
Jana Gogolin

**Die Regelungen zur Kursmanipulation, insbesondere
nach dem 4. Finanzmarktförderungsg**



Institut für Deutsches und Internationales Bank- und Kapitalmarktrecht
an der Universität Leipzig

Autor: **Jana Gogolin**

Stand der Arbeit: Juli 2003

Veranstaltung: Fehlgeschlagene Kapitalanlage und Schadenersatz
Seminar an der Ostdeutschen Sparkassenakademie Potsdam
vom 16. bis 18. Juli 2003

Herausgeber: Institut für Deutsches und Internationales Bank- und Kapital-
marktrecht
Burgstraße 27 (Petersbogen) 04109 Leipzig
Direktoren: Prof. Dr. Franz Häuser / Prof. Dr. Reinhard Welter

Zitiervorschlag: *Gogolin, Jana*, Die Regelungen zur Kursmanipulation, insbeson-
dere nach dem 4. FinanzmarktförderungsG, [http://www.uni-
leipzig.de/bankinstitut/dokumente/2003-07-17-01.pdf](http://www.uni-leipzig.de/bankinstitut/dokumente/2003-07-17-01.pdf)

Umsetzung: Gunther Thomas / Anja Hennig / Vladimir Primaczenko / Ralf
Herzog

<http://www.uni-leipzig.de/bankinstitut/>

LITERATURVERZEICHNIS

- Altenhain, Karsten Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BB 2002, 1874-1879
- Assmann, Heinz-Dieter; Schneider, Uwe H. Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 2. A., Köln 1999
Zit.: Assmann/Schneider-Bearbeiter
- Assmann, Heinz-Dieter; Schütze, Rolf A. Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2.A., München 1997
Zit.: Assmann/Schütze-Bearbeiter
- Barnert, Thomas Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulationen de lege lata und de lege ferenda – Zugleich eine Besprechung zu den Urteilen LG Augsburg vom 24.9.2001 = WM 2001, 1944 und LG Augsburg vom 9.1.2002 = WM 2002, 592-, WM 2002, 1473-1483
- Bassenge, Peter; Brudermüller, Gerd; Diedrichsen, Uwe; Edenhofer, Wolfgang; Heinrichs, Helmut; Heldrich, Andreas; Putzo, Hans; Sprau, Hartwig; Thomas, Heinz; Weidenkaft, Walter Palandt – Bürgerliches Gesetzbuch, 62.A., München 2003
- Dreyling, Georg Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Überregelierung oder Notwendigkeit?, Die Bank 2002, 16-21
- Fleischer, Holger Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten – Gutachten F für den 64. Juristentag, München 2002
- Fleischer, Holger Directors' Dealings, ZIP 2002, 1217-1229
- Fleischer, Holger; Kalss, Susanne Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – Einführende Gesamtdarstellung und Materialien, München 2002
- Geßler, Ernst; Hefermehl, Wolfgang; Eckardt, Ulrich; Kropff, Bruno Aktiengesetz – Kommentar – Band VI §§ 291-410, München 1994
- Groß, Wolfgang Haftung für fehlerhafte oder fehlende Regel- oder ad-hoc Publizität, WM 2002, 477-48
- Groß, Wolfgang Kapitalmarktrecht, 2.A., München 2002
- Holzborn, Timo; Foelsch, Martin Eberhard Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, NJW 2003, 932-940
- Hopt, Klaus J. Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975
- Hopt, Klaus J.; Rudolph, Bernd; Baums, Harald Börsenreform – Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart 1997
- Köhler, Helmut; Piper, Henning Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, München 1995

- Lackner, Karl; Kühl, Kristian Strafrechtsgesetzbuch mit Erläuterungen, 24. A., München 2001
- Lenenbach, Markus Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation?, ZIP 2003, 243-247
- Lenzen, Ursula Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation, WM 2000, 1131-1139
- Lenzen, Ursula Das neue Recht der Kursmanipulation, ZBB 2002, 279-287
- Lenzen, Ursula Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, Diss., Frankfurt am Main, Berlin, Bonn... 2000
- Möller, Andreas Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2002, 309-316
- Mossmayer, Klaus Straf- und bußgeldrechtliche Regelungen im Entwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes
- Reichert, Jochen; Weller, Marc-Phillipe Haftung von Kontrollorganen – Die Reform der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Haftung, ZRP 2002, 49-56
- Röh, Lars Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, Stuttgart 2002
- Schäfer, Frank A. Zulässigkeit und Grenzen der Kurspflege, WM 1999, 1345-1352
- Schneider, Uwe H. Der pflichtenauslösende Sachverhalt bei „Directors’ Dealings“, BB 2002, 1817-1819
- Schröder, Christian Aktienhandel und Strafrecht – Börseneinführung und Handel von Aktien und Optionsrechten auf Aktien aus strafrechtlicher Sicht, Diss., Köln, Berlin, Bonn, München, 1994
- Schwark, Eberhard Kommentar zum Börsengesetz und zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen, 2.A., München 1994
- Schwintowski, Hans-Peter; Schäfer, Frank A. Bankrecht Commercial Banking – Investment Banking, Köln, Berlin, Bonn, München 1997
- Staudingers, Julius v. Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen – Buch 2 Recht der Schuldverhältnisse §§ 823-825, 13. A., Berlin 1999
- Steinmayer, Roland; Häger, Michael WpÜG – Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitenausschluss nach § 327a ff. AktG, Berlin 2002
- Tripmaker, Stefan Der subjektive Tatbestand des Kursbetrugs – Zugleich ein Vergleich mit der Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, wistra 2002, 288-292
- Wagner, Oliver Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Die Bank 2002, 66-70
- Watter, Rolf Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, SZW 1990, 193-206
- Weber, Martin Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, NJW 2003, 18-26

- Weber, Martin Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt, NZG 2000, 113-129
- Weber, Martin Scalping – Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts, NJW 2000,
562-564
- Ziouvas, Dimitris, Walter,
Tonio Das neue Börsenstrafrecht mit Blick auf das Europarecht – zur
Reform des § 88 BörsG -, WM 2002, 1483-1488

GLIEDERUNG

A. EINLEITUNG	1
B. ABGRENZUNG INSIDERHANDEL–KURSMANIPULATION	2
C. ENTSTEHUNG EINES KURSES / MARKTPREISES	2
D. MANIPULATIONSTECHNIKEN	3
I. Fiktive Transaktionen.....	3
1. Wash sales.....	3
2. Matched orders	3
3. Circular trading	4
II. Tatsächliche Handelsaktivitäten.....	4
1. Handel vor oder während einer Emission.....	5
2. Kurspflege unabhängig von Plazierungen.....	6
3. Leerverkäufe und corners	7
4. Käufe und Verkäufe während Übernahmeangeboten	8
5. Zeitspezifische geschäftliche Handlungen	9
a) Handel im Basiswert bei gleichzeitiger Innehabung von Optionspositionen	9
b) Weitere Möglichkeiten	10
6. Fazit.....	10
III. Limitierung des Angebots	11
IV. Weitere Manipulationstechniken durch Parking.....	12
V. Informationsbezogene Handlungen	12
VI. Handlungen, die den inneren Wert des Wertpapiers beeinflussen wollen (action-based manipulation).....	13
VII. Kombination verschiedener Manipulationstechniken	13
E. VERBOTSNORMEN	14
I. § 20a WpHG Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation.....	14
1. Grundgesetzliche Bedenken, insbes. hinsichtlich Bestimmtheit (Art. 103 II GG) und Delegationsdelegation (Art. 80 GG).....	14
2. Erläuterung des Tatbestandes	15
a) Der sachliche Schutzbereich	15
b) Tathandlungen.....	16
(1) des Abs. 1 S. 1 Nr. 1.....	16
(a) durch aktives Tun.....	16
(b) durch Verschweigen bewertungserheblicher Umstände, sofern eine Rechtspflicht zur Offenbarung besteht.....	17
(2) des Abs. 1 S. 1 Nr. 2.....	20
3. Delegationsdelegation gem. Abs. 2	21
4. Überprüfung der nationalen Regelung an der EU-Richtlinie.....	21
II. Weitere Verbotsnormen.....	21
1. § 263 StGB.....	21
2. § 264a StGB.....	22
3. § 4 UWG	22
4. §§ 399, 400 AktG iVm. 331 HGB	23
5. § 3 V WpÜG	23

F. STRAFRECHTLICHES SANKTIONSSYSTEM.....	23
G. AUFSICHT ÜBER DAS VERBOT UND KOMPETENZEN	24
H. ZIVILRECHTLICHE HAFTUNG	25
I. Vertragliche Haftung	25
II. Deliktsrechtliche Haftung	25
1. Haftung aus §§ 15 iVm. 37b bzw. c WpHG	25
2. Haftung aus § 826 BGB	26
3. Haftung aus § 823 I BGB	27
4. Haftung aus § 823 II BGB iVm. einem Schutzgesetz	27
a) §§ 21ff WpHG, 20ff AktG, 264a StGB,	27
b) § 20a iVm. § 39 I Nr. 1, 2 und § 38 I Nr. 4 WpHG	27
(1) Vorüberlegung: wann kommt eine Haftung in Betracht?	27
(2) Schutznorm.....	28
I. FAZIT	28

A. Einleitung

Nachdem erhebliche Missstände im Bereich von Marktmanipulationen durch eine konsequentere Überwachung des Insiderhandels auffielen, die jedoch kaum geahndet worden¹, begann eine Diskussion um eine Neuregelung der Kursmanipulation. Zwar existierte mit § 88 BörsG eine Norm, die sich gegen Kursmanipulationen richtete, jedoch hatte diese keine praktische Bedeutung,² so dass teilweise eine ersatzlose Streichung gefordert wurde.³ Durch den Entwurf einer EU- Richtlinie gegen Marktmissbrauch⁴ bestärkt, entschloss sich der deutsche Gesetzgeber im Rahmen des 4. FinanzmarktförderungsG⁵ das Verbot neu zu regeln. Entstanden sind die §§ 20a und b WpHG.⁶ Nachfolgend soll untersucht werden, ob die deutschen Regelungen über Manipulationen ausreichend sind. Dabei soll von folgender Definition der Kursmanipulation ausgegangen werden: Unter Kursmanipulation sind Handlungen zu verstehen, die einen Preis herbeiführen, der nicht demjenigen entspricht, der bei einem unbeeinflussten Ausgleich von Angebot und Nachfrage entstanden wäre.⁷ Gleichzeitig soll überprüft werden, ob die deutsche Regelung den Anforderungen der EU-Richtlinie entspricht. Am 28. Januar 2003 wurde nun die endgültige Fassung der Richtlinie über Marktmissbrauch erlassen.⁸ An dieser sollen auch die deutschen Regelungen gemessen werden, auch wenn dem deutschen Gesetzgeber diese bei Erlass der §§ 20a,b WpHG noch nicht vorlag und er deshalb nur den Entwurf berücksichtigen konnte. Schließlich handelt es sich dabei um die verbindliche, umzusetzende Fassung.

Im Mittelpunkt der Arbeit steht der Tatbestand des § 20a WpHG und die mit ihm zusammenhängenden Normen. Weitere Verbotsnormen können im Rahmen dieser Arbeit nur kurz angesprochen werden, wobei zum Insiderhandel nur eine Abgrenzung erfolgen

¹ Dreyling, Die Bank 2002, 16,17; Lenzen, ZBB 2002, 279, 280.

² Altenhain, BB 2002, 1874, 1874; Möller, WM 2002, 309, 309; Weber, NJW 2003, 18, 20.

³ Assmann/Schütze-Rössner/Worms, § 9 Rn. 4.

⁴ Dreyling, Die Bank 2002, 16,18; Ziouvas/Walter, WM 2002, 1483, 1484.

⁵ Nachfolgend FMFG.

⁶ Weber, NJW 2003, 18, 20.

⁷ Lenzen, WM 2000, 1131,1131; Watter, SZW 1990,193 ,195.

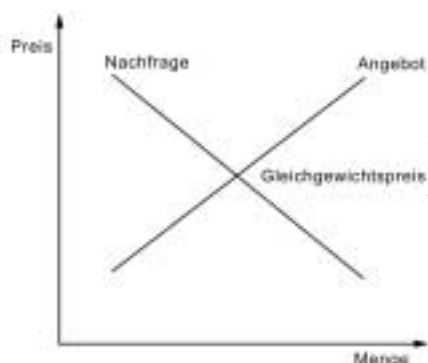
⁸ ABL. L 96 S. 16-25. Nachfolgend Richtlinie

soll. Um das Verständnis zu erleichtern soll eine kurze Erklärung der Entstehung von Preisen gegeben werden. Anschließend möchte ich Manipulationshandlungen⁹ und typische Gefährdungssituationen aufzeigen, um im Anschluss daran, den Tatbestand des § 20a WpHG zu erläutern und dessen Grenzen aufzuzeigen. Des weiteren wird die Aufsicht, das Sanktionssystem und eine mögliche Haftung dargestellt.

B. Abgrenzung Insiderhandel–Kursmanipulation

Beide stellen Erscheinungsformen von Marktmissbrauch dar, die das reibungslose Funktionieren und das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiermärkte untergraben.¹⁰ Während das Verbot der Kursmanipulation primär die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung schützt, richtet sich der Schutzzweck des Insiderrechts vorrangig gegen den Missbrauch von Wissensvorsprüngen und will damit die Chancengleichheit der Marktteilnehmer herstellen.¹¹ Während also der Manipulator erst einen falschen Kurs herbeiführt, nutzt der Insider sein Wissen über eine Falschbewertung des Titels aus, um vor Bekanntwerden dieser Information Gewinne daraus zu ziehen.¹²

C. Entstehung eines Kurses / Marktpreises



Preise richten sich nach Angebot und Nachfrage, diese wiederum nach den Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Kursentwicklung.

Unlautere Einwirkungen auf die Preisbildung sollen jedoch verhindert werden. Dies ist einmal möglich durch direkte Einwirkung auf Angebots- und Nachfragemenge, aber auch mittelbar durch Einwirkung auf die Kauf- und Verkaufsentscheidung anderer Markt-

⁹ Siehe unter D.

¹⁰ Richtlinie, ABL. L96,16, 16.

¹¹ Möller, WM 2002, 309, 310; Weber, NZG 2000, 113 (116);

¹² Lenzen, WM 2000, 1131,1131; Watter, SZW 1990,1 93 (197).

teilnehmer.¹³ Diese als unlauter empfundenen Methoden will § 20a WpHG unterbinden.

D. Manipulationstechniken

I. Fiktive Transaktionen

Unter fiktiven Transaktionen sind Geschäfte zu verstehen mit denen der unzutreffende Eindruck eines lebhaften Handels erzeugt werden soll. Diesen Transaktionen fehlt die wirtschaftliche Relevanz, die Wertpapiergeschäften in aller Regel zukommt. Ziel dieser Geschäfte ist es, bei Anlegern Interesse an dem Wertpapier zu wecken und somit die Nachfrage zu erhöhen.¹⁴ Voraussetzung dafür ist natürlich, dass den Anlegern diese Geschäfte bekannt werden. Eine Einsatzmöglichkeit besteht v.a. in engen Märkten, um so einen hohen Kurs herbeizuführen.¹⁵

1. Wash sales

Darunter sind Geschäfte zu verstehen, mit denen kein wirklicher Wechsel des Eigentums an dem Wertpapier verbunden ist, d.h. Käufer und Verkäufer sind zumindest wirtschaftlich identisch. Wash sales werden oft verschleiert durch Einschaltung von Strohmännern, Nutzung von Deckadressen oder verschiedenen Konten und Banken.¹⁶

2. Matched orders

Bei den matched orders, auch cross trade genannt, findet die Transaktion dagegen auch wirtschaftlich statt. Allerdings zu Konditionen, die zwischen den Vertragspartnern vorher abgesprochen worden zwecks Kursbeeinflussung. Häufig werden die Orders in mehrere Teilorders zerlegt, die in Menge und Preis nur fast identisch sind, um so einer Entdeckung vorzubeugen. Je nach Vereinbarung wird ein Rückkauf vereinbart oder die Papiere verbleiben beim Käufer u.U. gegen eine entsprechende Gegenleistung.¹⁷

¹³ Lenzen, S. 7; Weber, NZG 2000, 113, 113-114.

¹⁴ Richtlinie, Abl L 96, 16, 20; Möller, WM 2002, 309, 313.

¹⁵ Lenzen, WM 2000, 1131, 1132.

¹⁶ Entwurf, ZBB 2002, 144, 157; Möller, WM 2002, 309, 313; Watter, SZW 1990, 193, 196.

¹⁷ Entwurf, ZBB 2002, 144, 157; Möller, WM 2002, 309, 313; Watter, SZW 1990, 193, 196.

3. Circular trading

Beim circular trading haben sich mehrere Marktteilnehmer abgesprochen, vorarrangierte Transaktionen durchzuführen, wobei häufig der erste Käufer auch der letzte Käufer oder Verkäufer ist. Es finden folglich mehrere Geschäfte statt, die, wenn sie auf einer öffentlichen Anzeigetafel erscheinen, den Eindruck lebhafter Umsätze und Kursbewegungen erwecken (Painting the tape). Erfolgt dies mit dem Ziel den Kurs künstlich hochzutreiben, um dann die eigenen Wertpapiere zu dem höheren Kurs zu verkaufen, wird dies auch als Pumping and dumping bezeichnet.¹⁸

II. Tatsächliche Handelsaktivitäten

Grundsätzlich ist tatsächlicher Handel mit Wertpapieren nicht verboten, ganz im Gegenteil sogar erwünscht, ist er doch der Zweck von Märkten. Dabei handeln Käufer und Verkäufer nicht nach vorheriger Absprache, der wirtschaftliche Eigentümer wechselt und das Risiko der Kapitalanlage geht auf den Käufer über. Das durch tatsächlichen Handel auch der Kurs bzw. Marktpreis beeinflusst wird, ist notwendige Konsequenz eines freien Marktes.¹⁹ Schließlich sollen Preise durch den Ausgleich von Angebot und Nachfrage zustande kommen. Deshalb kann auch allein die Kenntnis dieses Einflusses auf dem Marktpreis durch einen größeren Auftrag nicht ausreichen, die Transaktion als manipulativ einzustufen. Doch gibt es Verhaltensweisen, die nur vorgenommen werden, um den Kurs in eine bestimmte Richtung zu lenken. Da diese Transaktionen äußerlich nicht von legitimen, gewünschten Handel unterschieden werden können, verbleibt als einziges Unterscheidungskriterium ein subjektives, nämlich die Absicht mit der die Transaktion vorgenommen wird.²⁰ Dies im Einzelfall nachzuweisen, mag schwierig sein, so dass nachfolgend versucht werden soll, darzustellen, inwieweit beim Vorliegen betreffender Tatbestände auf das Vorliegen des subjektiven Erfordernisses geschlossen werden kann. Demgegenüber gibt es aber auch Mittel um den Kurs bzw. Marktpreis eines Wertpapiers zu beeinflussen, deren Vorteile als so gewichtig eingestuft werden, dass von uner-

¹⁸ Lenzen, S.11.

¹⁹ Lenzen, WM 2000, 1131, 1133; Möller, WM 2002, 309, 313; Weber, NZG200, 113, 116.

²⁰ Möller, Wm 2002, 309, 313.

wünschter Manipulation keine Rede mehr sein kann (Kurspflege). Nachfolgend sollen nun typische Fallgestaltungen dargestellt werden.

1. Handel vor oder während einer Emission

Besondere Anreize für Kursmanipulationen bietet der Zeitpunkt vor und während einer Emission. Die Interessenlage gestaltet sich folgendermaßen: Der Emittent möchte einen hohen Erlös durch die Plazierung der Anlagen erzielen um dadurch einen hohen Kapitalzufluss bei niedrigen Kosten zu erlangen. Das Emissionshaus, idR. ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, erzielt bei höheren Erlös auch eine höhere Provision. Alt-Aktionäre können bei einer Sekundärplazierung einen höheren Erlös beim Verkauf erzielen. Maßgebend ist dafür die Höhe des Emissionspreises und die Frage, ob vollständig platziert werden konnte. Dies wiederum bestimmt sich nach der Entwicklung des Kurses der bereits gehandelten Papiere derselben Gattung. Schließlich werden Anleger kaum bereit sein, ein Wertpapier zu einem Preis zu erwerben, der über dem auf dem Sekundärmarkt liegt. Denn dieser bietet eine alternative Quelle zum Erwerb an, sowie einen Anhaltspunkt hinsichtlich des Wiederverkaufswertes. Die Beteiligten an einer Emission haben folglich ein starkes Interesse daran, den Kurs vor und während der Emission auf einem möglichst hohen Niveau zu halten und größere Kursschwankungen zu vermeiden. Deshalb haftet Transaktionen von, an einer Plazierung beteiligten, Marktteilnehmern auch idR. eine erhöhte Manipulationsgefahr an.²¹ Jedoch gibt es auch Maßnahmen, die zwar den Kurs der betreffenden Anlage manipulieren, aber überwiegend sogar als wünschenswert angesehen werden, sog. Kurspflegemaßnahmen. Ziel ist es, den Kurs auf einem möglichst stabilen Niveau zu halten und kurzfristige Ausschläge zu verhindern. Dadurch soll das Anlegervertrauen gefestigt werden und kleine und mittlere Unternehmen ermutigt, den Kapitalmarkt zu nutzen. Insbes. sollen markttechnisch bedingte Kurs- und Zufallsausschläge verhindert werden, die durch einen Angebotsüberhang bei einer Emission, durch überwiegenden Wiederverkauf von Neuinvestoren oder auch durch Eindeckung am Sekundärmarkt der, bei der Emission nicht bedienten, Investoren entstehen. Dadurch bedingte abrupte

Kursausschläge sollen abgemildert werden um so Anleger nicht zu verunsichern, wodurch es leicht zu unrichtigen Anlageentscheidungen kommen könnte. Daher wird durch den Emittenten oder einer Bank oder Bankengruppe auf dessen oder eigene Rechnung der Kurs durch Erwerb oder Veräußerung von Wertpapieren des Emittenten stabilisiert. Typische Maßnahmen sind Mehrzuteilungen durch Greenshoe-Aktien, Käufe und Verkäufe am Kassamarkt und Call- und Put-Optionen.²² Als Nachteil ist aber zu bemerken, dass die Papiere zu falschen, da stabilisierten, Preisen gehandelt werden, wodurch das Vertrauen der Anleger in eine faire Preisbildung verletzt wird. Des Weiteren besteht die Gefahr des Kurssturzes, wenn der Stabilisierende die Papiere später gänzlich abstösst, also die Kurspflege beendet, wodurch der Markt belastet wird.²³ Deshalb wird Kurspflege nur für eine bestimmte Zeitspanne als zulässig angesehen und auch nur bei Offenlegung der Maßnahme. Auch wird eine Kurspflege gegen den Markttrend als unzulässig eingestuft, v.a. wenn sich schon ein Gleichgewichtspreis eingestellt hat.²⁴

2. Kurspflege unabhängig von Plazierungen

Auch unabhängig von einer Emission kann ein Unternehmen, sowie dessen Großaktionäre, Interesse an Stabilisierungsmaßnahmen haben. Häufige Gründe dafür sind Marketinggesichtspunkte, Imagepflege, Sicherstellung der Kreditwürdigkeit, Planung einer Neuemission und dergleichen.²⁵ Dadurch wird der Kurs des Papiers allerdings langfristig und willkürlich beeinflusst, der wirklichen Marktlage entspricht er damit nicht mehr. Ein vergleichbares Bedürfnis zu solchen Maßnahmen ist kaum erkennbar. Allerdings ist zu beachten, dass der Gesetzgeber in den §§ 71- 71e AktG Unternehmen die Möglichkeit eingeräumt hat, eigene Aktien zu erwerben. Dadurch kann in gewissen Grenzen auch der Aktienkurs des Unternehmens stabilisiert werden. Allerdings darf dieser Erwerb nicht zum Zwecke des Handels in eigenen Aktien erfolgen, § 71 I Nr. 8 AktG. Da jedoch diese Möglichkeit gesetzlich der Gesellschaft gegeben ist, kann sie nicht grundsätzlich als uner-

²¹ Hopt, S. 114-115; Lenzen, WM 2000, 1131, 1133.

²² Hopt, S. 117-118; Möller, WM 2002, 309, 315; Schröder, S. 77.

²³ Watter, SZW 1990, 193, 199.

²⁴ Assmann/Schneider-Assmann/Cramer § 14 Rn. 35-36; Möller, WM 2002, 309, 315.

wünschte Manipulation einzustufen sein. Anders kann diese Beurteilung allerdings in Einzelfällen erfolgen, wenn z.B. ein weit über dem Börsenkurs liegender Kaufpreis gezahlt wird. Die Möglichkeit des § 71 AktG kann den Unternehmen aber nicht grundsätzlich verwehrt werden, auch wenn dadurch der Börsenkurs beeinflusst wird.

3. Leerverkäufe und corners

Bei der Tätigkeit von Leerverkäufen, auch short sellings genannt, macht sich der Täter die Möglichkeit zunutze, dass man auch Wertpapiere verkaufen kann, die man weder in Eigentum, noch in Kommission hat. Bei der Vornahme von Leerverkäufen in erheblichen Umfang wird das Angebot künstlich erhöht und andere Anleger angeregt auch zu verkaufen, weil sie durch den Verkauf davon ausgehen, die Anlage sei überbewertet. Dadurch kann und kam es oft zu massiven Kurseinbrüchen. Da der Verkäufer die Papiere allerdings innerhalb von zwei Tagen liefern muss, leiht er sich diese gegen eine Gebühr, im rechtlichen Sinn ein Darlehen über Wertpapiere iSv. §§ 607-609 BGB. Durch Erhöhung des Angebots und Mitziehen anderer Anleger und dadurch bewirkter Kurseinbrüche hofft er, sich mit Wertpapieren anschließend zu einem geringeren Kurs eindecken zu können und damit seine Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe erfüllen zu können.²⁶ Anfällig sind v.a. marktenge Wertpapiere, d.h. solche mit geringen Handelsvolumen. Durch die Tatsache, dass die Verkaufsmenge nicht durch den Bestand des Täters beschränkt ist, können aber auch andere Anlagen ins Wanken geraten. Dies insbes. dann, wenn das Leerverkaufsgeschäft zu einer Verkaufspanik anderer Anleger führt. Daher wird vertreten, Leerverkäufe per se als manipulativ einzustufen. Allerdings lassen sich durch Nutzung der Wertpapierleihe und damit Leerverkäufen auch Spekulationsgewinne verwirklichen, v.a. im Bereich des Terminhandels, oder Lieferdifferenzen überbrücken.²⁷ Die Gefahr der Manipulation ist daher erst in engen Märkten realisierbar oder in Verbindung mit anderen Manipulationstechniken erfolgsversprechend. Dann aber haftet dem Leerverkauf eine Manipulationsabsicht an. Demgegenüber nutzt der

²⁵ Watter, SZW 1990, 193, 199

²⁶ Entwurf, ZBB 2002, 144, 157; Schröder, S. 75-76.

²⁷ Schwintowski/Schäfer, § 14 Rn. 89-92.

Täter beim corner das Vorliegen von Leerverkäufen, indem er alle angebotenen leer verkauften Wertpapiere aufkauft. Ziel seiner Käufe ist es, dadurch den Markt künstlich so zu verengen, dass die Leerverkäufer letztendlich gezwungen sind, ihre erforderlichen Deckungskäufe zur Erfüllung der Wertpapierleihe bei ihm zu tätigen. Dieser kann letztendlich den Preis frei bestimmen. Verstärkt werden kann solch ein corner noch, indem der Manipulator selbst den Leerverkäufern wiederum die Wertpapiere leiht und die dadurch erfolgten Leerverkäufe wieder aufkauft. So kann es dazu kommen, dass letztendlich mehr Wertpapiere verkauft werden als überhaupt existieren. Durch Herbeiführung eines corners erreicht der Manipulator durch schlichte Käufe in einem entsprechenden Volumen, dass der Markt hinsichtlich des Angebots der betreffenden Wertpapiere verengt wird, so dass er schließlich den Preis dafür frei festsetzen kann, wobei die Leerverkäufer gezwungen sind zu kaufen.²⁸

4. Käufe und Verkäufe während Übernahmeangeboten

Eine weitere Fallkonstellation, die besonders für Manipulationen anfällig ist, besteht während der Laufzeit von Übernahmeangeboten. Darunter sind öffentliche Kauf- oder Tauschangebote zum Erwerb einer Zielgesellschaft gegenüber den Aktionären durch einen Bieter zu verstehen, § 2 I WpÜG. Die Gegenleistung der Aktionäre orientiert sich dabei maßgeblich am Börsenkurs der Zielgesellschaft, § 31 I WpÜG, d.h. der Bieter wird grundsätzlich interessiert sein, den Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft niedrig zu halten. Schließlich lohnt sich für die Aktionäre die Annahme des Angebots ja nur, wenn der Angebotspreis über dem Börsenkurs liegt. Demgegenüber wird der Bieter an einem hohen Kurs seiner Aktien interessiert sein, wenn er vorhat, eigene Aktien zum Tausch anzubieten. Die Zielgesellschaft wird dagegen interessiert sein, den eigenen Aktienkurs zum Steigen zu bringen. Ein Gelingen des Übernahmeversuchs wird damit unwahrscheinlicher.²⁹ Dies ist insbes. eine Abwehrstrategie gegen feindliche Übernahmen. Dem Vorstand ist solch eine Maßnahme auch grundsätzlich nicht verboten, vielmehr wurde von der Festsetzung einer strengen Neutralitätspflicht des Vorstands verzichtet. Eine Mög-

²⁸ Richtlinie, ABI L96, 16, 20; Watter, SZW 1990, 193, 196-197.

²⁹ Fleischer/Kalss, S. 19.

lichkeit den Kurs der eigenen Aktien zu steigern, ist insbes. der Rückkauf eigener Aktien im Rahmen des § 71 I Nr. 8 AktG, dieser Möglichkeit muss die Hauptversammlung allerdings zugestimmt haben, wobei auch Vorratsbeschlüsse möglich sind. Ob Maßnahmen des Vorstands erlaubt sind, ist nach § 33 I, II WpÜG zu beurteilen. So ist die Suche des Vorstands nach einem sog. weißen Ritter, der dann ein konkurrierendes Angebot abgibt, erlaubt.³⁰ Allerdings hat die BAFin bei manipulativen Eingriffen durch Werbung die Möglichkeit diese gem. § 28 WpÜG zu untersagen. Manipulativen Charakter haftet somit auch effektiven Geschäften während der Laufzeit von Übernahmeangeboten an. Jedoch muss beachtet werden, dass der Gesetzgeber mit Erlass des WpÜG bestimmte Abwehrmaßnahmen als zulässig erachtet hat, die folglich nicht von einem Manipulationsverbot erfasst sein können.

5. Zeitspezifische geschäftliche Handlungen

a) Handel im Basiswert bei gleichzeitiger Innehabung von Optionspositionen

Eine Option gibt dem Erwerber das Recht vom Stillhalter zu einem festgelegten Zeitpunkt oder –raum eine bestimmte Menge eines Wertpapiers, dies ist der Basiswert, zu einem bereits festgesetzten Preis zu erwerben oder an ihn zu veräußern. Dies Recht kann der Optionsinhaber ausüben oder aber verfallen lassen. Dann verliert er nur die Optionsprämie. Ausüben wird der Optionsinhaber dann die Option, wenn dies für ihn wirtschaftlich sinnvoll ist. Dies ist bei einer Kaufoption dann der Fall, wenn der Kurs des Basiswertes inzwischen über dem, in der Option vereinbarten Preis, liegt; bei einer Verkaufsoption dagegen, wenn der Kurs inzwischen unter dem vereinbarten Preis liegt. Der Optionsinhaber hat daher auch ein gesteigertes Interesse an der Kursentwicklung des Basiswertes und mag daher auch leicht dazu geneigt sein, diesen manipulativ zu beeinflussen. Der Stillhalter dagegen bekommt eine Prämie, wenn die Option nicht ausgeübt wird. Er hat daher genau das entgegengesetzte Interesse an der Kursentwicklung, um dadurch eine Ausübung der Option zu verhindern. Optionen bieten v.a. besondere Anreize zu Manipulationen, da das Verlustrisiko relativ gering ist. Bei Erfolg übt der Optionsinhaber die

³⁰ Fleischer/Kalss S. 123-130.

Option aus und erzielt damit den Gewinn, den er am normalen Markt auch erzielt hätte, allerdings abzüglich der Optionsprämie. Erzielt er dagegen keinen Erfolg lässt er die Option verfallen und verliert nur die Optionsprämie. Bestätigt wird diese Vermutung dadurch, dass an Fälligkeitstagen von Optionen häufig ungewöhnliche Schwankungen beobachtet werden konnten bei denen Handel mit manipulativer Absicht nahe lag.

Noch stärkere Anreize zur Kursmanipulationen bieten sog. Knock-out-Optionen, bei denen die Option zusätzlich dann verfällt, wenn der Kassakurs eines Wertpapiers einen bestimmten Preis über- oder unterschreitet. Daher besteht hier zusätzlich das Interesse, den Kassakurs des Basiswertes über bzw. unter den Kurs zu treiben. Insbes. besteht diese Gefahr, wenn sich der Kurs in der Nähe dieses Preises befindet. Während dieses Zeitraumes vorgenommene Käufe oder Verkäufe des Optionsinhabers und des Stillhalters haftet ein starkes Indiz für eine Manipulationsabsicht an.³¹

b) Weitere Möglichkeiten

Eine weitere Manipulation durch effektiven Handel besteht durch Kauf oder Verkauf von Vermögenswerten zum Börsenschluss, um die Schlussnotierung des Vermögenswertes zu beeinflussen und damit auf Geschäfte einzuwirken, die aufgrund dieses Schlusskurses abgeschlossen werden (Marking the close).

Auch sind Kassakurse eines Vermögenswertes anfällig für Manipulationen, die zur Grundlage zur Bestimmung des Wertes einer Transaktion gemacht wurden.³²

6. Fazit

Eine Manipulation ist somit auch durch effektiven Handel möglich. Abzugrenzen ist dieser vom legitimen Handel nur durch den subjektiven Tatbestand, der allerdings bei bestimmten Handlungsweisen nahe liegt.

³¹ Lenzen, S. 23-24.

³² Entwurf, ZBB 2002, 144, 157; Richtlinie, ABI L96, 16, 20.

III. Limitierung des Angebots

Der Kurs eines Wertpapiers kann durch Verringerung des, dem Markt zur Verfügung stehende, Angebot (floating supply) bei gleichbleibender Nachfrage erheblich gesteigert werden, da nun die Nachfrage durch ein geringeres Angebot befriedigt werden muss. Die Möglichkeiten sind vielfältig. Zum einen durch den Aufkauf von grossen Mengen, die dann dem Markt entzogen werden. Zum anderen aber auch durch sog. Lock-up Vereinbarungen. Diese werden v.a. während Emissionen vereinbart, indem mit den Altaktionären Abkommen geschlossen werden, die Anteile während eines bestimmten Zeitraumes nicht zu verkaufen. Es handelt sich dabei um eine andere Form der Kursstabilisierung, um einen Angebotsüberhang zu verhindern. Auch durch das sog. Parking³³ bzw. Warehousing kann dazu genutzt werden, d.h. Vermögenswerte werden zeitweise auf ein, auf einen Dritten lautendes, Konto transferiert, wodurch tatsächlich vorhandener Bestand verschleiert wird. Der Dritte kann dabei ein Kunde des Händlers sein oder aber nicht wirklich existieren. V.a. Emissionshäuser können sich diese Technik zunutze machen. Insbes. wenn eine Neuemission auf einen aufnahmebereiten Markt trifft und somit stark überzeichnet ist, übersteigt der Kurspreis im nachfolgenden Sekundärhandel den Emissionspreis oft sehr stark. Emissionshäuser können durch Parking hohe Profite erzielen, indem sie Teile der Emission der Öffentlichkeit vorenthalten und erst auf dem Sekundärmarkt verkaufen. Durch diese Technik wird der Preis auf dem Sekundärmarkt noch zusätzlich in die Höhe getrieben, da die Überzeichnung der Anlage noch erhöht wird. Das Problem der Überhitzung wird insbes. dadurch noch erhöht. Bei diesen Techniken liegt die Manipulationsabsicht zumindest nahe. Allerdings steht es jedem Kapitalanleger frei, seine Papiere vom Markt zu nehmen und nicht zu verkaufen, schließlich ist die langfristige Anlage wünschenswert. Diesem Handeln kann keine Manipulationsabsicht unterstellt werden, auch wenn dies zu einer Verknappung des floating supply führt.³⁴

³³ Watter, SZW 1990, 193, 196.

³⁴ Lenzen, S. 25-27.

IV. Weitere Manipulationstechniken durch Parking

Parking kann nicht nur zur Limitierung des Angebots genutzt werden, sondern auch zur Verschleierung des tatsächlichen Aktienbesitzes. Ermöglicht werden u.a. wash sales, durch Hin- und Hertransfer zwischen verschiedenen Konten des gleichen wirtschaftlichen Inhabers. Auch kann der Inhaber durch Parking die Meldeerfordernisse nach § 21 WpHG zu umgehen oder der Abgabe eines Pflichtangebotes gem. § 35 I WpÜG. Der Markt wird je nach Einschätzung auf eine solche Nachricht oder ein solches Angebot unterschiedlich reagieren. Dadurch kann er weitere Papiere erwerben, die deutlich unter dem Preis liegen, der sich bei Erfüllung der Veröffentlichungspflicht ergeben hätte.

V. Informationsbezogene Handlungen

Eine weitere und zugleich eine der ältesten Methoden auf den Kurs von Vermögenswerten Einfluß zu nehmen, ist das Einwirken auf das Kauf- und Verkaufsverhalten anderer Marktteilnehmer. Möglich ist dies durch Streuung von Gerüchten, wobei positive und negative Meldungen in Betracht kommen, und durch Verkünden falscher oder jedenfalls irreführender Meldungen.³⁵ Aber auch verschwiegene, wichtige Umstände können sich auf den Kurs auswirken, sowie die nur lückenhafte Darstellung der Unternehmenslage. So kann auch durch konkludentes Handeln ein Irrtum bei anderen Marktteilnehmern erzeugt werden. Inhaltlich sind v.a. Informationen über den Emittenten des Vermögenswertes erfolgsversprechend, aber auch Meldungen über die allgemeine wirtschaftliche und politische Lage.³⁶ Entscheidend für den Erfolg solcher informationsbezogenen Manipulationshandlungen ist der Faktor, möglichst viele Anleger zu überzeugen, ihr Anlageverhalten nach der falschen Information auszurichten. Voraussetzung dafür ist, dass die Fehlinformation möglichst viele Anleger erreicht und auch für wahr gehalten wird. Als Verbreitungsmittel eignen sich v.a. Massenmedien wie Internet und Fernsehen.³⁷ Zum anderen ist entscheidend aus welcher Quelle die Information stammt. Personen, die Insiderwissen innehaben, wie die Emittenten selbst und deren Verwaltungsorgane, Banken und Analysten, genießen

³⁵ Entwurf, ZBB 2002, 144, 157; Schröder, S. 73.

³⁶ Lenzen, S. 28-29.

³⁷ Richtlinie, ABI L96, 16, 20; Lenzen, WM 2000, 1131, 1132.

idR. grosses Vertrauen bei den Anlegern. Aber auch andere Personen, sog. Börsengurus, können den Kurs eines Vermögenswertes entscheidend beeinflussen, wenn ihnen nur genug Vertrauen bezüglich ihrer Empfehlungen entgegengebracht wird. So können Kurse regelrecht herunter- oder heraufgelobt werden. Bekannteste Methodik ist das sog. Scalping. Kennzeichnend dafür ist, dass eine, besonderes Vertrauen genießende, Person Vermögenswerte öffentlich zum Kauf bzw. Verkauf empfiehlt, um an den dadurch hervorgerufenen Kursschwankungen durch eigene Verkäufe bzw. Käufe teilzuhaben. In jüngster Vergangenheit wurden vermehrt Fälle bekannt, in denen Analysten sich mit Wertpapieren erst eindeckten, um sie dann öffentlichkeitswirksam zu empfehlen und danach zu höheren Kursen zu verkaufen.³⁸

VI. Handlungen, die den inneren Wert des Wertpapiers beeinflussen wollen (action-based manipulation)

Der innere Wert einer Anlage wird von der Ertragskraft des Unternehmens bestimmt, die wiederum entscheidend ist für die Einkünfte insbes. eines Aktionärs aus der Anlage. Der Kurs hängt also auch von der Ertragskraft eines Unternehmens ab. Möglichkeiten, diese zu reduzieren haben v.a. Mitarbeiter des Emittenten, v.a. durch, wenn auch nur vorübergehende, Schließung von Unternehmensteilen oder dergleichen. Allerdings können auch externe Dritte die Ertragskraft eines Unternehmens beeinflussen. Ein solcher Fall ereignete sich in den USA; die Waren eines Unternehmens wurden vergiftet und danach die Öffentlichkeit informiert, wodurch der Aktienkurs sank und der Manipulator seine Verkaufsoption günstig ausüben konnte.³⁹

VII. Kombination verschiedener Manipulationstechniken

Um den Erfolg von Manipulationen erfolgsversprechender zu gestalten werden häufig verschiedene Manipulationsmöglichkeiten kombiniert, v.a. in sog. Pools. Darunter sind Zusammenschlüsse mehrerer Personen zu verstehen, die durch koordiniertes Vorgehen den Kurs bestimmter Wertpapiere in eine bestimmte Richtung

³⁸ Richtlinie, ABI L96, 16, 20; Lenenbach, ZIP 2003, 243, 243; Lenzen, WM 2000, 1131, 1132; Weber NZG 2000, 113, 124.

lenken wollen. Zumeist wurde der Kurs erst in die Höhe getrieben, um dadurch Gewinne durch die Ausübung von Optionen zu realisieren und dann im Anschluss den Kurs durch Leerverkäufe zu drücken, um dadurch nochmals Gewinn zu machen. Unterstützt wurde dies durch Gerüchte, zusätzliche Verknappung des Angebots etc. V.a. durch die Kongresshearings 1933/34 sind eine Reihe solcher Kooperationen bekannt geworden.⁴⁰

Manipulationsmöglichkeiten sind demnach kaum Grenzen gesetzt. Nachfolgend sollen nun entsprechende Verbote untersucht werden.

E. Verbotsnormen

I. § 20a WpHG Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation

1. Grundgesetzliche Bedenken, insbes. hinsichtlich Bestimmtheit (Art. 103 II GG) und Delegationsdelegation (Art. 80 GG)

Schon gegen die Vorgängernorm wurden Bedenken hinsichtlich der Bestimmtheit geäußert, v.a. gegen die Tathandlung der jetzigen Nr. 2. Allerdings hielt man die Norm dann für verfassungsgemäß, wenn das in Nr. 1 beschriebene Verhalten Auswirkungen auf die Auslegung der Nr. 2 hatte, insbes. hinsichtlich des Unrechtsgehalts.⁴¹ Nach der Neuregelung soll es nun der BAFin im Wege der Subdelegation gem. § 20a II WpHG möglich sein, das Vorliegen einer Täuschungshandlung näher zu konkretisieren, sowie sog. safe-harbour Regeln zu erlassen, also Verhaltensweisen, die auf keinen Fall einen Verstoß gegen Abs. 1 S. 1 darstellen. Dadurch könnte das Bestimmtheitsproblem entscheidend gemindert werden. Strittig ist jedoch, ob dies rechtlich zulässig ist. Begründet wurde die Einführung einer solchen Kompetenz mit der Vielgestaltigkeit und ständigen Weiterentwicklung von Manipulationstechniken.⁴² Um dadurch keine Verfolgungslücken entstehen zu lassen, wurde der generalklauselartige Tatbestand kaum verändert, der nun durch die BAFin im Wege der Rechtsverordnung konkretisiert

³⁹ Lenzen, WM 2000, 1131, 1134.

⁴⁰ Hopt, S. 492-493; Watter, SZW 1990, 193, 196.

⁴¹ Altenhain, BB 2002, 1874, 1877; Schröder, Christian, S. 71.

⁴² Möller, WM 2002, 309, 314.

werden soll. Nach der Rechtsprechung des BVerfG genügen grundsätzlich auch Rechtsverordnungen den Anforderungen der Art. 103 II und 104 GG. Voraussetzung ist jedoch, dass zum einen jedermann vorhersehen kann, welches Verhalten strafbar ist und andererseits, dass der Gesetzgeber zumindest abstrakt-generell über die Strafbarkeit entschieden hat. V.a. die Voraussetzungen der Strafbarkeit müssen im Gesetz selbst geregelt werden. Art. 80 I 2 GG verlangt zudem, dass die Regelungen bereits im formellen Gesetz so bestimmt wie möglich zu fassen sind.⁴³ Vorliegend soll die Rechtsverordnung einzig der Konkretisierung des gesetzlichen Tatbestandes dienen, die Tathandlungen sind dagegen grundsätzlich im Gesetz im Abs. 1 S. 1 festgelegt und daher die Grenze zulässiger Verordnungskompetenz.⁴⁴ Streitfragen über die Auslegung von Tatbestandsmerkmalen sind dagegen kein Anzeichen für eine fehlende ausreichende gesetzliche Ermächtigung und im Strafrecht nicht unüblich.⁴⁵ Des weiteren muss der Komplexität des Wirtschaftslebens Rechnung getragen werden, die teilweise auch Generalklauseln erforderlich macht. Ansonsten überspannt man die Anforderungen an den Gesetzgeber. Ganz im Gegenteil wird die Verordnung zu einem erheblichen Mehr an Rechtssicherheit führen.⁴⁶ Die noch zu erlassene Verordnung muss sich allerdings an diesen Maßstäben messen lassen und darf den Tatbestand nicht unzulässig ausdehnen. Damit war der Gesetzgeber i.Ü. dem Entwurf gefolgt, aber auch die Richtlinie sieht den Erlass von Durchführungsmaßnahmen⁴⁷ vor, die letztendlich ähnlich einer Verordnung sind.

2. Erläuterung des Tatbestandes

a) Der sachliche Schutzbereich

Geschützt ist die Börsen- und Marktpreisbildung von Vermögenswerten. Nach der Legaldefinition des Abs. 1 S. 2 sind dies Wertpapiere⁴⁸, Geldmarktinstrumente⁴⁹, Derivate⁵⁰, Rechte auf Zeich-

⁴³ BVerfGE 14, 174, 187; 14, 245, 252; 78, 374, 382.

⁴⁴ Hopt/Rudolph/ Baums, S. 441-442; Lenzen, ZBB 2002, 279, 286; Möller, WM 2002, 309, 314.

⁴⁵ A.A. Moosmayer, wistra 2002, 161, 169.

⁴⁶ Hopt/Rudolph/ Baums, S. 441-442; Möller, WM 2002, 309, 314; Ziouvas/ Walter, WM 1483, 1487.

⁴⁷ Richtlinie Erwägungsgründe 42-43.

⁴⁸ S. § 2 I WpHG.

⁴⁹ S. § 2 I a WpHG.

nung, ausländische Zahlungsmittel iSd. § 63 II BörsG und unter bestimmten Voraussetzungen Waren. Diese Vermögenswerte müssen an einer inländischen Börse zugelassen oder in den Freiverkehr einbezogen sein, dagegen ist es unerheblich, wo das Geschäft abgeschlossen wird.⁵¹ In diesem Punkt ist die Richtlinie allerdings weiter, als sie es ausreichen lässt, wenn ein Antrag auf Zulassung zum Handel gestellt wurde, Art. 1 Nr. 3.⁵²

b) Tathandlungen

(1) des Abs. 1 S. 1 Nr. 1

(a) durch aktives Tun

Unter unrichtigen Angaben bewertungserhebliche Umstände sind nicht nur Tatsachen, d.h. gegenwärtige oder vergangene Verhältnisse, Geschehnisse bzw. Zustände der Außen- und Innenwelt, zu verstehen, sondern auch Werturteile, zukünftige Tatsachen und Prognosen.⁵³ Letztlich unerheblich ist, ob Werturteile nur dann Angaben darstellen, wenn sie einen Tatsachenkern enthalten, denn schließlich werden sie regelmäßig auf Tatsachen beruhen oder doch so der Öffentlichkeit vermittelt werden, wobei sie dann unstrittig eine Angabe darstellen.⁵⁴ Unrichtig ist eine Angabe dann, wenn sie nicht mehr der Wahrheit entspricht. Allerdings besteht bei Bewertungen und Analysen ein Beurteilungsspielraum, so dass sie erst dann unrichtig sind, wenn sie schlechterdings nicht mehr mit der vorhandenen Tatsachenbasis vereinbar sind, d.h. entweder ins Blaue hinein oder bewusst falsch abgegeben wurden.⁵⁵ Diese Auslegung ist v.a. im Blickwinkel der Art. 5 I und 12 GG geboten. Auch unvollständige Angaben können, durch Vermittlung eines unrichtigen Gesamtbildes, den Tatbestand verwirklichen.⁵⁶ Für die Frage, ob ein Umstand für die Bewertung erheblich ist, ist letztendlich die Verkehrsauffassung entscheidend, d.h. der angesprochene und am Börsengeschehen interessierte Personenkreis. Daraus folgt auch die Eignung zur Einwirkung auf den

⁵⁰ S. § 2 II WpHG.

⁵¹ BegrBReg zu § 20 a I WpHG.

⁵² Richtlinie, ABI L96, 16, 21.

⁵³ Groß, § 88 BörsG Rn. 3; Möller, WM 2002, 309, 312.

⁵⁴ Groß, § 88 BörsG Rn. 3; Lenzen, S. 234.

⁵⁵ Möller, WM 2002, 309, 312.

⁵⁶ Groß, § 88 BörsG Rn. 3; Weber, NJW 2000, 562, 563.

Preis.⁵⁷ Auslegungsschwierigkeiten sollen durch Verordnung beseitigt werden, Abs. 2 S. 1 Nr. 1. Subjektiv ist bedingter Vorsatz ausreichend. Erfasst werden Angaben über den Geschäftsverlauf, Erlöse, Dividendenzahlungen, in Bilanzen, Zwischenberichten und dergleichen, aber auch das Hoch- und Runterreden von Kursen durch Empfehlungen. Auch das Scalping ist erfasst, soweit die Kauf- bzw. Verkaufsempfehlung durch Angabe unrichtiger Tatsachen oder auf eine nicht mehr vertretbare Analyse gestützt wird.⁵⁸

(b) durch Verschweigen bewertungserheblicher Umstände, sofern eine Rechtspflicht zur Offenbarung besteht

Nachfolgend sollen nun die wichtigsten Offenbarungspflichten kurz dargestellt werden.

Durch die Verpflichtung zur ad-hoc Publizität gem. § 15 WpHG soll der Markt ausreichend informiert werden über kursbeeinflussende Tatsachen und die Zwischenberichtspflicht gem. § 40 BörsG, sowie die Rechnungslegung gem. § 264 HGB ergänzen werden. Dadurch soll der Anleger in den Stand versetzt werden, fundierte Kauf- und Verkaufsentscheidungen zu treffen. Insbesondere wird dadurch abgesichert, dass Anleger auf Grund fehlender Informationen nicht zu falschen Kursen kaufen und so Nachteile erleiden. Zu beachten ist, dass die Veröffentlichungspflicht nur für Emittenten von Wertpapieren besteht und damit nicht den gesamten sachlichen Schutzbereich iSv. Vermögenswerten, § 20a I 2 WpHG, abdeckt. Des Weiteren sind auch nur Tatsachen mitteilungs pflichtig, nicht hingegen Planungen, Konzepte und vorbereitende Marktdaten. Ein nicht abschließender Katalog publizitätspflichtiger Tatsachen findet sich im Ad-hoc-Publizitätsleitfaden der Deutschen Börse AG.⁵⁹ Die Richtlinie statuiert die Pflicht zu ad-hoc Mitteilungen in Art. 6 I, II.

Durch das 4. FMFG neu eingefügt wurde der § 15a WpHG, der sog. Director's Dealings einer Veröffentlichungspflicht unterwirft. Danach sind Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder börsennotierter Gesellschaften und deren enge Verwandte verpflichtet, Geschäfte mit Wertpapieren der eigenen Gesellschaft, dem Emitten-

⁵⁷ Altenhain, BB 2002, 1874, 1877.

⁵⁸ Groß, § 88 BörsG Rn. 3a.

ten und der BAFin, sowie der Öffentlichkeit unverzüglich mitzuteilen. Zwar ist einerseits eine verstärkte Beteiligung von Führungskräften am Unternehmen erwünscht, andererseits haftet solchen Geschäften aber der Anschein des Insiderwissens an, wodurch diesen idR. eine gewisse Indikatorwirkung zugesprochen wird.⁶⁰ US-amerikanische Studien bestätigen diese Vermutung. So konnten Gewinne dadurch erzielt werden, dass Anleger ihr Anlageverhalten nach dem von Primärinsidern ausrichteten.⁶¹ Allerdings kommt dem Erwerb eine stärkere Indikatorwirkung zu, da im Gegensatz dazu, Veräußerungen auch aufgrund anderer Gründe, wie z.Bsp. private Liquiditätsprobleme, erfolgen können. Zu den mitteilungspflichtigen Geschäften zählen der Erwerb und die Veräußerung der Wertpapiere und der Rechte nach Nr. 2, wobei nach Sinn und Zweck der Vorschrift auf das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft abzustellen ist.⁶² Eine Änderung der dinglichen Rechtslage ist dagegen nicht erforderlich. Ausnahmen von der Mitteilungspflicht bestehen für Erwerb auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil, denn dieser Art kommt keine Indikatorwirkung zu. Des weiteren auch nicht für Geschäfte unterhalb der Bagatellschwelle, s. § 15a I 3 WpHG. Schließlich ist die Veröffentlichung jeder Kleinstorder letztendlich ohne Aussagewert für den Anleger.⁶³ Eine Datenbank mit bisher veröffentlichten Mitteilungen findet sich auf der BAFin Homepage.⁶⁴ Als problematisch erweist sich, dass die Richtlinie in Art. 6 Abs. IV bei der Verpflichtung zur Veröffentlichung keine Ausnahmen vorsieht. Der deutsche Gesetzestext muss demnach an die Richtlinie angepasst werden.

Eine weitere Veröffentlichungspflicht besteht für Personen, die bestimmte Prozente der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft über- oder unterschreiten gem. § 21 I WpHG. Diese Mitteilung ist gem. § 25 WpHG unverzüglich durch die Gesellschaft zu veröffentlichen. Auf der BAFin Homepage findet sich

⁵⁹ Assmann/ Schneider-Kümpel, § 15 WpHG Rn. 2, 12, 40-40a; Röh, S. 25-26.

⁶⁰ Dreyling, Die Bank 2002, 16,19; Fleischer, ZIP 2002, 1217, 1220; Schneider, BB 2002, 1817, 1818; Weber, NJW 2003, 18, 20.

⁶¹ Fleischer, F 123.

⁶² Bafin-Rundschreiben vom 5.9.2002; Schneider, BB 2002, 1817, 1818-1819; a.A. Fleischer, ZIP 2002, 1217, 1226.

⁶³ Röh, S. 28-29.

⁶⁴ <http://www.bafin.de/datenbanken/p15a.html>

eine Liste erfolgter Mitteilungen.⁶⁵ Durch die §§ 21 WpHG werden die Bildung wesentlicher Beteiligungen, deren Anwachsen, aber auch Abschmelzen für den Anleger offengelegt. Aus der Sicht des Anlegers ist dies ein wichtiges Kriterium für Anlageentscheidungen und somit für die Funktionsfähigkeit der Märkte, denn die Menge der im float befindlichen Aktien und die Beteiligungsstruktur können entscheidenden Einfluß auf die Kursentwicklung haben. Wichtigster Fall ist der Aufbau erheblicher Beteiligungen mit dem Ziel der Unternehmensübernahme. Allerdings muss der Meldepflichtige nicht seine Absichten oder den Kaufpreis offen legen.⁶⁶ Subsidiär dazu, jedoch eng verwandt, sind die Mitteilungspflichten nach §§ 20-22 AktG, die Anwendung für nicht börsennotierte Gesellschaften finden. Weitere Offenlegungspflichten hinsichtlich Beteiligungsbesitz und -erwerb finden sich u.a. in den §§ 328, 42, 67, 129, 131 AktG, 36 III Nr. 2 BörsG.

Des weiteren finden sich Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten im WpÜG, die diese Pflichten im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen statuieren. Gem. § 3 V WpÜG ist es verboten, Marktverzerrungen durch den Handel mit Wertpapieren der betroffenen Gesellschaften zu schaffen.⁶⁷ Ausfluss dieses Prinzips ist der § 10 WpÜG, der schon die Entscheidung ein Angebot abzugeben, veröffentlichungspflichtig macht. Dadurch soll das Anlegerpublikum umfassend und rechtzeitig über die Absichten des Bieters informiert werden, um sich auf daraus ergebende Kursbeeinträchtigungen einstellen zu können. Spekulationen und Kurschwankungen aufgrund von Gerüchten und Insiderwissen soll konsequent entgegengewirkt werden. Zugleich wird dadurch die Aufsicht eingeschaltet und die Übernahme in ein förmliches Verfahren integriert, wodurch der Anlegerschutz erheblich verstärkt wird.⁶⁸ Korrelat dazu ist der § 35 WpÜG, der eine Meldepflicht bei Erreichen der Kontrolle (§ 29 I WpÜG) über eine Zielgesellschaft statuiert. Rechtsfolge der Kontrollenerlangung ist die Pflicht zur Abgabe eines Angebots, § 35 II WpÜG. Damit treten dieselben Folgen und auch Gefährdungen ein, wie bei einem freiwilligen Über-

⁶⁵ http://www.bafin.de/datenbanken/stimmrechte_erl.htm.

⁶⁶ Assmann/Schneider-Schneider, Vor § 21 WpHG Rn. 13, § 21 WpHG Rn. 3.

⁶⁷ Zur Gefahr solcher Marktverzerrungen s. D. II. 3.

⁶⁸ Fleischer/Kalss, S. 77; Steinmayer/Häger § 10 Rn. 1; Wagner, Die Bank 2002, 66, 67.

nahmeangebot.⁶⁹ Des weiteren verpflichtet § 23 WpÜG den Bieter während des Angebotsverfahrens und bis einschließlich ein Jahr nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage die Anzahl der ihm gehörenden und zugerechneten (§ 30) Wertpapiere regelmäßig zu veröffentlichen. Diese Wasserstandsmeldungen sollen die Anleger vor dem sog. prisoner dilemma bewahren, welches dadurch dadurch entsteht, dass die Anleger das Angebot annehmen, nur um letztlich nicht als Minderheitsaktionäre in der Gesellschaft zu bleiben, auch in Inkaufnahme sonstiger Nachteile. Da dies häufig aus Unkenntnis der momentanen Erfolgsquote des Angebots geschieht, statuiert § 23 WpÜG eine Transparenzpflicht.⁷⁰

Durch diese Offenbarungspflichten sollen Anleger in die Möglichkeit versetzt werden, fundierte Entscheidungen zu treffen. Nicht zu vergessen ist aber, dass erst durch die Schaffung von Markttransparenz die Möglichkeit wirksamer Kapitalallokation, d.h. Fluss des Geldes in die beste Anlage, bilden kann. Verhindert werden somit falsche Preise und gestärkt wird das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte.

(2) des Abs. 1 S. 1 Nr. 2

Als Auffangtatbestand verbietet die Nr. 2 sonstige Täuschungshandlungen, d.h. Handlungen, die geeignet sind, einen Irrtum hervorzurufen.⁷¹ Darunter fallen Handlungen, durch die der Täter eine Situation schafft, die von anderen Marktteilnehmern auf Grund von Unkenntnis bestimmter Umstände als bewertungserheblich eingeschätzt wird, obwohl sie dies nicht ist.⁷² Verboten sind demnach fiktive Geschäfte, aber auch effektive Geschäfte, wenn sie in Täuschungsabsicht vorgenommen werden, sowie das Ausstreuen von Gerüchten. Des weiteren auch zeitspezifische geschäftliche Handlungen.⁷³ Nicht erfasst werden aber sog. Sabotageakte zur Veränderung des inneren Wertes eines Vermögenswertes, denn bei diesen fehlt es an einer Täuschung. Allerdings werden solche Handlungen durch andere Rechtsvorschriften speziell verfolgt, so

⁶⁹ Fleischer/Kalss, S: 131; Steinmayer/Häger § 35 Rn. 4.

⁷⁰ Fleischer/Kalss, S. 23; Wagner, Die Bank 2002, 66, 68.

⁷¹ Groß, § 88 BörsG Rn. 5; Schwark, § 88 BörsG Rn. 7.

⁷² Altenhain, BB 2002, 1874, 1877.

⁷³ Altenhain, BB 2002, 1874, 1877; Groß, § 88 BörsG Rn. 5; Lenzen, ZBB 2002, 279, 282; Schwark, § 88 BörsG Rn. 7.

dass keine Rechtsschutzlücken entstehen.⁷⁴ Als Beweisproblem in der Praxis könnte sich allerdings der subjektive Tatbestand erweisen. Es wird abzuwarten sein, wie die BAFin damit umgehen wird.

3. Verordnungsdelegation gem. Abs. 2

Bisher sind noch keine Verordnungen gem. Abs. 2 erlassen worden. Der Erlass dieser ist im Maßnahmenkatalog der Bundesregierung enthalten. Wünschenswert ist v.a. der Erlass sog. Safeharbour Regelungen nach Nr. 3. So könnten Anforderungen und Grenzen von Kurspflegemaßnahmen und dem Kauf eigenen Wertpapiere durch die Gesellschaften festgelegt werden, was zu einem Mehr an Rechtssicherheit beitragen wird. Diese Maßnahmen werden grundsätzlich als völlig legitim und wirtschaftlich sinnvoll angesehen, jedoch verlangt die EU-Richtlinie Offenlegung dieser Maßnahmen.⁷⁵ Beim Kauf eigener Aktien nach § 71 AktG ist dies schon Pflicht⁷⁶, bei den Kurspflegemaßnahmen wird dieser Pflicht im Rahmen des Börsenprospekt nachgekommen.

4. Überprüfung der nationalen Regelung an der EU-Richtlinie

Durch den neuen § 20a WpHG werden demnach alle in Art. 1 Nr. 2 aufgeführten Manipulationstechniken erfasst. Nähere Konkretisierung und Klarstellung wird durch die noch zu erlassenen Rechtsverordnungen auf deutscher Ebene und die Durchführungsmaßnahmen auf EU-Ebene möglich sein. Vereinzelt Abweichungen von der Richtlinie verlangen allerdings Nachbesserung durch den deutschen Gesetzgeber.

II. Weitere Verbotsnormen

1. § 263 StGB

Zu denken ist zunächst einmal an den Betrugstatbestand des § 263 StGB. Danach ist es verboten sich oder einem Dritten absichtlich einen rechtswidrigen Vermögensvorteil zu verschaffen, indem man das Vermögen eines anderen dadurch beschädigt, dass man durch Vorspiegelung falscher oder durch Entstellung oder Unterdrückung wahrer Tatsachen einen Irrtum erregt oder unterhält.

⁷⁴ Fleischer, F 120.

⁷⁵ Siehe zum ganzen Schäfer, WM 1999, 1345-1352.

⁷⁶

Unüberwindliches Hindernis für eine Anwendung des § 263 StGB ist aber das Erfordernis der Stoffgleichheit, wonach der Vorteil des Täters und der Schaden beim Opfer auf derselben Vermögensverfügung beruhen müssen.⁷⁷ Dies ist im anonymen Börsenhandel kaum denkbar.

2. § 264a StGB

Eines Kapitalanlagebetrugs macht sich strafbar, wer im Zusammenhang mit dem Vertrieb bestimmter Kapitalanlagen in Prospekten oder Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand hinsichtlich der für die Entscheidung über den Erwerb oder die Erhöhung erheblichen Umstände gegenüber einem größeren Kreis von Personen unrichtige, vorteilhafte Angaben macht oder nachteilige Tatsachen verschweigt. Zu beachten ist, dass Wertpapiere iSd. § 264a I StGB nicht gleichzusetzen sind mit der Definition in § 2 I WpHG, sondern insofern enger, als sie nur verbriefte Rechte erfassen. Des weiteren müssen die Angaben oder verschwiegenen Tatsachen in Prospekten, d.h. jedwede Werbe- und Informationsschrift, die den Eindruck der Beinhaltung für die Anlageentscheidung erheblichen Umstände und die auch Grundlage dieser Entscheidung sein soll, oder Darstellungen und Übersichten über den Vermögensstand, v.a. Bilanzen u.s.w., erfolgen. Ein Erfolg ist nicht gefordert. Demzufolge greift § 264a StGB nur in diesem eingeschränkten Rahmen ein.⁷⁸

3. § 4 UWG

Durch § 4 UWG sanktioniert werden unwahre und zur Irreführung geeignete Angaben über geschäftliche Verhältnisse in öffentlichen Bekanntmachungen und Mitteilungen in der Absicht, den Anschein eines besonders günstigen Angebots hervorzurufen, die für einen größeren Personenkreis bestimmt sind. Unter § 4 UWG könnten somit Äußerungen eines Manipulators fallen, durch die dieser versucht, Kursanstiege dadurch zu bewirken, dass er die Vermögenswerte empfiehlt. Soweit er als Mittel falsche Tatsachen oder Wertungen, die auf Tatsachen beruhen nutzt, ist § 4 UWG auch

⁷⁷ Lackner/Kühl-Kühl, § 263 StGB rn. 59.

⁷⁸ Barnert, WM 2002, 1473, 1475; Groß, WM 2002, 477, 484; Laackner/Kühl-Kühl § 264a StGB Rn. 3-15.

einschlägig. Beweisprobleme ergeben sich allerdings auf Grund der geforderten Absicht.⁷⁹

4. §§ 399, 400 AktG iVm. 331 HGB

Zwar wird durch § 399 AktG auch das Vertrauen Dritter, Anleger, Gläubiger in die Wahrhaftigkeit von Registereintragungen und Angaben in öffentlichen Ankündigungen geschützt, allerdings handelt es sich fast durchweg um Sonderdelikte⁸⁰. Zusätzlich ist der Umfang der erfassten Falschangaben und unterlassenen Offenlegungen stark begrenzt.⁸¹ In der Regel greift § 399 AktG daher nicht ein. Dasselbe Problem findet sich auch im Rahmen des § 400 AktG. Wiederum kommt nur ein eng begrenzter Täterkreis in Betracht, sowie werden nur spezielle Darstellungen als schutzwürdig gestellt.⁸²

5. § 3 V WpÜG

Danach ist es verboten durch den Handel mit Wertpapieren der Ziel-, der Bietergesellschaft oder anderer durch das Angebot betroffener Gesellschaften Marktverzerrungen herbeizuführen. Dies allerdings ohne jegliche Sanktion.

F. Strafrechtliches Sanktionssystem

Als eine der einschneidendsten Veränderungen wird die Sanktionierung der Kurs- und Marktpreismanipulation angesehen.⁸³ Nunmehr sind Verstöße gegen § 20a WpHG grundsätzlich Ordnungswidrigkeiten (§ 39 I Nr. 1, 2 WpHG), auf Grund derer Geldbußen bis zu 1.5 Mio. Euro (§ 39 IV WpHG) verhängt werden können. Strafbar ist ein Verstoß gegen § 20a WpHG erst dann, wenn es tatsächlich durch die Manipulationshandlung zu einer Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes kommt (§ 38 I Nr. 4 WpHG). Die Strafnorm ist damit als Erfolgsdelikt ausgestaltet, während bei der Ordnungswidrigkeit die Unternehmung geahndet wird.⁸⁴ Letztendlich stellt dies eine versuchte Tat iSd. § 38 I Nr. 4 WpHG dar. Durch die Änderung in ein Verwaltungsverbot wird die primäre Verfolgung der Tat den

⁷⁹ Lenzen, S. 161, 227; Köhler/Piper, § 4 UWG Rn. 3-10.

⁸⁰ außer § 399 I Nr. 3 AktG

⁸¹ Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff-Fuhrmann, § 399 AktG Rn. 2-6.

⁸² Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff-Fuhrmann, § 400 AktG Rn. 2-4.

⁸³ Altenhain, WM 2002, 1874, 1875.

⁸⁴ Tripmaker, wistra 2002, 288, 291.

waltungsverbot wird die primäre Verfolgung der Tat den Staatsanwaltschaften entzogen und der BAFin übertragen (§ 20b WpHG). Insgesamt wird diese Änderung begrüßt, da die BAFin besser in der Lage ist, diese Delikte zu verfolgen. Das Verbot kann demnach erheblich effektiver durchgesetzt werden, v.a. da die BAFin auf ihre Erkenntnisse aus der Insiderverfolgung zurückgreifen kann. Bemängelt wird dagegen die Abschiebung zwischen Straftat und Ordnungswidrigkeit. Der Gesetzgeber stellt hierbei darauf ab, ob der Täter tatsächlich den Preis beeinflusst hat. Allerdings hängt dieser Erfolg auf Grund der Informationsflut auf solchen Märkten häufig von Umständen ab, die der Täter nicht mehr beeinflussen kann. Die daran anknüpfende erhöhte Strafe wird als nicht mehr gerechtfertigt angesehen. Auch wird der Nachweis im Einzelfall kaum zu erbringen sein, ist doch die Preisbildung auf diesen Märkten äußerst komplex und kaum erklärbar.⁸⁵ Teilweise wird der Straftatbestand daher als überflüssig angesehen.⁸⁶ Allerdings sollte nicht die abschreckende Wirkung einer Strafnorm unterschätzt werden. Der Nachweis wird zwar im Einzelfall erhebliche Schwierigkeiten mit sich bringen, doch ist er in krassen Fällen nicht ausgeschlossen. Dann aber rechtfertigt sich auch der Sprung zur Kriminalstrafe. Zusätzlich sind die Offenbarungspflichten iSd. § 20a I Nr. 1 WpHG bußgeldbewehrt.⁸⁷ Die Richtlinie sieht zwar den Erfolg der Manipulation nicht als Voraussetzung für Sanktionen vor, allerdings werden in Art. 14 nur Anforderungen an die Sanktionen im Verwaltungsverfahren gestellt. Das Recht strafrechtliche Sanktionen zu verhängen, verbleibt ausdrücklich bei den Mitgliedstaaten. Gefordert werden wirksam, verhältnismäßige und abschreckende Maßnahmen. Diesen Anforderungen genügt der Gesetzgeber.

G. Aufsicht über das Verbot und Kompetenzen

Die Aufsicht obliegt nun der BAFin (§ 20b I WpHG). Diese ist nun als Behörde für die Verfolgung von Marktmissbrauch zuständig. Schon bei Vorliegen von Anhaltspunkten kann die BAFin tätig

⁸⁵ Tripmaker, wistra 2002, 288, 292; anders BT-Drs. 14/8601 zu § 20a WpHG, S. 20.

⁸⁶ Altenhain, BB 2002, 1874, 1876; Ziouvas/Walter, WM 2002 1483, 1487-1488.

⁸⁷ So für WpÜG s. § 60; § 15 iVm. § 39 WpHG; § 21 iVm. § 39 WpHG.

werden und von den Beteiligten Auskünfte und Vorlage von Unterlagen verlangen. Dabei ist der Adressatenkreis bewusst weit gefasst. Zur effektiven Verfolgung von Verstößen sind den Bediensteten daher weitreichende Kompetenzen gegeben, s. § 20b II, III WpHG. Die Bediensteten der BAFin sind im Rahmen ihrer Tätigkeit zur Verschwiegenheit verpflichtet. Zur Zusammenarbeit verpflichtet mit der BAFin sind die Handelsüberwachungsstellen der Börsen, § 4 IV, V BörsG.⁸⁸ Betreffs der internationalen Zusammenarbeit wird auf § 19 WpHG verwiesen. Der Gesetzgeber wird damit den Anforderungen der Richtlinie gerecht, Art. 11, 12. Allerdings hat er die Offenlegung von Verstößen noch nicht als Maßnahme eingerichtet.

H. Zivilrechtliche Haftung

I. Vertragliche Haftung

Ein vertragliche Haftung des Manipulators kommt grundsätzlich nicht in Betracht, da es schon an einem Vertrag zwischen Geschädigten und Manipulator in der Regel fehlt. Zwar handelt es sich beim Wertpapierkauf um einen Kaufvertrag iSd. §§ 433ff BGB, doch handelt in der Regel die Bank für ihren Kunden in Kommission (§§ 383ff HGB) und wird damit Vertragspartner. Selbst wenn diese ihre Ansprüche abtritt an ihren Kunden, scheidet eine Anfechtung des Vertrages an der fehlenden Täuschung der Bank. Vertragliche Ansprüche sind nur dann denkbar, wenn die Bank in die Manipulation involviert ist oder auf Grund fehlerhafter Aufklärung von Risiken.⁸⁹

II. Deliktsrechtliche Haftung

1. Haftung aus §§ 15 iVm. 37b bzw. c WpHG

Schadensersatz gewähren die §§ 37b bzw. c WpHG dem Anleger für Schäden wegen unterlassener bzw. Veröffentlichung unwahrer ad-hoc Mitteilungen iSd. § 15 WpHG.

⁸⁸ Lenzen, ZBB 2002, 279, 283, 285, 287; Möller, WM 2002, 309, 315.

⁸⁹ OLG Düsseldorf, ZIP 2002, 1583, 1583-1586; Watter, SZW 1990, 193, 202.

2. Haftung aus § 826 BGB

Schadensersatz könnte dem Anleger aus § 826 BGB zustehen. Voraussetzung ist, dass der Manipulator in einer gegen die guten Sitten verstoßenden Weise dem Anleger vorsätzlich Schaden zugefügt hat. Einen Verstoß gegen die guten Sitten stellt ein Verhalten dar, dass „gegen das Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden“ verstößt.⁹⁰ Schon die Richtlinie sieht die Marktmanipulation als ein zu missbilligendes Verhalten an, welches das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte zerstört. Der billig und gerecht denkende Marktteilnehmer vertraut demnach auf ein unbeeinflusstes Zustandekommen von Preisen auf Grund von Angebot und Nachfrage. Das Merkmal des Verstoßes gegen die guten Sitten ist demnach erfüllt⁹¹. Erhebliche Schwierigkeiten wird dem Kläger allerdings der Nachweis der Kausalität, des Schadens⁹² und der geforderte Schädigungsabsicht bereiten. Schädigungsabsicht erfordert zusätzlich den Vorsatz des Täters, den Anleger schädigen zu wollen, wobei bedingter Vorsatz ausreicht.⁹³ Bei Manipulationshandlungen durch Organe wird sich der Anleger allerdings immer dem Argument ausgesetzt sehen, dass sie auf eine Erholung der Kurse vertraut haben.⁹⁴ Da Organe grundsätzlich auch an steigenden Kursen interessiert sind und damit an einer Vermögensmehrung, wird sich dieses Argument auch nicht ohne weiteres entkräften lassen.⁹⁵ Aber auch in anderen Fällen wird der Nachweis Schwierigkeiten bereiten.⁹⁶ Weiterhin ist der Nachweis der Kausalität zwischen Handlung und Schaden erheblich problematisch und lässt sich nur bei Darstellung eines hypothetischen Kausalverlaufes erbringen.⁹⁷ Eine Haftung aus § 826 BGB scheint zwar grundsätzlich denkbar, wird allerdings in der Regel am Nachweis scheitern.

⁹⁰ RG 48, 123, 124; BGH NJW 1991, 914, 914.

⁹¹ So auch LG Augsburg, WM 2001, 1944, 1946.

⁹² S. OLG München, EWiR 2003, 87, 87-88.

⁹³ LG München I, ZIP 2001, 1814, 1819.

⁹⁴ LG Augsburg, WM 2002, 592, 594.

⁹⁵ Reichert/Weller, ZRP2002, 49, 53.

⁹⁶ Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 939.

⁹⁷ Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 939.

3. Haftung aus § 823 I BGB

Eine Haftung aus § 823 I BGB scheidet daran, dass das Vermögen nicht zu den geschützten Rechtsgütern gehört. Haftung aus § 823 II BGB iVm. Schutzgesetz

4. Haftung aus § 823 II BGB iVm. einem Schutzgesetz

Voraussetzung des § 823 II BGB ist ein Verstoß gegen ein Schutzgesetz. Darunter ist jede Rechtsnorm iSd. § 2 EGBGB zu verstehen, die nicht nur die Interessen der Allgemeinheit schützt, sondern zumindest auch die Interessen des Einzelnen. Nicht ausreichend ist ein nur mittelbarer Schutz des Einzelnen in Form eines Rechtsreflexes.⁹⁸

a) §§ 21ff WpHG⁹⁹, 20ff AktG, 264a StGB

Bei diesen Gesetzen handelt es sich um Schutzgesetze, eine Haftung ist nach § 823 II BGB möglich.

b) § 20a iVm. § 39 I Nr. 1, 2 und § 38 I Nr. 4 WpHG

(1) Vorüberlegung: wann kommt eine Haftung in Betracht?

Voraussetzung für Schadensersatz nach § 823 II BGB ist der Nachweis eines Erfolges und daraus resultierenden Schadens. Der Erfolg einer Manipulation liegt in der Preisbeeinflussung, vor solchen Schäden will der § 20a WpHG den Kapitalmarkt schützen.¹⁰⁰ Folglich können nur solche Schäden durch § 20a WpHG ersetzt werden, wenn es sich um ein Schutzgesetz handelt. Damit kommt der Frage nach dem Schutznormcharakter nur im Rahmen der Strafnorm des § 39 I Nr. 4 Bedeutung zu. Der Nachweis eines solchen Erfolges wird in der Literatur aber z.T. als nicht möglich betrachtet. Beweiserleichterungen sind deshalb problematisch, weil daran eine Strafbarkeit des Täters anknüpft und daher ausgeschlossen. Allerdings ist zu klären, ob Schäden durch das Unternehmensdelikt denkbar sind. Möglich wäre eine Schädigung von Anlegern durch Verbreitung einer falschen Tatsache durch Analysten oder Journalisten, wenn der Anleger darauf vertraut, der Kurs aber dadurch nicht beeinflusst wird. Solche Praktiken zu ver-

⁹⁸ Palandt-Thomas § 823 BGB RN. 141; Staudinger-Hager G 19.

⁹⁹ Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 937.

¹⁰⁰ BerFA zu § 20a WpHG.

hindern ist jedoch primärer Schutzzweck des § 34b WpHG und unterliegt damit dessen Regeln. Die Problematik des enttäuschten Anlegervertrauens bezüglich Analysten war dem Gesetzgeber also bekannt. Dies hat er in einem gesonderten Paragraphen speziell geregelt, daher wäre auch eine Haftung in diesem Zusammenhang zu erwarten gewesen. Bezüglich Journalisten existiert zwar keine gesonderte Regelung, jedoch muss dabei auf die speziellen Regeln verwiesen werden.¹⁰¹ Es erscheint daher als äußerst fraglich, ob, selbst bei Bejahung des Schutznormcharakters des § 20a WpHG, eine Haftung möglich sein wird.

(2) Schutznorm

Die EU-Richtlinie fordert keine zivilrechtliche Haftung für Kursmanipulationen. Auch in der Literatur wird eine Haftung überwiegend verneint,¹⁰² andererseits aber auch zumindest rechtspolitisch gefordert.¹⁰³ Zu prüfen ist also, ob § 20a WpHG ein Schutzgesetz darstellt. Der Wortlaut der Norm fordert keine Schädigung eines Anlegers bzw. Einwirkung auf die Anlageentscheidung, sondern lässt ausreichen, wenn auf die Preisbildung als solche eingewirkt werden soll.¹⁰⁴ Allerdings war Grund für die Neuregelung die Stärkung des Anlegerschutzes¹⁰⁵, jedoch sollte dies durch eine wirksame Durchsetzung des Verbots erfolgen. Ausdrücklich hat der Gesetzgeber sich zu der Frage auch nicht geäußert. Da die Vorgängernorm nach hM nicht Schutzgesetz und dem Gesetzgeber die ablehnende Diskussion bekannt war, wäre aber eine deutliche anderslautende Aussage zu erwarten gewesen. § 20a WpHG ist demzufolge nicht als Schutzgesetz anzusehen.¹⁰⁶

I. Fazit

Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation weist zwar einige Probleme auf, insbes. hinsichtlich des Erfolgsnachweises im Rahmen des § 38 I Nr. WpHG, allerdings ist

¹⁰¹ So auch EG-Richtlinie Art. 6 (10) –5.

¹⁰² S. Fußnote 70.

¹⁰³ Fleischer, F 121.

¹⁰⁴ Beachte v.a. im Gegensatz zu § 264a StGB; Barnert, WM 2002, 1473, 1480.

¹⁰⁵ BT-Drs 14/8017 AT, S. 1.

¹⁰⁶ Barnert, WM 2002, 1473 (1483); Groß, WM 2002, 477, 484; Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 938; a.A. Altenhain, BB 2002, 1874, 1875; Tripmaker, wistra 2002, 288, 291.

die Umgestaltung in ein Verwaltungsverbot und die neu eingeführte Überwachung durch die BAFin sehr zu begrüßen. Dadurch wird es möglich sein, zukünftig Manipulationen wirksam zu verfolgen, aber auch präventiv auf Marktteilnehmer einzuwirken. Die noch zu erlassenen Rechtsverordnungen werden den Tatbestand weiter konkretisieren, lassen aber der gesetzlichen Regelung Raum für erforderliche Änderungen, die nur schleppend durch Parlamentsgesetze möglich wären. Hinsichtlich von Beweisschwierigkeiten im subjektiven Tatbestand kann letztendlich nur abgewartet werden, wie die BAFin dies handhaben wird. Eine mögliche Haftung für geschädigte Anleger ist dagegen nur in seltenen Fällen denkbar, treffen den Anleger in der Regel kaum überwindbare Haftungsschwierigkeiten.