

Johann Wolfgang Goethe-Universität
Frankfurt am Main

Ursula Lenzen

**Das neue Recht der
Kursmanipulation**

Nr. 101



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

Das neue Recht der Kursmanipulation

Das Recht zur Verhinderung von Kursmanipulationen ist durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz, das am 1. Juli 2002 in Kraft getreten ist, grundlegend reformiert worden. Der Beitrag befasst sich mit den Hintergründen und der Ausgestaltung dieser Neuregelung sowie der Frage, wie diese zu bewerten ist. Verschiedene (wesentliche) Details waren im Gesetzgebungsverfahren hoch umstritten. Ein wichtiger Punkt, nämlich die subjektiven Voraussetzungen des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG, ist noch kurz vor Abschluss des Verfahrens geändert worden.

Inhaltsübersicht

- I. Einführung
- II. Die Regelung des § 88 BörsG a.F. und seine Defizite
- III. Die Neuregelung im 4. Finanzmarktförderungsgesetz
 1. Systematik der Neuregelung
 2. Modifizierung des Tatbestandes und die Möglichkeit der Konkretisierung durch Rechtsverordnung
 3. Änderung der Aufsicht über die Einhaltung des Verbotstatbestandes
 4. Abgestuftes Sanktionssystem und Einführung zivilrechtlicher Haftungstatbestände
- IV. Während des Gesetzgebungsverfahrens erhobene Kritikpunkte
 1. Verordnungsermächtigung des § 20a Abs. 2 WpHG
 2. Subjektiver Tatbestand des § 20a Abs.1 S.1 WpHG
 3. Überwachung durch die Bundesanstalt und Reichweite der Überwachungsbefugnisse
- V. Stellungnahme
 1. Ausgestaltung des subjektiven Tatbestandes des § 20a Abs.1 S.1 Nr. 2 WpHG
 2. Verordnungsermächtigung des § 20a Abs. 2 WpHG
 3. Übertragung der Aufsicht auf die Bundesanstalt
- VI. Zusammenfassung

I. Einführung

Manipulationen von Börsenkursen, die in vielfältiger Weise vorgenommen werden können,¹ gehören zu den ältesten anlegerschädigenden Praktiken in den Wertpapiermärkten überhaupt.²

In Deutschland haben dennoch die gesetzlichen Vorschriften, die manipulativen Verhaltensweisen entgegenwirken sollen, über mehr als ein Jahrhundert hinweg nur ein Schattendasein geführt, wurden mitunter sogar für überflüssig gehalten. Der Gesetzgeber hat das Problem grundsätzlich bereits Ende des 19. Jahrhunderts erkannt und im Jahre 1884 Art. 249d ADHGB geschaffen,³ der die betrügerische Beeinflussung von Börsenkursen unter Strafe stellte. Diese Vorschrift wurde später verallgemeinert und als § 75 Abs.1 in das Börsengesetz von 1896 aufgenommen.⁴ Durch verschiedene Reformen modifiziert und konkretisiert blieb sie als späterer § 88 BörsG (im folgenden: § 88 a.F.) bis jetzt in ihren Grundzügen unverändert erhalten. Praktische Bedeutung hat diese Bestimmung, die als Einzige im deutschen Recht unmittelbar gegen Kursbeeinflussungen gerichtet ist, während ihrer ganzen Geschichte nie erlangt.⁵ Erst in jüngerer Zeit versuchten Gerichte gelegentlich, auf diese kaum angewandte Norm zurückzugreifen.⁶

Eine brauchbare Handhabe gegen Kursmanipulationen war damit, im Gegensatz zu vielen anderen Ländern, bisher im deutschen Recht nicht vorhanden. Ihre Notwendigkeit wurde jedoch, nach manchen Zweifeln in vergangenen Jahren,⁷ mehr und mehr erkannt, nicht zuletzt, um die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes auf internationaler Ebene zu sichern. Den letzten Impuls zu einer Reform der bestehenden Regulierung gaben folgende Umstände:⁸ Erstens hatten rechtswissenschaftliche Vorarbeiten die erheblichen Defizite des § 88 BörsG a.F.

¹ Zu einer ausführlichen Darstellung der verschiedenen Manipulationstechniken siehe *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 2000, S. 9ff.

² *Hopt*, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 491.

³ „Mit Gefängniß bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu zehntausend Markt wird bestraft:(...) wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken“ (zitiert nach *Merkt* in: *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart 1997, S. 67, Fn. 213)

⁴ *Nußbaum*, Kommentar zum Börsengesetz, München 1910, § 88, Anm. I 1; *Stenglein*, Kommentar zu den strafrechtlichen Nebengesetzen des Deutschen Reiches, Band II, 5. Auflage, Berlin 1931, § 88 BörsG, Anm. 1a.

⁵ *Bröker*, *wistra* 1995, 130, 133; *Rössner* in: *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage 1997, § 9, Rn.1.

⁶ So zur Konstruktion einer zivilrechtlichen Haftung nach § 823 Abs.2 BGB, *LG Augsburg* („Infomatec“), *WM* 2001, S. 1944ff.

⁷ *Rössner/Worms* in: *Assmann/Schütze*, Fn.3, § 9, Rn.4, 10.

⁸ *Fleischer*, Zusammenfassung des Gutachtens für den 64. Juristentag, *NJW-Beilage* 23/2002, S. 37, 40.

ausgemacht. Zweitens befasste sich zunehmend auch die Europäische Union mit einer verstärkten Bekämpfung von Marktmissbrauch. Und schließlich verdeutlichte ein Blick auf andere Rechtsordnungen den Nachholbedarf im deutschen Recht. Der deutsche Gesetzgeber nahm die (dringend erforderliche) Neuregelung im Rahmen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes, das am 1. Juli 2002 in Kraft getreten ist, in Angriff.

Auf europäische Ebene wurde im Mai vergangenen Jahres ein Richtlinienentwurf vorgelegt, der neben Insiderhandel auch Marktmanipulationen zum Gegenstand hat.⁹ Die endgültige Verabschiedung der Richtlinie steht derzeit noch aus.

II. Die Regelung des § 88 BörsG a.F. und seine Defizite

Nach § 88 BörsG a.F., der bisher einzigen unmittelbar gegen Kursmanipulationen gerichteten Vorschrift, machte sich strafbar,

„wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren (...)

1. unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung der Wertpapiere (...) erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt oder
2. sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet...“

Ihrer Rechtsnatur nach handelte es sich bei § 88 BörsG a.F. um eine Strafvorschrift, deren Einhaltung nicht, wie dies für den verwandten Bereich des Insiderhandels bereits seit einigen Jahren der Fall ist, von einem Bundesaufsichtsamt, sondern allein von den Staatsanwaltschaften überwacht wurde. Stießen Börsenaufsichtsbehörden oder die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (bisher: Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel; im Folgenden: Bundesanstalt) bei ihrer Tätigkeit auf einen Fall von Kursmanipulation (eine gesetzliche Überwachungspflicht oblag ihnen bisher nicht), so traf sie nach der alten Gesetzeslage keine Pflicht zur Anzeige bei der Staatsanwaltschaft, wie dies für Insiderstraftaten durch § 18 WpHG vorgesehen ist. Hierin lag im Bereich der Durchsetzung der Norm ein nicht unbeachtliches Problem der alten Regulierung, da es den Staatsanwaltschaften, die in der Regel weder über

⁹ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 30.5.2001 (KOM(2001)281)).

die sachlichen noch die personellen Voraussetzungen verfügen,¹⁰ kaum möglich ist, die Wertpapiermärkte selbst zu überwachen.

Neben der alleinigen Zuständigkeit der Staatsanwaltschaft war im Hinblick auf die Durchsetzung des § 88 BörsG a.F. von Bedeutung, dass diese Vorschrift von der ganz herrschenden Meinung¹¹ nicht als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs.2 BGB anerkannt wurde und somit durch Kursmanipulationen geschädigte Anleger im Regelfall keine Möglichkeit hatten, im Zivilrechtsweg Schadensersatzansprüche gegen Manipulatoren geltend zu machen. Dies führte zum einen dazu, dass potentielle Manipulatoren nicht durch drohende Schadensersatzansprüche geschädigter Investoren abgeschreckt werden konnten. Gleichzeitig hatte es zur Folge, dass Anleger, die Opfer von Manipulationen geworden waren, keinen (zusätzlichen) Anreiz hatten, Anzeige bei der Staatsanwaltschaft zu erstatten und dieser damit Kenntnis von den Vorfällen zu verschaffen, um sich das Ergebnis staatsanwaltschaftlicher Ermittlungen auch für ihre eigenen Verfahren zunutze zu machen.

Aber auch die Ausgestaltung des Tatbestandes des § 88 BörsG a.F. führte zu verschiedenen Schwierigkeiten, die die Vorschrift in der Praxis zu totem Recht hatten werden lassen:

In seiner Nr. 1 nannte § 88 BörsG a.F. zunächst (exemplarisch) als typische Manipulationsmittel unrichtige Angaben über Umstände, die für die Bewertung der Wertpapiere erheblich sind, sowie das Verschweigen solcher Umstände, sofern eine Rechtsvorschrift ihre Offenlegung verlangt.

Die Möglichkeiten der Manipulation von Kursen und Preisen sind jedoch vielfältig und gehen über die in § 88 Nr.1 BörsG a.F. genannten Mittel weit hinaus.¹² Zur (möglichst umfassenden) Erfassung der verschiedenen Manipulationstechniken sah § 88 Nr.2 BörsG a.F. daher den (generalklauselartigen) Tatbestand der Anwendung sonstiger auf Täuschung berechneter Mittel vor. Welche Verhaltensweisen hiervon erfasst

¹⁰ Vgl. Möller, WM 2002, 309, 309.

¹¹ Schwark, Börsengesetz, 2. Auflage 1994, § 88 BörsG, Rdn. 7; Ledermann in: Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, 1999, § 88 BörsG, Rdn. 1; Groß, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2002, § 88 BörsG, Rn.1; a.A. LG Augsburg, WM 2001, 1944ff („Infomatec“).

¹² Siehe hierzu ausführlich die Darstellung bei Lenzen, a.a.O. (Fn.1), S. 9ff.

waren, ist bis heute nicht zufriedenstellend geklärt. Auch die Entwurfsbegründung¹³ ergibt keine erschöpfende Auskunft. Den Tatbestand konkretisierende Rechtsprechung gibt es nicht. In diesem Zusammenhang tauchte insbesondere immer wieder die Frage auf, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen auch tatsächliche Handelsaktivitäten, also effektive Geschäfte, die ebenfalls Auswirkungen auf den Börsen- oder Marktpreis haben können, auf Täuschung berechnete Mittel darstellen können.¹⁴ Hieraus resultierten erhebliche und für die Praxis äußerst relevante Unsicherheiten darüber, ob bzw. in welchen Fällen Maßnahmen wie Kurspflege/Kursstabilisierung, Rückkäufe eigener Aktien oder Leerverkäufe als strafbare Manipulationen angesehen werden konnten.

Neben dem objektiven Tatbestand stellten in der Vergangenheit jedoch auch die subjektiven Voraussetzungen des § 88 BörsG a.F. ein nicht unerhebliches Hindernis bei seiner Anwendung dar:

§ 88 BörsG a.F. setzte für beide Tatbestandsalternativen ein Handeln „zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis voraus“. Danach musste der Wille des Täters darauf gerichtet sein, mit seinem tatbestandsmäßigen Verhalten - wenigstens mittelbar - den Preis zu beeinflussen.¹⁵ Bedingter Vorsatz war nicht ausreichend.¹⁶ Handlungen, bei denen es dem Täter nicht auf die Kursmanipulation ankam, sein Verhalten aber gleichwohl zur Kursbeeinflussung geeignet war, fielen damit aus dem Anwendungsbereich des § 88 BörsG a.F. heraus.¹⁷ Nicht erfassbar waren damit insbesondere auch Maßnahmen, die das Potential zur Kursbeeinflussung hatten, aber sonstigen Zwecken dienten, wie etwa Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, sofern sie eine Kursbeeinflussung nicht notwendig voraussetzen.¹⁸ Die Praxis hat sich in der Vergangenheit stets schwer getan, einen entsprechenden Willen des Täters festzustellen. Auf der anderen Seite kam es nach § 88 BörsG a.F. nicht darauf an, ob das in Frage stehende Verhalten auch objektiv geeignet war, den Kurs zu beeinflussen,¹⁹ wodurch auch für den Kapitalmarkt unschädliches Verhalten sanktionierbar war.

¹³ BT-Drucks. 10/318, S. 45ff.

¹⁴ Siehe hierzu *Lenzen*, a.a.O. (Fn. 1), S. 192ff. mit einer ausführlichen Darstellung des Meinungsstandes.

¹⁵ *Fuhrmann* in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze, B 155, § 88 BörsG, Rdn. 21.

¹⁶ Für alle: *Ledermann* in: Schäfer, a.a.O. (Fn. 11), Rdn. 14.

¹⁷ *Kaiser*, WM 1997, 1557, 1563.

¹⁸ *Ekkenga*, WM 2002, 317, 318.

¹⁹ *Schwark*, a.a.O. (Fn. 11), Rdn. 7; *Stenglein*, Komm. z.d. strafrechtlichen Nebengesetzen des Deutschen Reiches, Band II, 5. Auflage. 1931, § 88 BörsG, Anm. 6a; *Nußbaum*, Komm. z. BörsG 1910, § 88 BörsG, Rdn. 1b; einschränkend *Scheu*, Das Börsenstrafrecht und seine Reform 1974, S. 19, der absolut untaugliche Mittel

III. Die Neuregelung im 4. Finanzmarktförderungsgesetz

Im Rahmen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes, das am 1. Juli 2002 in Kraft getreten ist und dessen Ziel es ist, das Vertrauen der am Kapitalmarkt Beteiligten in die Integrität der Finanzmärkte zu stärken, das Börsenrecht zu modernisieren und den Handlungsspielraum der Börsen und der Kapitalanlagegesellschaften zu erweitern,²⁰ erfolgt eine grundlegende Neuregelung der Vorschriften zur Verhinderung von Kursmanipulationen.

1. Systematik der Neuregelung

§ 88 BörsG a.F. wird aufgehoben; an seine Stelle treten die §§ 20a und 20b WpHG. Durch die Herausnahme der Vorschrift aus dem Börsengesetz und die Einfügung der Neuregelung in das Wertpapierhandelsgesetz soll der Tatsache Rechnung getragen werden, dass sich das Manipulationsverbot sowohl auf Manipulationshandlungen an Börsen als auch auf außerbörsliche Transaktionen erstreckt.

Die neue Regelung sieht eine Abkehr von der rein strafrechtlichen Betrachtungsweise vor:

§ 20a WpHG enthält den Tatbestand des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation. Ein Verstoß gegen diese Vorschrift stellt, im Unterschied zur Regelung des § 88 BörsG a.F., bei Vorliegen des erforderlichen Vorsatzes grundsätzlich nur eine Ordnungswidrigkeit dar (vgl. § 39 Abs.1 WpHG). Wird durch eine der erfassten Tathandlungen zudem tatsächlich auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes eingewirkt, so liegt eine Straftat vor (vgl. § 38 Abs.1 Nr.4 WpHG).

Diese grundlegend neue Konzeption hat bedeutende Auswirkungen auf sogenannte „Altfälle“, von denen derzeit schon eine ganze Reihe die Staatsanwaltschaften und Gerichte beschäftigen: Wurden in kursbeeinflussender Absicht manipulative Handlungen, die jedoch tatsächlich ohne Auswirkung auf den Börsen- oder Marktpreis geblieben sind, noch zur Zeit der Geltung des § 88 BörsG vorgenommen, so handelte es sich nach der zum Tatzeitpunkt geltenden Gesetzeslage um eine Straftat. Ab dem 1. Juli 2002 sind solche Taten jedoch nur noch als Ordnungswidrigkeiten sanktioniert. § 2 Abs.3 StGB sieht vor, dass, wenn das Gesetz,

ausscheiden will; a.A. *Fuhrmann*, a.a.O. (Fn. 15), B. 155, § 88 BörsG, Rdn. 16, nach dessen Auffassung das Mittel objektiv zur Preisbeeinflussung geeignet sein muss.

das bei Beendigung der Tat gilt, vor der Entscheidung geändert wird, das mildeste Gesetz anzuwenden ist. Diese Vorschrift ist entsprechend anzuwenden, wenn eine Straftat zu einer bloßen Ordnungswidrigkeit herabgestuft wird.²¹ Dabei ist der Ordnungswidrigkeitentatbestand auch dann als das „mildere“ Gesetz anzusehen, wenn die Geldbuße höher ist als die ehemals angedrohte Geldstrafe, weil der Täter zwar eine staatliche Norm missachtet hat, ihm deswegen jedoch nicht mehr – wie vordem – ein krimineller Vorwurf gemacht wird.²² Das führt dazu, dass bereits begangene Manipulationen, die nicht zu einer Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises geführt haben und über die noch nicht letztinstanzlich entschieden ist, nur noch als Ordnungswidrigkeiten geahndet werden können.

Flankierend werden zwei neue Anspruchsgrundlagen in das WpHG eingeführt, die durch Manipulationen geschädigten Anlegern zumindest in bestimmten Fallkonstellationen die Möglichkeiten geben können, auf dem Zivilrechtsweg Schadensersatz von den Manipulatoren zu verlangen:

Die §§ 37b und 37c WpHG sehen Schadensersatzsprüche vor für Anleger, die durch die unterlassene oder verspätete Veröffentlichung oder die unrichtige Behauptung potenziell kurserheblicher Tatsachen durch den Emittenten bei ihren Wertpapiergeschäften einen Schaden erlitten haben.

2. Modifizierung des Tatbestandes und die Möglichkeit der Konkretisierung durch Rechtsverordnung

Der Tatbestand des § 20a WpHG in seiner letztendlich verabschiedeten Fassung lautet wie folgt:

(1) Es ist verboten,

1. unrichtige Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes..... einzuwirken oder
2. sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, um auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes..... einzuwirken.

²⁰ *Bundesministerium der Finanzen*, Eckpunkte des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, 27.3.2001, S.1.

²¹ BGHSt 12, 148. 153ff; OLG Düsseldorf, NJW 1969, 1221, 1221; *Eser* in: Schenke/Schröder, Strafgesetzbuch, 26. Auflage, 2001, § 2, Rn.21; a.A. OLG Köln, NJW 1953, 1156.

²² BGHSt, 12, 148, 155; OLG Düsseldorf, NJW 1969.

.....

(2) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. Umstände, die für die Bewertung von Vermögenswerten erheblich sind,
2. das Vorliegen einer sonstigen Täuschungshandlung und
3. Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des Absatz 1 Satz 1 darstellen.

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung, die der Zustimmung des Bundesrates bedarf, auf die Bundesanstalt übertragen. Diese erlässt die Vorschriften im Einvernehmen mit den Börsenaufsichtsbehörden der Länder.

Tathandlung ist wie im § 88 BörsG a.F. zum einen die unrichtige Angabe über Umstände, die für die Bewertung der in den Schutzbereich der Norm einbezogenen Handelsgüter erheblich sind; erfasst wird auch, ebenso wie bisher, das Unterlassen derartiger Angaben, sofern eine Rechtspflicht zur Offenbarung besteht (§ 20a Abs.1 S.1 Nr.1 WpHG).

Verboten ist zum anderen, sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen (§ 20a Abs.1 S.1 Nr.2), die an die Stelle der in § 88 BörsG a.F. genannten „auf Täuschung berechneten Mittel“ treten.

Um in diesem Zusammenhang den unter der alten Gesetzeslage bestehenden Unsicherheiten zu begegnen, stellt nun die Gesetzesbegründung²³ eindeutig klar, dass auch effektive Geschäfte über die tatsächliche Geschäftslage täuschen können und damit als „Täuschungshandlung“ im Sinne der neuen Vorschrift in Betracht kommen: Dies sei beispielsweise der Fall bei der Erteilung mehrerer Kaufaufträge zu sukzessive höheren Preisen oder bei Aufträgen größeren Volumens, die am Ende des Tages erteilt werden. Denkbar sei aber auch die Erteilung von Verkaufsorders oder eine Manipulation durch Leerverkäufe. Eine Täuschung begehe darüber hinaus, wer sich bei einem Derivat oder einem Basiswert die Kontrolle über die Nachfrage verschafft, so dass er eine beherrschende Stellung gewinnt, die er zur Manipulation des Preises der Derivats oder des Basiswert ausnutzen kann. Damit ist nun unzweifelhaft, dass auch Maßnahmen wie Kurspflege/Kurstabilisierung, Leerverkäufe oder Rückkäufe eigener Aktien, die, jedenfalls in bestimmten Grenzen,

²³ Begründung zum Regierungsentwurf, BT-Drucks. 14/8017, S. 89.

zu den normalen Marktaktivitäten gehören und auf dem Kapitalmarkt wichtige Funktionen erfüllen, prinzipiell den Tatbestand der verbotenen Kursmanipulation erfüllen können.

Da die Manipulationstechniken vielfältig sind und aus diesem Grund eine umfassende gesetzliche Regelung nicht möglich ist, sieht § 20a Abs.2 WpHG eine Ermächtigung zum Erlass einer Rechtsverordnung vor, durch die der Tatbestand der Kursmanipulation näher konkretisiert werden können, u.a. Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des Absatzes 1 Satz 1 darstellen. Ziel der letztgenannten Möglichkeit ist es, den Marktteilnehmern konkrete Leitlinien an die Hand zu geben, mit deren Hilfe sie feststellen können, welche Handlungen marktkonform sind und nicht als Verstoß gegen das Manipulationsverbot angesehen werden.²⁴ Durch den Erlass solcher *safe-harbor*-Vorschriften sollen vor allem Sonderregeln für Maßnahmen der Kursstabilisierung geschaffen werden, die Richtlinien dafür aufstellen, in welchen Fällen derartige Maßnahmen, die für den Kapitalmarkt durchaus wichtig sind, in keinem Fall als verbotene Manipulation angesehen werden. Ohne solche *safe-harbor*-Vorschriften könnten die Marktteilnehmer angesichts der drohenden Strafbarkeit aus Gründen der Vorsicht gezwungen sein, von sinnvollen Handlungen wie Kursstabilisierung oder Rückkäufen eigener Aktien Abstand zu nehmen. Adressat der Verordnungsermächtigung ist das Bundesministerium der Finanzen, das die Befugnis auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die zukünftig auch die Einhaltung des Manipulationsverbotes zu überwachen hat, übertragen kann.

Eine weitere bemerkenswerte Änderung liegt in der neuen Ausgestaltung des subjektiven Tatbestandes der Norm:

Setzte § 88 BörsG a.F. noch für alle Tatbestandsalternativen ein Handeln „zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis“ voraus, so wurde im Referenten- und im Regierungsentwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz in § 20a Abs.1 S.1 WpHG zunächst vollständig auf eine entsprechende „Manipulationsabsicht“ verzichtet.²⁵ In der vom Bundestag verabschiedeten Fassung²⁶ wurde dies in Bezug auf die Tatbestandsalternative des § 20a Abs.1 S.1 Nr.1 WpHG, d.h. die Manipulation durch

²⁴ Begründung zum Regierungsentwurf, BT-Drucks. 14/8017, S. 90.

²⁵ Referenten-Entwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz, S. 58; Regierungsentwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 14/8017, S. 27. Vielmehr wurde nur verlangt, dass die jeweiligen Manipulationshandlungen dazu geeignet sind, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken.

unrichtige Angaben über Umstände, die für die Bewertung der in den Schutzbereich der Norm einbezogenen Handelsgüter erheblich sind, bzw. durch das Verschweigen solcher Umstände entgegen einer Rechtspflicht zur Offenlegung, auch beibehalten. Die zweite, generalklauselartige Tatbestandsalternative der Manipulation durch „sonstige Täuschungshandlungen“ wurde jedoch dahingehend geändert, dass diese Täuschungshandlungen nun vorgenommen werden müssen, „um auf den inländischen Börsen oder Marktpreis...einzuwirken“.²⁷ Sowohl der Regierungs- als auch der Diskussionsentwurf hatten vorgesehen, dass die Täuschungshandlungen geeignet sein müssen, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis einzuwirken. Auf die große Bedeutung dieser zum Ende des Gesetzgebungsverfahrens erst vorgenommenen Änderung wird später (VI) noch zurückzukommen sein.

3. Änderung der Aufsicht über die Einhaltung des Verbotstatbestandes

Ebenfalls grundlegend geändert wird die Überwachung der Einhaltung des Manipulationsverbotes.

Mit Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes geht die Aufgabe, die Einhaltung des Manipulationsverbotes zu überwachen, auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht über (§ 20b Abs.1 WpHG). Hierdurch liegt nun die Verfolgung von Kursmanipulationen und Insiderhandel, zwei verwandten Formen des Marktmissbrauchs, in einer Hand.

Um der Bundesanstalt die Erfüllung dieser Aufgabe zu ermöglichen, wird sie mit weitreichenden Ermittlungsbefugnissen ausgestattet, die weitgehend denjenigen entsprechen, die ihr auch bei der Verfolgung von Insidervergehen zustehen. Hingewiesen sei in diesem Zusammenhang nur auf § 20b Abs.2 WpHG, wonach die Bundesanstalt von den *Beteiligten* Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen kann, sofern Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Manipulationsverbot vorliegen. Der Grund für die Anknüpfung an den Begriff der Beteiligten liegt darin, dass aufgrund der Tathandlungen auch ein weiter Adressatenkreis der Norm für erforderlich gehalten wird.²⁸ Darüber hinaus soll hierdurch auch die Verfolgung von Manipulationsketten ermöglicht werden.²⁹

Darüber hinaus verpflichtet § 4 Abs.5 S.4 und 5 BörsG die Handelsüberwachungsstellen der Börsen, bei Feststellung von Tatsachen, deren

²⁶ BR-Drucks. 257/02, S. 23f.

²⁷ Sowohl Regierungs- als auch Referenten-Entwurf hatten bis dahin vorgesehen, dass die Täuschungshandlungen geeignet sein müssen, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis einzuwirken.

²⁸ Begründung zum Reg-Entwurf, BT-Drucks. 14/8017, S. 90.

Kenntnis für die Erfüllung der Aufgaben der Bundesanstalt, insbesondere bei der Verfolgung von Verstößen gegen das Manipulationsverbot, erforderlich ist, die Bundesanstalt unverzüglich zu unterrichten

Ergibt sich nach den Erkenntnissen der Bundesanstalt der Verdacht einer Manipulationsstraftat, so hat sie den Vorgang wie auch bei der Verfolgung von Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot an die zuständige Staatsanwaltschaft abzugeben (§ 20b Abs.6 WpHG).

4. Abgestuftes Sanktionssystem und Einführung zivilrechtlicher Haftungstatbestände

Wie bereits mehrfach angesprochen, wurde auch das System zur Sanktionierung von Kursmanipulationen verändert:

Ein Verstoß gegen das Manipulationsverbot des § 20a WpHG stellt grundsätzlich nur eine Ordnungswidrigkeit dar, sofern der Täter mit dem erforderlichen Vorsatz handelt (§ 39 Abs.1 Nr.1 und 2 WpHG). Eine solche Ordnungswidrigkeit kann von der Bundesanstalt (vgl. § 40 WpHG) mit Geldbußen von bis zu eineinhalb Millionen Euro sanktioniert werden (§ 39 Abs.4 WpHG).

Wird darüber hinaus durch die Tathandlung auf den Börsen- oder Marktpreis tatsächlich eingewirkt, so handelt es sich um eine Straftat, die mit einer Freiheitsstrafe von bis zu 5 Jahren oder mit Geldstrafe geahndet werden kann. (§ 38 Abs.1 Nr.4 i.V.m. § 39 Abs.1 Nr.1 und 2 WpHG). Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass es sich bei der erforderlichen Preisbeeinflussung im Rahmen des Straftatbestandes um ein echtes Tatbestandsmerkmal und nicht etwa um eine objektive Strafbarkeitsbedingung handelt, so dass der Täter zumindest mit bedingtem Vorsatz in Bezug auf die Kurswirkung handeln muss.³⁰

Daneben wird durch die Einführung der §§ 37b und 37c WpHG eine Möglichkeit für die Anleger geschaffen, in bestimmten Fällen von Kursmanipulation Schadensersatz von den Tätern zu verlangen:

Nach § 37b Abs.1 WpHG kann ein Anleger unter bestimmten Voraussetzungen Schadensersatz vom Emittenten verlangen, wenn dieser es unterlässt, unverzüglich bestimmte neue, kursbeeinflussende Tatsachen zu veröffentlichen.

§ 37c Abs.1 WpHG begründet unter bestimmten Voraussetzungen eine Schadensersatzpflicht des Emittenten, wenn dieser unwahre Tatsachen in einer Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen veröffentlicht. Hierdurch sollen Anleger

²⁹ Begründung zum Reg-Entwurf, BT-Drucks. 14/8017, S. 90.

³⁰ Begründung zum Reg-Entwurf, BT-Drucks. 14/8017, S.98.

geschützt werden, die durch die unterlassene oder verspätete Veröffentlichung oder die unrichtige Behauptung potenziell kurserheblicher Tatsachen durch den Emittenten bei ihren Wertpapiergeschäften einen Schaden erlitten haben.³¹

Inwieweit § 20a WpHG als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs.2 BGB angesehen werden wird, ist offen. Die Gesetzesbegründung enthält dazu keine Ausführungen. § 20a WpHG sollte jedoch in jedem Fall als Schutzgesetz betrachtet werden, schon um auch die Manipulationsfälle zu erfassen, die nicht unter §§ 37b, c WpHG fallen.³² Um die gerichtliche Geltendmachung solcher Ansprüche zu fördern, sollte zudem in prozessualer Hinsicht die Möglichkeit einer Klagebündelung geschaffen werden.³³

IV. Während des Gesetzgebungsverfahrens erhobene Kritikpunkte

Obwohl die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation, deren Notwendigkeit mittlerweile weitgehend anerkannt war, grundsätzlich begrüßt wurde,³⁴ wurden dennoch im Verlaufe des Gesetzgebungsverfahrens viele, durchaus wesentliche Details kontrovers diskutiert. Die Diskussionen rankten sich dabei hauptsächlich um die folgenden Punkte:

1. Verordnungsermächtigung des § 20a Abs.2 WpHG

Zu den Hauptkritikpunkten gehörte die Verordnungsermächtigung zur Konkretisierung der Manipulationstatbestände in § 20a Abs.2 WpHG. Im Vordergrund standen hier vor allem rechtsstaatliche Bedenken:³⁵ Ein Verstoß gegen das Manipulationsverbot sei im Fall einer tatsächlich eintretenden Kursbeeinflussung eine Straftat. Die Anpassung und Modifikation eines Straftatbestandes gehöre jedoch nicht in die Hand eines Ordnungsgebers. Vielmehr müssten sich die Voraussetzungen der Strafbarkeit in hinreichend bestimmter Weise unmittelbar aus einem formellen Gesetz ergeben. Der Tatbestand des § 20a Abs.1 S.1 WpHG sei daher zumindest durch Regelbeispiele zu konkretisieren.

³¹ Begründung zum Reg-Entwurf, BT-Drucks. 14/8017, S. 93

³² Hierzu näher *Lenzen*, Finanz-Betrieb 2001, 603, 608. In diese Richtung auch *Fleischer*, a.a.O. (Fn. 8), S. 40.

³³ Siehe hierzu ausführlich *Lenzen*, Finanz-Betrieb 2001, 603, 608.

³⁴ Vgl. nur Stellungnahmen des *Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel*, S. 1, der *Gruppe Deutsche Börse*, S. 20, des *Zentralen Kreditausschusses*, S. 38, der *Börsensachverständigenkommission*, S. 2, der *Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre e.V.*, S. 5, sowie von *Prof. Gerke*, S. 3.

³⁵ Siehe Stellungnahmen der *Gruppe Deutsche Börse*, S. 20, des *Zentralen Kreditausschusses*, S. 40, des *Bundesverbands der Deutschen Industrie und des Deutschen Industrie- und Handelskammertags*, S. 7, des *Verbands der Auslandsbanken in Deutschland e.V.*, Anlage 3, von *Prof. Schwark*, S. 8.

2. Subjektiver Tatbestand des § 20a Abs.1 S.1 WpHG

Heftig diskutiert wurde weiterhin der subjektive Tatbestand des § 20a Abs.1 S.1 WpHG. Angesichts der Schwierigkeiten, die durch das Absichtserfordernis des § 88 BörsG a.F. bei dessen Anwendung in der Praxis aufgetreten waren, sahen zunächst weder Referenten- noch Regierungsentwurf zu § 20a Abs.1 S.1 WpHG besondere subjektive Voraussetzungen vor.³⁶ Vielmehr mussten nach den Entwürfen die aufgeführten Manipulationshandlungen nur objektiv geeignet sein, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken. Dies führte zu Problemen bzw. Unsicherheiten im Hinblick auf Manipulationen durch tatsächliche Handelsaktivitäten, die nach der Gesetzesbegründung³⁷ unter die sonstigen Täuschungshandlungen im Sinne des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG fallen können: Tatsächliche Handelsaktivitäten können, wie auch ökonomische Studien belegen, grundsätzlich, jedenfalls wenn sie ein gewisses Volumen haben, Auswirkungen auf den Börsen- oder Marktpreis eines Wertpapiers haben.³⁸ Das ist aber nur die natürliche Konsequenz eines freien und offenen Marktes³⁹ und kann für sich allein nicht ausreichen, vom Tatbestand einer (zu unterbindenden) Manipulation auszugehen. Auch die bloße Kenntnis des Handelnden von der kurs- oder preisbeeinflussenden Wirkung kann nicht ausreichen, um eine tatsächliche Transaktion als manipulativ zu bezeichnen.⁴⁰ Erlaubtes Handelsgeschehen und manipulative (tatsächliche) Geschäfte lassen sich vielmehr nur dadurch abgrenzen, dass für letzteres die Absicht der Einflussnahme auf den Kurs oder Marktpreis hinzukommen muss.⁴¹ Um diesen Problemen abzuweichen, wurde teilweise eine entsprechende Spezifizierung der als Manipulation einzustufenden tatsächlichen Handelsaktivitäten in der zu erlassenden Rechtsverordnung für ausreichend gehalten.⁴² Andere hielten eine Änderung der vorgesehenen Regelung durch Einfügung einer entsprechenden Manipulationsabsicht für grundsätzlich nicht erforderlich, da sich bereits aus der Entwurfsbegründung ergebe, dass unter den Begriff der Täuschungshandlung nur solche tatsächlichen Transaktionen fielen, die mit manipulativer Absicht vorgenommen würden.⁴³ Die endgültig verabschiedete

³⁶ Referenten-Entwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz, S. 58; Regierung-Entwurf zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 14/8017, S. 27.

³⁷ BT-Drucks. 14/8017, S. 89.

³⁸ Siehe hierzu näher *Lenzen*, a.a.O. (Fn. 1), S. 34ff.

³⁹ Moore/Wisemann, 2 U. Chi. L. Rev. 46, 50 (1934).

⁴⁰ Insofern war selbst den im Fall des Vorliegens einer Straftat bestehende Vorsatz in Bezug auf die Preisbeeinflussung allein nicht ausreichend, um per se von einer Manipulation auszugehen.

⁴¹ Ebenso Stellungnahme des *Zentralen Kreditausschusses*, S. 39; *Altendorfer* in: Grundfragen des neuen Börsenrechts, Wien 1998, S. 249; *Möller*, a.a.O. (Fn.10), S. 313.

⁴² *Möller*, a.a.O. (Fn.10), S. 316.

⁴³ So auch *Ekkenga*, WM 2002, 317, 319.

Fassung des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG sieht jedoch vor, dass die sonstigen Täuschungshandlungen vorgenommen werden müssen, um auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken. Hierdurch wurde der Forderung vieler,⁴⁴ eine solche Absicht – jedenfalls im Hinblick auf effektive Geschäfte - in die zweite Tatbestandsalternative des § 20a Abs.1 S.1 WpHG aufzunehmen - die auch in der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses⁴⁵ ihren Niederschlag fand - Rechnung getragen.

3. Überwachung durch die Bundesanstalt und Reichweite der Überwachungsbefugnisse

Gegen eine Übertragung der Überwachung der Einhaltung des Manipulationsverbots auf die Bundesanstalt sträubten sich zunächst die Bundesländer, die dies zur Aufgabe der Börsenaufsichtsbehörden der Länder machen wollten.⁴⁶ Zur Begründung führten sie die Sachnähe zur Börsenaufsicht und zu erwartende Synergieeffekte an; die rechtliche und praktische Nähe zwischen Börsenaufsichtsbehörden und Handelsüberwachungsstellen der Börsen sei offenkundig.⁴⁷ Dennoch konnte schließlich durchgesetzt werden, unter anderem auch im Hinblick auf den Richtlinien-Entwurf der EU in Bezug auf Insidergeschäfte und Marktmissbrauch,⁴⁸ wonach zukünftig in jedem Mitgliedstaat eine einzige Behörde über die Anwendung der Bestimmungen gegen Kurs- und Marktpreismanipulationen zu wachen hat,⁴⁹ dass die Überwachung Aufgabe der Bundesanstalt wurde. In der Gesetzesbegründung wurde jedoch ausdrücklich klargestellt, dass hierdurch die grundsätzliche Kompetenz der Länder im Bereich der Börsenaufsicht nicht betroffen werde.⁵⁰

Ein weiterer Kritikpunkt fand sich in den umfassenden Überwachungsbefugnissen, die der Bundesanstalt zur Überwachung der Einhaltung des Manipulationsverbots

⁴⁴ Siehe *Lenzen*, Finanz-Betrieb 2001, 603, 609 sowie die Stellungnahmen des *Bundesverbands der Deutschen Industrie und des Deutschen Industrie- und Handelskammertags*, S. 7, der *Börsensachverständigenkommission*, S. 2f, des *Zentralen Kreditausschusses*, S. 39. Ebenso *Fleischer*, a.a.O. (Fn.8), S. 40.

⁴⁵ BT-Drucks. 14/8600, S. 59.

⁴⁶ Stellungnahme des Bundesrates vom 20. Dezember 2001 zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BR-Drucks. 936/01 (Beschluss), S. 39.

⁴⁷ Stellungnahme des Bundesrates vom 20. Dezember 2001 zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BR-Drucks. 936/01 (Beschluss), S. 39.

⁴⁸ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 30.5.2001 (KOM(2001)281)).

⁴⁹ Siehe Art. 11 des Richtlinienentwurfs.

⁵⁰ BT-Drucks. 14/8017, S.90.

eingedrückt wurden. Diese wurden teilweise als zu weitreichend angesehen:⁵¹ Zum einen sei der Kreis der Betroffenen, von denen gemäß § 20b Abs.2 WpHG Auskünfte und Unterlagen verlangt werden könnten, nicht begrenzt. Zum anderen sei keine Schwelle für ein Eingreifen der Aufsichtsbehörde vorgesehen.

V. Stellungnahme

Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation ist grundsätzlich zu begrüßen. § 88 BörsG stellte keine brauchbare Handhabe zur Verhinderung von Kursmanipulationen dar. Eine solche ist jedoch durchaus erforderlich: Es ist davon auszugehen, dass in den deutschen Wertpapiermärkten, ebenso wie in anderen Ländern, Manipulationen seit je her vorkommen, und diese bei einer entsprechenden Überwachung und Verfolgung auch schon in der Vergangenheit zu Tage gefördert worden wären. Kursmanipulationen sind unter ökonomischen Gesichtspunkten mit schwerwiegenden Nachteilen für den Kapitalmarkt verbunden, ihre Unterbindung daher auch aus dieser Perspektive durchaus wünschenswert.⁵² Im einzelnen sind zu den im Gesetzgebungsverfahren kontrovers diskutierten Details folgende Anmerkungen zu machen:

1. Ausgestaltung des subjektiven Tatbestandes des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG

Die Aufnahme des Merkmals der Kursbeeinflussungsabsicht in § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG ist im Hinblick auf Manipulationen durch tatsächliche Transaktionen als positiv zu bewerten. Wie bereits ausgeführt⁵³ lassen sich legitime Handelsaktivitäten mit Auswirkungen auf den Börsen- oder Marktpreis von manipulativen Geschäften nur anhand der dahinter stehenden Absicht der Kursbeeinflussung abgrenzen. Unterscheidungskriterien, die an objektive Merkmale anknüpfen, gibt es nicht.⁵⁴ Ob das Erfordernis einer solchen Absicht bereits (implizit) in der Fassung der Vorschrift, wie sie im Entwurf vorgesehen war, enthalten war, ist fraglich. Der Gesetzestext und seine Begründung schienen hier im Widerspruch zu stehen: § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG sah im Entwurf nur vor, dass die sonstigen Täuschungshandlungen geeignet

⁵¹ Stellungnahme des Verbandes der Auslandsbanken, Anlage 3.

⁵² Siehe hierzu ausführlich *Lenzen*, a.a.O. (Fn.1), S. 33f. Siehe zudem zu diesem Thema eine neuere Studie von *Yadlin*, *Is Stock Manipulation Bad? A Theoretical Note with an Empirical Support*, working paper 99-22, University of California (Berkeley), School of Law.

⁵³ Siehe oben unter IV 2.

⁵⁴ Fischel/Ross, 105 *Harvard L. Rev.* 503, 507ff (1991).

sein müssen, den Börsen- oder Marktpreis zu beeinflussen. Neben den allgemeinen Vorsatzerfordernissen eines Ordnungswidrigkeiten- bzw. Straftatbestandes waren keine weiteren subjektiven Voraussetzungen vorgesehen. Auch in der Begründung zum Regierungsentwurf ist in Bezug auf diesen Manipulationstatbestand vom Erfordernis einer Manipulationsabsicht nicht die Rede. Allerdings steht in der Begründung zu § 20a Abs.2 WpHG, also der Verordnungsermächtigung, in Bezug auf die „sonstigen Täuschungshandlungen“ zu lesen, dass (es) „notwendig sein (wird), Täuschungshandlungen zu beschreiben, bei deren Vorliegen von einer manipulativen Absicht auszugehen ist“.⁵⁵ Inwieweit der Gesetzgeber die Absicht zur Preisbeeinflussung als zur Verwirklichung des Tatbestandes des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG erforderlich erachtete, war somit nicht eindeutig erkennbar.

Dies hat er letztlich jedoch durch Einfügung des Tatbestandmerkmals „um auf den inländischen Börsen- oder Marktpreiseinzuwirken“ klargestellt.

Leider ist er hierbei jedoch ein wenig über das Ziel hinausgeschossen: Während im Hinblick auf Manipulationen durch tatsächliche Transaktionen die Manipulationsabsicht ein unverzichtbares Tatbestandsmerkmal ist, ist sie für andere Manipulationstechniken weder erforderlich noch wünschenswert. Dies wird besonders deutlich, wenn man sich einmal die Fälle der Kursmanipulation durch die Verbreitung falscher Tatsachen und das Ausstreuen falscher Gerüchten vor Augen führt. Es handelt sich hierbei um für den Kapitalmarkt schädliche Verhaltensweisen, die zu unterbinden sind, auch wenn sie im Einzelfall nicht darauf ausgerichtet sind, auf den Börsen- oder Marktpreis Einfluss zu nehmen.⁵⁶ Nach der Neuregelung in § 20a Abs.1 S.1 WpHG werden die Verbreitung falscher Tatsachen und das Ausstreuen falscher Gerüchte zudem unterschiedlich behandelt, ohne dass hierfür ein Grund erkennbar wäre:⁵⁷ Falsche Angaben fallen unter § 20a Abs.1 S.1 Nr.1 WpHG und sind damit ohne besondere Absichtserfordernisse erfasst. Falsche Gerüchte, die mangels Tatsachenkern „nur“ von § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG erfasst werden, erfordern demgegenüber eine Preisbeeinflussungsabsicht.

Es wäre daher besser gewesen, dass Erfordernis einer manipulativen Absicht auf Manipulationen durch tatsächliche Transaktionen zu beschränken. Dies gilt um so mehr, als man durch die Ausdehnung auf sämtliche „Täuschungshandlungen“ eines der Hauptproblemfelder des § 88 BörsG a.F., nämlich die Nachweisbarkeit der

⁵⁵ BT-Drucks. 14/8017, S. 90.

⁵⁶ *Lenzen*, a.a.O. (Fn.1), S. 256; in diese Richtung auch *Kaiser*, WM 1997, 1557, 1563; ebenso *Möller*, a.a.O. (Fn.10), S. 316.

⁵⁷ Zutreffend *Möller*, a.a.O. (Fn.10), S. 316.

erforderlichen Absicht, auch in Bereichen wiedereröffnet hat, wo es eigentlich vermeidbar gewesen wäre.

2. Verordnungsermächtigung des § 20a Abs.2 WpHG

Die Einführung der Verordnungsermächtigung ist ein ganz wesentlicher Beitrag zur Bekämpfung von Kursmanipulationen:

Es gibt eine Vielzahl möglicher Manipulationstechniken, die sich zudem durch den technischen Fortschritt ständig wandeln und durch neu hinzukommende ergänzt werden. Eine gesetzliche Erfassung im Wege einer „Generalklausel“ wie der des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG erscheint daher grundsätzlich als die einfachste Lösung, da eine solche Vorschrift flexibel auf alle Techniken angewendet werden kann. Auf der anderen Seite müssen die Marktteilnehmer dennoch hinreichend sicher erkennen können, welche Verhaltensweisen als verbotene Manipulationen angesehen werden. Einer solchen Erkennbarkeit bedarf es insbesondere im Hinblick auf Maßnahmen der Kurspflege/Stabilisierung sowie bei Rückkäufen eigener Aktien, die grundsätzlich vom Manipulationsverbot erfasst sein können. Herstellen ließe sie sich zum einen durch eine Auflistung aller erdenklichen Manipulationstechniken im Gesetz selbst. Ein solches Vorgehen brächte jedoch erhebliche Nachteile mit sich: Die modernen Kapitalmärkte unterliegen aufgrund von Marktentwicklungen und technischem Fortschritt einem raschen Wandel, welcher auch kurzfristig Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen erforderlich machen kann. Vor allem die Entwicklung neuer Manipulationstechniken und ihre nahezu beliebige Reproduzierbarkeit auf anonymen Märkten kann dazu führen, dass bestehende Vorschriften rasch ergänzt oder geändert werden müssen, um weiteren schweren Schaden für die Integrität des Marktgeschehens abzuwenden. Ein formelles Gesetzgebungsverfahren ist für eine zügige, durchdachte und flexible Reaktion hierzu regelmäßig zu schwerfällig. Es bedarf daher einer flexibleren Regelungstechnik wie der einer Verordnungsermächtigung.

Auch in anderen Ländern, die sich einer vergleichbaren Regelungstechnik bedienen, hat sich diese als überaus nützlich erwiesen. In den Vereinigten Staaten hat die Erfahrung gezeigt, dass dort die „rule-making power“ der Wertpapieraufsichtsbehörde SEC, aufgrund derer diese spezielle, ihr durch die formellen Gesetze zugewiesene Bereiche eigenständig regeln bzw. einige der generalklauselartigen Vorschriften der formellen Gesetze konkretisieren kann, ein ganz entscheidendes und wirksames Instrument ist.

Natürlich gehört eine solche Verordnungskompetenz auf den rechtsstaatlichen Prüfstand, weil die Anpassung und Modifikation eines Straftatbestandes, den die Kursmanipulation bei entsprechender Auswirkung auf den Kurs auch weiterhin darstellen wird, nicht in die Hand eines Ordnungsgebers gehört. Diesbezüglichen Bedenken ist jedoch entgegenzuhalten, dass zumindest die Spezifizierung eines Straftatbestandes durch eine Rechtsverordnung verfassungsrechtlich sehr wohl als zulässig angesehen wird.⁵⁸ Das Bundesverfassungsgericht verlangt lediglich, dass das formelle Gesetz nach Inhalt, Zweck und Ausmaß so bestimmt gestaltet ist, dass die Voraussetzungen der Strafbarkeit und die Art der Strafe für den Normunterworfenen schon aufgrund des Gesetzes und nicht erst anhand der darauf gestützten Verordnung voraussehbar sind, dass also insbesondere der Gesetzgeber mit hinreichender Deutlichkeit selbst bestimmt, was strafbar sein soll und was nicht.⁵⁹ Allerdings dürften die Anforderungen an das Bestimmtheitsgebot auch nicht übersteigert werden, da die Gesetze sonst zu starr und kasuistisch würden.⁶⁰ Die Reichweite der Strafbarkeit sei jedenfalls auch dann für den Normunterworfenen aus dem Gesetz selbst hinreichend erkennbar, wenn die zu konkretisierenden Begriffe durch die Rechtsprechung geklärt und im juristischen Sprachgebrauch verfestigt seien,⁶¹ der Verbotsadressat also erkennen könne, welche Verhaltensweisen von der Ermächtigungsvorschrift erfasst sein müssten.

Für den Bereich der Kursmanipulation müssen diese Anforderungen freilich auf Schwierigkeiten stoßen. Die Aktienkultur ist in Deutschland generell noch sehr jung und dementsprechend das Verständnis der Marktteilnehmer dafür, was als verbotene Manipulation anzusehen ist, noch in der Entwicklung. Die Entwicklung eines solchen Verständnisses kann jedoch durch die Konkretisierung durch einen Ordnungsgeber maßgeblich gefördert werden.

Darüber hinaus bietet die Neuregelung mit der Verordnungskompetenz ein erheblich höheres Maß an Bestimmtheit als § 88 BörsG a.F. Des Weiteren werden etwaige bestehende Unsicherheiten durch den Erlass der bereits angesprochenen *safe-harbor*-Vorschriften erheblich abgemildert.

Die Verordnungsermächtigung des § 20a Abs.2 WpHG wird somit rechtsstaatlichen Grundsätzen gerecht.⁶²

⁵⁸ BVerfGE 14, 245, 251; 51, 60, 71; 75, 329, 342.

⁵⁹ BVerfGE 14, 174, 185f; 14, 245, 251.

⁶⁰ BVerfGE, 14, 245, 251.

⁶¹ BVerfGE, 14, 245, 253.

3. Übertragung der Aufsicht auf die Bundesanstalt

Die Übertragung der Aufsicht über das Manipulationsverbot auf die Bundesanstalt, also eine Bundesbehörde, ist sehr zu begrüßen. Die Gründe hierfür sind bereits verschiedentlich ausführlich behandelt worden.⁶³ Als die Wesentlichsten seien hier nur die folgenden genannt: Manipulationen erfolgen auch im außerbörslichen Bereich, auf den sich die Aufsicht der Länder nicht erstreckt. Darüber hinaus verfügen nicht alle Bundesländer über eine Börse und damit über die entsprechenden Aufsichtsbehörden. Auch in diesen Bundesländern ist jedoch eine Aufsicht nötig. Zudem finden Manipulationen häufig grenzüberschreitend statt, was eine internationale Zusammenarbeit erforderlich macht; hierfür ist eine Bundesbehörde am besten geeignet. Eine Aufsicht durch die Bundesanstalt bietet sich an, da diese bereits für den verwandten Bereich des Insiderhandels zuständig ist und dadurch über Daten und Kenntnisse sowie Personal verfügt, was alles auch für den Bereich der Manipulation genutzt werden kann. Insbesondere die auf der Grundlage der Meldungen gemäß § 9 WpHG gesammelten Transaktionsdaten aller Wertpapiergeschäfte, im Jahr 2001 täglich 1,5 bis 2 Millionen Meldungen, bieten sich für die Überwachung des Manipulationsverbotes an.⁶⁴

Im Zusammenhang mit der Aufsicht über das Manipulationsverbot sei auf einen entscheidenden Aspekt hingewiesen: Zum Hauptmedium zur Kursmanipulation durch die Verbreitung falscher Informationen und Gerüchte hat sich zweifellos das Internet entwickelt.⁶⁵ Hier können schnell, anonym und ohne großen Aufwand Falschmeldungen verbreitet und einem großen Publikum zugänglich gemacht werden. Die Urheber selbst sind wegen der Unübersichtlichkeit des Internet verhältnismäßig sicher vor Entdeckung. Der Überwachung des Internet kommt somit eine herausragende Bedeutung zu. In den Vereinigten Staaten hat die SEC hierzu eine spezielle Cyberforce gegründet: „125 Netz-Polizisten“ durchkämmen das World Wide Web systematisch nach dubiosen Angeboten und verdächtigen Informationen.⁶⁶ Eine entsprechende Überwachung durch die Bundesanstalt, wozu diese natürlich mit den entsprechenden personellen und sachlichen Mitteln ausgestattet werden müsste, wäre wünschenswert.

⁶² Im Ergebnis ebenso Möller, a.a.O. (Fn.10), S. 314.

⁶³ Siehe nur Möller, a.a.O. (Fn.10), S. 310.

⁶⁴ Stellungnahme des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, S. 2f.

⁶⁵ Siehe hierzu auch die Studie von Leinweber/Madhavan, Three Hundred Years of Stock Market Manipulations: From the Coffee House to the World Wide Web, von August 2000, die beeindruckende Beispiele enthält.

⁶⁶ Brost, Die Zeit 1999, Nr. 07.

VI. Zusammenfassung

Durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz ist die gesetzliche Regulierung zur Verhinderung von Kursmanipulationen wesentlich verbessert worden. Insbesondere die Einführung einer Verordnungsermächtigung zur Konkretisierung des Manipulationstatbestandes ist, wie die Erfahrungen im Ausland, insbesondere in den Vereinigten Staaten, zeigen, von großer Bedeutung im Kampf gegen Kurs- und Marktpreismanipulationen. Eine bedeutende Rolle wird nun der Art und Weise ihrer Nutzung durch das Bundesministerium der Finanzen bzw. die Bundesanstalt zukommen.

Des weiteren sehr zu begrüßen ist die Übertragung der Aufsicht über das Manipulationsverbot auf die Bundesanstalt. Es ist nun dafür zu sorgen, dass diese durch eine entsprechende personelle und sachliche Ausstattung auch in die Lage versetzt wird, ihrer neuen Aufgabe gerecht zu werden, insbesondere auch das für Manipulationen besonders geeignete Internet in ausreichendem Maße überwachen zu können.

Der einzig verbleibende Kritikpunkt ist die Erstreckung des Erfordernisses einer Manipulationsabsicht auf den gesamten Tatbestand des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG. Wäre dieses Absichtserfordernis auf effektive Geschäfte beschränkt worden, hätten sich Probleme und Ungereimtheiten verhindern lassen.

Arbeitspapiere(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and
Corporate Governance
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)

- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs")
(publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen
(publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)

- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende
Betrachtung
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker
[1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und
kapitalmarktrechtliche Studie -
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des
AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996]
S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of
Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German
Perspective
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)

- 42 Theodor Baums/
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen
und aktuelle Reformfragen
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997],
S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market
Value of the Firm
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den
Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die
Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels
"Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung
[1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes
Deutschland
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:
A Comparative Study
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State
of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den
Finanzausschuß des Deutschen Bundestages

- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag
zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen -
(publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des
"kalten Delisting"
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/Ingo
Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I,
Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung
[1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und
Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler
case
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999,
Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)

- 69 Marco Becht/
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi
recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden
Lebensversicherungen“
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur
Reformdiskussion -
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)

- 83 Theodor Baums/
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der
Börsenkursmanipulation
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel/
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance
– Summary of Recommendations –
- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
- 90 Theodor Baums/
Mathias Stöcker Rückerberwerb eigener Aktien und WpÜG
- 91 Stefan Berg/
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum
Deutschen Corporate Governance Kodex
(publ. in aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen, 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002 S. 1421 ff.)

- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und
Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation
(publ. demnächst in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft)