

Fragwürdige Europäisierung – Rechtsstaatliche Probleme des neuen deutschen Insider- und Marktmanipulationsstrafrechts

Summary

Since the adoption of the so-called First Act of Reform of Financial Markets (1. FiMaNoG) on 30 June 2016 the German legislator has fundamentally remodeled the German law on insider trading as well as market manipulation. This measure is part of a comprehensive European legislative initiative that ended on 3 January 2018 when the compulsory implementation of the MiFIR 2-directive came into force. In doing so the German legislator erased the previous provisions on insider trading and market manipulation from the German Securities Trading Act and simply included a reference to the relevant European provisions of the EU-Market Abuse Regulation 596/2014/EU (in the following: MAR).

This approach appears problematic insofar as the structure of the MAR and its terminology and systematics do not correspond with German law. Furthermore citizens hardly know the MAR especially because they hardly expect to find a provision of German criminal law in a European regulation they barely know. For this reason the provision does not comply with the preventive purpose of deterrence.

Additionally, the new German law on insider trading and market manipulation is deficient in content and with regard to the requirements of the rule of law. For instance, it still only deals with scalping, that is the distribution of information applicant in the future to provoke price fluctuations, in the problematic form of a general clause. Problems of that sort intensify the very complex dogmatic structure of the field of regulation as well as the use of many indeterminate legal concepts to capture acts of insider trading and market manipulation. The following article presents the content of the new German/European law on insider trading and market manipulation and analyses its partially legally and factually highly problematic and unconstitutional contents.

Résumé

Depuis la première loi sur le renouvellement des marchés financiers, le législateur allemand a profondément réformé le droit pénal en matière de délit d'initié et de manipulations boursières. Cette démarche est partie prenante d'un mouvement de grande ampleur à l'initiative du législateur européen. L'entrée en vigueur de la directive du 3 janvier 2018 concernant les marchés d'instruments financiers y met fin provisoirement. Ainsi le législateur allemand retire-t-il les dispositions relatives au délit d'initié et de manipulations boursières de la loi sur les transactions sur valeurs mobilières et se contente d'une référence aux dispositions européennes correspondantes, soit le règlement (UE) No 596/2014 relatif aux abus de marché (market abuse regulation: MAR). Ces dispositions posent le problème de l'inadéquation entre les structures, la

terminologie et la systématique du règlement (UE) No 596/2014 et celles du droit allemand. Par ailleurs le règlement (UE) No 596/2014 reste étranger au citoyen allemand peu préparé à trouver une norme pénale du droit allemand dans un règlement européen qui ne lui est pas familier. Ainsi cette norme ne répond plus à son objectif général de prévention par la dissuasion. De plus le nouveau droit pénal allemand relatif aux abus de marché présente des défauts intrinsèques notamment en matière de constitutionnalité. Par exemple, la pénalisation du scalping, c'est-à-dire la divulgation prématurée d'informations destinée à provoquer des variations de cours, reste seulement prévue dans une "clause générale", elle même problématique.

De tels problèmes contrarient fortement une réglementation déjà lourdement entravée par une structure complexe et dogmatique, difficultés auxquelles s'ajoutent l'utilisation de nombreux termes relatifs à la pénalisation du délit d'initié et des manipulations boursières au caractère évasif.

1. Einführung

Der deutsche Gesetzgeber hat seit dem sogenannten Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetz (1 FiMaNoG) ¹ vom 30. Juni 2016 sowohl das deutsche Insiderstrafrecht als auch das Marktmanipulationsstrafrecht grundlegend umgestaltet. Diese Maßnahme ist Bestandteil einer umfassenden europäischen Gesetzgebungsinitiative,² die mit dem Inkrafttreten der verbindlichen Einführung der MiFIR 2 Richtlinie zum 3. Januar 2018 ihr vorläufiges Ende findet.

Dabei strich der deutsche Gesetzgeber die bisherigen Vorschriften des Insider- und Marktmanipulationsrechtes aus dem WpHG und begnügt sich mit einem Verweis auf die entsprechenden europäischen Vorgaben in der europäischen Marktmissbrauchsverordnung VO 596/2014/EU Market Abuse Regulation (im Folgenden **MAR**).³

Dieses Vorgehen erscheint insofern problematisch, als dass die Struktur der **MAR** und deren Begrifflichkeit und Systematik denen des deutschen Rechtes nicht entspricht. Ferner ist sie dem Bürger kaum bekannt, da dieser insbesondere kaum damit rechnet, eine Strafnorm des deutschen Rechts in einer ihm wenig vertrauten Europäischen Verordnung zu finden. Damit genügt diese Norm nicht dem generalpräventiven Zweck der Abschreckung.

Zudem weist das neue deutsche Insider- und Marktmanipulationsstrafrecht inhaltliche wie rechtsstaatliche Mängel auf.⁴ Beispielsweise ermöglichte es die strafrechtliche Erfassung des sogenannten Scalping, also des Verbreitens von in der Zukunft zu-

1 Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG v. 30. Juni 2016 (BGBl. I S. 1514).

2 Siehe Kapitel 2 (m.w.H.).

3 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (Marktmissbrauchs-Verordnung) ABl. L 2014, № 173, S. 1 ff.

4 *Krimphove*: Europäisierung des Bank- und Wertpapierstrafrechts, KritV 2007, S. 425 ff. (m.w.H.).

treffender Informationen zur Erzeugung von Kursschwankungen,⁵ immer noch nur in einer problematischen „Generalklausel“.⁶ Derartige Probleme intensivieren noch eine überaus komplexe dogmatische Struktur des Regelungsbereichs sowie die Verwendung zahlreicher unbestimmter Rechtsbegriffe zur strafrechtlichen Erfassung von Insider- bzw. Marktmanipulationshandlungen.⁷

Nachstehender Beitrag stellt die Inhalte des neuen deutsch/europäischen Insider- und Marktmanipulationsstrafrechts vor und analysiert deren zum Teil rechtlich wie faktisch hochproblematische und z.T. verfassungsrechtswidrige Inhalte.

2. Die europarechtliche Ausgangslage

Eigens das Inkrafttreten insbesondere der **MAR**, sowie die Umsetzung der europäischen *Marktmissbrauchs-Richtlinie 2014/57/EU*⁸ *Market Abuse Directive (im Folgenden MAD II)* veranlassten den deutschen Gesetzgeber, weitreichende Eingriffe in das *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)* vorzunehmen. Neben dem Motiv der Anpassung der Insider- und Marktmissbrauchsregulierung an neuartige Handelsmöglichkeiten, wie etwa dem Hochfrequenzhandel, diente diese Novellierung insbesondere dem Zweck der europaweiten Vereinheitlichung der Sanktionsmöglichkeiten bei Insiderhandel und Marktmanipulation.⁹

3. Die dogmatische Problematik des neuen deutsch/europäischen Insider- und Marktmanipulationsstrafrechtes

In der durch das *Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG)*¹⁰ etablierten Fassung strich der deutsche Gesetzgeber die Vorschriften des Insiderrechts¹¹ und des Marktmanipulationsstrafrechtes¹² aus dem WpHG und verwies auf die Regelungen der *Marktmissbrauch-Verordnung MAR*. Allein die komplette Ausgliederung von Berei-

-
- 5 Ein „Börsenguru“ teilt in einer bekannten Fernsehsendung mit, dass der Kurs einer bestimmten Aktie demnächst steigen wird. Dies tritt tatsächlich – allerdings nur aufgrund seiner im Fernsehen kundgetanen Meinung – ein. Vor seinem Fernsehauftritt hatte der „Börsenguru“ mehrere der von ihm besprochenen Aktien erworben. Siehe *Krimphove: KritV 2007, S. 425 ff.*
- 6 a.A., aber mit unvollständiger Begründung BGH St 6.11.2003 – 1 StR 24/03, in: NJW 2004, 302 ff.; auch: BGH, 25.2.2016 – 3 StR 142/15; NJW 2016, 3459 ff., Rn. 14 ff., 17 (m.w.H.).
- 7 Krimphove: Europäisierung des Bank- und Wertpapierstrafrechtes, *KritV 2007, S. 425 ff.* (m.w.H.).
- 8 Richtlinie 2014/57/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (ABl. L № 173 v. 12.6.2014, S. 179 ff.).
- 9 Begründung zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (1. Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1 FiMaNoG), BT Drucks 18/7482, v. 8.2.2016, S. 1 ff.
- 10 Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG v. 30. Juni 2016 (BGBl. I S. 1514).
- 11 §§ 12 ff. und §§ 38 Abs. 2 i.V.m. § 39 Abs. 2 Nr. 3 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 2 oder §§ 38 Abs. 2 i.V.m. § 39 Abs. 2 Nr. 4 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 3 oder §§ 38 Abs. 1 WpHG (a.F.).
- 12 § 38 Abs. 2 i.V.m. § 39 Abs. 1, Nr. 1 u. Nr. 2, oder Nr. 11, i.V.m. § 20 a WpHG (a.F.).

chen des deutschen Strafrechts in eine bereits geltende europäische Verordnung¹³ ist im deutschen Strafrecht einmalig und gleichzeitig – speziell aus generalpräventiven Gründen – problematisch.

3.1 Deutsches Strafrecht durch Pauschalverweisung auf eine Europäische Verordnung

Es trifft zwar zu, dass gemäß Art. 288 des *Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)* eine Verordnung – im Unterschied zu einer Europäischen Richtlinie – unmittelbar und direkt in jedem europäischen Mitgliedsstaat gilt. Die Möglichkeit, einen wesentlichen Bereich des deutschen Strafrechts nicht mehr in einem deutschen Regelungswerk, sondern in einer europäischen Verordnung zu finden, erscheint insofern für den rechtsverpflichteten Bürger schwer nachvollziehbar, als eben dieselbe Verordnung bis zum Inkrafttreten des neuen WpHG nicht diese nationale strafandrohende Aufgabe innehatte. Die Strafbarkeit von Insiderhandlungen und Marktmissbräuchen etablierte vielmehr das vormalige deutsche WpHG selbst.¹⁴ Selbst Praktikern ist die Einordnung des deutschen Strafrechts in eine bereits bestehende und geltende Europäische Verordnung fremd. Für einen „Laien“ ist es de facto unzumutbar, das Verbot einer Handlung und deren strafrechtliche Rechtsfolgen einer europäischen Norm zu entnehmen.

3.2 Der Verweis auf „zwei“ Insider- und Marktmissbrauchsrechte

Kaum noch durchschaubar wirkt das deutsche Insiderstrafrecht dadurch, dass neben dem Europäischen Insiderstrafrecht der Art. 14 i.V.m. Art. 8 MAR noch ein eigenständiges Insiderstrafrecht, nämlich das der sog. *Emissionszertifikate-Versteigerungs-Verordnung* (VO 1031/2010/EU)¹⁵ existiert. Art. 8 Abs. 1 MAR verweist ausdrücklich auf dessen Sonderregelungen (Art. 38 – 42; Art. 3 Nr. 27 ff.; Art. 22 Abs. 4 VO 1031/2010/EU). In diesem Zusammenhang zielt das deutsche Insiderstrafrecht bzw. sein jetziger Verweis durch § 38 WpHG gleich auf zwei eigenständige europäische Insiderrechte und bezieht diese gleichberechtigt in sein nationales Insider- und Marktmanipulationsstrafrecht ein. Eine systematische Durchdringung des neuen Insiderstrafrechts ist dadurch kaum möglich.

13 Die Verordnung MAR gilt seit dem 16. April 2014, ABl. L 2014, Nr. 173, S. 1 ff.

14 Für die **Insiderstrafbarkeit**: § 12 ff. und §§ 38 Abs. 2 i.V.m. § 39 Abs. 2 Nr. 3 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 2 oder §§ 38 Abs. 2 i.V.m. § 39 Abs. 2 Nr. 4 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 3 oder §§ 38 Abs. 1 WpHG (a.F.) Für das **Marktmissbrauchsrecht**: § 38 Abs. 2 i.V.m. § 39 Abs. 1, Nr. 1 u. Nr. 2, oder Nr. 11, i.V.m. § 20 a WpHG (a.F.).

15 Verordnung (EU) Nr. 1031/2010 der Kommission vom 12.11.2010 über den zeitlichen und administrativen Ablauf sowie sonstige Aspekte der Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikaten gemäß der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft, ABl. L Nr. 302 v. 18.11.2010, S. 1 ff.

3.3 Strafrechtliche Verurteilung durch Verwaltungserläuterungen

Einen großen Handlungsspielraum gewährt die Marktmissbrauchs-Verordnung, insbesondere deren Art. 13 Abs. 2 und Art. 9 Abs. 6 MAR den nationalen Verwaltungs- bzw. Aufsichtsbehörden. Nach Art. 13 Abs. 2 MAR legt die national zuständige Behörde die „Zulässigkeit“ der Marktpraxis fest und nimmt somit entscheidenden Einfluss auf die Strafbarkeit marktmissbräuchlichen Verhaltens.

Art. 9 Abs. 6 MAR pönalisiert – über die Straftatbestände des Art. 14 [Vornahme von *Insidergeschäften* (Erwerb, Veräußerung) (Art. 14 a MAR), *Empfehlungen* bzw. *Verleiten* zu Insidergeschäften (Art. 14 b MAR) und das *Offenlegen* von Insiderinformationen (Art. 14 c MAR)] hinaus – jegliche *Geschäfte* oder *Auftragsvergaben*, bei denen die zuständige Behörde einen rechtswidrigen Grund feststellt.

Eine derartige Kompetenzzuweisung an nationale Behörden und hier speziell an nationale Aufsichtsbehörden mag zwar dem Europäischen Gesetzgeber schlüssig erscheinen, an den bisherigen Standards des deutschen Strafrechts orientiert sich ein solches Vorgehen nicht.

Abgesehen davon, dass beide ebengenannten Normen in anschaulicher eklatanter Weise gegen den Grundsatz „*nulla poena sine lege scripta*“ verstoßen.

- So erteilt Art. 9 Abs. 6 MAR den Aufsichtsbehörden einen Freibrief, durch ihre „nachträgliche“ Feststellung der Rechtswidrigkeit eines Handels zeitlich nach der Begehung der Handlung, Strafbarkeiten selbst und außerhalb gesetzgeberischer Kontrolle zu generieren.
- Zudem stellt der Gesetzgeber nicht sicher, dass derartige Verwaltungshandlungen überhaupt öffentlich gemacht werden.
- Hierüber hinaus ist das Tatbestandsmerkmal „Handlung“ zu unbestimmt, um eine Strafbarkeit begründen zu können.

In anschaulicher Weise verstößt daher der deutsche Gesetzgeber durch seinen Pauschalverweis auf die europäische *Marktmissbrauchs-Verordnung* MAR gegen den sowohl in § 1 StGB als auch völkerrechtlichen, allgemein anerkannten Grundsatz „*nulla poena sine lege scripta*“¹⁶.

Auch liegt in der Beauftragung der Aufsichtsbehörden zur Festlegung von Strafbarkeit ein problematischer Verstoß gegen das Prinzip der Gewaltenteilung vor: Aufsichtsbehörden setzen die Maßstäbe ihres (von ihnen selbst zu vollziehenden) Strafrechts fest. Hierbei besteht die Gefahr, dass nicht nur sozial- oder spezialpräventive Zwecke (wirksamer Bank- und Kapitalmarktschutz, bzw. Vertrauensschutz der Marktteilnehmer in die Integrität und Funktionalität dieser Marktsegmente), sondern auch – vom Gesetzgeber nicht mehr zu kontrollierende – Aspekte der zweckmäßigen Arbeitserledigung und der Gestaltung der eigenen Aufsicht einfließen. Diese behörden-internen Aspekte bilden dann, außerhalb der Kontrolle des Gesetzgebers liegende, Strafzwecke.

16 siehe: Art. 11 Allgemeine Erklärung der Menschenrechte Art. 7 Abs. 2 EMRK, Art. 15 Internationaler Pakt über bürgerliche und politische Rechte.

4. Das neue Insiderstrafrecht

Durch den Verweis des deutschen Insiderstrafrechts auf die europäische *Marktmissbrauchs-Verordnung MAR* ergeben sich erhebliche und folgenschwere Neuerungen.

4.1 Die Insiderhandlungs-Verbotstatbestände

Grundsätzlich entsprechen die Insiderhandlungs-Verbotstatbestände denen der vormaligen Rechtslage. Allerdings weist die neue Rechtslage kleinere, wenngleich überaus problematische Abweichungen auf:

4.1.1 Der Begriff der Insiderinformation

Nahezu unverändert zu der vormaligen Gesetzessituation des §§ 13 WpHG (a.F.) ist die Legaldefinition des Begriffes der „*Insider-Information*“ in Art. 7 MAR. Auch die Information über Umstände, die einer Entscheidung eines Unternehmens vorausgehen¹⁷,¹⁸ kennzeichnet Art. 7 Abs. 3 MAR als *Insiderinformation*.

Art. 7 Abs. 2 Satz 1 gibt an, wann eine Information als „präzise“ anzusehen ist. Dies ist der Fall, wenn vernünftigerweise zu erwarten ist, dass die Tatsache, über die informiert wurde, in Zukunft eintritt. Nach der Entscheidung des EuGH *Lafonta/Autorité des marchés financiers* kommt es bei dieser Prognose nicht auf die Vorhersehbarkeit einer bestimmten Kursentwicklung an.¹⁹

4.1.2 Erwerb und Veräußerung von Insiderpapieren

Verbot § 14 Abs. 1 WpHG (a.F.) den *Erwerb* oder die *Veräußerung* von Insiderpapieren im Sinne des § 12 WpHG unter Verwendung der Insiderinformation, § 14 Abs. 2 WpHG (a.F.) das unbefugte *Mitteilen* und *Zugänglichmachen* von Insiderinformation und § 14 Abs. 3 der BHG das *Empfehlen* bzw. *Verleiten* eines Anderen zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren, so untersagt nun § 38 Abs. 3 Nr. 1 WpHG (n.F.) i.V.m. Art. 14 a MAR das *Tätigen* von Insidergeschäften, also gemäß Art. 8 Abs. 1 den Erwerb und die Veräußerung (von Insiderpapieren). Auch unterfällt das *Stornieren* oder *Ändern* eines vor Erlangung der Insiderinformation erteilten Auftrags gemäß Art. 8 Abs. 1 Satz 2 MAR dieser Fallgruppe.

Eine Neuerung in dieser Fallgruppe tritt dadurch ein, dass auch jetzt bei ihr bereits der Versuch strafbar ist (Art. 14 a MAR).

17 Sog. Informationen über Zwischenschritte in einem gestreckten Verfahren.

18 Der Gesetzgeber der Marktmissbrauchsverordnung zeichnet somit den Inhalt der Entscheidung des EuGH v. 28.6.2012, (Rs. C-19/1) *Geltl/Daimler AG*, ECLI:EU:C:2012:397; auch: EuZW 2012, S. 708 ff.

19 EuGH v. 11.3.2015, (Rs. C-628/13) *Lafonta/Autorité des marchés financiers*, ECLI:EU:C:2015:162, Rn. 27, 31 – 38.

4.1.3 Empfehlen von Insidergeschäften und Anstiften hierzu

§ 38 Abs. 3 Nr. 2 WpHG (n.F.) i.V.m. Art. 14 b MAR stellt die Tathandlung des *Empfehlens* sowie die des *Anstiftens* (gemäß Art. 8 Abs. 2 MAR) unter Strafe.

Zur Definition des Anstiftens greift Art. 8 Abs. 2 MAR dann aber wieder auf den Terminus des Verleitens zurück. Dabei erstaunt, dass Art. 14 b MAR statt des Ausdrucks Verleiten der vormaligen Rechtslage den des „Anstiftens“ wählt. Diese Gleichsetzung erscheint insofern problematisch als beide Begriffe nicht deckungsgleich sind. Es kommt dadurch zu begrifflichen Abgrenzungsschwierigkeiten und tatbestandlicher Unbestimmtheit, die gegen den rechtstaatlichen Grundsatz „*nulla poena sine lege scripta*“²⁰ verstößt.

4.1.3.1 Die fragwürdige Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern

Das vormalige deutsche Recht differenzierte zwischen mehreren Gruppen von Insidern und der Strafbarkeit von deren Handlungen: Während § 14 Abs. 1 WpHG (a.F.) jedem Insider das einseitige Ausnutzen seines Insiderwissens durch den Erwerb und die Veräußerung von Insiderpapieren verbot, untersagte § 14 Abs. 2 WpHG (a.F.) bzw. 14 Abs. 3 WpHG (a.F.) nur solchen Personen das Mitteilen und Zugänglichmachen von Insiderinformationen bzw. das Empfehlen und/oder Verleiten Anderer zu Insidergeschäften, die Insiderinformation

1. als Mitglied der Geschäftsführung und Aufsichtsorgans oder als persönlich haftende Gesellschafter des Emittenten (**Organ-Insider**) (§ 38 Abs. 1 Nr. 2 a WpHG (a.F.)),
2. aufgrund ihrer Beteiligung am Kapital des Emittenten (**Beteiligungs-Insider** § 38 Abs. 1 Nr. 2 b WpHG (a.F.)),
3. aufgrund ihres Berufs oder Tätigkeit (Berufs-Insider § 38 Abs. 1 Nr. 2 c WpHG (a.F.)), oder
4. aufgrund der Vorbereitung und Begehung einer Straftat (**Straftat-Insider** § 38 Abs. 1 Nr. 2 d WpHG (a.F.))
erlangt haben.

Diese differenzierte Aufteilung von Insidern kennt auch Art. 8 MAR.²¹ Allerdings macht diese Unterteilung innerhalb der nun für das deutsche Strafrecht aufgerufenen MAR kaum Sinn. Denn ihrer Differenzierung folgt keine rechtliche Differenzierung der für sie verbotenen Insiderhandlungen. Art. 8 Abs. 4 Satz 2 MAR stellt vielmehr *alle Personen*, die Insiderinformationen unter anderen als den eben genannten Umständen erlangt haben, als **Kenntnis-Insider** sämtlichen der oben erwähnten Personen (*Organinsider, Beteiligungsinsider, Berufsinsider, Strafbarkeitsinsider*) gleich. Damit

20 Art. 11 Allgemeine Erklärung der Menschenrechte Art. 7 Abs. 2 EMRK, Art. 15 Internationaler Pakt über bürgerliche und politische Rechte.

21 So:
Organ-Insider (Art. 8 Abs. 4, a MAR)
Beteiligungs-Insider (Art. 8 Abs. 4 b MAR)
Berufs-Insider (Art. 4 Abs. 4 c MAR)
Strafbarkeits-Insider (Art. 8 Abs. 4 d MAR).

unterliegen alle aufgeführten Personen unterschiedslos ein und demselben generellen Verbotstatbestand des Art. 14 MAR.

4.1.4 Offenlegung von Insiderinformationen

§ 38 Abs. 3 Nr. 3 WPHG (n.F.) i.V.m. Art. 14 c MAR stellt nun auch das unrechtmäßige *Offenlegen* einer Insiderinformation unter Strafe. Der Strafgrund für dieses Verbot bleibt allerdings unklar; entspricht es doch gerade dem Sinn des Insiderverbotsrechtes, Insiderinformationen publik zu machen, also offenzulegen, um die Gefahr ihrer einseitigen Verwendung – also der Gefahr von Informations-Asymmetrie – zu vermeiden. Die vormaligen Vorschriften des § 15 a WPHG (a.F.) und jetzt auch die des Art. 17, 18 MAR beabsichtigen genau eine solche Offenlegung von Insiderinformation, die ihnen den Charakter als Insiderinformation nimmt.

Die obige Widersprüchlichkeit ist vielleicht dadurch zu erklären, dass sich der deutsche Gesetzgeber an der englischsprachigen Version des Art. 14 c MAR und dem dort verwandten englischen Begriff „*disclosure*“ orientiert. Die Übersetzung des Begriffes „*disclosure*“ mit dem deutschen Wort „*Offenlegung*“ in einer Strafnorm erscheint gemäß § 1 StGB jedoch insofern problematisch, als dass deren Tatbestandsmerkmale der einschränkenden Auslegung²² bedürfen. Aufschlussreich für diese einschränkende Auslegung ist die normzweckorientierte sog. teleologische Auslegungsmethode: Zweck des Insiderstrafrechts ist es, Informations-Asymmetrien auf einem Markt zu unterbinden. Anlagerelevante Informationen sollen nämlich deswegen gleichmäßig am Markt verteilt und allgemein zugänglich sein, um ein faires, gleichmäßiges Marktverhalten der Marktteilnehmer zu gewährleisten und künstliche individuelle Kurs-Strategien zu vermeiden.

Aus diesem Grunde muss eine Informations-Offenlegung, die zu keiner asymmetrischen Informationsverteilung führt, d.h. die nicht wenige bestimmte Adressaten exklusiv bedient, sondern sich generell an einen unbestimmten Adressatenkreis wendet, zulässig sein. Nur die Weitergabe von Insiderinformation lediglich an einzelne Personen muss daher strafbar bleiben.²³

Für diese Sicht spricht auch, dass die allgemeine Weitergabe der Information – also deren Veröffentlichung – den Verlust von deren Charakter als Insiderinformationen (i.S.d. Art. 7 MAR) mit sich führt und somit einen Markt schon nicht mehr gewähren bzw. verzerren kann. Nach der hier propagierten Sicht ist es konsequent, dass gemäß Art. 11 Abs. 4 MAR die Weitergabe von Insiderinformationen im Zusammenhang mit einer Marktsondierung zulässig erscheint.²⁴

22 Dazu siehe oben Kapitel 4.1.3 (m.w.H.).

23 Auch: EuGH v. 11.3.2015, (Rs. C-628/13) Lafonta/Autorité des marchés financiers, ECLI:EU:C:2015:162 EuGH v. 23.12.2009 (Rs. C-45/08) Spector Photo Group und Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, Rn. 47; EuGH v. 7.7.2011 (Rs. C-445/09) IMC Securities, C-445/09, EU:C:2011:459, Rn. 27; EuGH v. 28.6.2012, (Rs. C-19/1) Geltl/Daimler AG, ECLI:EU:C:2012:397; auch: EuZW 2012, S. 708 ff. Rn. 33.

24 Schlüssig ist somit auch, die Sanktionierung von „*Ketten-Verleitung*“ oder „*Ketten-Empfehlung*“ nach Art. 10 Abs. 2 Verordnung, also die Weitergabe von Information an andere Personen, nachdem man selbst verleitet oder Adressat einer Insiderpapierempfehlung geworden war, als strafwürdigen Tatbestand der Offenlegung zu sehen.

Die strafbare Offenlegung von Insiderinformationen ist – folgt man obigen Ausführungen – mit dem deutschen Begriff der „Mitteilung“ zu belegen. Diese Tathandlung findet sich allerdings nicht im Verordnung-Text der MAR, sondern in §§ 38 Abs. 1 i. V. m. § 39 Abs. 2 № 3 WPHG (a.F.). Letztere Normen bilden aber nach dem Willen des deutschen Gesetzgebers nicht mehr die einschlägigen Straftatbestände.

4.2 Legitime Handlungen

Innovativ am neuen deutschen Insiderstrafrecht ist sein Verweis (§ 19 WpHG (n.F.)) auf Art. 9 MAR. Art. 9 MAR stellt Vermutungen auf, nach denen eine sonst nach Art. 14 und 8 MAR rechtswidrige Insiderhandlung als legitim gilt. Auch hier mag schon fraglich sein, inwieweit das deutsche Strafrecht mit *Vermutungen* arbeiten darf. Letzteres ist nur deswegen erlaubt, weil diese Vermutungstatbestände strafbestimmend wirken. Problematisch erscheint für die Praxis, dass der Katalog an Vermutungen nicht abschließend ist, so dass kaum noch von einem generalpräventiv, appellierenden Effekt des neuen Insiderstrafrechts gesprochen werden kann. Art. 9 Abs. 1 MAR kennt – als nicht abschließende – Beispielsfälle:²⁵

- Insiderrelevante Hedging-Geschäfte von juristischen Person, die wirksame Maßnahmen zur Eindämmung des unternehmensinternen Informationsflusses (etwa Etablierung sog. „Chinese Walls“) sicherstellen (Art. 9 Abs. 1 a MAR).
- Art. 9 Abs. 2 lit. a legitimiert die insiderrelevanten Aktivitäten von Market-Makern²⁶ und Gegenparteien,²⁷ die im Rahmen ihrer rechtmäßigen, normalen Tätigkeit die Liquidität des Marktes sichernde Finanzierungsdienstleistungen erbringen.
- Das Ausführen von Aufträgen Dritter (Art. 9 Abs. 2 lit. b MAR).
- Erfüllung von fälligen Verpflichtungen, die vor Erhalt der Insiderinformation eingegangen sind, sofern diese in gutem Glauben und nicht zur Umgehung des Insiderrechts eingegangen wurden (Art. 9 Abs. 3).

Es stellt sich hier allerdings die Frage, was bei den oben genannten Fallgruppen und bei weiteren Anwendungsfällen des nicht enumerativ abschließenden Katalogs des Art. 9 MAR an nicht zu legitimierenden Straftatbeständen noch verbleibt. Unbestimmte Rechtsbegriffe wie „*anderweitig beeinflusst*“ (Art. 9 Abs. 1 lit. b MAR), „*rechtmäßig*“ und „*im Zuge der normalen Ausübung ihrer Funktion*“ (Art. 9 Abs. 2 lit. a und lit. b MAR), Information „*genutzt*“, „*guter Glaube*“ und „*Umgehung*“ (Art. 9 Abs. 3 MAR) schaffen zudem einen übermäßig weiten Raum, die Strafbarkeit wegen Insiderhandels gemäß Art. 9 MAR auszuschließen.

25 Auch dieser Katalog zeichnet die Rechtsprechung des EuGH nach, siehe: EuGH v. 23.12.2009 (C-45/08) Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck/Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen [CBFA], Slg. I 2009, S. 12073 ff. (m.w.H.).

26 Definition nach: Art. 4 Abs. 1 Nr. 8 Richtlinie 2004/39/EG.

27 Definition nach: Art. 2 Nr. 1 Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

5. Das Marktmanipulationsstrafrecht

Weniger Kritikpunkte als das neue Insiderstrafrecht bietet das Strafrecht der Marktmanipulation:

5.1 Marktmissbrauchstathandlungen

Der Gesetzgeber gliedert dies in die Straftatbestände des

1. **Verbreitens** von marktmanipulativer Information,
2. Übermitteln oder des
3. **Bereitstellens** von marktmanipulativer Information (§ 38 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG (n.F.) i.V.m. Art. 12 bzw. Art. 15 VO 695/2014 EU) und in die des

1. Abschlusses manipulativer Geschäfte,
2. des marktmanipulativen **Erteilen eines Handelsauftrags**, und in
3. **andere Handlung** (§ 38 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 39 Abs. 3 c WpHG (n.F.) i.V.m. Art. 15 bzw. Art. 12 VO 695/2014 EU).

Die Tathandlungen des Geschäftsabschlusses, der Verbreitung von Handelsaufträgen, der Übermittlung manipulativer Tatsachen und der sog. anderen Handlungen definiert Art. 12 Abs. 1 VO 695/2014 EU. Wie die vorangegangene Rechtslage des § 20 a WpHG (a.F.) kennt Art. 12 Abs. 2 VO 695/2014 EU Marktmanipulationen durch die

- **Sicherung marktbeherrschender Stellung** (Art. 12 Abs. 2 lit a VO 695/2014 EU),
- die **Anleger-Irreführung durch Eröffnungs- und Schlusskurse** (Art. 12 Abs. 2 lit b VO 695/2014 EU),
- die **Funktions-Beeinträchtigung eines Handelssystems** (Art. 12 Abs. 2 lit c i VO 695/2014 EU),
- die **Handels-Beeinträchtigung Dritter** (Art. 12 Abs. 2 lit c ii VO 695/2014 EU),
- die **Setzung falscher Signale** bezüglich der Angebots- und Nachfragesituation eines Finanzproduktes (Art. 12 Abs. 2 lit c iii VO 695/2014 EU).

Bei diesen Vorgaben durch die VO 695/2014 EU erscheint nun die Anwendung der deutschen *Marktmanipulations-Konkretisierungs-Verordnung (MaKonV)*²⁸ unklar. Auch sie enthält nahezu inhaltsgleiche Definitionen. Der deutsche Gesetzgeber hat sie allerdings nicht ausdrücklich aufgehoben. Nach dem Grundsatz des prinzipiellen Vorranges des europäischen vor dem nationalen Recht dürfte ihr Inhalt heute obsolet sein. Eine gesetzliche Aufhebung der deutschen **MaKonV** erscheint wünschenswert, käme dieser Akt doch dem Gebot der Rechtsklarheit nach.

28 Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung – MaKonV) v. 1.3.2005, BGBl. I S. 515 ff.; zuletzt geändert durch Artikel 5 G. v. 7.5.2013 BGBl. I S. 1162 ff.

5.2 Legitime Missbrauchshandlungen

Wie das Insiderrecht kennt auch das Recht der Marktmanipulation **Legitimierungstatbestände** (Art. 13 VO 695/2014 EU). Diese nehmen marktmanipulative Handlungen i.S.d. Art. 12 VO 695/2014 EU vom Verbotstatbestand des Art. 15 VO 695/2014 EU aus.

Den Inhalt dieser Legitimierungstatbestände legt nach Art. 13 Abs. 2 VO 695/2014 EU allerdings die Aufsichtsbehörde selbst fest.²⁹ Damit kommt einer Verwaltungseinheit die rechtsstaatlich zweifelhafte Befugnis zu, – statt des Gesetzgebers – die Grenzen der Strafbarkeit festzusetzen.

5.3 Noch ausstehende Lösungen für die Sonderproblematik „Scalping“

Keinen Lösungsschritt weiter bringt die neue Rechtslage, insbesondere der Verweis auf Art. 12 VO 695/2014 EU zur Strafbarkeit des *Scalping*. Auch nach der jetzigen Rechtslage (Art. 12 Abs. 2 lit d VO 695/2014 EU) ist die Ausgabe einer zutreffenden Stellungnahme oder/und eine Kursverlaufs-Prognose in den elektronischen Medien nur dann durch einen vom Anlageverhalten seiner Informierten selbst profitierenden Auskunftgeber (*Scalper*) zulässig, wenn der Scalper seinen Interessenkonflikt im Zusammenhang mit der Informationserteilung anlässlich seiner Beratung öffentlich deutlich macht. Potentielle Anleger sollen erkennen, dass der Scalper – aus Eigeninteresse – eine bestimmte Anlagestrategie empfiehlt.

Diese gesetzliche Schutzmaßnahme verfehlt jedoch ihr Ziel. Denn die Mitteilung des Eigeninteresses des Informanten hat wohl kaum den Wert, den Anlagekunden vor dem Eingehen der hier günstig besprochenen Geschäfte zu wahren. Vielmehr vermittelt die Information, auch die Auskunftsperson habe sich selbst geschäftlich so verhalten, wie er es seinen Kunden empfiehlt, diesen noch einen zusätzlichen – und damit die Manipulation verstärkenden – Anreiz, es der Gewährsperson gleichzutun.³⁰

6. Fazit

Das neue deutsch/europäische Insider- und Marktmanipulationsstrafrecht weist signifikante inhaltliche Schwächen und juristische Fehler auf. Diese betreffen an zahlreichen Stellen die Verfassungsmäßigkeit des neuen WpHG und seiner Regelungen.

Der Grund für diese gravierenden gesetzgeberischen Mängel liegt in den Schwierigkeiten, die „Europäisierung“ des deutschen Bank- und Kapitalmarktrechtes angemessen in die Systematik und Begrifflichkeit des deutschen Rechtes zu tragen. Dieser zugegebenerweise anspruchsvolle Auftrag darf nicht zu verfassungswidrigen Regelungen führen, wie sie nun das neue WpHG und seine auch inhaltlich problematische

29 Zu dieser Problematik siehe bereits oben Kapitel 3.3 (m.w.H.).

30 Siehe dazu: Siehe Krimphove: KritV 2007, S. 425 ff.

Verweisung auf mehrere europäische Rechtsquellen aufweisen.³¹ Der deutsche Gesetzgeber hätte die Chance nutzen sollen, Schwachstellen des neuen WpHG insbesondere mit dem *Zweiten Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG)*³² zu korrigieren.

-
- 31 Insbesondere die Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des europäischen Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (Amtsblatt L 173 vom 12.6.1972 14, S. 1 ff.); Richtlinie 2014/57/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (ABl. L № 173 v. 12.6.2014, S. 179 ff.); Verordnung (EU) Nr. 1031/2010 der Kommission vom 12.11.2010 über den zeitlichen und administrativen Ablauf sowie sonstige Aspekte der Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikaten gemäß der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft, ABl. L № 302 v. 18.11.2010, S. 1 ff.
- 32 BT-Drucks 18/10936, v. 23.1.2017: Gesetzentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG); Deutscher Bundestag [ID: 18-78837].