

Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation

Ursula Lenzen *

Anders als in den Vereinigten Staaten, wo der Gesetzgeber dem Problem der Kursmanipulationen bereits seit Anfang des Jahrhunderts große Aufmerksamkeit gewidmet und ein umfassendes, detailliertes Regelwerk geschaffen hat, das beinahe jedes kursbeeinflussende Verhalten behandelt, haben Gesetzgeber und Literatur der Materie in Deutschland bisher nur wenig Beachtung geschenkt. Die Diskussion um die kommende Börsenreform wird sich wesentlich mit der Frage zu beschäftigen haben, ob und wie die bisherige Regulierung zur Verhinderung von Kursmanipulationen verbessert werden muß, um die Effizienz und damit die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes zu sichern. Der folgende Beitrag geht der Frage nach, wo das deutsche Recht in diesem Bereich Lücken aufweist, und unterbreitet Vorschläge, wie diese geschlossen werden könnten.

Inhaltsübersicht

- I. Allgemeines
- II. Untersuchungsgegenstandes und Abgrenzung von Insiderhandel und Spekulation
- III. Wesentliche Manipulationstechniken
 - 1. Verbreitung falscher Informationen und Empfehlungen
 - 2. Fiktive Transaktionen
 - 3. Tatsächliche Handelsaktivitäten
 - 4. Veränderung des inneren Wertes eines Wertpapiers
- IV. Grundzüge der US-amerikanischen Regulierung
- V. Die gegenwärtige deutsche Regulierung
 - 1. Überblick
 - 2. Erfassung der einzelnen Manipulationstechniken

* Doktorandin am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück.
Meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Theodor Baums, danke ich für kritische Durchsicht und Anmerkungen.

VI. Reformvorschläge

1. Materiell-rechtliche Erweiterungen

- a) Verbot des Handels mit Kursbeeinflussungsabsicht
- b) Verbot absichtsloser Manipulation durch falsche Nachrichten

2. Verfahrensrechtliche Neuerungen

I. Allgemeines

Eingriffe in die Börsenkursbildung, sogenannte Kursmanipulationen, gehören zu den ältesten anlegerschädigenden Praktiken an der Börse überhaupt. Im ältesten Fall, über den berichtet wird, ging es um eine typische Manipulationstechnik. Er ereignete sich im Jahre 1814 in England:¹ In Militäruniform verkleidete Personen verbreiteten unter der Führung eines gewissen Mr. de Berenger die falsche Nachricht, Napoleon sei getötet worden und die Alliierten ständen in Paris. Die Börsenkurse zogen daraufhin stark an, da mit einem sofortigen Ende des Krieges gerechnet wurde. De Berenger und seine Komplizen konnten so ihre Wertpapierbestände mit großem Gewinn abstoßen. Als sich die Unwahrheit der Nachricht herausstellte, sanken die Kurse auf ihr ursprüngliches Niveau. Diese Methode, auf Börsenkurse Einfluß zu nehmen, findet auch heute noch Anwendung. Der technische Fortschritt hat lediglich die Mittel der Informationsverbreitung verändert. Die „Manipulatoren“ machen sich heute, neben den klassischen Massenmedien wie Fernsehen und Presse, das Internet zunutze.² Neben die Kursmanipulation mittels Streuung falscher Nachrichten ist im Laufe der Zeit eine Vielzahl anderer Manipulationstechniken getreten.

II. Untersuchungsgegenstand und Abgrenzung von Insiderhandel und Spekulation

Im folgenden wird ein *weiter Manipulationsbegriff* verwandt. Danach sind unter Kursmanipulationen alle Praktiken zu verstehen, die einen Preis herbeiführen, der nicht demjenigen entspricht, der bei einem unbeeinflussten Spiel der Marktkräfte erzielt worden wäre.³

¹ Vgl. die Fallbeschreibung in Loss/Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 1995, S. 931f.

² Siehe Zschäpitz, Die Welt v. 1.3.1999, S. 23.

³ Ebenso Teweles/Bradley/Teweles, The Stock Market, 1992, S. 316; Moore/Wisemann, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50f (1934); Watter, SZW 1990, 193, 194.

Deutlich zu unterscheiden ist die Manipulation zunächst vom Tatbestand des *Insiderhandels*: Der Insider weiß aufgrund besonderer Kenntnisse um eine gegenwärtige Falschbewertung eines Titels und will von der Differenz zwischen falschem und richtigem Kurs, welcher sich nach Bekanntwerden seiner Insiderinformation einstellt, profitieren. Der Manipulator hingegen führt einen falschen Kurs gerade erst herbei.⁴

Um einen von Kursmanipulationen verschiedenen Tatbestand handelt es sich auch bei der *Spekulation*: Ein Spekulant im ökonomischen Sinn versucht, kurzfristige Preisänderungen auszunutzen. Er kauft (verkauft) ein Wertpapier nur, um es zu einem späteren Zeitpunkt wieder mit Gewinn zu verkaufen (zu kaufen).⁵ Er übernimmt damit das mit der Transaktion verbundene Risiko, handelt unter Unsicherheit, während der Manipulator typischerweise versucht, die Kursentwicklung zu steuern.⁶ Im Unterschied zum Spekulanten führt der Manipulator die Preisänderung, aus der er Gewinne ziehen möchte, selbst herbei.

III. Wesentliche Manipulationstechniken

Die wichtigsten Manipulationstechniken lassen sich in vier Fallgruppen einteilen:⁷

1. Verbreitung falscher Informationen und Empfehlungen

Zu den klassischen Manipulationstechniken gehört, wie der bereits erwähnte Fall des Mr. de Berenger anschaulich verdeutlicht, das Verbreiten falscher oder zumindest irreführender Nachrichten oder Gerüchte.⁸ Inhaltlich kommt für eine solche Falschnachricht alles in Betracht, was für die Anlageentscheidung Dritter von Bedeutung sein kann. Darunter fallen vor allem Informationen, die sich auf den Emittenten eines bestimmten Wertpapiers beziehen, aber auch Nachrichten über allgemeine wirtschaftliche oder politische Umstände.⁹ Besonders wirkungsvoll sind Gerüchte über ein bevorstehendes Übernahmeangebot.¹⁰

Der Erfolg dieser Art der Kursmanipulation hängt davon ab, daß die Nachricht möglichst vielen Anlegern zur Kenntnis gelangt und diese sie für wahr halten. Entscheidend ist somit, *wie* die Falschnachricht verbreitet wird und *wer* als deren Quelle in Erscheinung tritt. Die größte Kurswirkung wird daher erreicht, wenn die Bekanntgabe der Nachricht über die Massenmedien

⁴ Watter, SZW 1990, 193, 197.

⁵ Altendorfer in: Grundfragen des neuen Börsenrechts, Wien 1998, S. 217.

⁶ Altendorfer, aaO., S. 217.

⁷ Näher dazu Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung (2000), § 2.

⁸ Rudolph/Röhrli in: Börsenreform, 1997, S. 187; Watter, SZW 1990, 193, 196; Altendorfer, aaO., S. 213.

⁹ Comment, Yale L. J. 509, 512 (1947); Dette, Kursbildung am deutschen Aktienmarkt, 1998, S. 104ff.

¹⁰ Schröder, Aktienhandel und Strafrecht, 1994, S. 72 (mit empirischen Nachweisen); Watter, SZW 1990, 193, 196, 199.

wie Fernsehen und Tageszeitungen, in neuester Zeit auch über das Internet,¹¹ und durch Personen erfolgt, die als besonders informiert und fachkompetent angesehen werden. Dazu gehörten vor allem die Emittenten selbst sowie deren „Insider“, Banken und professionelle Analysten. Gerade das Internet eignet sich für Manipulatoren: Sie können hier einerseits schnell, anonym und ohne großen Aufwand Falschmeldungen verbreiten und einem großen Publikum, das dieses Medium zunehmend zur schnellen, bequemen und kostengünstigen Information nutzt, zuführen. Andererseits sind sie wegen der Unübersichtlichkeit des Internet verhältnismäßig sicher vor Entdeckung.¹² Auf diese Weise wurden in Einzelfällen bereits Kurse von 150 auf fast 250 DM hochgetrieben oder der Tagesumsatz in einem Titel von zwei Millionen Aktien auf mehr als zwölf Millionen erhöht.¹³

Personen oder Institutionen, die für kompetent genug gehalten werden, haben die Möglichkeit, anstelle von falschen Informationen oder Gerüchten Werturteile oder Handlungsempfehlungen zur Einwirkung auf das Anlageverhalten der Investoren einzusetzen. Der Kurs eines Wertpapiers kann so regelrecht „heraufgelobt“ oder „heruntergeredet“ werden. Die mögliche Wirkung solcher Empfehlungen hat der Fall „Prior“ eindrucksvoll demonstriert: Börsentips, die der Analyst Prior über die „3satBörse“ im Fernsehen veröffentlichte, führten zu Kurssteigerungen bis zu 33%.¹⁴ Eine gängige Methode, auf diese Weise fast risikolos enorme Gewinne zu machen, ist das sogenannte „scalping“:¹⁵ In Kenntnis der Kurswirksamkeit seiner Empfehlung tätigt ein Börseninsider, zum Beispiel ein Analyst, bereits vor Bekanntgabe der Empfehlung eigene Käufe in dem betreffenden Papier. Sobald der Kurs aufgrund der durch die Empfehlung gestiegenen Nachfrage angezogen ist, kann der betreffende Börseninsider die erworbenen Titel mit Gewinn wieder veräußern.

2. Fiktive Transaktionen

Eine weitere Kategorie von Manipulationstechniken bilden die Abschlüsse „fiktiver“ Wertpapiergeschäfte an der Börse. Diesen „fiktiven“ Geschäften fehlt gewissermaßen der wirtschaftliche Hintergrund üblicher Wertpapiertransaktionen.¹⁶ Ihr Zweck besteht allein darin, den Eindruck erhöhter Handelsaktivität zu erwecken, der nicht der wirklichen Marktnachfrage

¹¹ Vgl. nur Zschäpitz, Die Welt v. 1.3.1999, S. 23; Geffken, Süddeutsche Zeitung v. 19.4.1999, S. 24.

¹² Zschäpitz, Die Welt v. 1.3.1999, S. 23; Geffken, Süddeutsche Zeitung v. 19.4.1999, S. 24.

¹³ Zschäpitz, Die Welt v. 1.3.1999, S. 23; Geffken, Süddeutsche Zeitung v. 19.4.1999, S. 24.

¹⁴ Gerke, Handelsblatt v. 29.6.1998, S. 39.

¹⁵ Siehe nur Watter, SZW 1990, 193, 200; Hopt, Kapitalanlegerschutz, im Recht der Banken, 1975, S. 486f.

¹⁶ Altendorfer, aaO., S. 215.

entspricht.¹⁷ Ihrem äußeren Erscheinungsbild nach sind solche manipulativen Transaktionen von realen Kauf- oder Verkaufsgeschäften nicht zu unterscheiden. Andere Investoren können daher nur den verstärkten Handel wahrnehmen. Hierdurch wird insbesondere das Interesse von Spekulanten geweckt.¹⁸ Sie springen auf den „fahrenden Zug“ auf und bewirken dadurch eine verstärkte Nachfrage, die zu einer Kurssteigerung führen kann.¹⁹ Zu einer Kursbeeinflussung kann es unter Umständen auch durch die „fiktiven“ Transaktionen selbst kommen, wenn mit ihrer Hilfe in engen Märkten ein künstlicher Preis erzielt oder ein hohes Kursniveau gehalten werden kann.²⁰ Typische Erscheinungsformen solcher „fiktiven“ Transaktionen sind die sogenannten „wash sales“ und „matched- orders“.

a) Wash sales

Bei den „wash sales“ handelt es sich um Wertpapiergeschäfte, bei denen Käufer und Verkäufer zumindest wirtschaftlich identisch sind.²¹ Der an einer Kursänderung Interessierte erteilt gleichzeitig Kauf- und Verkaufsaufträge für dasselbe Papier zum selben Preis, tritt also zugleich als Käufer und Verkäufer am Markt auf.²² Um zu verdecken, daß kein Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers stattfindet, wird der Gegenauftrag häufig unter einer Deckadresse oder durch einen Strohmann in den Markt gegeben, oder es werden verschiedene Konten und Banken benutzt.²³ Bedeutung dürften solche „wash sales“ heutzutage vor allem in den elektronischen Handelssystemen der Börsen haben, in denen Marktteilnehmer durch Abgabe zweier einander entsprechender Eigengeschäftsorders derartige „In-sich-Geschäfte“ schließen, sowie im Hinblick auf Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen.²⁴

b) Matched orders

Im Unterschied zu den „wash sales“ findet hier ein Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers der betroffenen Papiere statt.²⁵ Der fiktive Charakter dieser Geschäfte rührt daher, daß sich

¹⁷ Watter, SZW 1990, 193, 196; Altendorfer, aaO., S. 215; Lee, 14 Company Lawyer 84, 85 (1993); Comment, Yale L.J. 509, 513 (1947).

¹⁸ Twentieth Century Fund, S. 471.

¹⁹ Jacobs, N.Y.L.F. 511, 517 (1973); Altendorfer, aaO., S. 215. Das Bestehen eines starken „Herdentriebes“ beim Aktienhandel wurde kürzlich auch empirisch nachgewiesen: De Bondt, FAZ v. 20.5.1999, S. 34.

²⁰ Altendorfer, aaO., S. 215.

²¹ Watter, SZW 1990, 193, 196; Altendorfer, aaO., S. 215; Scheu, Das Börsenstrafrecht und seine Reform, 1974, S. 121; Lee, 14 Company Lawyer 84, 85 (1993); Berle, 38 Columb. L. Rev. 393, 395 (1938); Moore/Wiseman, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50, Fn.18 (1934).

²² Scheu, aaO., S. 121; Altendorfer, aaO., S. 214; Comment, 56 Yale L. Rev. 509, 512f (1947).

²³ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 491f; Altendorfer, aaO., S. 215; Comment, 56 Yale L. J. 509, 512f (1947).

²⁴ Altendorfer, aaO., S. 215.

²⁵ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 492; Altendorfer, aaO., S. 215; Lee, 14 Company Lawyer 84, 85 (1993); Berle, 38 Columb. L. Rev. 393, 395 (1938).

Käufer und Verkäufer vor Abgabe ihrer Aufträge abgesprochen haben, korrespondierende gegenläufige Orders mit im wesentlichen gleichen Volumina und Preisen zur selben Zeit in den Markt zu geben.²⁶ Ob der Käufer die Papiere dann sofort zurückverkauft, sie für eine Zeit behält und dann zurückverkauft, oder ob er sie, unter Umständen für eine Gegenleistung, dauerhaft behält, kann je nach Vereinbarung unterschiedlich sein. Letztlich führen „matched orders“ aber häufig zu einem Hin- und Herschieben von Wertpapieren zwischen den beiden Parteien.²⁷ Um die Entdeckung dieser Zusammenarbeit zu erschweren, werden die Aufträge vielfach in Teilorders zerlegt.²⁸

3. Tatsächliche Handelsaktivitäten

Auch durch effektive (tatsächliche) Geschäfte kann, jedenfalls wenn sie ein gewisses Volumen haben, auf den Börsenkurs eines Wertpapiers Einfluß genommen werden, wie ökonomische Untersuchungen zeigen.²⁹ Die schwierige Frage, die sich bei dieser Art von Manipulation stellt, ist die nach einer Abgrenzung zwischen „normalem“, legitimem Handel und unerwünschten, manipulativen Handelsaktivitäten. Jede Transaktion größeren Ausmaßes kann sich auf den Börsenkurs des betreffenden Titels auswirken. Aber das ist nur die natürliche Konsequenz eines freien und offenen Marktes.³⁰ Auch die bloße Kenntnis des Handelnden von dieser Wirkung kann nicht ausreichen, um eine Transaktion als manipulativ zu bezeichnen.³¹ Äußerlich unterscheiden sich die beiden Arten von Handel nicht, so daß eine Abgrenzung nicht nur nach objektiven Kriterien erfolgen kann.³² Sinnvoll ist (und dies ist auch die Methode, die der US-amerikanische Gesetzgeber gewählt hat), auf ein subjektives Kriterium abzustellen, nämlich die Absicht, in der jemand eine Transaktion vornimmt.³³ Eine manipulative Transaktion ist demnach dann anzunehmen, wenn mit ihr das Ziel der Einflußnahme auf den Börsenkurs oder die Kursbildung eines Wertpapiers verfolgt wird.³⁴ Diese Absicht muß im konkreten Einzelfall nachgewiesen werden, was vielfach sehr schwierig ist.

Es gibt nun aber verschiedene Situationen und Handelstechniken, die spezielle Möglichkeiten und Anreize für Manipulationen bieten. In diesen Fällen ist die Wahrscheinlichkeit, daß der

²⁶ Watter, SZW 1990, 193, 196; Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 492; Lee 14 Company Lawyer 84, 85 (1993); Moore/Wiseman, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50, Fn. 19 (1934).

²⁷ Berle, 38 Colum. L. Rev. 393, 395 (1938).

²⁸ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 492.

²⁹ Siehe hierzu näher Lenzen, aaO., § 3 I 1.

³⁰ Moore/Wisemann, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50 (1934).

³¹ Ebenso H. R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 20 (1934).

³² Fischel/Ross, 105 Harvard L. Rev. 503, 597ff (1991).

³³ Vgl. Sec. 9(a)(2) Securities Exchange Act. Auch Fischel/Ross, 105 Harvard L. Rev. 503, 507ff (1991) sehen die subjektive Seite als das einzig mögliche Differenzierungskriterium an.

Handel zu einem manipulativen Zweck erfolgt, besonders hoch. Es kann daher vernünftig sein, Personen mit besonders starken Manipulationsanreizen den Handel hier ganz zu verbieten oder den Handel zumindest so zu begrenzen, daß er nur noch eingeschränkt zu Manipulationszwecken eingesetzt werden kann. Deshalb kann es z.B. angebracht sein, bestimmte Handelsaktivitäten wegen ihres besonders großen Manipulationspotentials per se als manipulativ einzustufen.³⁵ Bei einer solchen Vorgehensweise ist jedoch größte Vorsicht geboten, um den normalen Handel nicht zu behindern. Eine sorgfältige Untersuchung und Gewichtung der jeweiligen Anreize zu Kursbeeinflussungen ist daher unerlässlich, um eine angemessene Trennlinie zwischen legitimen, wenn auch kursbeeinflussenden, und als unerwünschte Manipulation einzustufenden effektiven Handelsaktivitäten zu finden.

Ein Beispiel einer solchen besonders „anreizstarken“ Situation ist die Plazierung von Wertpapieren.³⁶ Jede Person, die ein Interesse am Erlös aus einer Plazierung hat, insbesondere der Emittent und das Emissionshaus, kann versucht sein, den Preis der bereits gehandelten Papiere derselben Art zu beeinflussen, um die Plazierung zu erleichtern. Es muß daher darüber nachgedacht werden, ob die während der Plazierungsphase von diesen Marktteilnehmern durchgeführten Transaktionen in dem betroffenen Papier als „per se Manipulation“ behandelt werden sollten. Eine Ausnahme wäre dann allerdings für Kurspflegemaßnahmen vorzusehen. Unter Kurspflege ist der Erwerb und die Veräußerung von Aktien der Gesellschaft in der Absicht zu verstehen, auf deren Börsenkurs Einfluß zu nehmen, um hierdurch einen plötzlich abfallenden Kurs zu stützen, oder Ausschläge zu dämpfen.³⁷ Begrifflich handelt es sich hierbei klar um eine Form der Kursmanipulation.³⁸ Wegen einer Reihe positiver Effekte von Kurspflegemaßnahmen, insbesondere im Zusammenhang mit Emissionen, werden derartige Maßnahmen trotzdem überwiegend für berechtigt und häufig für notwendig gehalten.³⁹

Ähnliche Anreize entstehen bei Abgabe eines Übernahmeangebotes:⁴⁰ Hier ist der Kurs der Aktien der Zielgesellschaft von großer Bedeutung für den Erfolg des Angebotes, so daß sowohl der Bieter als auch die Zielgesellschaft ein Interesse daran haben, diesen zu beeinflussen.

³⁴ Siehe auch Altendorfer, aaO., S. 249.

³⁵ Dies ist der Weg, den die US-amerikanische Regulierung geht.

³⁶ Siehe dazu näher Lenzen, aaO., § 2 II 2.

³⁷ Bruchner/Pospischil in: Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, Rn. 11.48; Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 117.

³⁸ Hopt, Kapitalanlegerschutz, S. 495; SEC Release No. 34-2446 (March 18, 1940); Benveniste/Erdal/Wilhelm, 22 Journal of Banking & Finance 741, 743 (1998); Hanley/Kumar/Seguin, 34 J. Fin. Econ. 177, 181 (1993).

³⁹ Siehe hierzu im einzelnen Lenzen, aaO., § 2 II 2.

Eine Handelstechnik, die sich besonders gut zur Beeinflussung von Börsenkursen eignet, sind die sogenannten Leerverkäufe. Unter einem Leerverkauf versteht man den Verkauf von Wertpapieren, die weder im Eigentum des Verkäufers stehen noch von diesem in Kommission veräußert werden.⁴¹ Umfangreiche Leerverkäufe können genauso wie normale Verkäufe zu niedrigeren Kursen führen.⁴² Die Tatsache, daß das Verkaufsvolumen beim Leerverkauf nicht auf den dem Verkäufer verfügbaren Bestand beschränkt ist, hat zur Folge, daß durch Leerverkäufe das Angebot und damit der Kurs sogar noch leichter beeinflußt werden können.⁴³ Es ist somit denkbar, Leerverkäufe entweder generell oder zumindest, wenn sie so ausgestaltet sind, daß sie eine besonders starke Kurswirkung entfalten, per se als unerwünschte Manipulation anzusehen.

Diese wenigen Beispiele lassen bereits die Schwierigkeiten erahnen, die sich ergeben, wenn Kriterien festgelegt werden sollen, nach denen tatsächliche Handelsaktivitäten als manipulativ einzuordnen sind. Auf der einen Seite muß darauf geachtet werden, „normalen“ Handel so wenig wie möglich zu behindern; auf der anderen Seite ist es ebenso wichtig, unbeeinflusste Preise sicherzustellen, die sich aus dem freien Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage ergeben. Die Abgrenzung zwischen legitimem und manipulativem Handel erweist sich so als eine heikle Gratwanderung.

4. Veränderung des inneren Wertes eines Wertpapiers

Eine weitere wesentliche Manipulationstechnik ist die sogenannte „action-based manipulation“, die auf eine Kursänderung durch Veränderung des inneren Wertes einer Aktie abzielt.⁴⁴ Die Möglichkeiten, auf den inneren Wert einer Aktien einzuwirken, sind vielfältig. Ein plastisches Beispiel hierfür ereignete sich vor einigen Jahren in den Vereinigten Staaten:⁴⁵ Ein ehemaliger Angestellter eines Wertpapierhauses versetzte Produkte eines Pharma-Unternehmens mit Rattengift und informierte die Öffentlichkeit über diese Vergiftung. Sein Ziel (das er auch erreichte) war, den Kurs der Aktien des Unternehmens zu senken, um eine Verkaufs-Option gewinnbringend ausüben zu können.

⁴⁰ Näher hierzu Lenzen, aaO., § 2 II 6.

⁴¹ Scheu, aaO., S. 119; Schröder, aaO., S. 75.

⁴² Scheu, aaO., S. 119f.

⁴³ Comment, 56 Yale L. J. 503, 515 (1947).

⁴⁴ Siehe hierzu auch Rudolph/Röhrl in: Börsenreform, 1997, S. 187; Lenzen, aaO., § 2 VI.

⁴⁵ N.Y. Times, Aug 27, 1986 at A9 zitiert nach Thel, Colum. Bus. L. Rev. 1988, 359, 389.

IV. Grundzüge der US-amerikanischen Regulierung

Das Problem der Börsenkursmanipulation beschäftigt den US-amerikanischen Gesetzgeber bereits seit dem Beginn des Jahrhunderts. Bei den Untersuchungen der Ursachen des großen Börsencrashes von 1929 wurde eine Fülle manipulativer Praktiken in den Wertpapiermärkten entdeckt, von denen angenommen wurde, daß sie zu dem Crash beigetragen hatten. Die Reaktion darauf war der Erlaß einer bundesrechtlichen Wertpapierregulierung durch den Securities Act von 1933 (im folgenden: SA) und den Securities Exchange Act von 1934 (im folgenden: SEA). Da einer der Hauptzwecke dieser Gesetzgebung war, Kursmanipulationen zu bekämpfen, beinhalten diese Gesetze und die darauf beruhenden Verordnungen eine Vielzahl von Vorschriften, die beinahe jedes Verhalten erfassen, das sich auf die Börsenkurse von Wertpapieren auswirkt.⁴⁶ Dabei werden jedoch längst nicht alle Handlungen untersagt, die den Effekt haben, Kurse zu beeinflussen.⁴⁷

Rechtstechnisch erfassen diese Gesetzeswerke manipulative Verhaltensweisen auf zwei verschiedene Weisen: Zum einen verbieten die Gesetze selbst einige bestimmte Manipulationstechniken. Zum anderen erlauben sie der US-amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde (SEC), Manipulationen mittels sogenannter rules and regulations zu regulieren, so daß bestimmte kursbeeinflussende (durch die Gesetze näher definierte) Maßnahmen grundsätzlich legal sind, solange sie nicht den rules der SEC widersprechen. Das bedeutet, einige Manipulationstechniken werden durch die Gesetze selbst unmittelbar geregelt, die Regulierung anderer Techniken übertragen die Gesetze der SEC. Um das Ziel eines „honest market“ zu erreichen, sehen die Regelwerke zudem umfassende Offenlegungspflichten vor, die insbesondere die Emittenten von Wertpapieren und die Inhaber größerer Aktienpakete betreffen. Auch diese Vorschriften wirken Kursmanipulationen entgegen, da sie für eine Verbesserung des Informationsstandes der Marktteilnehmer sorgen und somit Manipulationen durch Verbreitung falscher Informationen erschweren.

Aufbauend auf diesem Grundkonzept erklären zunächst mehrere Vorschriften in den beiden Gesetzen selbst die Anwendung bestimmter Manipulationstechniken für ungesetzlich. Hierbei handelt es sich zum einen um spezifische Regeln, die sich gezielt gegen Kursmanipulationen richten.⁴⁸ Zum anderen sind auch die weiter gefaßten anti-fraud Vorschriften anwendbar,⁴⁹ die neben Manipulationen auch Kursbetrug und Insider-Handel erfassen.⁵⁰

⁴⁶ Thel, *Columb. Bus. L. Rev.* 1988, 359, 376.

⁴⁷ Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation*, Vol. 2, 1995, S. 276.

⁴⁸ Sec. 9 SEA (15 U.S.C. § 78i).

Die zuerst genannten Vorschriften erfassen unter anderem fiktive Transaktionen in Form von „wash sales“ und „matched-orders“ sowie die Verbreitung von falschen und irreführenden Informationen.⁵¹ Eine weitere Norm verbietet, eine Reihe von Transaktionen herbeizuführen, sofern dies mit dem Zweck geschieht, Dritte zum Handel in dem gleichen Wertpapier zu veranlassen.⁵² Hiervon können auch tatsächliche Handelsaktivitäten erfaßt sein.

Neben diesen Vorschriften, die bestimmte kursbeeinflussende Handlungen unmittelbar und vorbehaltlos verbieten, enthalten der SA und der SEA weitere Vorschriften, die der SEC die Befugnis zur Regulierung weiterer Manipulationstechniken zusprechen, sofern die SEC eine Regulierung im öffentlichen Interesse oder zum Schutz der Anleger für erforderlich oder angemessen hält. Diese Befugnis soll es der SEC ermöglichen, auf neue Techniken, die in den Gesetzen selbst noch nicht berücksichtigt werden konnten, und auf veränderte Gegebenheiten flexibel zu reagieren,⁵³ so daß die Regulierung von Börsenpreismanipulationen heute zeitnah, flexibel und wirkungsvoll gestaltet werden kann.⁵⁴ Die bedeutendste dieser Ermächtigungsnormen ist die „catch-all“ anti-fraud Vorschrift des Sec. 10 (b) SEA. Diese Vorschrift ermöglicht der SEC, alle (neuen) Manipulationstechniken zu untersagen, die nicht unter die speziellen Verbote des SEA und des SA fallen.⁵⁵

Aufgrund dieser und anderer Ermächtigungsnormen hat die SEC eine Vielzahl von rules erlassen, um bestimmte manipulative Verhaltensweisen zu unterbinden. Die meisten von ihnen befassen sich mit dem Problem der Kursbeeinflussung durch tatsächlichen Handel. Wie bereits erwähnt, verbietet der SEA selbst ausdrücklich, eine Reihe von Transaktionen herbeizuführen, sofern dies mit dem Zweck geschieht, Dritte zum Handel in dem gleichen Wertpapier zu veranlassen.⁵⁶ Die Vagheit dieser Vorschrift und insbesondere der Nachweis des erforderlichen Zwecks machten ihre Anwendung stets schwierig. Auf der einen Seite mußte selbst in Situationen, in denen eine manipulative Absicht nahe lag, diese dennoch im konkreten Fall nachgewiesen werden. Auf der anderen Seite liefen Marktteilnehmer Gefahr, einer Manipulation bezichtigt zu werden, obwohl sie aus legitimen Gründen handelten. Um diesem Problem abzuhelpfen, erließ die SEC einige speziellere rules, die nun neben der allgemeinen

⁴⁹ Für alle: Loss/Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 1995, S. 935.

⁵⁰ Insb. Sec. 10 (b) SEA (15 U.S.C. § 78j), Sec. 17 SA (15 U.S.C. § 77q).

⁵¹ Sec. 9 (a) (1) und (3) - (5) SEA (15 U.S.C. § 78i (a)(1) und (3) - (5)).

⁵² Sec. 9 (a) (2) SEA (15 U.S.C. § 78i (a)(2)).

⁵³ H.R. Rep. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess., S.7.

⁵⁴ Lowenfels/Bromberg, 55 Albany L. Rev. 293, 295 (1991).

⁵⁵ S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess., S.18 (1934); Ratner, *Securities Regulation*, 1998, S. 134; Jacobs, N.Y.L.F. 511, 513 (1973); Ernst&Ernst v. Hochfelder, 425 US 185, 203.

Vorschrift der Sec. 9(a)(2) SEA anwendbar sind und den Handel in bestimmten Situationen oder besondere Handelstechniken gesondert nach rein objektiven Kriterien regeln. Wie sorgfältig und vorsichtig die SEC dabei vorging, um legitimen Handel so wenig wie möglich zu beeinträchtigen, zeigen die folgenden Beispiele:

Wegen der starken Anreize, während einer Plazierung den Preis der bereits gehandelten Wertpapiere derselben Gattung zu beeinflussen, hat die SEC für diesen Fall auf den Nachweis einer manipulativen Absicht verzichtet. Das bedeutet, daß sie allen Personen, die ein Interesse an dem Ergebnis einer Plazierung haben, den Handel in diesem Papier in einem Zeitraum von mehreren Tagen vor Beginn der Verteilung bis zum Ende der Plazierung untersagt hat.⁵⁷ Lediglich begrenzte Kurspflegeaktivitäten, die als erforderlich angesehen werden, sind von diesem Verbot ausgenommen.⁵⁸

Im Unterschied zu diesem strikten Handelsverbot während einer Plazierungsphase ist den an einem Übernahmeangebot Beteiligten während dessen Laufzeit der Handel in den betreffenden Aktien nicht generell untersagt. Sie haben ihren Handel in Aktien der Zielgesellschaft lediglich offenzulegen.⁵⁹

Im Hinblick auf Leerverkäufe entschied sich die SEC für ein differenzierendes Vorgehen. Leerverkäufe sind, obwohl sie bei Nachweis der erforderlichen Absicht natürlich gegen die allgemeine Vorschrift der Sec. 9 (a)(2) SEA verstoßen können, nicht generell verboten.⁶⁰ Um ihre Eignung für Kursmanipulationen so weit wie möglich einzuschränken, dürfen sie jedoch ein gewisses Preislimit nicht unterschreiten.⁶¹ Diese Beschränkung wurde als ausreichend angesehen, um zu verhindern, daß Leerverkäufe zur Herbeiführung eines Preisdrucks verwendet werden.

Eine noch andere Art der Regulierung wählte die SEC im Hinblick auf Rückkäufe eigener Aktien. Rückkäufe können zu einer Erhöhung des Börsenkurses der betreffenden Aktie führen. Dies kann für eine Gesellschaft einen Anreiz darstellen, Rückkäufe nur vorzunehmen, um eine solche Wirkung herbeizuführen. Die SEC ist jedoch der Ansicht, daß Rückkäufe selten mit unlauterer Absicht erfolgen, hingegen oft von erheblichem ökonomischem Nutzen für die Anleger sind und daß daher übertriebene Beschränkungen weder im Interesse der Investoren

⁵⁶ Sec. 9(a)(2) SEA.

⁵⁷ Bis 1997 war dieses Verbot in der unter Sec. 10(b) SEA erlassenen Rule 10b-6 festgeschrieben. 1997 wurde diese Rule durch die Rules 101 und 102 der Regulation M ersetzt.

⁵⁸ Bis 1997 Rule 10b-7, seit 1997 Rule 104 der Regulation M.

⁵⁹ Siehe nur Rule 13e-1.

⁶⁰ Etwas anderes gilt nur für Leerverkäufe vor bevorstehenden Emissionen, siehe Rule 105 der Regulation M.

⁶¹ Siehe Rule 10a-1

noch der Emittenten oder des Marktes sind.⁶² Auf der anderen Seite werden aber Richtlinien für die Emittenten für nötig gehalten, die ihnen die Frage beantworten, wann ihre Rückkäufe als Verstoß gegen die allgemeine Verbotsvorschrift der Sec. 9 (a)(2) SEA angesehen werden können und wann nicht.⁶³ Statt einer Verbotsvorschrift sieht die SEC daher eine sogenannte „safe-harbor“-rule (Rule 10b-18) als das für diesen Bereich geeignetste regulatorische Mittel an.⁶⁴ Diese Rule bestimmt, daß Rückkäufe eigener Aktien in keinem Fall eine Verletzung der allgemeinen Vorschrift der Sec. 9(a)(2) SEA darstellen, wenn bestimmte Bedingungen eingehalten werden, die Rückkäufe also beispielsweise nicht über einem gewissen Höchstpreis erfolgen.

Diese Beispiele zeigen, daß die SEC Aktienkursmanipulationen durch tatsächliche Handelsaktivitäten als ernstzunehmendes Problem ansieht. Sie versucht, durch sehr detaillierte (und nicht unkomplizierte!) Rules eine Regulierung herbeizuführen, die manipulativen Handel so weit wie möglich verhindert, gleichzeitig aber „normalen“ Handel so wenig wie möglich beeinträchtigt.

Besondere Vorschriften zur Verhinderung von action-based manipulation bestehen nicht. Wird eine solche Manipulation von Unternehmens“insidern“ durchgeführt, so greifen in vielen Fällen die Regeln in Bezug auf Mißmanagement oder auch Insidervorschriften ein. Letztere verbieten zwar die Vornahme von Gesellschaftsmaßnahmen zum Zweck der Kursbeeinflussung nicht, nehmen den Unternehmensinsidern jedoch die Anreize dazu.⁶⁵

Neben diesen speziellen Vorschriften und rules verfügt die SEC über eine weitere starke und wichtige Waffe gegen Kursmanipulationen in Form der berühmten Rule 10b-5, die sie unter der bereits erwähnten „catch-all“ Vorschrift Sec.10 (b) SEA erlassen hat. Diese Rule 10b-5 verbietet im Kern die Anwendung jedes täuschenden Mittels im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers. Rule 10b-5 hat in der Praxis eine fast umfassende Stellung erlangt und findet auf fast alle Arten von Kursmanipulation, insbesondere neue Techniken, sowie auf Insidervergehen und Betrug im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen Anwendung.⁶⁶

⁶² SEC Release Nos. 33-6434; 34-19244; IC-12823 (Nov. 17, 1982).

⁶³ aaO.

⁶⁴ Lediglich während einer Plazierungsphase ist dem Emittenten der Rückkauf eigener Aktien untersagt bzw. auf notwendige Kurspflegemaßnahmen beschränkt, vgl. die bereits erwähnte Rule 102 der Regulation M.

⁶⁵ Thel, *Columb. Bus. L. Rev.* 1988, 359, 390, 392.

⁶⁶ Watter, *SZW* 1990, 193, 203.

Insgesamt hat sich erwiesen, daß es vor allem die Befugnis der SEC, Rules zu erlassen, ist, die die US-amerikanische Regulierung zur Verhinderung von Kursmanipulationen besonders wirkungsvoll macht. Sie erlaubt es der SEC, schnell und flexibel auf die Entwicklung neuer Manipulationstechniken zu reagieren, so daß die Regulierung ohne weiteres zeitnah und wirkungsvoll gestaltet werden kann.⁶⁷ Eine steigende Anzahl von Manipulationsfällen in den achtziger Jahren⁶⁸ zeigt, daß eine ständige Überprüfung der Regeln auch heute noch erforderlich ist.

Ein weiterer Faktor, der entscheidend ist für die Wirksamkeit der Regulierung, ist das System der Sanktionen für Verstöße. Zunächst stehen der SEC selbst vielfältige Untersuchungsbefugnisse zu, um Verstöße überhaupt festzustellen. Wenn sie Unregelmäßigkeiten entdeckt, kann sie Verwaltungsverfahren einleiten, Unterlassungsverfügungen erlassen oder sogar Zivilstrafen verhängen. Verletzungen der Wertpapiergesetze, die „willfully“ erfolgen, können zudem strafrechtlich verfolgt und mit Geld- oder Freiheitsstrafe geahndet werden. Des weiteren haben unter bestimmten Voraussetzungen geschädigte Investoren die Möglichkeit, gegen den Manipulator auf Schadensersatz zu klagen. Eine Besonderheit des US-amerikanischen Prozeßrechts verhilft dabei privaten Klagen zu großer Bedeutung: Die class action. Es handelt sich dabei um eine besondere Form der Zivilklage, die von einem Kläger für die gesamte „class“, also der ganzen Gruppe von gleichermaßen Betroffenen erhoben werden kann. In der Praxis bietet sich diese Klageart an, wenn der Schaden des einzelnen nur gering ist und dadurch ein rationales Desinteresse beim einzelnen Geschädigten an der Geltendmachung des Schadens entsteht.⁶⁹ Durch eine „class action“ können die Ansprüche aller zusammengefaßt werden, so daß auf diese Weise trotz der geringen Einzelschäden ein Anreiz zur Prozeßführung geschaffen wird.⁷⁰

V. Die gegenwärtige deutsche Regulierung

Ein einheitliches Kapitalmarktrecht, wie dies in den Vereinigten Staaten in Gestalt der „securities regulation“ vorhanden ist, besteht in Deutschland nicht. Dementsprechend sind auch die Vorschriften, die auf Kursmanipulationen Anwendung finden können, über verschiedene Gesetze verstreut. Die wichtigsten davon sind das Börsengesetz (BörsG) sowie das 1994

⁶⁷ Lowenfels/Bromberg, 55 Albany L. Rev. 293, 295 (1991).

⁶⁸ McLucas/Angotti, 22 Rev. Sec. & Comm. Reg. 103, 109 (1989).

⁶⁹ Ratner, Securities Regulation, S. 261; Baetge/Eichholtz in: Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß (1999), S. 288; Schäfer in: Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß (1999), S. 67ff.

⁷⁰ Becker in: Börsenreform, S. 858; Baetge/Eichholtz, aaO., S. 288; Baetge/Wobke in: Die Bündelung gleichgerichteter Interessen im Prozeß (1999), S. 368.

erlassene Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Daneben bleiben selbstverständlich auf die Teilnehmer des Kapitalmarktes die Vorschriften der allgemeinen Gesetze wie beispielsweise diejenigen des Strafgesetzbuches und des Bürgerlichen Gesetzbuches anwendbar.

1. Überblick

Die einzige gesetzliche Norm im deutschen Recht, die ausdrücklich gegen Kursmanipulationen gerichtet ist, ist die Strafvorschrift des § 88 BörsG. Hiernach macht sich strafbar, wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren (...)

1. unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung der Wertpapiere (...) erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt oder

2. sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet.

Anders als die entsprechenden Vorschriften des amerikanischen Rechts, die eine Vielzahl manipulativer Verhaltensweisen ausdrücklich nennen, ist der objektive Tatbestand des § 88 BörsG generalklauselartig ausgestaltet und beschränkt sich auf einige typische Mißbrauchsformen. Auch der subjektive Tatbestand der Vorschrift ist bemerkenswert: Die Tathandlung muß gezielt zur Einwirkung auf den Börsenkurs vorgenommen werden. Die praktische Bedeutung des § 88 BörsG ist bisher denkbar gering.⁷¹ In den vergangenen Jahrzehnten sind keine Verurteilungen aufgrund dieser Vorschrift bekannt geworden.⁷²

In strafrechtlicher Hinsicht können neben § 88 BörsG in Einzelfällen auch allgemeinere Vorschriften wie zum Beispiel § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug) oder auch der Tatbestand des Insiderhandelsverbotes gemäß § 38 WpHG i.V.m. 14 WpHG erfüllt sein. Diese Normen sind zwar nicht ausdrücklich gegen Kursmanipulationen gerichtet sind, können diesen aber doch zumindest de facto entgegenwirken.

Der Handel an den Börsen, der zunächst durch die Börsenordnungen und Geschäftsbedingungen geregelt ist, unterliegt in erster Linie der Aufsicht durch die jeweiligen Handelsüberwachungsstellen und durch die zuständigen Börsenaufsichtsbehörden der Länder. Diesen obliegt insbesondere auch die Aufgabe, die Preisfindung, die Einhaltung börsenrechtlicher Vorschriften, Geschäftsbedingungen und Anordnungen durch die Handelsteilnehmer zu überwachen und „sonstige Mißstände“ zu beseitigen und zu verhindern (vgl. nur

⁷¹ Bröker, wistra 1995, 130, 133; Rössner in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 9, Rn. 1.

⁷² Otto, Die strafrechtliche Bekämpfung unseriöser Geschäftstätigkeit, S. 100; Möhrenschrager, wistra 1983, 17, 17f.

§§ 1a Abs. 2, 1b Abs. 5 BörsG). Die einzige Manipulationstechnik, die im Regelwerk der Frankfurter Wertpapierbörse eine ausdrückliche Regelung erfährt, ist die der fiktiven Transaktionen: § 38 der Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse untersagt den Handelsteilnehmern die Vornahme von „wash sales“ und „matched orders“. Die „sonstigen Mißstände“ können nur solche Manipulationen erfassen, die keinen im Sinne des Börsengesetzes *formal* ordnungsgemäßen Handel darstellen.⁷³

Die Aufsicht durch das 1994 neu geschaffene Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), das die dritte Aufsichtsebene bildet, beschränkt sich auf die ihm durch das WpHG konkret zugewiesenen Aufgaben.⁷⁴ Der Bereich der Kursmanipulationen gehört grundsätzlich nicht dazu. Der einzige Ausnahmefall liegt vor, wenn Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch die Beeinflussung von Börsenkursen gegen die in §§ 31, 32 WpHG statuierten Verhaltensregeln verstoßen, deren Einhaltung das BAWe überwachen und sicherstellen soll.⁷⁵

Die zivilrechtliche Erfassung manipulativer Tätigkeiten wird zunächst dadurch erschwert, daß in aller Regel zwischen Manipulator und geschädigtem Investor keine vertragliche Beziehung besteht.⁷⁶ Schadensersatzansprüche können sich daher meist allenfalls auf deliktsrechtlicher Basis ergeben. Hier ist zu berücksichtigen, daß nach bisher allgemeiner Ansicht § 88 BörsG nicht als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB angesehen wird.⁷⁷ In den Fällen, in denen Schadensersatzansprüche geschädigter Investoren gegen einen Manipulator bestehen, bereitet deren Durchsetzung erhebliche Schwierigkeiten: Für den einzelnen Investor, dem keinerlei Untersuchungsbefugnisse zustehen, ist es schwierig, im anonymen Börsenhandel den Täter auszuforschen.⁷⁸ Zudem wird es für ihn mit nicht unerheblichen Schwierigkeiten verbunden sein, die Höhe des verursachten Schadens festzustellen,⁷⁹ da Kursveränderungen neben den manipulativen Verhaltensweisen in der Regel auf verschiedene weitere Faktoren zurückzuführen sind. Selbst wenn der geschädigte Anleger diese Probleme überwinden kann, wird sich eine Klage für ihn wegen der häufig verhältnismäßig geringen Verluste oft nicht lohnen.⁸⁰ Eine dem Institut der amerikanischen „class-action“ vergleichbare Klagemöglichkeit,

⁷³ Dreyling in: Assmann/Schneider, WpHG, 2. Auflage 1999; § 4, Rn. 16.

⁷⁴ v. Rosen in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage 1997, § 2, Rn. 208.

⁷⁵ Dazu näher Lenzen, aaO., § 5 II 2 b.

⁷⁶ Dazu eingehend Lenzen, aaO., § 5 II 3 a.

⁷⁷ Für alle: Schwark, Börsengesetz, 2. Auflage 1994, § 88 BörsG, Rn. 1.

⁷⁸ Altendorfer, aaO., S. 234.

⁷⁹ Altendorfer, aaO., S. 234.

⁸⁰ Watter, SZW 1990, 193, 202.

die sich in den USA als unerlässlich erwiesen hat, um die Prozeßführung zu mobilisieren,⁸¹ gibt es in Deutschland nicht.

2. Erfassung der einzelnen Manipulationstechniken

Eine eingehende Untersuchung, inwieweit die verschiedenen Manipulationstechniken von den oben im Überblick dargestellten Vorschriften erfaßt werden, hat im wesentlichen zu folgenden Ergebnisse geführt:⁸²

Manipulationen von Börsenkursen durch sogenannte *fiktive Transaktionen* sind im deutschen Recht durch strafrechtliche sowie aufsichtsrechtliche Bestimmungen verboten: § 88 Nr. 2 BörsG und die Verhaltensregel des § 31 Abs.1 Nr.1, 2 WpHG erfassen diese Art der Kursmanipulation in gleichem Maße wie die entsprechenden Regeln des US-amerikanischen Rechts. Lücken bestehen insoweit nur auf der zivilrechtlichen Ebene: Geschädigte Anleger haben, anders als in den Vereinigten Staaten, meist keine Schadensersatzansprüche gegen den Manipulator.

Kursmanipulationen durch die *Verbreitung falscher, irreführender oder unvollständiger Nachrichten oder Gerüchte, durch die Unterdrückung von Tatsachen, durch die Kundgabe von Werturteilen, Meinungen oder Prognosen oder das „Heraufreden“ oder Herunterloben von Kursen durch Kauf- oder Verkaufsempfehlungen sowie der Spezialfall des sogenannten „Scalping“* werden in weiten Teilen vom deutschen Recht ebenso umfassend erfaßt wie vom US-amerikanischen: Sofern eine kursbeeinflussende Absicht nachgewiesen werden kann, ist meist eine Strafbarkeit nach § 88 BörsG gegeben. Wertpapierdienstleistungsunternehmen verstoßen darüber hinaus gegen die Wohlverhaltensregel des § 31 Abs.1 Nr.1, 2 WpHG. Ein Manipulator, der Papiere erwirbt, um sie nach seiner Kaufempfehlung, die den Kurs steigern soll, wieder gewinnbringend zu veräußern („Scalping“), sieht sich nach neuerer (und überzeugender) Ansicht⁸³ dem Vorwurf eines verbotenen Insidergeschäfts ausgesetzt. Ein wesentlicher Unterschied zu der US-amerikanischen Regelung liegt hier im subjektiven Bereich: § 88 BörsG, der diese Art der Kursmanipulation am ehesten erfaßt, setzt eine kursbeeinflussende Absicht voraus. Andere unter Umständen einschlägigen Vorschriften wie

⁸¹ Becker in: Börsenreform, 1997, S. 858.

⁸² Dazu eingehend Lenzen, aaO., § 5 III.

⁸³ Assmann/Cramer in: Assmann/Schneider, WpHG, § 14, Rn. 34; Assmann, WM 1996, 1337, 1345, Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 20f; Hopt, Festschrift für Heinsius, S. 296; ders., ZGR 1991, 17, 34; Siebold, Das neue Insiderrecht, 1994, 120f; Schneider/Burgard, ZIP 1999, 381, 388; Immenga, ZBB 1995, 197, 203; a.A.: Volk,

beispielsweise § 264a StGB, § 4 UWG oder auch die Prospekthaftungsnormen verlangen eine solche Absicht zwar nicht, sind dafür aber nur in besonders gelagerten Fällen anwendbar. Die Wohlverhaltensregel des § 31 WpHG, der ebenfalls einen sehr weitgehenden Anwendungsbereich hat, betrifft nur Wertpapierdienstleistungsunternehmen. In den USA dagegen reicht wohl der Nachweis bloßer Kenntnis sowie von „recklessness“ (also einer besonderen Form der Gleichgültigkeit) in Bezug auf die Falschheit oder den irreführenden Charakter der Nachricht aus.

Im zivilrechtlichen Bereich bestehen die gleichen Defizite wie im Hinblick auf die fiktiven Transaktionen mit der einzigen Ausnahme, daß gegebenenfalls eine Prospekthaftung eingreift.

Ebenso wie in den USA bestehen auch in Deutschland keine Antimanipulationsvorschriften, die auf *Kursmanipulationen durch Veränderung des inneren Wertes* eines Wertpapiers anwendbar wären. Insbesondere § 88 BörsG greift nicht. Die allgemeinen Strafvorschriften können jedoch eine Vielzahl der Fälle erfassen. Zudem wird ein Manipulator, der aus seiner Manipulation Gewinne ziehen will, nach den Vorschriften des Insiderrechts strafbar sein. Darüber hinaus sollte vor allem die Manipulation durch Unternehmensinsider der Regulierung durch das Gesellschaftsrecht (die hier nicht behandelt werden soll) überlassen bleiben, um nicht über das Kapitalmarktrecht in Unternehmensentscheidungen einzugreifen.

Erhebliche Regelungslücken werden jedoch im Hinblick auf *Kursmanipulationen durch tatsächliche Handelsaktivitäten* erkennbar: Anders als im US-amerikanischen Recht gibt es auch für diesen Bereich keine spezielle Vorschrift. Ob derartige Verhaltensweisen von § 88 BörsG erfaßt sind, wird unterschiedlich beurteilt.⁸⁴ Eine Strafbarkeit nach dieser Vorschrift würde neben der Kursbeeinflussungsabsicht voraussetzen, daß tatsächliche Handelsaktivitäten als „auf Täuschung berechnete“ Mittel angesehen werden könnten. Bei dieser Art der Manipulation liegen reelle Kauf- und Verkaufsaufträge vor, die nicht wie fiktive Transaktionen über die tatsächliche Marktsituation täuschen. Das einzige, worüber derartige Verhaltensweisen täuschen können, ist das Motiv des Handelnden. Zweifelhaft ist hier bereits, ob das Motiv die Handlung selbst zu einem auf Täuschung berechneten Mittel werden lassen kann. Zudem würde die Annahme einer solchen Täuschung voraussetzen, daß bei sämtlichen an der Börse geschlossenen Geschäften grundsätzlich davon ausgegangen werden dürfte, ihnen lägen

BB 1999, 66ff; ders., ZIP 1999, 787ff; Koller in: Assmann/Schneider, WpHG, § 32, Rn. 10; Irmen in: Bankrecht und Bankpraxis (BuB), Band 4, Siebenter Teil, Rn. 7/728.

⁸⁴ Dazu eingehend Lenzen, aaO., § 5 III 2 b aa.

andere Motive zugrunde als die Absicht der Kursbeeinflussung. Den Kursen einen Erklärungswert zu unterstellen, sie seien frei von derartigen Verhaltensweisen zustande gekommen, geht aber wohl zu weit. Das einzige, worauf die Marktteilnehmer vertrauen können, ist die Ordnungsmäßigkeit der Kursbildung, die durch tatsächlich abgeschlossene und formal den Handelsregeln entsprechende Geschäfte nicht verletzt ist.⁸⁵ Die Gegenansicht wird damit begründet, daß mit dem bloßen Ziel der Kursbeeinflussung eingegangene Geschäfte den Markt über die dahinterstehende Wertschätzung des Handelnden in Bezug auf den jeweiligen Titel täuschten.⁸⁶ Diese Ansicht erscheint jedoch bedenklich, da die Motive für einen Handel vielfältig sind und anerkennenswert sein können, auch wenn sie von der persönlichen Bewertung des betreffenden Papiers unabhängig sind. Tatsächliche Transaktionen sollten daher in keinem Fall als auf Täuschung berechnete Mittel angesehen werden, wodurch eine Strafbarkeit nach § 88 BörsG ausscheidet.

Ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot kommt, selbst wenn man den Insidertatbestand weit auslegt und die Kenntnis von der Kursbeeinflussungsabsicht als Insidertatsache sowie denjenigen, der seine eigene Absicht kennt, als Insider ansieht, nur dann in Betracht, wenn der Manipulator die veränderten Kurse durch weitere Börsengeschäfte für sich nutzen will; andernfalls fehlt es in jedem Fall am Merkmal des „Ausnutzens“.⁸⁷

§ 31 Abs.1 Nr.1, 2 WpHG verbietet zwar auch Kursmanipulationen durch tatsächlichen Handel, jedoch ist der Anwendungsbereich dieser Norm auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen beschränkt.

Hieraus ergibt sich, daß in vielen Fällen gegen derartige Manipulationshandlungen derzeit keine rechtliche Handhabe besteht. Die zahlreichen in den Vereinigten Staaten zu diesem Bereich ergangenen Entscheidungen lassen auf der anderen Seite darauf schließen, daß es sich hierbei um durchaus gängige und keineswegs ungewöhnliche Maßnahme handelt.

Ebenso, wie keine Regel vorhanden ist, die generell die Manipulation durch tatsächliche Handelsaktivitäten erfassen kann, gibt es auch keine speziellen Vorschriften, die tatsächliche Transaktionen in bestimmten Situationen regeln, um dort Manipulationen zu verhindern:

So findet sich beispielsweise keine Bestimmung, die die Zulässigkeit von *Kurspflegemaßnahmen* von bestimmten Voraussetzungen abhängig macht. Lediglich dem § 31 Abs.1 Nr.2 WpHG lassen sich für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die wohl bedeutendsten

⁸⁵ Ebenso Altendorfer, aaO., S. 232.

⁸⁶ Iffland, SZW 1997, 121, 122; Jean-Richard, SZW 1995, 259, 261; im Ergebnis wohl auch Schwark, Börsengesetz, § 88 BörsG, Rn. 7f.

⁸⁷ Dazu näher Lenzen, § 5 III 2 b bb.

Betreiber von Kurspflege, indirekt Anforderungen entnehmen, die diese Unternehmen bei derartigen Maßnahmen zu erfüllen haben.⁸⁸ In seltenen Ausnahmefällen können Kurspflegemaßnahmen von § 88 Nr.2 BörsG oder dem Insiderhandelsverbot erfaßt sein. Klare Grenzen zwischen zulässigen und unzulässigen Aktivitäten werden durch die vorhandenen Vorschriften nicht gezogen.

Sonderregeln für Handelsaktivitäten während einer *Plazierungsphase* oder während eines *Übernahmeangebots*, für *Rückkäufe eigener Aktien* (abgesehen von §§ 71, 57 AktG) oder für *Leerverkäufe* gibt es ebenfalls nicht.

VI. Reformvorschläge

Wie gezeigt, weist das deutsche Recht erhebliche Lücken auf, was die Verhinderung von Kursmanipulationen betrifft. Daraus lassen sich die folgenden Reformvorschläge ableiten:

1. Materiell-rechtliche Erweiterungen

a) Verbot des tatsächlichen Handels mit Kursbeeinflussungsabsicht

aa) Schaffung eines allgemeinen Verbotstatbestandes

Eine wichtige Manipulationstechnik, die von den bisher bestehenden Vorschriften nur unzureichend erfaßt wird, ist der Handel in kursbeeinflussender Absicht. Derartige Praktiken müssen im Interesse des Kapitalmarktes aber eindeutig, und zwar mit strafrechtlichen Mitteln, untersagt werden.⁸⁹ Der Tatbestand des § 88 BörsG ist daher (zumindest klarstellend) dahin zu ergänzen, daß auch mit der Absicht, auf den Börsenkurs Einfluß zu nehmen, vorgenommene Handelsaktivitäten unter Strafe gestellt werden.

bb) Sondervorschriften für bestimmte Bereiche

Bei der Darstellung der Technik der Kursmanipulation durch tatsächliche Handelsaktivitäten wurde auf die Probleme hingewiesen, die entstehen, wenn Transaktionen in kursbeeinflussender Absicht generell als verbotene Manipulation klassifiziert werden: Die erforderliche Absicht ist in den meisten Fällen nur schwer nachzuweisen. Es muß daher darüber nachgedacht werden, ob analog zum US-amerikanischen Regelwerk in bestimmten Fällen per se von einer

⁸⁸ So Koller in: Assmann/Schneider, WpHG, § 31, Rn. 62. Dies ist in der Literatur jedoch keineswegs unstrittig. Für die Gegenauffassung siehe Bosch in: Bankrecht und Bankpraxis (BuB), Band 5, Zehnter Teil, Rn. 10/348.

⁸⁹ Dazu näher Lenzen, aaO., § 3.

Manipulation auszugehen ist und damit gewisse Transaktionen generell zu verbieten sind. Des weiteren wurde auf das Problem einer möglichen Überabschreckung hingewiesen.

Überprüft man die US-amerikanischen Vorschriften auf ihre Effizienz und ihre Eignung für den deutschen Markt, so kommt man zu folgenden Ergebnissen:⁹⁰

(1) Von der hier vorgeschlagenen Verbotsvorschrift zur Verhinderung tatsächlicher Handelsaktivitäten mit der Absicht der Kursbeeinflussung würden auch sämtliche Transaktionen zur Kurspflege/Stabilisierung erfaßt, da das Ziel der Einwirkung auf den Kurs gerade ein Wesensmerkmal dieser Maßnahmen ist. Kurspflege wird aber aufgrund einer Reihe mit ihr verbundener positiver Effekte überwiegend für berechtigt und häufig sogar für erforderlich gehalten. Die Abgrenzung, in welchen Fällen eine Kurspflegemaßnahme noch zulässig sein soll und wann sie als verbotene Manipulation anzusehen ist, ist letztlich eine Frage an die Praxis. Es sind daher von kompetenter Seite, wie in den USA durch die SEC, geeignete Abgrenzungskriterien zu entwickeln.⁹¹ Wichtige Anhaltspunkte könnten dafür der Rule 104 der amerikanischen Regulation M entnommen werden. Als zulässig eingestufte Kurspflegemaßnahmen wären dann in einem zweiten Schritt ausdrücklich von der generellen Verbotsnorm auszunehmen.

Ein generelles Handelsverbot für alle an einer Emission Beteiligten während einer Plazierungsphase, das lediglich Kurspflegeaktivitäten ausnimmt, wie es in den USA besteht, ist demgegenüber nicht zu befürworten.

(2) Zur Verhinderung von manipulativen Transaktionen während Übernahmeangeboten würde es sich anbieten, den Art.3 Übernahmekodex in zwingendes Gesetzesrecht zu übernehmen.

(3) Im Hinblick auf Rückkäufe eigener Aktien erscheint eine der US-amerikanischen Regelung vergleichbare „safe-habor“-Rule sinnvoll:

Zwar schränken die Voraussetzungen, die das deutsche Recht durch die §§ 71 und 57 AktG an den Rückkauf eigener Aktien stellt, dessen Eignung für Kursmanipulationen erheblich ein. Dennoch ist der Einsatz dieses Instruments zur Kursbeeinflussung nicht ausgeschlossen.⁹² Auf der anderen Seite ist jedoch zu berücksichtigen, daß Rückkäufe häufig nicht in unlauterer Absicht erfolgen, sondern von wirtschaftlich nützlichen Erwägungen getragen werden. Positive

⁹⁰ Für die einzelnen Begründungen siehe Lenzen, aaO., § 6 II 1 b.

⁹¹ So auch der Reformvorschlag des Bundesverbandes deutscher Banken in: Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken zum Gutachten „Börsenreform - Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung“, S. 78.

⁹² Vgl. Lückmann, Handelsblatt v. 22./23.1.1999, S. 20.

Wirkungen auf den Kurs bilden dann lediglich einen gern gesehenen Nebeneffekt. Um die Unternehmen nicht durch die Strafandrohung einer allgemeinen Vorschrift, die tatsächliche Transaktionen zum Zweck der Kursbeeinflussung verbietet, von so motivierten Rückkäufen abzuhalten, wäre eine „safe-habor“-Rule durchaus geeignet. Darin wären weitere Voraussetzungen für den Rückkauf eigener Aktien aufzustellen, bei deren Einhaltung ein Verstoß gegen den allgemeinen Verbotstatbestand ausgeschlossen wäre. Diese Voraussetzungen müßten so gestaltet sein, daß sie die Gefahr des Mißbrauch von Rückkäufen zur Kurssteigerung weitgehend ausschließen. Eine solche „safe-habor“-Rule scheint auch schon deshalb erforderlich, um nicht mit der neuen allgemeinen Verbotsnorm und der mit ihr verbundenen Strafandrohung die gerade erst durch die Änderung des Aktienrechts zum Rückkauf eigener Aktien erweiterten Gestaltungsmöglichkeiten der Unternehmen wieder zurückzunehmen.

4. Ein generelles Verbot oder eine Beschränkung von Leerverkäufen ist nicht empfehlenswert.

b) Verbot absichtsloser Manipulationen durch falsche Nachrichten

Der Straftatbestand des § 88 BörsG erfaßt die vorsätzliche Verbreitung falscher, übertriebener oder tendenziöser Nachrichten bisher nur, wenn diese Wirkung auch angestrebt wird. Diese Absicht sollte für diese Fälle der Kursmanipulation jedoch nicht erforderlich sein.⁹³ Die Veröffentlichung solcher Nachrichten ist auch ohne Manipulationsabsicht geeignet, die korrekte Preisbildung an den Börsen zu stören. Das Vorsatzerfordernis schließt Beeinträchtigungen der Bereitschaft zur Informationsverbreitung in hinreichender Weise aus.

2. Verfahrensrechtliche Neuerungen

In Übereinstimmung mit anderen Reformvorschlägen⁹⁴ wird angeregt, eine zentrale Aufsichtsbehörde mit der Überwachung, Durchsetzung und Konkretisierung des Manipulationsverbote zu betrauen. Bislang ist für die Überwachung und Durchsetzung des § 88 BörsG nur die Staatsanwaltschaft zuständig. Es erscheint jedoch sinnvoll, zusätzlich aus Gründen der Sachnähe und des Umfangs der Überwachungstätigkeit einer Aufsichtsbehörde im wesentlichen die gleichen Überwachungsbefugnisse wie in Bezug auf Insidervergehen zu übertragen. Diese Aufsichtsbehörde sollte Hinweisen auf Manipulationen nachgehen und sie gegebenenfalls

⁹³ In diese Richtung auch Kaiser, WM 1997, 1557, 1563. Auch die Nr.7 der Ergänzenden Grundsätze der Empfehlungen betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen (Abl. EG Nr. L 212/42 v. 20.8.1977) sprach sich für ein Verbot solcher absichtsloser Kursmanipulationen aus.

⁹⁴ Hopt/Baum in: Börsenreform, 1997, S. 440ff; Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken, aaO., S. 79.

erhärten können, damit die Staatsanwaltschaft geeignete Unterlagen für ihre Strafverfolgung erhält.⁹⁵ Die umfangreiche Datensammlung des BAWe zur Ermittlung von Insiderverstößen könnte wegen der Parallelen zwischen Insiderhandel und Manipulation unter Umständen auch für die Ermittlungen von Verstößen gegen Manipulationsverbote genutzt werden. Es wäre daher sinnvoll, das BAWe auch zur Aufsichtsbehörde für Kursmanipulationen zu machen.

Verfahrensrechtlich müßte dem BAWe des weiteren die Möglichkeit zur Konkretisierung und Fortentwicklung der in § 88 BörsG n.F. enthaltenen Manipulationsverbote durch Verordnungen eingeräumt werden. Die Erfahrungen in den USA haben gezeigt, daß die rule-making-power der SEC ein entscheidendes Instrument ist. Nur durch sie kann das Manipulationsverbot jederzeit sachnah, zeitnah und flexibel gestaltet werden. Probleme ergeben sich daraus, daß bei einem reinen Straftatbestand wie dem des § 88 BörsG die Weiterentwicklung durch einen Verordnungsgeber aus rechtsstaatlichen Gründen (Art. 103 Abs.2 GG) nicht ohne weiteres erlaubt ist. Gestattet ist jedoch die Spezifizierung eines Tatbestandes durch Rechtsverordnung⁹⁶ sowie eine extensive Auslegung.⁹⁷ Im Hinblick auf § 88 BörsG n.F. ergeben sich zwei Anhaltspunkte für den Erlaß solcher normkonkretisierender Verordnungen. Zum einen sollte es Aufgabe des BAWe sein, das Verbot von Transaktionen mit Kursbeeinflussungsabsicht zu spezifizieren und auf diese Weise die oben beschriebenen Sonderregeln für Rückkäufe eigener Aktien und Kurspflegemaßnahmen zu schaffen. Es könnte für diese Bereiche legitime, und damit erlaubte, Verhaltensweisen definieren und sie so dem Anwendungsbereich des § 88 BörsG n.F. entziehen. Zum zweiten hätte es die Möglichkeit, das Merkmal der „auf Täuschung berechneten Mittel“ näher zu definieren und damit auch auf neue Manipulationstechniken zu reagieren und Unsicherheiten hinsichtlich der Auslegung dieses Merkmals zu beseitigen

⁹⁵ So auch BR-Drucksache 417/97, S. 3.

⁹⁶ BVerfGE 14, 245, 251; 51, 60, 71; 75, 329, 342; 78, 374, 382.

⁹⁷ BVerfGE 73, 206, 239ff.