 251 ff.
- van Dijk, P. /
van Hoof, G. Theory and Practice of the European Convention On Human
Rights,
3. Aufl. 1998.
- Verrecchia, R. Information Acquisition in a Noisy Rational Expectations
Economy,
50 Econometrica (1982), S. 1415 ff.
- Volk, K. Zur Bestrafung von Unternehmen,
JZ 1993, S. 429 ff.
- Watter, R. Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung
von sogenannten Stützungskäufen,
SZW 1990, S. 193 ff.
- Weber, M. Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt,
NZG 2000, S. 113 ff.
- Ders. Scalping – Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts,
NJW 2000, S. 562 ff.
- Ders. Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003,
NJW 2004, S. 28 ff.
- Welch, I. Herding Among Security Analysts,
58 Journal of Financial Economics (2000), S. 369 ff.
- Whittaker, A. /
Morse, G. The Financial Services Act 1986, A Guide to the New Law,
1. Aufl. 1987.

- Williams, G. L. Textbook of Criminal Law,
2. Aufl. 1983.
- Womack, K. Do Brokerage Analysts' Recommendations have Investment
Value?,
51 Journal of Finance (1996), S. 137 ff.
- Wright, R. Market Abuse and Market Manipulation: The Criminal, Civil
and Regulatory Interface,
3 Journal of International Financial Markets (2001), S. 19 ff.
- Ziouvas, D. Das neue Recht gegen Kurs- und Marktpreismanipulation im
4. Finanzmarktförderungsgesetz,
ZGR 2003, S. 113 ff.
- Ders. /
Walter, T. Das neue Börsenstrafrecht mit Blick auf das Europarecht,
WM 2002, S. 1483 ff.
- Zweigert, K. /
Kötz, H. Einführung in die Rechtsvergleichung,
3. Aufl. 1996.

Die Arbeit ist mit Unterstützung eines DAAD-Doktorandenstipendiums entstanden.