1. Kapitel: Marktmissbrauch und Marktaufsicht

A. Begriff des Marktmissbrauchs

Marktmissbrauch versteht sich als eine unangemessene Benachteiligung von Anlegern, indem andere Personen Informationen, die nicht öffentlich zugänglich sind, zu ihrem Vorteil oder zum Vorteil Dritter nutzen, verzerrend auf die Bildung des Kurses von Finanzinstrumenten einwirken oder falsche oder irreführende Informationen verbreitet haben.[6] Kurz gesagt: Marktmissbrauch ist die Zusammenfassung der Tatbestände des Insiderhandels und der Kurs- und Marktpreismanipulation.

I. Insiderhandel

Insiderhandel ist der Kauf oder Verkauf von an organisierten Märkten zugelassenen Wertpapieren oder deren Derivaten durch Personen, die aufgrund ihrer Stellung in oder zu einem Unternehmen oder aufgrund anderweitiger Nähe zum Kapitalmarkt über Informationsvorsprünge verfügen und diese vor dem öffentlichen Bekanntwerden ausnutzen.

Es besteht kein Grund zur Hoffnung, dass der hier gebildete Begriff des Insiderhandels von Dauer sein wird. Den Definitionen in diesem Bereich ist gemein, dass sie im Laufe der Zeit immer umfangreicher werden und dennoch vergänglich bleiben. Das sich fortwährend wandelnde Kapitalmarktrecht spielt dabei nur mittelbar eine Rolle. Vielmehr ist es die sich stetig verändernde Praxis an den Kapitalmärkten – und zwar sowohl die legale als auch die illegale – die durch die Schöpfung von neuen Handelsobjekten und Vertriebswegen althergebrachte Erkenntnisse und Vorstellungen hinfällig werden lässt. Die der vorstehenden Begriffsbestimmung zugrunde liegende Definition von *Samm*[7] beschränkte sich noch ausschließlich auf den Handel mit Wertpapieren. Dem entsprach insbesondere die Auffassung, dass Insidergeschäfte außerhalb des Aktienmarktes nur von rudimentärer Bedeutung seien.[8] Dass es heute eine Vielzahl von handelbaren Instrumenten gibt, die sich auf den Kurs von Aktien beziehen, ohne selbst welche zu sein, hat man vor dreißig Jahren nicht vorausgesehen. Hinzu kommt, dass der einsetzende Börsenboom gegen Ende des letzten Jahrhunderts das Spektrum potentieller Insider erheblich erweitert hat. Nunmehr verfügen auch Wirtschafts-

[6] EG-Abl. Nr. C 240 vom 28.08.2001, S. 0265-0271(Einleitende Begründung zum Kommissionsvorschlag, S. 2).
[7] Börsenrecht, S. 137.
[8] Schwark, ZGR 1976, S. 272 (303).

journalisten über exklusive und kursrelevante Informationen,[9] selbst wenn es nur die eigenen Empfehlungen sind, die sie wöchentlich über die Medien einem breiten Publikum zugänglich machen. Gleiches gilt für Banken und Rechtsanwälte. Deren zunehmende Bedeutung bei der Begleitung von Wertpapieremissionen oder Unternehmenskäufen (*mergers*) lässt auch sie zu Insidern werden, ohne dass sie womöglich in den Entscheidungsprozess beim Emittenten eingebunden sind.

II. Kurs- und Marktpreismanipulation

Ausgehend von einem weiten Manipulationsbegriff handelt es sich bei der Kurs- und Marktpreismanipulation um jene Praktiken, die einen Preis herbeiführen, der nicht demjenigen entspricht, der durch das unbeeinflusste Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage entstehen würde.[10]

Die Verwendung des weiten Manipulationsbegriffs ist in zweierlei Hinsicht vorteilhaft. Zum einen schließt der weite Manipulationsbegriff Maßnahmen zur Kurspflege vom Tatbestand der Kursmanipulation aus, zum anderen verzichtet er auf eine besondere Erfolgs- oder Zielvorstellung beim Täter. Bei der Kurspflege dient die gezielte Einwirkung auf den Börsenkurs eines Wertpapiers dazu, Zufallsschwankungen zu vermeiden, die nicht durch die aktuelle Geschäftslage des Emittenten oder die aktuelle Marktentwicklung begründet sind.[11] Zweck der Kursstabilisierung ist es demnach, künstliche Preisentwicklungen zu unterbinden statt hervorzurufen. Folgerichtig hat sich auch der Gesetzgeber dazu entschieden, Maßnahmen zur Kursstabilisierung unter bestimmten Voraussetzungen zu erlauben.[12]

Der Verzicht auf die überschießende Innentendenz in Form einer Einwirkungsabsicht führt dazu, dass der Wille des Täters nicht gezielt darauf gerichtet sein muss, durch sein Verhalten den Börsen- oder Marktpreis zu beeinflussen. So werden auch Handlungen erfasst, bei denen die Einflussnahme auf Kurse oder Preise nur eine akzeptierte Begleiterscheinung ist. Der Gesetzgeber hat mit dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes den Tatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation weitgehend dem weiten Manipulationsbegriff angepasst. Ein Unterschied besteht bestenfalls darin, dass der Blanketttatbestand des § 20a WpHG als Tätigkeitsdelikt keinen Erfolg, d.h. keinen verfälschten Preis

[9] Schröder, NJW 2009 S. 465 ff.
[10] Watter, SZW 1990, 193, 194; Moore/Wisemann, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50 f. (1934).
[11] Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, vor § 20a Rn. 28.
[12] §§ 5 ff. MaKonV.

voraussetzt. Letzteres relativiert sich aber wiederum in Anbetracht der drohenden Konsequenzen. Da § 38 Abs. 2 WpHG für die Kurs- und Marktpreismanipulation eine Strafe nur dann vorsieht, wenn sie erfolgreich war, deckt sich der weite Manipulationsbegriff mit der „vollendeten" Manipulation. Die anderen, in § 39 WpHG als Ordnungswidrigkeiten ausgestalteten Tatbestände wären nach der hier verwendeten Definition immerhin als Versuch einzustufen.

Abzugrenzen ist die Manipulation von Kursen und Preisen einerseits vom Tatbestand des Insiderhandels und andererseits von der Spekulation.[13] Der wesentliche Unterschied gegenüber dem Insiderhandel besteht darin, dass der Insider aufgrund seiner privilegierten Stellung um die gegenwärtige Falschbewertung des Wertpapiers weiß und nach bekannt werden der relevanten Informationen von der Kurskorrektur profitiert.[14] Beim Manipulationstatbestand fehlt es hingegen an einer Falschbewertung, die der Manipulator jedoch selbst herbeiführt, und aus der er schließlich noch vor der Korrektur seinen Nutzen zieht.

Obwohl diese Abgrenzung an sich deutlich ist, treten dann Probleme auf, wenn Personen mit besonderer Sachkenntnis Empfehlungen in der Öffentlichkeit abgeben und durch eigene Käufe im Vorfeld die nun folgende Kursentwicklung ausnutzen. Der Vorschlag der EG-Kommission für eine Marktmissbrauchsrichtlinie sah, erstaunlicherweise nur bei steigenden Kursen, in einer solchen Vorgehensweise einen Manipulationstatbestand.[15] Dagegen enthält sowohl die endgültige Fassung der Richtlinie[16] als auch die mittlerweile umgesetzte deutsche Regelung in § 20a WpHG zumindest das Merkmal der Irreführung bei den informationsbezogenen Manipulationshandlungen. Soweit die kundgegebene Einschätzung des Empfehlenden durchaus ernst gemeint ist und auf einer entsprechenden Analyse beruht, könnte demnach von einer Manipulation schon nicht mehr die Rede sein. Vielmehr wäre die von der Öffentlichkeit zur Kenntnis genommene und womöglich viel beachtete Äußerung als Insiderinformation einzustufen, denn die Empfehlung als solche führt zur Korrektur der Falschbewertung beim fraglichen Wertpapier. Beim so genannten *scalping* muss daher unterschieden werden, ob der Empfehlung eine ernst gemeinte Analyse zugrunde liegt, oder ob die Empfehlung ausschließlich der Täuschung und Irreführung anderer Anleger dient. Nur im letzteren Fall wird man eine Kurs- oder Markt-

[13] Lenzen, Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation, S. 3.
[14] Lenzen aaO.
[15] ABl. EG Nr. C 240E, 28.08.2001, S. 27.
[16] ABl. EG Nr. L 96, 12.04.2003, S. 16.

preismanipulation annehmen können.[17]

Bei der Kursspekulation versucht der Spekulant durch den zeitnahen Kauf und Verkauf eines Wertpapiers kurzfristige Preisänderungen auszunutzen. Anders als bei der Manipulation handelt er jedoch lediglich in Erwartung einer für ihn positiven Kursentwicklung, während der Manipulator die Preisänderung selbst herbeiführt. Da sich jedoch jeder ausgeführte Kauf- oder Verkaufsauftrag auf den Kurs des betreffenden Wertpapiers auswirkt, unterscheiden sich legale Wertpapiergeschäfte nicht zwangsläufig von jenen manipulativen Geschäften, deren einziger Zweck in der Kursänderung des gehandelten Papiers besteht. Während bei Letzteren der Kauf oder Verkauf des Wertes nur Mittel zum Zweck ist, richtet der Wille des Spekulanten auf einen Gewinn unmittelbar aus dem getätigten Geschäft.

III. Gesetzgeberische Reaktionen

1. Insiderhandelsverbot, § 14 WpHG

Seit dem 24. Juli 1994 ist es Insidern per Gesetz verboten, ihr privilegiertes Wissen am Kapitalmarkt auszunutzen bzw. dieses Wissen weiterzugeben. Das auf der europäischen Insiderrichtlinie[18] beruhende Zweite Finanzmarktförderungsgesetz[19] schuf erstmals rechtliche Grundlagen, um effektiv gegen Insiderhandel vorgehen zu können. Die bis dahin geltende freiwillige Selbstkontrolle anhand der Insiderhandels-Richtlinien (IHR) sowie der Händler- und Beraterregeln (HBR) wurde durch das Verbot in § 14 WpHG a.F. abgelöst. Dieses Verbot blieb in den darauf folgenden zehn Jahren unverändert. Selbst größere Reformen, wie die durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, gingen am Insiderhandelsverbot alter Fassung vorbei. Bedingt durch die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie[20] wurden durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004 (AnSVG)[21] erstmals wieder zentrale Normen des Insiderrechts geändert.

---

[17] a.A. BGH, Urteil vom 6. 11. 2003 - 1 StR 24/03, NJW 2004, S. 302 der beim scalping grundsätzlich von einer Manipulation ausgeht.

[18] Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, Abl. EG Nr. L 344 vom 18/11/1989 S. 0030 – 0032.

[19] Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl. I 1994, S. 1749.

[20] ABl. EG Nr. L 96, 12.04.2003, S. 16.

[21] BGBl I, Nr. 56, S. 2630.

a) Insider

Der Handel mit Insiderpapieren unter Verwendung exklusiver Informationen ist sowohl Primär- als auch Sekundärinsidern verboten. Beiden Gruppen droht im Falle eines Verstoßes nach § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG eine Geldstrafe oder eine Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren. Insoweit hat sich gegenüber der alten Rechtslage nichts geändert. Neu ist, dass der Gesetzgeber in § 14 WpHG auf eine terminologische Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern verzichtet, während in § 14 Abs. 2 WpHG a.F. noch ausdrücklich von „Dritten" (Sekundärinsidern) die Rede war. Demzufolge ist nun auch Sekundärinsidern nach § 14 Abs. Nr. 2 und 3 WpHG die Weitergabe von Insiderinformationen nicht mehr erlaubt.[22] Letzteres ist jedoch lediglich eine Ordnungswidrigkeit im Sinne von § 39 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpHG.

Für Primärinsider gilt nach wie vor die Erweiterung des Straftatbestandes bei Weitergabe der Informationen, sodass eine Differenzierung zwischen beiden Insider-Typen notwendig bleibt.[23] Demzufolge wurde auch der vormals in § 13 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG a.F. enthaltene Katalog für Primärinsider übernommen. Die entsprechenden Qualifikationsmerkmale finden sich nunmehr in § 38 Abs. 1 Nr. 2 a) bis c) WpHG. Primärinsider ist immer noch derjenige, der aufgrund seiner Organ- bzw. Gesellschafterstellung oder wegen sonstiger beruflicher Nähe zum Kapitalmarkt über Informationen verfügt, die anderen Anlegern nicht zugänglich sind.

Eine Erweiterung des Adressatenkreises hat allerdings insoweit stattgefunden, als dass sich nun auch solche Personen durch das Mitteilen, Zugänglichmachen, Empfehlen oder Verleiten strafbar machen, die Insiderinformationen aufgrund der Vorbereitung oder Begehung einer Straftat erlangt haben.[24] Damit ist der Personenkreis der Insider erstmalig auch auf solche Personen erweitert worden, die nicht über eine spezielle Beziehung zum Emittenten oder zum Kapitalmarkt verfügen. Allerdings soll es nicht genügen, dass die Insiderinformation nur „bei Gelegenheit" einer Straftat erlangt wurde, vielmehr kommt es darauf an, dass der Täter sie gezielt und „bestimmungsgemäß" durch die Tat erhält.[25]

Zu überlegen ist noch, ob § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG auch für solche Fälle Anwendung findet, in denen die Straftat selbst die Insidertatsache darstellt. Das wä-

[22] Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).
[23] Ziemons, NZG 2004, S. 537 (539).
[24] § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG.
[25] Vogel in: Assmann/Schneider, WpHG 4. Auflage, § 38 Rn. 10.

re insbesondere bei Terrorakten denkbar, die regelmäßig massive Kurseinbrüche zur Folge haben. Zweifellos ist das Ausnutzen solcher Informationen Insiderhandel im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 38 Abs. 1 Nr.1 WpHG. Aber auch das Weitergeben, Zugänglichmachen von Informationen über die Tat, oder das darauf basierende Empfehlen oder Verleiten durch Tatbeteiligte ist nach dem Wortlaut von § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG strafbar. Allerdings dürfte ein solches Verhalten schon aus Konkurrenzgründen kaum eigenständige Bedeutung gegenüber der zu Grunde liegenden Straftat erlangen.

b) Insiderpapier

Gemäß den Vorgaben der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie wurde der herkömmliche Begriff der Wertpapiere durch den der Finanzinstrumente ersetzt. Entsprechend § 2 Abs. 2b WpHG fallen unter den Begriff des Finanzinstruments nicht mehr nur die bisher in § 12 Abs. 1 und 2 WpHG aufgeführten Wertpapiere, Zeichnungsrechte und ausdrücklich erwähnten Derivate, sondern auch Geldmarktinstrumente, sonstige Derivate sowie alle anderen Instrumente, die zum amtlichen oder geregelten Markt in Deutschland oder einem vergleichbaren Börsensegment in der europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt worden ist. In Folge der Umsetzung von Art. 9 Satz 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie in deutsches Recht sind zudem nach § 12 S. 1 Nr. 3 WpHG auch solche Instrumente Insiderpapiere, die selbst zwar nicht an einem organisierten Markt zugelassen sind, deren Preis aber unmittelbar oder mittelbar von einem Börsen zugelassenen oder in den Freiverkehr einbezogenen Finanzinstrument abhängt.[26]

Im Hinblick auf Finanzinstrumente, die in den Freiverkehr einbezogen sind, geht § 12 WpHG nach wie vor über die Anforderungen der Marktmissbrauchsrichtlinie hinaus. Die in den Freiverkehr einbezogenen Finanzinstrumente sind ebenfalls Insiderpapiere, obwohl es sich hierbei nicht um einen organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 5 WpHG handelt. Diese Notwendigkeit ergibt sich nach Ansicht des deutschen Gesetzgebers schon daraus, dass der Freiverkehr ein Handelssegment ist, in dem verhältnismäßig viele Insiderdelikte begangen werden.[27] Außerdem wäre die internationale Zusammenarbeit gefährdet, wenn der Freiverkehr sowie Teile des geregelten Marktes nicht mehr überwacht würden und zu dort gehandelten ausländischen Werten keine Untersuchungen mehr

[26] Ziemons, NZG 2004, S. 537 (538).
[27] RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

durchgeführt werden könnten.[28]

Schließlich bleibt es auch bei der Gleichstellung von bestehender, beantragter und öffentlich angekündigter Zulassung bzw. Einbeziehung zu einem nationalen oder europäischen Markt oder in den Freiverkehr. Auch insoweit geht § 12 S. 2 WpHG weiter als die europäischen Vorgaben. Die Ausweitung der Insiderpapiere auf Finanzinstrumente, deren Zulassung oder Einbeziehung lediglich angekündigt ist, wurde beibehalten, da bereits von der Ankündigung ein verstärkter Anreiz zum Ausnutzen von Insiderinformationen ausgehen könne und der Anlegerschutz auf diese Weise in das Vorfeld der Börsennotierung verlagert werden solle.[29]

c) Insiderinformation

Das exklusive und kursrelevante Wissen, das den Insider vom außen stehenden Anleger unterscheidet, bezeichnet § 13 Abs. 1 WpHG als Insiderinformation. Diese Bezeichnung ist neu und geht erheblich weiter als der ursprünglich verwendete Begriff der Insidertatsache.[30] Letzterer stand allerdings schon immer im Widerspruch zur europäischen Insiderrichtlinie, die sich von Anfang an auf Insiderinformationen bezog.[31] Teilweise wurde deswegen auch vertreten, beide Begriffe als gleichbedeutend anzusehen.[32]

Dem Gesetzgeber war aber ursprünglich daran gelegen, Tatsachen von Meinungen, Gerüchten, Empfehlungen etc. abzugrenzen.[33] So sollten Tatsachen eben nur der äußeren Wahrnehmung zugängliche Geschehnisse oder Zustände der Außenwelt sein,[34] während Meinungen, Gerüchte und Empfehlungen gerade nicht dem Beweis zugänglich sind. Obwohl demnach die Beweisbarkeit das maßgebliche Abgrenzungskriterium ist,[35] vertrat man schon früher die Auffassung, dass unter besonderen Umständen bestimmte Meinungen oder Prognosen, etwa eines Vorstandsvorsitzenden, zu Tatsachen werden können.[36]

---

[28] RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.
[29] RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.
[30] Spindler, NJW 2004, S. 3449 (3450).
[31] Art. 1 Nr. 1 der Insider-Richtlinie 89/592/EWG, EG-Amtsbl. Nr. L 334 vom 18.11.1989.
[32] Für eine unterschiedliche Auslegung: Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 152; Benner-Heinacher, DB 1995, 765 (766); Assmann, AG 1997, 50 (51); Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 13 Rdnr. 37; für eine identische Auslegung: Geibel in: Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 15 Rdnr. 29; Baetge/Caspari, Insiderrecht und ad-hoc-Publizität, S. 67 (70); Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 14.
[33] RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46 ff.
[34] Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG 3. Aufl., § 13 Rdnr. 33a.
[35] Assmann, AG 1998, 440; Maser, EwiR 1999, 281 (282); Schäfer, WpHG 1. Aufl., § 13 Rdnr. 38; a.A. VGH Hessen, Beschl. v. 16.3.1998, AG 1998, 436.
[36] Assmann in: Assmann/Schneider, WpHG, § 13 Rdnr. 33b; Schäfer, WpHG, § 13 Rdnr. 39; Cramer, FS Triffterer, S. 323 (333).