Karsten Altenhain

Effektiver strafrechtlicher Anlegerschutz? Die angebliche Verschärfung des Börsenstrafrechts nach dem Zusammenbruch des Neuen Markts[1]

Einleitung

Im März 2000 erreichten die deutschen Aktienmärkte historische Höchststände. Kurz darauf platzte der Traum von der „New Economy“ und die wichtigsten Indizes gingen dramatisch zurück. Der DAX fiel bis zum März 2003 von 8136,16 Punkten auf 2188,75 Punkte. Der Nemax, der 1997 eingerichtete Index für den Neuen Markt, stürzte ab von 9665,81 Punkten am 10. März 2000 auf 351 Punkte am 21. März 2003.[2] Während der DAX inzwischen wieder gestiegen, aber immer noch weit von seinen früheren Höhen entfernt ist, wurde der Neue Markt am 5. Juni 2003 geschlossen. Das Ende der „New Economy“ ging nicht nur mit einer gigantischen, vornehmlich Kleinanleger treffenden Kapitalvernichtung einher – am Neuen Markt sollen es allein zwischen März 2000 und 2002 etwa 200 Milliarden € gewesen sein, am Aktienmarkt insgesamt über 600 Milliarden € (Buchverluste eingeschlossen). Es führte auch zu einem schweren Vertrauensverlust in den Kapitalmarkt – genauer: in die Integrität von Vorständen und Aufsichtsräten börsennotierter Unternehmen, von Banken, Anlageberatern, Wirtschaftsprüfern, Analysten und Journalisten. Viele Anleger zogen sich völlig aus dem Börsenhandel zurück. Die Zahl der Aktionäre sank, die Mittelzuflüsse zu Aktienfonds nahmen ab.

Die Reaktion der Anleger erscheint verständlich. Sie fühlen sich als Opfer eines gigantischen Schwindels, den Werner Seifert, Vorstandsvorsitzender der Deutsche Börse AG, so umschrieb: „Investoren und Arbeitnehmer [wurden] dazu verführt, Risiken zu akzeptieren, die sie nicht verstanden haben und die sie teilweise nicht wissentlich akzeptieren mussten. Gierige Manager und Geldgeber haben Risiko auf andere Leute abgewälzt, ohne deren informierte Zustimmung einzuholen, und sie haben damit deren bekannt erscheinende Risikoposition unterminiert.“[3] Das ist sehr vorsichtig formuliert. Der Anlageberater Gottfried Heller wurde da deutlicher:

> Es wurden – eigens für den Börsengang – dubiose Firmen gegründet, die dann durch einen Werbe-Overkill promoted wurden. Anschließend verhökerte man einen Teil des Unternehmens an die unbedarften Kleinanleger, und alle haben gut

---

[1] Die Abhandlung beruht auf der Antrittsvorlesung, die ich am 18. Juli 2003 an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf gehalten habe. Meinem wissenschaftlichen Mitarbeiter Michael Haimerl danke ich herzlich für wertvolle Recherchen und hilfreiche Anregungen.

[2] Allzeittief am 24. September 2002: 325,45 Punkte.

[3] Bei einer Veranstaltung anlässlich des fünfjährigen Bestehens des Neuen Markts am 10. März 2002; Zitat entnommen aus: http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,186368-4,00.html (1.6.2003).

> verdient: Die Gründer, die Emissionsbanken, die beteiligten Analysten und so genannte Börsenjournalisten, die vorab großzügig beteiligt worden waren. Die Kleinanleger waren dabei nichts als Kanonenfutter.[4]

Der dadurch entstandene Vertrauensschaden besteht bis heute fort. Deshalb legte die Bundesregierung am 25. Februar 2003 einen „Maßnahmenkatalog zur Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes“ vor.[5] „Zentraler Ansatz“ der geplanten Maßnahmen, so Bundesfinanzminister Hans Eichel, ist „der Schutz der Anleger vor Manipulationen der Märkte und falschen Informationen über die Kapitalmarktprodukte“.[6] Gedacht wird dabei auch an eine Verschärfung des Strafrechts. Die zentrale Vorschrift ist hier der Straftatbestand der Marktpreismanipulation, §38 Abs. 1 Nr. 4 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Auch er soll, wie Äußerungen aus dem Bundesjustizministerium vermuten lassen, in die geplante Revision des Strafrechts einbezogen werden.[7] Das überrascht, weil dieser Straftatbestand erst im letzten Jahr durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz[8] neu gefasst und in das WpHG eingefügt wurde. Sollte aber die folgende Betrachtung zeigen, dass er gravierende Mängel aufweist, die seine praktische Anwendung von vornherein unmöglich machen, so wäre eine neuerliche Reform nicht nur legitim, sondern sogar dringend erforderlich. Die Notwendigkeit einer effizienten Bekämpfung der Marktpreismanipulation kann vor dem Hintergrund der Ereignisse am Neuen Markt – insbesondere in den spektakulären Fällen *EM.TV*, *Comroad* und *Infomatec* – nicht ernstlich bestritten werden. Deshalb lässt es aufhorchen, wenn es nun im Urteil des Landgerichts München im Strafverfahren gegen die Gründer von *EM.TV* – die Brüder Thomas und Florian Haffa – heißt: „Dass mit dieser Regelung“ – gemeint ist §38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG – „eine Verbesserung des strafrechtlichen Anlegerschutzes nicht erreicht wird, liegt auf der Hand.“[9]

Das Verbot der Marktpreismanipulation

Schauen wir uns den so gescholtenen Straftatbestand an: §38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG ist ein Blanketttatbestand. Er verweist auf §39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG, die ihrerseits wiederum auf das eigentliche Verbot der Marktpreismanipulation in §20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG Bezug nehmen. Für die Zwecke unserer Untersuchung können wir uns auf die erste Variante des §20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG beschränken. Danach ist es verboten, über einen Umstand, der für die Bewertung eines Wertpapiers erheblich ist, eine unrichtige Angabe zu machen, wenn diese geeignet ist, auf den Marktpreis des Wertpapiers einzuwirken. Wer dieses Verbot vorsätzlich übertritt, begeht eine Ordnungswidrigkeit und wird mit einer

---

4 Zitat entnommen aus: http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,119155,00.html (1.6.2003).

5 Der Maßnahmenkatalog geht zurück auf das 10-Punkte-Programm für Unternehmensintegrität und Anlegerschutz vom 28. August 2002 und wird von Bundesjustizministerium und Bundesfinanzministerium umgesetzt. Das Bundesfinanzministerium legte am 6. März 2003 Eckpunkte eines Finanzmarktförderungsplans 2006 vor, der die hier interessierenden Änderungen des Strafrechts nicht betrifft, da insoweit das Bundesjustizministerium die Federführung hat. Die Ziele des 10-Punkte-Programms werden aufgegriffen im Antrag der Regierungsfraktionen vom 7. Mai 2003. Auch dort wird ausdrücklich auf den schweren „Vertrauensschaden“ hingewiesen, der durch die Verbreitung falscher Unternehmensinformationen eingetreten ist (vgl. Drucksache des Deutschen Bundestags, 15. Wahlperiode, Nr. 930, S. 3).

6 http://www.bundesregierung.de/dokumente/,-469090/Artikel.htm (1.6.2003).

7 Vgl. Seibert (2003: 698).

8 Vgl. Bundesgesetzblatt, Teil I, 2002, S. 2010, 2032, 2037.

9 Landgericht München, *Neue Juristische Wochenschrift* (2003), 2328, 2330.

Geldbuße bis zu eineinhalb Millionen € belangt.[10] Wer durch die vorsätzliche Tat zudem eine Änderung des Marktpreises des Wertpapiers bewirkt, begeht sogar eine Straftat und muss mit einer Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren rechnen.[11]

Auch wenn unser Thema der strafrechtliche Anlegerschutz und damit nur §38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG ist, kommen wir wegen dieser Regelungstechnik nicht umhin, uns auch näher mit dem Verbot der Marktpreismanipulation zu befassen. Ich möchte im Folgenden zuerst auf die dort geregelte tatbestandsmäßige Handlung eingehen – die unwahre Behauptung eines bewertungserheblichen und zur Marktpreisbeeinflussung geeigneten Umstands – und im Anschluss daran kurz auf den speziell in §38 WpHG verlangten tatbestandsmäßigen Erfolg – die Einwirkung auf den Marktpreis.

Tathandlung

§20a WpHG verbietet nicht jede falsche Angabe, sondern er untersagt nur solche falschen Angaben, die bewertungserhebliche Umstände betreffen und zur Kursbeeinflussung geeignet sind. Den Grund dafür zeigt ein Blick zurück in das Jahr 1884, als es den Straftatbestand der Marktpreismanipulation noch nicht gab und zur strafrechtlichen Bewältigung solcher Vorkommnisse nur der Straftatbestand des Betrugs (§263 Strafgesetzbuch) offen stand.

Die Einführung des Verbots der Marktpreismanipulation im Jahre 1884

Beim Betrug genügt jede Äußerung der Unwahrheit. Im Gegenzug verlangt das Gesetz jedoch, dass der Täter dadurch einen anderen täuscht, dieser über Vermögen verfügt, dadurch ein Vermögensschaden eintritt und der Täter in der Absicht handelt, sich (oder einen Dritten) auf Kosten des Geschädigten rechtswidrig zu bereichern. Diese weiteren Voraussetzungen sind in Fällen der Marktpreismanipulation wegen der Vielzahl der am Zustandekommen eines Wertpapiergeschäfts beteiligten Personen regelmäßig nicht erfüllt. Üblicherweise kommt es hier zu keinem direkten Geschäftskontakt zwischen Täuschendem und Anleger. Angenommen, ein Vorstandsmitglied einer AG nennt in einem Zeitungsinterview überhöhte Umsatzzahlen. Wenn daraufhin ein Anleger im Vertrauen auf die Richtigkeit der Umsatzzahlen die Aktie kauft, so erliegt er zwar einem Irrtum, er muss aber keinen Vermögensschaden erleiden – zum Beispiel dann, wenn er die Aktie nach kurzer Zeit Gewinn bringend wieder verkauft. Andererseits muss auch der Anleger, der einen Vermögensschaden hat, sich nicht irren – etwa dann, wenn er die Äußerung des Vorstands gar nicht kennt, sondern die Aktie nur deshalb kauft, weil sie vermehrt von anderen gekauft wird. Und schließlich muss auch das Vorstandsmitglied nicht in der Absicht handeln, sich auf Kosten des geschädigten Anlegers zu bereichern – regelmäßig ist es nicht der Verkäufer der Aktie, und sein Vorteil ist nicht identisch (stoffgleich) mit dem Nachteil des Anlegers. Die Folge dessen ist, dass es auf dem Kapitalmarkt zwar Lügner, Getäuschte, Geschädigte und Profiteure gibt, dass aber kaum jemals der Täuschende wegen Betrugs bestraft wird.

Der Gesetzgeber des Jahres 1884 zog daraus die Konsequenz, dass zur effektiven Bekämpfung der Marktpreismanipulation „der Tatbestand des Betruges zerlegt und schon das

[10] Vgl. §39 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 4 WpHG.
[11] Vgl. §38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG.

betrügerische Manöver an sich [. . .] als strafbar hingestellt werden“[12] müsse. Wenn aber bereits das „betrügerische Manöver“ selbst unter Strafe gestellt wird – also die unwahre Behauptung – dann besteht die Gefahr, dass der Staat jede Lüge bestraft. Damit überschreitet er jedoch die Grenzen zulässigen Strafens. Denn es gibt kein generelles Recht des Bürgers gegen seine Mitbürger auf Wahrheit.[13] Deshalb kann Lügen nur dann strafbar sein, wenn es dazu führt, dass der Bürger in einem Recht verletzt wird. Das ist beim Betrug das Vermögen. Wenn also der Gesetzgeber auf die weiteren Tatbestandsmerkmale des Betrugs verzichten und allein das Aufstellen einer unwahren Behauptung unter Strafe stellen will, so muss er den Straftatbestand so fassen, dass nicht jedes Lügen erfasst wird, sondern nur ein solches, das Rechte Dritter verletzt oder zumindest zu verletzen droht.

Der Gesetzgeber des Jahres 1884 konzipierte deshalb den Straftatbestand der Marktpreismanipulation als Delikt gegen das Vermögen und damit als Vorfeldtatbestand zum Betrug. Gemäß §249d Abs. 1 Nr. 2 des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuchs (AHGB) war strafbar, „wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken.“ Nur eine unwahre Behauptung, die zu dem Zweck aufgestellt wurde, andere zu täuschen, zu schädigen und sich selbst zu bereichern, sollte bestraft werden. Diese Tatbestandsfassung hatte allerdings drei schwerwiegende Nachteile: Erstens war durch die Absichtsmerkmale das eigentliche Problem nicht gelöst, weil die Strafbarkeit unwahrer Behauptungen jedenfalls dann, wenn es um den Schutz des Vermögens geht, nicht davon abhängen kann, aus welchem Motiv heraus der Täter lügt. Strafgrund ist ansonsten nicht die Gefahr für das Vermögen Dritter, sondern die schlechte Gesinnung des Täters. Zweitens können Absichten des Täters im Strafverfahren nur schwer bewiesen werden. Und drittens war unklar, was eine „betrügerische Absicht“ war. Von ihr konnte nur bei demjenigen gesprochen werden, der sich auf verwerfliche Weise einen Vermögensvorteil verschaffen wollte.[14] Was aber war verwerflich? Handelte etwa der Angestellte einer Emissionsbank verwerflich, der bei einer Neuemission durch Manipulationen den Anschein regen Kaufinteresses erweckte, um so den Kurs der Aktie künstlich hoch- und dadurch Spekulanten fern zu halten?

Die Beweisschwierigkeiten und die inhaltliche Unbestimmtheit hatten zur Folge, dass §249d Abs. 1 Nr. 2 AHGB und seine Nachfolger, die §§75[15] und 88[16] Börsengesetz (BörsG), nie praktische Bedeutung erlangten. Die Kritik gipfelte in dem Vorwurf, es handele sich um einen „höchst überflüssigen Tatbestand“, der den Anlegern „allenfalls einen Scheinschutz“ biete.[17]

Die Neuregelung der Marktpreismanipulation im Jahre 2002

Diesen Missstand wollte der Gesetzgeber des Jahres 2002 beheben. Er war der Ansicht, dass das „in den letzten Jahren verstärkte Fehlverhalten von Marktteilnehmern [. . .] nicht ausreichend sanktioniert“ worden sei. Deshalb war es sein Ziel, „den Anlegerschutz zu

[12] Stenografische Berichte des Reichstags, 1884. Band III (Anlagen), Nr. 21, S. 342.

[13] Eine andere Frage ist, ob es in Einzelfällen ein Recht auf Wahrheit gibt und nur bei Verletzung dieses Rechts eine Täuschung im Sinne des §263 Strafgesetzbuch gegeben ist; siehe dazu (ablehnend): Tiedemann ([11]2000: vor §263 Rn. 22ff.).

[14] Vgl. Nussbaum (1910: §88 Anm. I a).

[15] Börsengesetz vom 22.Juni 1896, in: Reichsgesetzblatt 1896, S. 157.

[16] Börsennovelle vom 8. Mai 1908, in: Reichsgesetzblatt 1908, S. 193.

[17] Rössner und Worms ([2]1997: §9 Rn. 4).

stärken, indem [. . .] die rechtlichen Voraussetzungen dafür geschaffen werden, das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation [. . .] wirksam durchzusetzen."[18] Das bedeutete vor allem Eines: die Neufassung des Straftatbestands. Der Gesetzgeber versuchte, die Absichtsmerkmale weitgehend aus dem Straftatbestand zu verbannen und sie durch objektive Tatbestandsmerkmale zu ersetzen. Die tatbestandsmäßige Handlung besteht nun darin, dass der Täter eine falsche Angabe über einen Umstand macht, der für die Bewertung eines Wertpapiers erheblich ist, und dass diese Angabe geeignet ist, auf den Marktpreis des Wertpapiers einzuwirken.[19] Die Frage ist, ob mit dieser auch für den Straftatbestand verbindlichen Neufassung ein effizienter strafrechtlicher Anlegerschutz möglich ist.

Bei näherer Betrachtung fällt zunächst auf, dass sich die beiden Tatbestandsmerkmale der Bewertungserheblichkeit und der Eignung zur Einwirkung auf den Marktpreis inhaltlich überschneiden. Ein Umstand, der für die Bewertung eines Wertpapiers erheblich ist, ist immer auch geeignet, auf den Marktpreis des Wertpapiers einzuwirken. Denn die Einwirkung auf den Marktpreis erfolgt über das Verhalten der Anleger. Sie richten sich bei ihrer Entscheidung, ob sie ein Wertpapier kaufen oder verkaufen, danach, wie sie dessen Wert einschätzen. Und dieser Einschätzung legen sie eben solche Umstände zugrunde, die für die Bewertung des Wertpapiers erheblich sind.[20]

Diese gesetzgeberische Fehlleistung führt dazu, dass im Ergebnis jede falsche Angabe über einen bewertungserheblichen Umstand untersagt ist. Wonach aber bestimmt sich, wann ein Umstand bewertungserheblich ist? Diese Frage treibt Wissenschaft und Praxis seit jeher um. Dabei gilt das bereits im alten §88 BörsG enthaltene Tatbestandsmerkmal der Bewertungserheblichkeit als inhaltlich schwer bestimmbar. Es diente von vornherein nur dazu, Bagatellfälle aus dem Anwendungsbereich auszuschließen[21] – also unwahre Behauptungen über Umstände, die für Anleger belanglos sind. Vor dem Hintergrund des Vergleichs mit dem Betrug spricht der Gesetzgeber mit dem Tatbestandsmerkmal der Bewertungserheblichkeit also eine blanke Selbstverständlichkeit aus. Denn eine Täuschung über einen Umstand, den der Anleger von vornherein unbeachtet lässt, kann auch zu keiner Anlageentscheidung und damit zu keinem Schaden führen. Das Problem liegt darin, dass nicht von vornherein feststeht, was Anleger als beachtlich einstufen und was nicht. Die verschiedenen Versuche, hier klare Kriterien zu finden, sind sämtlich gescheitert. Zurück blieb die eher resignative Feststellung, die Bewertungserheblichkeit könne nur in jedem Einzelfall anhand der Verkehrsanschauung bestimmt werden.[22]

Fraglich ist, ob angesichts dieses ernüchternden Befunds das zweite Tatbestandsmerkmal – die Eignung zur Kursbeeinflussung – weiterhilft. Dabei bietet sich ein Seitenblick auf zwei andere zentrale Stellen des WpHG an, wo sich ein ähnlich formuliertes Merkmal findet: die „Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung". Dieses Tatbestandsmerkmal taucht sowohl bei der Definition der Insidertatsache[23] als auch bei der Bestimmung der *ad hoc* zu veröffentlichenden Tatsachen[24] auf. Wissenschaft und Praxis vertreten hier über-

[18] Drucksache des Deutschen Bundestags, 14. Wahlperiode, Nr. 8017, S. 62f.
[19] Vgl. §20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG.
[20] Vgl. Altenhain (2002: 1877) und Sorgenfrei (2002: 325).
[21] Vgl. Drucksache des Deutschen Bundestags, 10. Wahlperiode, Nr. 318, S. 46.
[22] Vgl. Drucksache des Deutschen Bundestags, 10. Wahlperiode, Nr. 318, S. 46.
[23] Vgl. §13 Abs. 1 WpHG.
[24] Vgl. §15 Abs. 1 WpHG.

wiegend eine so genannte „funktionsbezogene Auslegung“.[25] Sie beurteilen die Eignung zur Kursbeeinflussung danach, welchen Kauf- oder Verkaufsanreiz die Tatsache auf einen rational handelnden Anleger ausübt. Diese „Theorie des Handlungsanreizes“ hat schon auf den ersten Blick den Nachteil, dass sie stark wertungsabhängig ist. Sie gibt demjenigen, der sich fragt, ob die Ausnutzung seines Sonderwissens bzw. die Nichtveröffentlichung der Tatsache gegen §13 oder §15 WpHG verstößt, nur einen äußerst vagen Maßstab an die Hand. Und sie setzt ihn dem weiten Einschätzungsspielraum der Aufsichtsbehörde oder des Richters aus, der später über die Frage zu entscheiden hat, ob der Täter sich wegen eines Insidergeschäfts strafbar oder wegen unterlassener Mitteilung einer mitteilungspflichtigen Tatsache ordnungswidrig verhalten hat. Sie krankt aber auch daran, dass sie letztlich nichts sagend ist. Denn ob ein Anleger, der von der Tatsache erfährt, einen Handlungsanreiz empfindet, das beurteilt sich doch wieder allein danach, ob er sie als bewertungserheblich einstuft. Damit sind wir erneut am Ausgangspunkt angelangt.

Zusammenfassung

Zusammenfassend können wir festhalten, dass der Gesetzgeber durch den Verzicht auf Absichtsmerkmale zwar die Beweisschwierigkeiten verringert hat, dass er aber das grundsätzliche Problem der Unbestimmtheit nicht gelöst hat. Das ist nicht nur aus der Sicht des Strafrechts höchst bedenklich – denn Straftatbestände müssen gemäß Art. 103 Abs. 2 des Grundgesetzes so bestimmt sein, dass der Bürger im Vorhinein weiß, ob sein Verhalten verboten oder erlaubt ist. Es ist auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit den früheren Fassungen des Straftatbestands der Marktpreismanipulation kriminalpolitisch unverständlich. Denn deren praktische Bedeutungslosigkeit gründete gerade auch in ihrer inhaltlichen Unbestimmtheit. Unbestimmte Straftatbestände sind häufig Straftatbestände, die zwar theoretisch vieles verbieten, praktisch aber niemanden schützen. Und es ist schließlich auch ordnungspolitisch unklug: Wenn der Gesetzgeber einem Markt Regeln gibt, dann kann das durchaus auch positive wirtschaftliche Effekte haben. So ist es gerade das Ziel der seit 1986 ergangenen Börsengesetznovellen und Finanzmarktförderungsgesetze, die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland zu stärken. Dass hier gesetzgeberische Maßnahmen erforderlich waren und sind, ist ernstlich von niemandem bestritten worden. Nur ist es misslich, wenn der Gesetzgeber dann bei der Bestimmung dessen, was verboten und was erlaubt ist, zu keiner klaren Regelung findet. Denn dann wissen die einen nicht, wozu sie verpflichtet sind, und die anderen nicht, worauf sie vertrauen dürfen. Das aber fördert nicht den Wettbewerb, sondern es hemmt ihn.

Taterfolg

Wenden wir uns nun dem zweiten Tatbestandsmerkmal zu: dem Taterfolg. Eine Marktpreismanipulation ist nur dann strafbar, wenn sie tatsächlich auf den Marktpreis des Wertpapiers einwirkt.[26] Dieses Erfolgserfordernis war bislang sowohl im Börsenstrafrecht als auch europarechtlich völlig unbekannt. Und das zu Recht. Denn es macht den Straftatbestand im Ergebnis unanwendbar.

[25] Statt vieler: Fürhoff und Wölk (1997: 455), Cahn (1998: 17f.), Gehrt (1997: 160ff.), Dreyling (2000: 137f.) und Dreyling und Schäfer (2001: Rn. 422); ebenso das Landgericht Stuttgart, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht* (2003), 153, 157.

[26] Vgl. §38 Abs. 1 Nr. 4.

Unklar ist bereits, wie der Erfolg bestimmt werden soll. Welcher Marktpreis ist gemeint, wenn das Gesetz verlangt, der Täter müsse auf den Marktpreis eingewirkt haben? Der Preis ist nichts Statisches, das sich durch eine Einwirkung des Täters einmal verändert. Er wird im Gegenteil ständig neu festgesetzt. Welchen der vielen nacheinander festgesetzten Preise meint das Gesetz? Den Preis, der zeitlich unmittelbar nach der falschen Behauptung des Täters galt? Dann aber könnte es sein, dass die Äußerung des Täters deshalb nicht ursächlich für diesen Preis ist, weil sie von den Marktteilnehmern noch gar nicht wahrgenommen worden ist. Oder vielleicht der Preis nach Ablauf einer – wie festzusetzenden – Frist? Dann aber besteht das Problem, dass die Kausalität der Äußerung des Täters nicht (mehr) festgestellt werden kann, weil inzwischen eine Vielzahl von weiteren Faktoren – etwa auch Äußerungen Dritter – hinzugekommen sind.

Noch schwieriger, ja geradezu unmöglich ist der Nachweis, dass der Täter überhaupt auf den Preis eingewirkt hat. Es ist fast ausgeschlossen, im polykausalen Börsengeschehen gerade die Ursächlichkeit einer einzelnen Behauptung für das Zustandekommen eines bestimmten Marktpreises zu einem bestimmten Zeitpunkt festzustellen.[27] Insbesondere ist es nicht möglich, vom Marktpreis auf die Ursächlichkeit der falschen Angabe rückzuschließen. Der Richter kann zwar feststellen, dass sich der Marktpreis des Wertpapiers nach der Verbreitung einer falschen Tatsache in einem bestimmten Maße nach oben oder unten bewegt hat. Aber diese Änderung muss nicht notwendig eine Reaktion des Marktes auf die Tathandlung sein. Sie kann auch auf anderen Ursachen, wie z. B. allgemeinen Börsen- oder Markttrends, oder auf einer generell besonders unruhigen Stimmung an der Börse beruhen oder sich gar ohnehin noch im Rahmen der normalen Kursschwankungen (Volatilität, Liquidität) des betreffenden Wertpapiers bewegen. Umgekehrt schließt die Tatsache, dass der Marktpreis nach der Verbreitung der unrichtigen Tatsache nicht gestiegen oder gefallen ist, nicht zwingend eine Kursbeeinflussung aus. Denn es kann ja auch so sein, dass die Tathandlung eine in entgegengesetzter Richtung eintretende Kursbewegung neutralisiert hat. Selbst im Falle sinkender Aktienkurse nach der Veröffentlichung unrichtiger positiver Unternehmensmeldungen ist nicht von vornherein ausgeschlossen, dass die verbreiteten Nachrichten den Kurs positiv beeinflusst haben. Denn es kann auch so sein, dass der Kurs ohne die Veröffentlichung der unrichtigen Meldungen noch stärker gefallen wäre. Das war zum Beispiel das Problem im Fall *EM.TV*.

Bereits diese einfachen Fallkonstellationen zeigen, wie schlecht der Gesetzgeber beraten war, als er das Erfolgserfordernis einführte. Man muss sich angesichts dessen fragen, ob er vielleicht entgegen seiner wortreichen Bekundungen gar keinen effektiven Straftatbestand schaffen wollte oder ob er dies zwar wollte, dabei aber in aller Schlichtheit von einem linearen monokausalen Wirkungsmechanismus ausging, der der Polykausalität des Kapitalmarkts nicht einmal ansatzweise gerecht wird.

Der kurze Blick auf das Erfolgserfordernis untermauert zudem unsere Kritik an dem Tatbestandsmerkmal der Eignung zur Marktpreisbeeinflussung. Wenn es schon *ex post* fast unmöglich ist, einen Ursachenzusammenhang festzustellen, wie soll dann der Normadressat *ex ante* in der Lage sein zu erkennen, ob sein Verhalten ursächlich sein kann oder nicht? Diese Unsicherheit muss der Gesetzgeber dem Normadressaten abnehmen und

[27] Vgl. Ziouvas und Walter (2002: 1487f.); siehe auch: Altenhain (2002: 1876), Möller (2002: 316), Sorgenfrei (2002: 329f.) und Tripmaker (2002: 292).

selbst festlegen, welche Handlungen möglicherweise ursächlich und deshalb verboten sind und welche nicht.

Zusammenfassung und Ausblick

Das Ergebnis unserer Untersuchung lautet: Der Straftatbestand der Marktpreismanipulation ist in seiner gegenwärtigen Fassung nicht geeignet, einen effektiven Anlegerschutz zu gewährleisten. Damit stehen wir vor der Frage, ob und wie sich ein effektiver strafrechtlicher Anlegerschutz überhaupt erreichen lässt.

Diese Frage kann nur beantworten, wer sich zuvor Klarheit darüber verschafft hat, was mit dem Ziel des effektiven strafrechtlichen Anlegerschutzes überhaupt gemeint ist. Es kann dabei sicherlich nicht darum gehen, dem Anleger das grundsätzliche Risiko abzunehmen, das mit jeder Geldanlage am Kapitalmarkt verbunden ist. Und es kann bei einem strafrechtlichen Anlegerschutz auch nicht darum gehen, ihn vor jeder Unwahrheit zu schützen. Diese Einsicht findet sich, wie wir gesehen haben, schon beim Gesetzgeber des Jahres 1884. Strafrechtlicher Schutz kann dem Anleger nur vor solchen unwahren Behauptungen zukommen, die die Gefahr begründen, dass er aufgrund ihrer einen Vermögensschaden erleiden wird. Diese Gefahr besteht aber nur dort, wo er sich unbesehen auf Informationen verlässt. Die Kernfrage des strafrechtlichen Anlegerschutzes ist: Worauf darf sich der Anleger verlassen? Es geht also um die Abgrenzung von Verantwortungsbereichen, um die Bestimmung dessen, wofür der Einzelne selbst verantwortlich ist und wobei er sich auf andere verlassen darf.

Diese Abgrenzung überlässt der Gesetzgeber der Aufsichtsbehörde, den Staatsanwaltschaften und den Gerichten, indem er Formeln wie „für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich“ oder „geeignet, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis einzuwirken“ verwendet. Das ist, wie wir gesehen haben, verfassungsrechtlich bedenklich und kriminal- und ordnungspolitisch unklug. Daran ändert sich auch nichts dadurch, dass der Gesetzgeber in §20a Abs. 2 WpHG die Möglichkeit vorgesehen hat, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen darüber erlassen kann, welche Umstände bewertungserheblich sind.[28] Ein solcher von der Aufsichtsbehörde erstellter Katalog mag zwar in einzelnen Fällen Klarheit schaffen, er ändert aber nichts an der tatbestandlichen Unbestimmtheit selbst.

Sie kann nur der Gesetzgeber durch eine abschließende Aufzählung unzulässiger falscher Angaben beseitigen. Ich schlage deshalb vor, dass der Gesetzgeber im Zuge der anstehenden Gesetzesrevision den Straftatbestand der Marktpreismanipulation von den unbestimmten Tatbestandsmerkmalen befreit und an ihre Stelle einen abschließenden Katalog manipulativer Tathandlungen setzt.[29] In ihm wären beispielsweise zu nennen: Rückzug aus oder Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern, bedeutende Erfindungen, Patente oder Lizenzen, Abschluss, Änderung oder Kündigung bedeutender Vertragsverhältnisse usw.[30]

[28] Vgl. nun den „Entwurf einer Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation“, http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage19516/Entwurf-einer-Verordnung-zur-Konkretisierung-des-Verbotes-der-Kurs-und-Marktpreismanipulation.pdf (30.10.2003)

[29] Dieser Katalog hätte hinsichtlich der in ihm aufgezählten Umstände zugleich Bedeutung für das Verbot des Insiderhandels und – wegen des dort geforderten Unternehmensbezugs allerdings mit Einschränkungen – für das Gebot der *Ad-hoc*-Mitteilung.

[30] Beispiele entnommen aus dem so genannten Leitfaden Deutsche Börse AG, in: *Wertpapiermitteilungen* (1994),

Wird auf diese Weise an die Stelle unbestimmter Begriffe eine enumerative Aufzählung unzulässiger manipulativer Handlungen gesetzt, dann kann im Straftatbestand der Marktpreismanipulation auch das – allemal verfehlte – Erfolgserfordernis ersatzlos gestrichen werden. Weil im Gesetz verbindlich festgelegt ist, welche Äußerungen wegen ihrer Gefährlichkeit für das Vermögen der Anleger untersagt sind, ist kein Grund dafür ersichtlich, den Verstoß gegen dieses Verbot nur zu bestrafen, wenn der Täter auf den Marktpreis eingewirkt hat. Dieses Korrektivs zur Eingrenzung eines aufgrund seiner Unbestimmtheit ansonsten zu weit gehenden Tatbestands bedarf es dann nicht.

Der Vorschlag einer abschließenden Aufzählung manipulativer Verhaltensweisen führt also zu einer inhaltlich bestimmten, in ihrer Anwendung einfachen, vom Erfolgserfordernis befreiten und damit auch effizienten Regelung. Er ist allerdings nicht neu.[31] Gegen ihn wird seit jeher *ein* Argument vorgebracht. Ein abschließender Katalog unzulässiger Manipulationshandlungen sei notwendig unvollständig und biete daher findigen Tätern die Möglichkeit strafloser Marktpreismanipulationen. Dieses Argument überzeugt aus zwei Gründen nicht: Es suggeriert zum einen die Möglichkeit einer Tatbestandsfassung, in der mit einer Generalklausel alle Formen verwerflichen Verhaltens erfasst werden, und übergeht dabei geflissentlich, dass der Gesetzgeber gerade diesen Weg in den letzten 120 Jahren erfolglos beschritten hat. Konsequenz dieses permanenten Scheiterns ist bis heute eine Situation, in der es gerade wegen des Fehlens klar konturierter Gesetze an einem effizienten Anlegerschutz fehlt. Wieso dieser Rechtszustand, in dem ein Gesetz wegen seiner unbestimmten Fassung theoretisch viel verbietet, aber praktisch nichts wirksam untersagt, besser ist als ein Rechtszustand, in dem ein inhaltlich bestimmtes und nur in seltenen Fallkonstellationen vielleicht lückenhaftes Gesetz eindeutige und überprüfbare Verbote aufstellt, ist unerfindlich. Dass Strafbarkeitslücken bestehen können, ist aber auch aus rein strafrechtlicher Sicht kein Argument, das unbestimmte Straftatbestände legitimiert. Es ist im Gegenteil gerade das Kennzeichen eines rechtsstaatlichen Strafrechts, dass es nicht durch unbestimmte Tatbestände flächendeckend alles mit Strafe bedroht, sondern bestimmt und – auch deshalb – immer fragmentarisch ist.

Bibliographie

ALTENHAIN, Karsten. „Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz“, *Betriebs-Berater* (2002), 1874-1879.

CAHN, Andreas. „Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG“, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* (1998), 1-50.

DREYLING, Georg. „Zur Frage der Kurserheblichkeit im Rahmen der Ad-hoc-Publizität und im Insiderrecht des Wertpapierhandelsgesetzes“, in: Marcus RIEKEBERG und Karin STENKE (Hrsg.). *Banking 2000*. Wiesbaden 2000, 131-142.

DREYLING, Georg und Frank A. SCHÄFER. *Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität*. Köln 2001.

FÜRHOFF, Jens und Armin WÖLK. „Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität“, *Wertpapier-Mitteilungen* (1997), 449-455.

2038, 2048; konkreter noch: Tippach (1995: 149f.); siehe nun auch §2 Abs. 3 des Verordnungsentwurfs (vgl. Fußnote 28).

[31] Ebenso aus dem Strafrecht: Lampe *et al*. (1977: 74ff.) zu §190 Alternativ-Entwurf; Scheu (1974: 150f.).

GEHRT, John Alexander. *Die neue Ad-hoc-Publizität nach §15 Wertpapierhandelsgesetz*. Baden-Baden 1997.

LAMPE, Ernst-Joachim, Theodor LENCKNER, Walter STREE, Klaus TIEDEMANN und Ulrich WEBER. *Alternativ-Entwurf eines Strafgesetzbuchs, Besonderer Teil, Straftaten gegen die Wirtschaft*. Tübingen 1977.

MÖLLER, Andreas. „Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im 4. Finanzmarktförderungsgesetz“, *Wertpapier-Mitteilungen* (2002), 309-317.

NUSSBAUM, Arthur. *Kommentar zum Börsengesetz für das Deutsche Reich*. München 1910.

RÖSSNER, Michael-Christian und Alexander WORMS. „Börsenstrafrecht“, in: Heinz-Dieter ASSMANN und Rolf A. SCHÜTZE (Hrsg.). *Handbuch des Kapitalanlagerechts*. München ^{2}1997, §9.

SCHEU, Udo Karl. *Das Börsenstrafrecht und seine Reform.* Gießen 1974.

SEIBERT, Ulrich. „Das 10-Punkte-Programm Unternehmensintegrität und Anlegerschutz“, *Betriebs-Berater* (2003), 693-696.

SORGENFREI, Ulrich. „Zum Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz“, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht* (2002), 321-331.

TIEDEMANN, Klaus. „Kommentierung des §263 StGB“, in: Burkhard JÄHNKE, Heinrich Wilhelm LAUFHÜTTE und Walter ODERSKY (Hrsg.). *Leipziger Kommentar zum Strafgesetzbuch*. Berlin ^{11}2000.

TIPPACH, Stefan. *Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken*. Köln 1995.

TRIPMAKER, Stefan. „Der subjektive Tatbestand des Kursbetrugs“, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht* (2002), 288-292.

ZIOUVAS, Dimitris und Tonio WALTER. „Das neue Börsenstrafrecht mit Blick auf das Europarecht“, *Wertpapier-Mitteilungen* (2002), 1483-1488.