

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

REGINA NÖBNER

KURS- UND MARKTPREISMANIPULATION –  
GRATWANDERUNG ZWISCHEN WIRTSCHAFTLICH SINNVOLLEM UND  
STRAFRECHTLICH RELEVANTEM VERHALTEN

BMF-LECTURES AM ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**

**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT**

**SENCKENBERGANLAGE 31**

**D-60054 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-28941**

**FAX: +49 (0)69 / 798-29018**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Regina Nößner

**Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich relevantem Verhalten**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 8

# **Kurs- und Marktpreismanipulation - Gradwanderung zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich relevantem Verhalten''**

**Vortrag am 08. Mai 2003 am Institute for Law and Finance, Frankfurt am Main**

**Regina Nößner, Leiterin des Referats Verfolgung von Kurs- und Marktpreismanipulation bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Frankfurt am Main**

## I. Einleitung

Der Titel des Vortrags benennt eine der wichtigsten Abgrenzungsfragen, die man sich zu stellen hat, sobald man es mit Kurs- und Marktpreismanipulation zu tun hat. Was ist zulässiges Marktverhalten, was muss jeder Marktteilnehmer tun dürfen, ohne mit einem Bein im Gefängnis zu stehen und wo fängt die verbotene Kursmanipulation an? Eine bedeutsame Unterscheidung für die aktiven Akteure am Kapitalmarkt, um Klarheit darüber zu haben, was erlaubt ist und was nicht. Der Markt braucht das Vertrauen der Anleger, und Anleger vertrauen nur in ordnungsgemäß funktionierende Märkte, in Märkte, an denen Preisbildungsmechanismen funktionieren und kontrolliert werden.

Daher ist es notwendig, Vorkehrungen zu treffen, die gewährleisten, dass Märkte funktionieren und Preise sich an Märkten manipulationsfrei bilden können und auch bilden. Auf der präventiven Seite tragen hierzu die Handelsregeln der verschiedenen Börsen bei, die insbesondere dezidierte Regelungen zur Preisbildung beinhalten. Sie sollen gewährleisten, dass Preise ordnungsgemäß zustande kommen und einen fairen Ausgleich von Angebot und Nachfrage darstellen.

Ergänzt wird dieser präventive Aspekt durch die repressive Seite, nämlich die Ahndung von Fehlverhalten. Hierzu gab es bisher die Regelung des Kursbetrugs in § 88 Börsengesetz. Diese Vorschrift existierte inhaltlich bereits über 100 Jahre, in denen sie aber, wenn nicht tot, so doch zumindest annähernd scheinot war. Denn es sind kaum Verurteilungen oder sonstige Maßnahmen auf der Grundlage dieser Norm bekannt. Wollte man aus diesem Schattendasein allerdings folgern, dass aufgrund des integren Verhaltens der Marktteilnehmer eine solche Regelung obsolet sei, so wäre das ein Fehlschluss.

Mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, das zum 01. Juli 2002 in Kraft trat, wurde dann auch eine Reform durchgeführt. Die alte Vorschrift wurde gestrichen und durch die neue Regelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Wertpapierhandelsgesetz ersetzt. Dort wurden §§ 20a und 20b neu eingefügt. Die Aufgabe der Überwachung dieses Manipulationsverbots und die Verfolgung von Verstößen wurde der BaFin übertragen.

## II. Warum braucht man eine gesetzliche Regelung?

Der Gesetzgeber – federführend das Bundesfinanzministerium – verfolgte mit der Neuregelung das Ziel, einerseits die bisherige Regelung des Kursbetrugs stärker an die veränderten Erfordernisse der Praxis anzupassen und andererseits das notwendige Aufsichtsinstrumentarium zur effektiven Durchsetzung des Verbots zu schaffen.

Das Manipulationsverbot zielt darauf ab, die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an den Börsen sicher zu stellen. Es ist darüber hinaus aber auch ein bedeutender Wettbewerbsfaktor. Für Investoren ist ein Markt dann attraktiv, wenn sie auf seine Integrität und ordnungsgemäße Preisbildung vertrauen können. Im Hinblick auf die volkswirtschaftliche Bedeutung funktionierender Kapitalmärkte ist ein effektives Manipulationsregime essentiell. Hier ist es auch nicht ausreichend, auf die „reinigende“ Wirkung der Marktkräfte zu hoffen. Denn dem Wesen der Manipulation wohnt immer ein Element der Täuschung inne, das für Marktteilnehmer nicht ohne weiteres erkennbar ist, so dass eine korrigierende Reaktion auf manipulatives Verhalten hier schwierig sein dürfte.

Auch die an den Börsen und anderen Märkten vorhandenen Handelsregeln können das explizite Manipulationsverbot nicht ersetzen oder es entbehrlich machen. Sie sollen die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse sicherstellen. Die Sanktionsgewalt der Börsenaufsicht, der Börsengeschäftsführung bzw. des Sanktionsausschusses ist daher auch beschränkt: sachlich auf Verstöße gegen die Regeln zur ordnungsgemäßen Preisfeststellung und personell auf die zugelassenen Handelsteilnehmer. Insofern würde eine Überwachung von Manipulationsfällen durch die jeweiligen Börsen bzw. deren Aufsichtsorgane zu kurz greifen und nicht alle Erscheinungsformen von manipulativem Verhalten erfassen können.

Wie ist aber nun das Verhältnis zwischen der Verletzung von Börsenregeln und Verstoß gegen das Manipulationsverbot? Ein Verstoß gegen eine Börsenregel stellt nicht automatisch auch eine Manipulation im Sinne des Manipulationstatbestandes dar. Beide sind aber auch nicht völlig unabhängig voneinander. Nach den Handelsregeln verbotene Crossing-Geschäfte oder abgesprochene Geschäfte (pre-arranged trades), die den Markt von einem bestimmten Geschäft ausschließen, werden häufig auch einen Manipulationsverdacht aufkommen lassen. Ob letztlich eine verbotene Preismanipulation vorliegt, wird im Wesentlichen davon abhängen, ob man den Handelnden eine Preisbeeinflussungsabsicht nachweisen kann. Letztlich kann der Verstoß gegen Börsenregeln lediglich Indiz für eine Preismanipulation sein.

Die Neuregelung des gesetzlichen Tatbestandes korrespondiert mit einer Neuordnung der aufsichtsrechtlichen Zuständigkeiten:

Die BaFin ist seit dem 01. Juli 2002 zuständig für die Überwachung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation. Damit konzentriert sich in der BaFin - dort auch innerhalb einer Abteilung – die Verfolgung von Insiderhandel einerseits und Manipulation andererseits. Beide Verhaltensweisen stehen in einem engen Zusammenhang. Teilweise überschneiden sie sich sogar, wie beim Scalping, also dem Abschluss von Geschäften im Wissen um die kursbeeinflussende Wirkung einer noch abzugebenden eigenen Aktienempfehlung. In der Regel wird es so sein, dass der Manipulateur nicht allein um des manipulierten Preises willen agiert, sondern einen weiteren Zweck verfolgt, also meist einen finanziellen Vorteil aus der Manipulation ziehen will. Ein Weg ist hier das Insidergeschäft.

Ein weiterer positiver Aspekt der Neuregelung liegt darin, dass verschiedene Manipulationstechniken nicht unmittelbar mit dem Börsenhandel im Zusammenhang stehen, sondern auf einem bestimmten Informationsverhalten beruhen; etwa dann, wenn im Internet Falschmeldungen lanciert werden oder in Ad-hoc-Meldungen unrichtige Angaben verbreitet werden. Hier kann die Aufsichtsaufgabe bei der BaFin in Zusammenarbeit mit dem zuständigen Bereich für die Überwachung der Ad-hoc-Publizität wahrgenommen werden.

Positive Auswirkungen ergeben sich auch für die internationale Zusammenarbeit im Bereich Marktmanipulation. Bereits bisher war die BaFin – bzw. das frühere Bundesaufsichtsamt für

den Wertpapierhandel - umfassend für ausländische Finanzmarktaufsichtsbehörden Ansprechpartner. Dies wurde nun ergänzt auch um die materielle Aufsicht in diesem Bereich. Anfragen können nun unter Nutzung eigener Untersuchungsbefugnisse bearbeitet werden, ebenso wie im Bereich des Insiderhandelsverbots.

Im Übrigen hat der Gesetzgeber hier der Entwicklung auf europäischer Ebene vorgegriffen. Denn in der im April veröffentlichten europäischen Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation vom 28. Januar 2003<sup>1</sup> ist in Artikel 11 vorgesehen, dass die Mitgliedsstaaten eine einzige zentrale Behörde benennen, die für die Überwachung der Vorschriften gegen Marktmissbrauch zuständig ist.

### III. Wie sieht die neue gesetzliche Regelung aus und welche Unterschiede zur vorherigen Rechtslage bestehen?

#### 1. Anwendungsbereich

§ 20a WpHG schützt Börsenpreise und Marktpreise. Börsenpreise sind solche im Sinne des Börsengesetzes, also Preise, die an genehmigten Börsen zustande kommen. Das sind in jedem Fall die Preise im amtlichen und geregelten Markt, aber auch im Freiverkehr. Daneben sind aber auch Marktpreise geschützt, ein Begriff der bisher nicht scharf umrissen ist. Als Marktpreis wird man einen Preis ansehen müssen, wenn er im Rahmen organisierter Markteinrichtungen zustande kommt.

Unerheblich ist, ob die einzelne manipulative Transaktion börslich oder außerbörslich erfolgt. Denn es werden auch außerbörsliche Transaktionen erfasst. Diese Regelung korrespondiert mit der Ausgestaltung der Meldepflicht für Wertpapiertransaktionen nach § 9 WpHG. Die Institute, die Geschäfte für sich oder für Kunden abschließen, müssen diese ja bekanntermaßen an die BaFin melden, und zwar unabhängig davon ob das einzelne Geschäft börslich oder außerbörslich abgeschlossen wurde.

Geschützt wird allerdings nur die Bildung von Börsen- oder Marktpreisen von Vermögenswerten. Vermögenswerte sind Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate Rechte auf Zeichnung, ausländische Zahlungsmittel und Waren. Nicht mehr erfasst sind Unternehmensanteile.

Ein Vermögenswert im Sinne der Vorschrift des § 20a WpHG liegt aber nur dann vor, wenn der Wert börsennotiert ist, also entweder im Inland zum Börsenhandel zugelassen oder in den Börsenhandel einbezogen ist. Ein Vermögenswert liegt auch dann vor, wenn der Wert an einem organisierten Markt in der Europäischen Union oder dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Handel zugelassen ist. Insoweit ist die Neuregelung enger als der frühere Tatbestand, der auch den Handel in Vermögenswerten mit umfasste, die nicht börsennotiert waren.

Für ausländische Zahlungsmittel dürfte daher in der Praxis kein Anwendungsbereich mehr für den Manipulationstatbestand vorhanden sein. Denn seit der Abschaffung des börslichen Devisenfixings in Deutschland, aber auch in den anderen Mitgliedsstaaten der EU, dürfte es sich hier um keine Vermögenswerte im Sinne des § 20a WpHG handeln.

Auch Waren werden nur insoweit erfasst, als sie börsengehandelt sind. Im Vordergrund stehen hier - neben den Produkten der Warenterminbörse Hannover - die an der European

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rates veröffentlicht im Amtsblatt der Europäischen Union vom 12.04.2003, L 96/16

Energy Exchange in Leipzig gehandelten Stromkontrakte und Stromderivate. Nach der Verkehrsanschauung stellt Energie, also auch Gas, Fernwärme, eine Ware dar. Gestützt wird diese Einordnung darauf, dass Strom fungibel ist und sich für Strom Marktpreise bilden können und auch bilden. Der EuGH ordnet bei der Definition des freien Warenverkehrs Strom ebenfalls als Ware ein; ebenso wie die Rechtsprechung in Deutschland, die Strom als Ware im handelsrechtlichen Sinn einordnet.

## 2. Sanktionssystem

Der entscheidende Unterschied zwischen altem und neuem Manipulationsverbot liegt im Sanktionssystem. Der bisherige Kursbetrug war ausschließlich strafbewehrt, mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe. Mit der Neuregelung wurde ein zweigleisiges Sanktionssystem eingeführt. Wer unrichtige Angaben macht, Angaben pflichtwidrig verschweigt oder sonstige Täuschungshandlungen vornimmt, begeht bei Vorliegen der subjektiven Voraussetzungen des Vorsatzes bzw. der Manipulationsabsicht zunächst eine Ordnungswidrigkeit. Sie kann unmittelbar von der BaFin geahndet werden mit Bußgeldern von bis zu 1,5 Mio Euro. Kommt hinzu, dass die Tathandlung auch zu einer Preiseinflussung geführt hat, so liegt eine Straftat vor. Der Strafrahmen wurde hier an das Insiderverbot angepasst und beträgt jetzt 5 Jahre.

Insofern ist es jetzt möglich, abgestuft Verstöße zu ahnden und insbesondere Verstöße, bei denen die Anwendung des Strafrechts nicht erforderlich ist, direkt bei der BaFin zu ahnden. Die ersten Bußgeldverfahren laufen derzeit und es besteht innerhalb der BaFin die Absicht, durch entsprechende Bußgeldhöhen Abschreckung zu erzielen.

Für Altfälle, also Sachverhalte, die sich vor dem 01.07.2002 ereignet haben, ist jeweils zu bestimmen, welche Vorschrift - § 88 BörsG oder § 20a WpHG – das mildere Gesetz ist, welches dann anzuwenden ist. Hier ist zunächst davon auszugehen, dass §§ 20a i.V.m. 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG Nachfolgenorm des § 88 BörsG a.F. ist. Die alte Vorschrift unterscheidet sich von der neuen nur dadurch, dass sie schon eine quasi im Versuchsstadium stecken gebliebene Tat für strafbar und vollendet erklärt. Es besteht kein tief greifender Wesensunterschied zwischen alter und neuer Vorschrift. § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG stellt nur strengere Anforderungen an die Strafbarkeit, da sie vom Eintritt eines Erfolgs, nämlich der Kursbeeinflussung abhängt.<sup>2</sup>

Eine Bestrafung von Altfällen ist also grundsätzlich möglich. Sie setzt aber regelmäßig voraus, dass sowohl bei unrichtigen Angaben als auch bei sonstigen Täuschungshandlungen der Nachweis gelingt, dass Preisbeeinflussungsabsicht vorlag (weil in § 88 BörsG notwendig) und auf den Preis auch tatsächlich eingewirkt wurde. Handelt der Täter zwar mit Preisbeeinflussungsabsicht, gelingt es ihm aber nicht, tatsächlich auf den Preis einzuwirken, so kommt lediglich eine Ahndung als Ordnungswidrigkeit mit Bußgeld in Betracht.

## 3. Tathandlungen - Was im Einzelnen ist verboten?

Hier stellt sich auch die Vorfrage: wann ist ein Vermögenswert überhaupt manipulierbar? Im Wesentlichen kommt es auf die Liquidität eines Vermögenswertes z.B. einer Aktie an. Je liquider ein Wertpapier ist, desto weniger anfällig ist es für Manipulationen. Bei Manipulationen mittels Handelsaktivitäten kann man auch sagen, desto größer muss die Marktmacht des Manipulateurs sein.

---

<sup>2</sup> vgl. Urteil des Landgericht München I vom 20.12.2002 in Sachen Comroad; Az: 6 KLS 305 Js 34066/02

3.1. Verboten ist es, unrichtige Angaben zu machen über bewertungserhebliche Umstände eines Vermögenswertes. Praktisches Beispiel ist die Angabe eines überhöhten Auftragsvolumens, eines in Wahrheit sehr viel kleineren Auftrags. Hier bestehen zur Vorgängernorm nur Unterschiede in den subjektiven Anforderungen. Es reicht nunmehr aus, dass der Manipulateur bedingt vorsätzlich handelt, eine Absicht im Sinne von *dolus directus* ersten Grades ist nicht mehr notwendig. Insofern ist hier die Verfolgung nunmehr leichter, da dem Manipulateur nicht mehr nachgewiesen werden muss, dass es ihm in erster Linie darauf ankam, den Preis der Unternehmensaktie positiv zu beeinflussen. Es reicht nun aus, wenn das Hauptmotiv ein anderes war, z.B. Kredite zu erlangen.

Die Auslegung des Begriffs der Angaben wird man wie bisher weit vorzunehmen haben, so dass hierzu nicht nur Tatsachen, sondern auch Prognosen, Werturteile und sonstige Sachverhalte mit Tatsachenkern zu zählen sind.

Ihre Unrichtigkeit lässt sich bei Tatsachen relativ einfach feststellen. Bei Prognosen und Werturteilen kommt es darauf an, ob die zugrunde liegende Tatsachenbasis unrichtig oder unvollständig war bzw. die Aussage nicht mehr vertretbar ist.

Die Angaben müssen sich auf bewertungserhebliche Umstände beziehen. Das sind Umstände, die für die Bewertung von Vermögenswerten grundsätzlich eine Rolle spielen, relevant sind. Im Zusammenhang der verwandten Vorschrift des Kapitalanlagebetrugs, § 264 a StGB hat der BGH zur Bewertungserheblichkeit ausgeführt, bewertungserheblich sind Umstände, die geeignet sind, auf die Investitionsentscheidung eines vernünftigen Anlegers von durchschnittlicher Vorsicht Einfluss zu nehmen. Gemeint sind alle Umstände, die ein Kriterium für die Bewertung etwa einer Aktie sein können, ohne dass dabei bereits eine graduelle Komponente enthalten ist.

Was sind nun solche Umstände, die auf den Anleger entweder einen Kauf- oder Verkaufsanreiz ausüben können. Aus der Literatur zum bisherigen § 88 BörsG lässt sich hier nicht viel gewinnen, meist beschränkte man sich auf den Hinweis auf die Verkehrsauffassung. Beispielhaft könnte man denken an:

- Änderungen in den Jahresabschlüssen, Zwischenberichten oder der Gewinn- und Verlustrechnung, daraus abgeleitete Kennzahlen (z.B. Ebit, Ebitda)
- Liquiditätsprobleme,
- Kapitalmaßnahmen,
- Änderungen in Dividendenzahlungen, deren Aussetzung,
- strategische Unternehmensentscheidungen,
- bedeutende Kooperationen,
- Beteiligungserwerbe etc.

Der Gesetzgeber hat im Rahmen einer Verordnungsermächtigung Raum geschaffen für eine nähere Konkretisierung der bewertungserheblichen Umstände (§ 20a Abs. 2 WpHG). Das Bundesfinanzministerium erarbeitet derzeit diesen Verordnungsentwurf.

Werden unrichtige Angaben aktiv gemacht, so spielt es keine Rolle, in welcher Form und welchen Adressaten gegenüber die Angaben gemacht werden. Erfasst werden also z.B. mündliche Äußerungen auf Hauptversammlungen, in Interviews; genauso Angaben in Jahresabschlüssen, Prospekten. Hierher gehören auch unrichtige Pflichtangaben nach WpÜG (z.B. über Vorerwerbe, die sich auf den Preis der Gegenleistung gem. § 31 WpHG auswirken) oder in Ad-hoc-Mitteilungen.



3.2. Anders ist es, wenn Angaben entgegen einer Rechtspflicht verschwiegen werden. Hier muss eine gesetzliche Pflicht bestehen, bestimmte Angaben zu machen. Paradebeispiel ist hier die Ad-hoc-Publizitätspflicht aus § 15 WpHG. In Betracht kommt aber auch die Pflicht aus dem WpÜG, Entscheidungen betreffend Übernahmeangebote oder Kontrollerwerbe zu veröffentlichen oder die Pflicht, einen Börsenprospekt<sup>3</sup> zu veröffentlichen.

In der Regel wird darauf abgestellt, wo der Schwerpunkt des Vorwurfs liegt. Letztlich kommt die Unterlassenalternative aber nur dann in Betracht, wenn eine gesetzliche Rechtspflicht, Angaben zu machen, besteht.

3.3 Die dritte Tatbestandsvariante: Vornahme sonstiger Täuschungshandlungen, in der Absicht, auf den Preis eines Vermögenswertes einzuwirken, § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG. Was sind „sonstige Täuschungshandlungen“ und wie grenzt man sie von erlaubtem Verhalten ab?

Die Variante der sonstigen Täuschungshandlungen stellt einen Auffangtatbestand im Verhältnis zur Nr. 1 des § 20a WpHG dar. Insofern sind sie vom Unrechtsgehalt in etwa auf derselben Ebene anzusiedeln. Zwar ist nicht ausdrücklich verlangt, dass sonstige Täuschungshandlungen auch, wie in Nr. 1, objektiv geeignet sein müssen, auf den Preis eines Vermögenswertes einzuwirken. Man wird dieses einschränkende Merkmal aber in den Tatbestand hineinlesen müssen. Denn eine Täuschungshandlung, die überhaupt nicht in der Lage ist, den Preis einer Aktie zu manipulieren, gefährdet das Schutzgut der Marktintegrität nicht. Die Anwendung eines Tatmittels, das nicht geeignet ist, einen Irrtum hervorzurufen, ist nach den Regeln des untauglichen Versuchs zu behandeln. Im Bereich der Manipulation ist eine Versuchsstrafbarkeit nicht ausdrücklich angeordnet, so dass die Anwendung eines objektiv ungeeigneten Täuschungsmittels sanktionslos bleibt. Aus dem Gesetzgebungsverfahren ergibt sich m.E. nicht anderes. Zwar wurde die ursprüngliche Formulierung der „Eignung zur Preiseinwirkung“ durch „Absicht... einzuwirken“ ersetzt. Dies geschah aber, um den ansonsten bei tatsächlichen Handelsaktivitäten zu unbestimmten Tatbestand auf der subjektiven Ebene einzugrenzen.

Um zu bestimmen, welche Praktiken bzw. Handelstechniken unter die sonstigen Täuschungshandlungen einzuordnen sind, muss man sich zunächst mit dem Zweck der Vorschrift auseinandersetzen. Erfolgreiche Manipulationsaktivitäten führen regelmäßig zu einem künstlichen bzw. verzerrtem Preis, also zu einem Preis, der nicht mehr den fairen Ausgleich von Angebot und Nachfrage darstellt. Der manipulierte Preis wäre bei einem unbeeinflussten Spiel von Angebot und Nachfrage so nicht zustande gekommen. Eine Täuschungshandlung liegt also dann vor, wenn sie eine Situation schafft, die von den Marktteilnehmern mangels Kenntnis der Umstände falsch eingeschätzt wird, wenn Anleger über die wahre Marktsituation getäuscht werden. Die Täuschung kann sich darin äußern, dass z.B. erhöhte Umsätze, ein aktiver Markt oder dass Liquidität vorgetäuscht wird.

Allerdings lassen sich die Täuschungshandlungen nur sehr schwer als Unrecht begreifen, wenn nicht das subjektive Element der Absicht hinzukommt. Nur wenn es dem Handelnden darauf ankommt, auf den Preis einzuwirken, einen künstlichen Preis zustande zu bringen, dann liegt letztlich eine rechtlich relevante Manipulation vor. Der Gesetzgeber ging davon aus, dass diejenigen Vorgehensweisen, die als Täuschungshandlungen einzuordnen sind, auch den Schluss auf eine Manipulationsabsicht nahe legen.

---

<sup>3</sup> insb. wenn bereits Wertpapiere derselben Gattung börsennotiert sind und eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird

Hierzu gehören zunächst einmal fiktive Geschäfte, die im Ergebnis nicht zu Wertpapiertransaktionen führen. Ihnen fehlt die wirtschaftliche Relevanz, d.h. sie dienen nicht der Umsetzung einer Investmentidee.

Solche auch als „**wash sales**“ bezeichneten Geschäfte sind dadurch gekennzeichnet, dass Käufer und Verkäufer identisch sind, also ein In-sich-Geschäft vorliegt, der Markt dies aber nicht erfährt. An der Frankfurter Wertpapierbörse etwa sind solche Geschäfte zu kennzeichnen, um dem Markt den Charakter des Geschäfts zu verdeutlichen. An der Eurex ist vor der Durchführung eines solchen In-Sich-Geschäfts erforderlich, eine bestimmte Zeitspanne verstreichen zu lassen, bevor das Geschäft gemacht wird. Deutlich wird daran, dass solche Crossings –trotz evtl. vorliegendem Verstoß gegen die Handelsregeln - nicht per se schon eine Manipulation darstellen. Es muss die Absicht hinzukommen, auf den Preis einzuwirken, diesen also entweder nach oben oder unten treiben zu wollen oder ihn auf einem Niveau zu halten.

Dasselbe gilt für abgesprochene Geschäfte, **pre-arranged trades**. Hier sind zwar Käufer und Verkäufer verschieden. Sie haben sich aber vor Erteilung der gegenläufigen Aufträge abgesprochen, so dass es auch hier zu keinem marktmäßigen Ausgleich von Angebot und Nachfrage kommen kann. Manipulation liegt vor, wenn es den Handelnden darauf ankommt, einem künstlichen Preis herbeizuführen. Kommt es den Akteuren darauf nicht an, sondern geht es vielmehr darum, die Grundlage für eine Neubewertung von Aktien auf dem aktuellen Preisniveau in den Büchern zu schaffen, so dürfte keine Manipulation vorliegen.

Beide Praktiken stellen gleichzeitig einen Verstoß gegen einschlägige Börsenregeln dar (z.B. § 38 der Geschäftsbedingungen der FWB). Hier findet eine enge und sehr gute Zusammenarbeit mit den Handelsüberwachungsstellen der Börsen statt. In regelmäßigen Abständen werden aktuelle Fallgestaltungen gemeinsam besprochen. Zahlreiche Hinweise, die die BaFin erhält kommen von den Handelsüberwachungsstellen.

Neben den fiktiven Geschäften können aber auch tatsächliche Handelsaktivitäten eine Manipulation darstellen. Zu nennen sind hier die auch international als manipulativ angesehenen Praktiken wie

Painting the Tape, also eine Reihe von Geschäften, die den Eindruck lebhafter Kursbewegungen und Umsätze hervorrufen;

Advancing the Bid, die Erhöhung der Nachfrage durch sukzessiv höhere Orders/Limite, die den Preis treiben bzw. lebhaft Umsätze vortäuschen;

Marking the Close, also Geschäfte, die Referenzkurse beeinflussen;

Pump and Dump, Geschäfte, die den Preis hochtreiben, um danach eigene Positionen zu verkaufen;

aber auch Abusive Squeezes, die Verknappung des lieferbaren Materials und Ausnutzen der herbeigeführten marktbeherrschenden Stellung, um Preis zu beeinflussen

Scalping, also Empfehlungen/Gerüchte, um andere zum Kaufen/Verkaufen zu veranlassen, und dadurch Preis zu beeinflussen.

Allerdings stellt sich hier das Problem der Abgrenzung von legitimen Marktverhalten. Letztlich kann dies nur über ein subjektives Merkmal erfolgen, nämlich die Absicht, auf den Preis eines Vermögenswertes einzuwirken. Um diese Absicht nachweisen zu können ist es notwendig herauszufinden, weshalb der Handelnde den Preis beeinflussen will. Denn regelmäßig wird mit der Preismanipulation ein finanzieller Vorteil angestrebt oder es soll ein drohender Nachteil vermieden werden. Als hinter einer Manipulationsabsicht stehende Motive kommen in Betracht:

- Einbringung von „wertvollen“ Aktien als Sacheinlage in andere Gesellschaft
- Bewertung von Aktien, die als Kreditsicherheit hinterlegt wurden; Verhinderung der Zwangsliquidation des Kredits
- Bewertung eines Depots zu einem bestimmten Stichtag
- Preistreiberei für den Mindestpreis eines bevorstehenden Übernahmeangebots
- Verkauf eigener Aktien oder Auflösen bestehender Short-Positionen (i.d.R. hier auch Ausnutzen von Insiderwissen)
- Preise als Referenzpreise für andere Produkte beeinflussen
- Spekulation auf Auslösen im Orderbuch befindlicher Stopp Orders, um die eigene Order günstig bedienen

Der Gesetzgeber hat vor allem im Hinblick auf ständige technische Neuerungen im Handel auch hier eine Rechtsverordnungsermächtigung geschaffen. Das Bundesfinanzministerium ist ermächtigt, konkretisierende Regelungen betreffend die sonstigen Täuschungshandlungen zu erlassen und über Änderungen neue Manipulationstechniken zu erfassen. Von der ebenfalls vorgesehenen Möglichkeit, diese Ermächtigung auf die BaFin zu delegieren, hat man bislang nicht Gebrauch gemacht.

Die Verordnungsermächtigung zugunsten des Bundesfinanzministeriums erstreckt sich auch auf die Festlegung von Verhaltensweisen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Manipulationsverbot darstellen. Bisher liegt diese Verordnung allerdings noch nicht vor, an ihr wird aber derzeit gearbeitet.

#### V. Kurspflege, Kursstabilisierung, Kursmanipulation – was ist erlaubt und was nicht?

Zunächst einmal ist festzustellen, dass die Zulässigkeit von Kurspflegemaßnahmen gesetzlich nicht explizit geregelt ist. Die Grenzen ergeben sich bisher aus § 88 BörsG a.F und seit 01.07.2002 aus § 20a WpHG. Kurspflege ist eine Form der Einflussnahme auf den Börsen- oder Marktpreis eines Wertpapiers durch tatsächliches Handelsverhalten. Meist haben die Maßnahmen das Ziel, Zufallsschwankungen des Preises zu vermeiden und so das Vertrauen der Anleger zu stärken. Von besonderer Bedeutung sind sie im Primärmarkt, also anlässlich von Neuemissionen oder Sekundärplatzierungen

Wofür könnte es einen solchen Safe Harbour geben?

Nach altem Recht wurde verbotene Kursmanipulation von erlaubter Kurspflege teilweise dadurch abgegrenzt, dass auf das Vorhandensein einer Einwirkungsabsicht abgestellt wurde. Allerdings kann dem nicht zugestimmt werden, da den Kurspflegemaßnahmen die Einwirkungsabsicht nicht fehlt. Im Gegenteil, die (stützende) Einwirkung auf den Preis ist gerade Wesensmerkmal einer Stabilisierungsmaßnahme. Als Voraussetzung für die Zulässigkeit einer preisbeeinflussenden Maßnahme wird man eher auf das fehlende Element der Täuschung abstellen müssen. Dieses Element ist dann nicht mehr gegeben, wenn die Stabilisierungsmaßnahmen dem Markt transparent gemacht werden.

Eine Safe-harbour-Regelung für zulässige Kurspflegemaßnahmen dürfte sich vor allem auf diesen Bereich beziehen. Denn gerade hier lässt sich die Zulässigkeit von Kurspflege- bzw. Stabilisierungsmaßnahmen auch nachvollziehbar begründen. Im Rahmen eines erstmaligen öffentlichen Angebots von Aktien bzw. im Rahmen einer Sekundärplatzierung besteht ein Bedürfnis nach Maßnahmen zur Glättung von Preisschwankungen. Sie dienen insbesondere dazu, einen Preisdruck auszugleichen, der aufgrund des Angebots droht.

Ziel solcher zulässigen Stabilisierungsmaßnahmen ist es, eine erfolgreiche Platzierung der Emission und Preisstabilität in der Emissionsphase (Verhindern von Kursausschlägen) zu gewährleisten. Durch Herstellung entsprechender Transparenz der Stabilisierungsmaßnahmen für die Marktteilnehmer – etwa in Emissionsprospekten - entfällt das Täuschungselement.

Eine dieser Voraussetzungen sollte freilich sein, dass durch die Stabilisierungsmaßnahmen kein Ansteigen des Kurses erfolgt, sondern vielmehr ein weiteres Absinken des Preises verhindert wird, der Preis also gestützt wird. Erfolgen Stabilisierungsmaßnahmen innerhalb solcher Voraussetzungen und in einem engen zeitlichen Zusammenhang mit dem Angebot bzw. der Sekundärplatzierung, so könnten sie als marktkonformes Verhalten gelten.

Man wird allerdings eine Dokumentation der einzelnen Stabilisierungsmaßnahmen fordern müssen. Denn nur so kann überprüft werden, ob tatsächlich innerhalb der zulässigen Grenzen stabilisiert wurde. Um hier klare Verantwortlichkeiten zu haben, sollte man auch einen zuständigen Stabilisierungsmanager aus dem Kreis der beteiligten Kreditinstitute benennen.

#### VI. Kurseinwirkungspotenzial und tatsächliche Kurseinwirkung? – Wann liegt eine Straftat, wann eine Ordnungswidrigkeit vor?

Von erheblicher praktischer Bedeutung ist die Frage, ob eine unrichtige Angabe, eine pflichtwidrig unterlassene Angabe oder eine sonstige Täuschungshandlungen, die nicht den Schutz des Safe Harbours genießt, im Einzelfall als Straftat zu ahnden ist oder als Ordnungswidrigkeit.

Dies hängt davon ab, ob die tatbestandsmäßige Handlung (oder Unterlassung) kausal auf den Preis des jeweiligen Vermögenswertes eingewirkt hat. Hierzu wird eine Einschätzung der Tathandlung anhand des konkreten Marktumfeldes, der Informationslage vorgenommen. Da in schnellen Märkten die Kurswirkung teilweise bereits intraday verarbeitet wird, muss ggf. auch insoweit die Kursreaktion überprüft werden. Beobachtet wird also die Preisentwicklung nach der Tathandlung. Es wird gefragt, wie sich der Preis ohne die Tathandlung entwickelt hätte. Wird etwa eine unrichtige Angabe später richtig gestellt, kann auch die Kursreaktion auf dieses Ereignis herangezogen werden.

Bei der Fallgestaltung des rechtswidrigen Verschweigen von Pflichtangaben ist man in der Regel auf die Beantwortung der auch sonst bei Unterlassensdelikten relevanten Frage angewiesen: Lässt sich mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit feststellen, dass die pflichtgemäße Handlung den Erfolgseintritt verhindert hätte? Dabei ist zu beachten, dass die tatsächliche Kursentwicklung im Unterlassensfall regelmäßig in einer konstanten Kursentwicklung besteht. Auch ein künstlich beibehaltenes Kursniveau kann manipuliert sein. Die Kausalität des Unterlassens kann hier nur hypothetisch ermittelt werden. Wird die verschwiegene Meldung später nachgeholt, kann die dann eintretende Kursreaktion als Indiz herangezogen werden.

Stets müssen aber Störfaktoren identifiziert und isoliert werden. Nur dann lässt sich eine Kausalbeziehung zwischen dem beanstandeten Verhalten und der Kursreaktion herstellen. Hierzu dienen Vergleiche mit entsprechenden Indexentwicklungen oder Unternehmen derselben Branche.

## VII. Das Aufsichtsinstrumentarium

Zur praktischen Durchsetzung des Manipulationsverbots wurde die BaFin mit neuen Befugnissen ausgestattet. Es genügt, dass Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Manipulationsverbot vorliegen, um von den Untersuchungsbefugnissen Gebrauch zu machen. In Betracht kommen hier vor allem Auskunftersuchen an alle denkbaren Beteiligten, ebenso wie die Anforderung von Unterlagen. Insbesondere können Bestandsveränderungen in Depots abgefragt werden. Daneben bestehen Betretensrechte. Beteiligte Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder inländische Börsenhandelsteilnehmer dürfen ihre Auftraggeber oder dahinter stehende berechnigte und verpflichtete Personen nicht über entsprechende Auskunftsverlangen der Aufsicht informieren.

Bereits aufgrund der bisherigen Regeln verfügt die BaFin über Meldedaten betreffend alle abgeschlossenen Wertpapiertransaktionen. Es besteht also ein umfassender Überblick über getätigte Geschäfte. Daten zur Oderlage, die gerade bei den Täuschungshandlungen durch tatsächliches Marktverhalten von erheblicher Bedeutung sind, können über die Handelsüberwachungsstellen der Börsen erlangt werden.

## VIII. Die Marktmissbrauchsrichtlinie der EU

Abschließend möchte ich noch kurz auf die Neuerungen auf europäischer Ebene eingehen. Ende Januar haben Parlament und Rat eine Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, die sog. Marktmissbrauchsrichtlinie verabschiedet.

Ziel der Richtlinie ist es, die Integrität der europäischen Finanzmärkte zu sichern. Es werden Regeln für die Bekämpfung von Marktmissbrauch in Europa aufgestellt und verbindlich gemacht. Letztlich soll so das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte gestärkt werden.

Der bisherige Rechtsrahmen war hier auf europäischer Ebene unvollständig. Zwar gab es die Insiderrichtlinie vom 13. November 1989. Auch die Ad-hoc-Publizität ist bereits auf EU-Ebene geregelt in der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen vom 28.05.2001 (übernommen aus der Richtlinie vom 05.03.1979). Es existierte aber keine Regelung auf europäischer Ebene zur Marktmanipulation. Die Vorschriften über Marktmanipulation in einzelnen Mitgliedsstaaten waren sehr unterschiedlich, es herrschten unterschiedliche Begriffsverständnisse. In einigen Mitgliedsstaaten existierten überhaupt keine Rechtsvorschriften zur Ahndung von Kursmanipulation.

Da sowohl Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität als auch Marktmanipulation jeweils in engem Zusammenhang zueinander stehen, wurde jetzt eine einheitliche Regelung dieser drei Bereiche in der neuen Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation vom 28. Januar 2003 getroffen. Sie wurde veröffentlicht im Amtsblatt der Europäischen Union vom 12.04.2003. Insidergeschäfte und Marktmanipulation werden als Marktmissbrauch verstanden. Die Vorschriften zur Bekämpfung beider Ausgestaltungen werden daher in dieser Richtlinie zusammengefasst. Die bisherige Insiderrichtlinie von 1989 ist aufgehoben

Die Richtlinie stellt eine Rahmenrichtlinie dar. Sie soll sicherstellen, dass überall in der EU der gleiche rechtliche Rahmen für Zuständigkeitsverteilung, Durchsetzung und Zusammenarbeit vorhanden ist. Sie ist binnen 18 Monaten in nationales Recht umzusetzen.

Erstmals soll mit dieser Richtlinie die Empfehlung von Baron Alexandre Lamfalussy zur Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte umgesetzt werden. Danach sollen auf einer zweiten Stufe unterhalb der Richtlinie technische Umsetzungsmaßnahmen erarbeitet werden, durch bei der Kommission angesiedelte Ausschüsse. Auf einer dritten Stufe ist vorgesehen, dass die Wertpapierregulierungsbehörden gemeinsame Empfehlungen, Leitlinien und Standards erarbeiten, um zu gewährleisten, dass die Regeln einheitlich angewendet werden.

Tragender Gedanke der Richtlinie ist dabei, dass sowohl Insiderhandel als auch Marktmanipulation verhindern, dass ein Markt wirklich transparent und fair ist. Marktmissbrauch verletzt die Integrität der Finanzmärkte und untergräbt das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate.

Das Konzept der Richtlinie im Bereich der Marktmanipulation zielt darauf ab, Marktmanipulation lediglich anhand eines bestimmten Verhaltens zu bestimmen, ohne auf Vorsatz oder Absicht oder gar dahinter stehende Ziele und Motivationen abzustellen. Es werden drei Formen von Marktmanipulation definiert und mit Beispielen ergänzt. Allerdings wurde auf die in einem früheren Entwurf enthaltene Auflistung in einem Anhang verzichtet.

Erfasst werden Geschäfte oder Aufträge, die falsche oder irreführende Signale für Angebot oder Nachfrage oder den Kurs geben bzw. geben könnten. Erfasst werden hier auch Geschäfte oder Aufträge, durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen, wenn sie den Kurs so beeinflussen, dass ein anormales oder künstliches Preisniveau erzielt wird. Davon ausgenommen sind Handlungen, die mit der zulässigen Marktpraxis an einem Markt übereinstimmen, oder wenn die handelnde Person legitime Gründe anführen kann.

Eine zweite Manipulationsvariante liegt vor, wenn Geschäfte oder Aufträge unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung stattfinden.

Des Weiteren ist es verboten, Informationen zu verbreiten, die falsche oder irreführende Signale an dem Markt geben oder geben könnten. Der Täter weiß dabei oder hätte wissen müssen, dass die Informationen falsch bzw. irreführend sind. Gemeint ist die Verbreitung über Medien, sowie das Internet oder auf anderem Wege. Hier ist auch das Verbreiten von Gerüchten gemeint.

Als Beispiele werden explizit genannt:

a) Der Umstand, dass man sich eine marktbeherrschende Stellung sichert über Angebot oder Nachfrage und diese dann ausnutzt, um den An- oder Verkaufspreis direkt oder indirekt entsprechend festzusetzen, (Abusive squeezes).

b) Handelsaktivitäten zum Börsenschluss, die die Marktteilnehmer, die zum Schlusskurs handeln irreführen (Marking the Close).

c) Das Ausnutzen eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu Medien, zur Abgabe von Stellungnahmen zu einem Finanzinstrument, wobei zuvor Positionen eingegangen wurden und anschließend Nutzen aus den Auswirkungen der eigenen Empfehlungen auf den Preis gezogen wird, ohne diesen Interessenkonflikt öffentlich bekannt zu machen (Scalping).

Die Definition der Marktmanipulation hier erscheint weiter als in der derzeitigen deutschen Regelung in § 20a WpHG. Insbesondere wird auf das einschränkende Erfordernis einer manipulativen Absicht verzichtet. Ob allerdings ein Manipulationsverständnis in der Praxis

tragfähig ist, das ohne eine Vorsatz- oder Absichtskomponente auskommt, wir sich zeigen müssen. Dies dürfte auch vor dem Hintergrund gelten, dass die derzeitige nationale Regelung mit dem Absichtselement bei Täuschungshandlungen auch Nachweisprobleme in der Praxis mit sich bringt.

Auch die Annahme, dass eine Manipulationshandlung nicht vorliegt, wenn das Verhalten im Rahmen der zulässigen Marktpraxis liegt, ist wohl nur beschränkt tauglich. Denn letztlich würde man die Sanktionswürdigkeit eines Verhaltens an der Qualität der Handelsregeln und akzeptierten Praktiken an einem einzelnen Markt bzw. jeder einzelnen Börse ausrichten.

Insgesamt ist diese einheitliche Regelung auf europäischer Ebene jedoch sehr zu begrüßen. Gerade für die zunehmende Zahl der grenzüberschreitenden Fälle ist ein gemeinsames Verständnis von erlaubtem und verbotenem Marktverhalten dringend erforderlich. Es ist ein bedeutender Schritt auf dem Weg zu einem integrierten europäischen Kapitalmarkt.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

WORKING PAPERS

- 1     Andreas Cahn                    Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
  
- 2     Axel Nawrath                    Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland:  
Ziele                                   und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
  
- 3     Michael Senger                   Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach §  
12                                       Abs. 1 KWG
  
- 4     Georg Dreyling                   Bedeutung internationaler Gremien für die  
Fortentwicklung                       des Finanzplatzes Deutschland
  
- 5     Matthias Berger                   Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
  
- 6     Felicitas Linden                   Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
  
- 7     Michael Findeisen                 Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte



ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT