



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
Main Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2012

**Fortschritte in der Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts?
Anmerkungen zum Vorschlag für eine EU-Richtlinie über strafrechtliche
Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation**

Sethe, Rolf

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-66830>

Originally published at:

Sethe, Rolf (2012). Fortschritte in der Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts? Anmerkungen zum Vorschlag für eine EU-Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation. In: Cavallo, Angela. *Liber amicorum für Andreas Donatsch: im Einsatz für Wissenschaft, Lehre und Praxis*. Zürich: Schulthess, 613-628.

Sonderdruck aus

Liber amicorum

für Andreas Donatsch

Im Einsatz für Wissenschaft,
Lehre und Praxis

Liber amicorum

für Andreas Donatsch

Im Einsatz für Wissenschaft,
Lehre und Praxis

Herausgegeben von

Angela Cavallo
Eliane Hiestand
Felix Blocher
Irene Arnold
Beatrice Käser
Milena Caspar
Ingo Ivic

Schulthess § 2012

© Illustrationen: Dr. iur. Max Hauri, ehemals Vizepräsident des Bezirksgerichts Zürich

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2012
ISBN 978-3-7255-6615-0

www.schulthess.com

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Danksagung	VII
Abkürzungsverzeichnis	XIX

Materielles Strafrecht

OMAR ABO YOUSSEF

Dr. iur., Rechtsanwalt, Oberassistent für Strafrecht und Strafprozessrecht an der Universität Zürich

Konkurrenz zwischen einem versuchten schwereren Delikt und einem vollendeten milderem Delikt

Dargestellt anhand ausgewählter Konkurrenzverhältnisse 1

MARIANNE HEER

Dr. iur., Rechtsanwältin, Oberrichterin am Obergericht des Kantons Luzern

HANS WIPRÄCHTIGER

Dr. iur. h.c., Rechtsanwalt, Advokatur Gremmelspacher Bürkli Biaggi Wiprächtiger, Basel, ehemals Bundesrichter, Lausanne

Zur Erosion des Massnahmenrechts durch das aktuelle Sicherheitsdenken in Politik und Justiz

Einige kritische Überlegungen 23

FELIX BLOCHER

Lic. iur., Juristischer Mitarbeiter am Bezirksgericht Zürich

Zur Strafbarkeit der Mitwirkung an fremden Selbstgefährdungsakten

Abgrenzungsprobleme und wie die (richterliche) Umschreibung der eingegangenen Gefahren die Strafbarkeit des Partizipanten präjudiziert 53

MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Staatsanwalt/Abteilungsleiter an der Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich

«Am Köder vorbei in die Falle»

Arglist, Opfermitverantwortung und «Köderprinzip» bei Serienbetrüger
(Art. 146 StGB)

75

CORNEL BORBÉLY

Dr. iur., MAS ECI, Rechtsanwalt, Staatsanwalt bei der Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich

Aspekte der Veruntreuung im Generalunternehmervertrag

101

MARCEL ALEXANDER NIGGLI

Prof. Dr. iur., Ordinarius für Strafrecht und Rechtsphilosophie sowie Dekan der Rechtswissenschaftlichen Fakultät, Universität Freiburg i.Ue.

NADINE HAGENSTEIN

MLaw, Wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Universität Freiburg i.Ue.

Von Tieren (nicht nur Mäusen) und Menschen

Über sexuelle Motivation, Rechtsgüter und pharisäische Gesetzgebung

115

YVONA GRIESSER

Lic. iur., Rechtsanwältin, Stiffler & Partner Rechtsanwälte, Zürich, ehemals Richterin am Kassationsgericht des Kantons Zürich

Geldwäscherei (Art. 305^{bis} StGB)

Wann läuft man Gefahr, sich durch den Transfer eines Kontoguthabens unbekannter Herkunft vom Schweizer Bankkonto ins Ausland strafbar zu machen?

135

PETER NOBEL

Prof. Dr. rer. publ., Ordinarius ad personam für schweizerisches und internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, em. Professor für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität St. Gallen, Rechtsanwalt, Nobel & Hug Rechtsanwälte, Zürich

Das «öffentliche Interesse» sollte nicht immer helfen können

147

CHRISTIAN SCHWARZENEGGER

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, Ordinarius für Strafrecht, Strafprozessrecht und Kriminologie an der Universität Zürich

**Der Anwendungsbereich des Medienstrafrechts
(Art. 28, 322^{bis} StGB)** 165

WALTER PERRON

Prof. Dr. iur., Professor für Strafrecht, Strafprozessrecht und Strafrechtsvergleichung an der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg i.Br.

Verhaltensregeln im Katastrophenfall 189

STEFAN TRECHSEL

Prof. em. Dr. iur. Dr. h.c., Richter am Internationalen Strafgerichtshof für das ehemalige Jugoslawien. Den Haag

Zur Verfolgungspflicht des Kommandanten im Völkerstrafrecht 201

GUNHILD GODENZI

Dr. iur., LL.M., Oberassistentin und Lehrbeauftragte für Straf- und Strafprozessrecht an der Universität Zürich

WOLFGANG WOHLERS

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, Ordinarius für Strafrecht und Strafprozessrecht an der Universität Zürich

**Die strafrechtliche Verantwortlichkeit des Compliance Officers:
Prüfstein der Geschäftsherrenhaftung?** 223

Strafprozessrecht

HEINZ AEMISEGGER

Dr. iur., Bundesrichter, Lausanne

Zur Umsetzung der Schweizerischen Strafprozessordnung 251

ANDREAS BRUNNER

Dr. iur., Leitender Oberstaatsanwalt des Kantons Zürich

STEFAN HEIMGARTNER

PD Dr. iur., Rechtsanwalt, Staatsanwalt für amtliche Mandate bei der Oberstaatsanwaltschaft des Kantons Zürich

Ouverture

Gedanken zum Zeitpunkt der Untersuchungseröffnung gemäss Art. 309 StPO 269

STEFAN FLACHSMANN

Dr. iur., Rechtsanwalt, Zürich

BERNHARD ISENRING

Dr. iur., Rechtsanwalt, Isenring Law, Meilen

Grundsatz der Einheit des schweizerischen Strafprozessrechts

Auswirkungen der Beweisverbote der schweizerischen StPO auf den Militärstrafprozess 289

SABINE GLESS

Prof. Dr. iur., Ordinaria für Strafrecht und Strafprozessrecht an der Universität Basel

Das Recht auf Konfrontation eines Auslandsbelastungszeugen

Eine europäische Perspektive aus Zürich 303

THOMAS HANSJAKOB

Dr. iur. et lic. oec., Erster Staatsanwalt bei der Staatsanwaltschaft St. Gallen

Ordnungsbussen – im SVG, bei Cannabiskonsum oder überhaupt? 319

CORNELIA HOTZ-HÜRLIMANN

Dr. iur., Legal Counsel, Brand Leadership Circle, Steinhausen (ZG)

Menschenhandel zum Zwecke der sexuellen Ausbeutung

Die Strafverfolgung von Menschenhändlern im Spannungsfeld zwischen Beweissicherung und Opferschutz 335

YVAN JEANNERET

Prof. Dr. iur., Professeur extraordinaire à l'Université de Neuchâtel, Avocat au barreau de Genève

ANDRÉ KUHN

Prof. Dr. iur., Professeur de criminologie et de droit pénal aux Universités de Lausanne, Neuchâtel et Genève

Le défaut : défauts et des faux pas au fil du procès pénal 359

DANIEL JOSITSCH

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, Ordinarius für Strafrecht und Strafprozessrecht an der Universität Zürich

JÜRIG KRUMM

Lic. iur., Rechtsanwalt, Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Zürich

Die Anordnung präventiver Untersuchungshaft in der Schweizerischen Strafprozessordnung 377

REGINA KIENER

Prof. Dr. iur., Ordinaria für Öffentliches Recht an der Universität Zürich

BASIL CUPA

MLaw, LL.M., Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Universität Zürich

Hybrider Status – relative Unabhängigkeit?
Zur institutionellen Stellung der Staatsanwaltschaft 395

NATHAN LANDSHUT

Dr. iur., Rechtsanwalt, Dietikon

ROLF SCHÖNING

Dr. iur., Bezirksrichter am Bezirksgericht Zürich

Die StPO in der praktischen Anwendung
Ausgewählte Fragen 417

CHRISTIANE LENTJES MEILI

Dr. iur., Chef/in der Kriminalpolizei der Kantonspolizei Zürich

Präventiv oder Repressiv?
Das Verwirrspiel um verdeckte polizeiliche Operationen 437

HANS MAURER

Lic. iur., Leitender Staatsanwalt der Staatsanwaltschaft I des Kantons Zürich

Der befangene Staatsanwalt nach Art. 56 lit. f StPO 455

MARCEL RIESEN-KUPPER

Lic. iur., Leitender Oberjugendanwalt des Kantons Zürich

**Zur Zulässigkeit von Untersuchungshaft bei unter
15-jährigen Jugendlichen** 487

FRANZ RIKLIN

*Prof. Dr. iur., em. Ordinarius für Strafrecht und Strafprozessrecht an der
Universität Freiburg*

Prozesserledigungsstrategien im Strafprozess und ihre Tücken 499

SARAH SUMMERS

*Prof. Dr. iur., Assistenzprofessorin für Strafrecht und Strafprozessrecht an der
Universität Zürich*

Presence, Absence, Dominance
Reflections on the Role of the Prosecutor in Switzerland 517

ULRICH WEDER

Dr. iur., Leitender Staatsanwalt der Staatsanwaltschaft IV des Kantons Zürich

**Die audiovisuelle Aufzeichnung von Einvernahmen und andern
Verfahrenshandlungen** 531

Nebenstrafrecht

MARKUS REICH

*Prof. Dr. iur., em. Ordinarius für Steuer-, Finanz- und Verwaltungsrecht an
der Universität Zürich*

**Das Leistungsfähigkeitsprinzip steuerstrafrechtlich zu Ende
gedacht**
Ein Beitrag zur gerechten Ausgestaltung der Steuerstrafe 559

ROLAND M. RYSER

Dr. iur., Rechtsanwalt, Schellenberg Wittmer, Zürich

Kunst und Geldwäscherei

Ein Beitrag zur Frage der Unterstellung des Kunsthandels unter die Geldwäschereigesetzgebung 583

ROLF SETHE

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Ordinarius für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich

Fortschritte in der Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts?

Anmerkungen zum Vorschlag für eine EU-Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation 613

Grundlagen und diverse Rechtsgebiete

RUTH ARNET

Prof. Dr. iur., Rechtsanwältin und Notarin, Ordinaria für Privatrecht mit Schwerpunkt Sachenrecht an der Universität Zürich

Die Realobligation – ein «zweiköpfiges Ungeheuer»? 631

DANIELA DEMKO

Dr. iur., LL.M., Lehrbeauftragte an den Universitäten Luzern und Basel

Kreatürliche Würde als Achtung der Lebenswürde und deren spezifische Ausformung für die Würde des Tieres 643

MARCO DUSS

Dr. iur., Steuerexperte VSB, Partner Altorfer Duss & Beilstein AG, Zürich

Kritik der vernünftigen Praxis 667

MARKUS HUG

Dr. iur., Rechtsanwalt, Staatsanwalt bei der Staatsanwaltschaft II des Kantons Zürich

Observation durch Privatdetektive im Sozialversicherungsrecht 681

PETER FORSTMOSER

Prof. Dr. iur., LL.M., em. Ordinarius für Privat-, Handels- und Kapitalmarktrecht, Rechtsanwalt, Partner Niederer Kraft & Frey AG, Zürich

Schutz der Menschenrechte - eine Pflicht für multinationale Unternehmen? 703

LUKAS GSCHWEND

Prof. Dr. iur., Ordinarius für Rechtsgeschichte, Rechtssoziologie und Strafrecht an der Universität St. Gallen, Titularprofessor für Rechtsgeschichte und Rechtsphilosophie an der Universität Zürich

Transdisziplinäre Kriminalfallanalytik
Gedanken zu einer integrativen strafrechtlichen Wissenschaftsperspektive 725

PETER R. ISLER

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Partner Niederer Kraft & Frey AG, Zürich, Lehrbeauftragter an der Universität Zürich

GAUDENZ G. ZINDEL

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Partner Niederer Kraft & Frey AG, Zürich

CHRISTA SOMMER

Dr. iur., Rechtsanwältin, Niederer Kraft & Frey AG, Zürich

Strafanzeige der Gesellschaft gegen ihre Organe bei aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsansprüchen – pro und contra 741

RETO NADIG

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Präsident des Bezirksgerichts Horgen

Sanktionen im Skirennsport im Vergleich zu den Sanktionen des StGB 757

TOBIAS JAAG

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Ordinarius für Staats-, Verwaltungs- und Europarecht an der Universität Zürich

Die obersten Gerichte des Kantons Zürich 771

MARTIN KILLIAS

Prof. Dr. iur. et lic. phil., Rechtsanwalt, Ordinarius für Strafrecht, Strafprozessrecht und Kriminologie an der Universität Zürich

Zur Rolle der Todesstrafe, der Folter und der Frauen im vormodernen Strafrecht 797

VIKTOR LIEBER

Dr. iur., ehemals Generalsekretär am Kassationsgericht des Kantons Zürich

Verfassungswidrige Aufhebung von Strafurteilen?

Bemerkungen zu zwei Bundesgesetzen betreffend Aufhebung früherer Strafurteile im Lichte der Garantie der richterlichen Unabhängigkeit 809

BRIGITTE TAG

Prof. Dr. iur. utr., Rechtsanwältin, Ordinaria für Strafrecht, Strafprozessrecht und Medizinrecht an der Universität Zürich

Rechtliche Aspekte der personalisierten Medizin 825

FRANK MEYER

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Extraordinarius für Straf- und Strafprozessrecht unter Einschluss des internationalen Strafrechts an der Universität Zürich

Immunitäten und Vorrechte internationaler Organisationen

Auswirkungen auf Strafverfolgung und internationale Rechtshilfe in Strafsachen 851

OTHMAR STRASSER

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, Titularprofessor für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität St. Gallen (HSG), General Counsel der Zürcher Kantonalbank

Die Geldwäscherei-Strafbestimmung von Art. 305^{bis} StGB als Schutznorm für geschädigte Anleger?

Kritische Bemerkungen eines Bankrechtspraktikers 867

MADELEINE SIMONEK

Prof. Dr. iur., Rechtsanwältin, Ordinaria für Schweizerisches und Internationales Steuerrecht an der Universität Zürich

Fishing Expeditions in Steuersachen

Überlegungen zu den inhaltlichen Anforderungen an ein Amtshilfesuch 891

Illustrationen

MAX HAURI

Dr. iur., ehemals Vizepräsident des Bezirksgerichts Zürich

Fortschritte in der Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts?

Anmerkungen zum Vorschlag für eine EU-Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation

Inhaltsübersicht

I. Einleitung	613
II. Grund und Anlass für die Neuregelung	615
A. Die bisherige Regelung.....	615
B. Die Defizite der bisherigen Regelung.....	617
III. Würdigung der Neuregelung	619
A. Wahl des Regelungsinstruments.....	619
1. Die Marktmissbrauchs-Verordnung.....	619
2. Die Marktmissbrauchs-Richtlinie.....	621
B. Ausreichende Kompetenz.....	621
C. Inhalt der Neuerungen.....	624
1. Einordnung des Marktmissbrauchs als Straftat.....	624
2. Neue Definition der Straftatbestände.....	625
3. Erweiterung der Versuchsstrafbarkeit.....	627
4. Sanktionsregime.....	627
IV. Fazit	628

I. Einleitung

Ein wesentliches Ziel des Kapitalmarktrechts ist es, die Seriosität der Marktteilnehmer und der kapitalmarktrechtlichen Institutionen zu gewährleisten. Weiterhin bezweckt das Kapitalmarktrecht den Abbau von Informationsasymmetrien und die Herstellung von informationeller Chancengleichheit. Diese Anliegen¹ lassen

¹ Sie liegen auch der derzeitigen Regelung des Insiderhandels und Marktmissbrauchs in Art. 161, 161^{bis} StGB zugrunde, Botschaft über die Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (In-

sich nur wirksam verfolgen, wenn man den Umgang mit Insiderinformationen reglementiert und Marktmanipulationen verbietet. Neuere Untersuchungen belegen, dass ein Verbot des Insiderhandels gesamtwirtschaftlich die Transaktionskosten senkt (auch wenn sie bei einzelnen Emittenten wegen der Notwendigkeit von Compliance-Vorkehrungen u.U. steigen)².

Die Schweiz war eines der ersten Länder³, das – vor allem als Reaktion auf entsprechende Rechtshilfeersuchen aus den USA – ein eigenes Insiderstrafrecht⁴ einfuhrte⁵. Sie hob sich damit deutlich von Ländern ab, die meinten, dass Landesregeln oder freiwillige Selbstverpflichtungen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch ausreichten. Die gesetzliche Regelung, die 1997 um den Tatbestand der Marktmanipulation ergänzt wurde⁶, ist mittlerweile in die Jahre gekommen, weshalb eine Revision im Parlament beraten wird⁷. Dabei ist man sich einig, dass das schweizerische Kapitalmarktstrafrecht in das Börsenrecht überführt und an heutige internationale Standards angeglichen werden soll⁸. Bei der Modernisierung orientiert sich der Reformvorschlag vor allem an der Regelung der Marktmissbrauchs-Richtlinie der EU (MAD) von 2003⁹.

Die im Spätsommer letzten Jahres verabschiedete Botschaft stellt klar, dass man sich der Reformbestrebungen in der EU zur Modernisierung der MAD bewusst ist, aber angesichts der Dringlichkeit der Reform in der Schweiz nicht zu-

sidergeschäfte) vom 1.5.1985, BBl 1985 II 69, 71; BGE 118 Ib 448, 456 f., wobei in beiden Quellen als zusätzliches Schutzgut auch die Verletzung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht genannt wird. Zum Streit über das geschützte Rechtsgut ST. TRECHSEL, Schweizerisches Strafrechtsgesetzbuch, Zürich 2008, Art. 161 N 2 m.w.N.

² L. N. BENY, Insider Trading Laws and Stock Markets around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate, *The Journal of Corporation Law* 2007, 237 ff.

³ Die Anfänge der Regulierung sind beschrieben bei P. FORSTMOSER, Effektenhandel durch Insider, SAG 45 (1973) 133 ff.; M. BRUNNER, Wie kommt man den sogenannten Insidertransaktionen bei?, SAG 48 (1976) 179 ff.; P. FORSTMOSER, Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbräuchen, SAG 49 (1977) 14 ff.

⁴ Art. 161 StGB wurde durch BG vom 18.12.1987 eingeführt und ist seit 1.7.1988 in Kraft, AS 1988, 966.

⁵ Seinerzeit kannten nur die USA, Frankreich und Grossbritannien eigene Straftatbestände, vgl. Botschaft (Fn. 1), 72 ff.

⁶ Art. 161^{bis} StGB wurde durch BG vom 24.3.1995, in Kraft seit 1.2.1997, AS 1997, 68, eingeführt.

⁷ Vgl. die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31.8.2011, BBl 2011, 6873. Am 20.12.2011 hat der Ständerat dem Entwurf des Bundesrates zugestimmt, Amtl. Bull. StR 2011, 1225 ff.

⁸ Botschaft Börsendelikte (Fn. 7), 6878, 6686 f.

⁹ Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rats vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. Nr. L 96 vom 12.4.2003, 16, geändert durch die Richtlinie 2010/78/EU, ABl. Nr. L 331 vom 15.12.2010, 120.

warten wolle, bis die EU ihrerseits konkrete Vorschläge unterbreitet¹⁰. Da jedoch die EU-Kommission bereits kurze Zeit später, nämlich am 20.10.2011, einen Vorschlag für eine Marktmissbrauchs-Verordnung (E-MAR)¹¹ und eine sie ergänzende Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen (E-MAD)¹² vorgelegt hat¹³, stellt sich die Frage, ob es unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Schweiz¹⁴ nicht doch sinnvoll sein könnte, die Diskussion um das Börsenstrafrecht in der EU aufzugreifen.

Im Folgenden sollen daher die strafrechtlichen Aspekte des Entwurfs näher beleuchtet werden, um der Frage nachzugehen, ob sich Anregungen für das laufende Gesetzgebungsverfahren finden. Da sich ANDREAS DONATSCH intensiv mit dem Thema der Strafbarkeit und der Sanktionen im Börsenrecht beschäftigt hat¹⁵, hoffe ich, dass die Ausführungen sein Interesse finden.

II. Grund und Anlass für die Neuregelung

A. Die bisherige Regelung

Betrachtet man die europäische Regelung der Wertpapieraufsicht, standen über lange Zeit die weitere Harmonisierung der Zugangsvoraussetzungen für Finanzintermediäre, die Verbesserung des Anlegerschutzes sowie die Regelung der Märkte und des Verhaltens am Markt im Vordergrund. Die derzeit gültigen Regelungen

¹⁰ Botschaft Börsendelikte (Fn. 7), 6698 f.

¹¹ Vorschlag für Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 20.10.2011, KOM(2011) 651 endgültig.

¹² Vorschlag für Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation vom 20.10.2011, KOM(2011) 654 endgültig.

¹³ Zu den Vorschlägen siehe R. VEIL/PH. KOCH, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, WM 2011, 2297 ff.

¹⁴ Die Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit ist eines der Ziele des schweizerischen Kapitalmarktrechts, vgl. Art. 5 Satz 2 FINMAG (SR 956.1). Allerdings herrscht derzeit eine rege Auseinandersetzung zwischen den schweizerischen Banken und der Aufsichtsbehörde FINMA über die Frage, ob diese das Ziel ausreichend verfolgt, vgl. «Banken und Finma stecken in einer Beziehungskrise», Tagesanzeiger-Online vom 7.4.2012.

¹⁵ Vgl. etwa A. DONATSCH/F. BLOCHER, Die Regelung der Meldepflicht nach Art. 20 BEHG im Zusammenhang mit dem indirekten Erwerb aus strafrechtlicher Sicht, in: R. SETHE/A. HEINEMANN/R. HILTY/P. NOBEL/R. ZÄCH (Hrsg.), Kommunikation, FS für Rolf H. Weber, Zürich 2011, 275 ff.; A. DONATSCH, Strafrecht III – Delikte gegen den Einzelnen, 9. Aufl., Zürich 2008, 303 ff.; A. DONATSCH, Schwächen der neuen Finanzmarktaufsicht, NZZ, 27.1.2004, Nr. 21, 27; A. DONATSCH/A. CAVALLO, Entwicklungen im Strafrecht, SJZ 103 (2007) 550, 554.

der EU zur Unterbindung von Marktmissbrauch im Wertpapierhandel finden sich in der MAD aus dem Jahre 2003. Diese Richtlinie enthält in Art. 2 ein Verbot für die vollendete und die versuchte Verwendung von Insiderinformationen. Ergänzt wird es durch ein Weitergabe- und Empfehlungsverbot (Art. 3 MAD). Marktmanipulationen werden durch Art. 5 MAD untersagt. Um informationelle Chancengleichheit herzustellen und Insiderhandel vorzubeugen, enthält Art. 6 MAD flankierende Ge- und Verbote, wie die Pflicht zu Ad-hoc-Meldungen, zur Mitteilung von Management-Transaktionen und von Interessenkonflikten im Bereich der Finanzanalyse. Ergänzt wird die Regelung durch eine Verpflichtung der Finanzdienstleister, Verdachtsfälle von Insiderhandel und Marktmanipulation unverzüglich den zuständigen Behörden anzuzeigen (Art. 6 Abs. 9 MAD).

Nachdem das primäre Ziel der MAD darin besteht, das materielle Recht zu harmonisieren, enthält sie zur Frage von dessen Durchsetzung nur eine vergleichsweise spartanische Regelung: Art. 14 Abs. 1 MAD sieht vor, dass die Mitgliedstaaten – unbeschadet ihres Rechts auf Verhängung strafrechtlicher Sanktionen – bei Verstössen gegen die Ge- und Verbote der Richtlinie geeignete Verwaltungsmassnahmen ergreifen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängen. Diese Massnahmen müssen wirksam, verhältnismässig und abschreckend sein. Diese recht allgemein gehaltene Floskel, die sich in ähnlicher Form auch in anderen Richtlinien findet¹⁶, lässt den Mitgliedstaaten einen weiten Spielraum, wie sie die Regelungen zur Verhütung des Marktmissbrauchs umsetzen wollen. Daher wandte sich die Kommission der Frage zu, auf welche Weise diese Regelungen in den einzelnen Mitgliedstaaten durchgesetzt werden können und tatsächlich durchgesetzt werden. Diese Fragestellung wird neudeutsch als Enforcement bezeichnet. Dass das Enforcement derzeit so viel Aufmerksamkeit erfährt, hängt vor allem auch damit zusammen, dass die Finanzmarktkrise an dieser Stelle zahlreiche Schwächen hat zutage treten lassen¹⁷.

¹⁶ Vgl. Fn. 12 der Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor vom 8.12.2010, KOM(2010) 716 endgültig.

¹⁷ Allgemein sehr lesenswert ist der Bericht der FINMA, Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht vom 14.9.2009. Auch die Bemühungen auf internationaler Ebene belegen, dass dem Enforcement mehr Aufmerksamkeit geschenkt wird und werden muss. So hatte der G20-Gipfel vom November 2008 in Washington angemessene Sanktionen zum Thema. Beim Folgetreffen im April 2009 in London forderte man eine grössere Marktintegrität und eine Stärkung der Marktdisziplin. Der Gipfel von Pittsburgh im September 2009 wandte sich Massnahmen zum Schutz von Verbrauchern, Einlegern und Anlegern vor missbräuchlichen Marktpraktiken zu, vgl. <http://www.g20.org/en/g20/previous-leaders-summits>.

B. Die Defizite der bisherigen Regelung

Zur Durchsetzung kann man sich der Mittel des Haftungsrechts, des Verwaltungsrechts und des Strafrechts bedienen. Das Committee of European Securities Regulators (CESR) legte 2007 einen umfassenden Bericht zur Frage vor, ob die den mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden Befugnisse gleichwertig sind¹⁸. Dieser belegte einen hohen Grad an Übereinstimmung der Befugnisse, zeigte andererseits aber erhebliche Unterschiede in Bezug auf Art, Ausmass und Anwendung von verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionen auf¹⁹. Daher folgte alsbald ein weiterer Bericht über die in den einzelnen Mitgliedstaaten zur Durchsetzung der MAD ergriffenen Massnahmen auf dem Gebiet des Verwaltungs- und des Strafrechts²⁰ und eine Zusammenfassung dieses Berichts²¹. Diese förderte folgende Ergebnisse²² zutage:

- Im Falle von Verstössen gegen das Insiderhandelsverbot sahen 24 der 29 untersuchten Rechtsordnungen verwaltungsrechtliche Massnahmen vor, während die übrigen fünf Staaten (Norwegen, Polen, Schweden, Ungarn, Zypern) keine derartigen Sanktionen kannten. In 21 Staaten konnten auf dem Verwaltungswege Geldbussen verhängt werden, während acht Staaten (Dänemark, Deutschland, Estland, Lettland, Litauen, Österreich, Polen, Schweden) diese Sanktionsart nicht kannten. 28 Staaten sahen strafrechtliche Sanktionen vor; lediglich Bulgarien verfügte nicht über einen entsprechenden Insiderstrafatbestand.
- Ein ähnliches Bild zeigte sich in Bezug auf den Tatbestand der Marktmanipulation. 24 Rechtsordnungen sahen verwaltungsrechtliche Sanktionsbefugnisse vor, während in Norwegen, Slowenien, Schweden, Ungarn, Zypern solche Sanktionen fehlten. 25 Staaten kannten verwaltungsrechtliche Geldbussen, während Dänemark, Lettland, Litauen und Schweden diese Sanktionsart nicht vorsahen. Einen eigenständigen Straftatbestand der Marktmanipulation schufen 25 Rechtsordnungen; allein Bulgarien, Österreich, die Slowakei und Slowenien kannten einen solchen Tatbestand nicht.

¹⁸ An Evaluation of Equivalence of Supervisory Powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive – A Report to the Financial Services Committee (FSC), vom Juni 2007, CESR/07-334b.

¹⁹ Evaluation (Fn. 18), N 9.

²⁰ Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) vom 17.10.2007, CESR/07-693.

²¹ Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) vom Februar 2008, CESR/08-099.

²² Hierzu und zum Folgenden Executive Summary (Fn. 21), 2 ff.

- Ein sehr uneinheitliches Bild zeigt sich auch bei den Sanktionen. Die verwaltungsrechtlichen Bussen reichen von 1'200 € bis zu solchen in unbegrenzter Höhe. Die Spannbreite strafrechtlicher Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation reichte von der blossen Geldstrafe bis hin zu einer Haftstrafe von 15 Jahren. Keine Haftstrafe kannten zwei Staaten beim Insiderhandel und vier Staaten bei der Marktmanipulation.

Die hochrangige Expertengruppe unter dem Vorsitz von JACQUES DE LAROSIÈRE bemängelte daher in ihrem 2009 veröffentlichten Bericht, dass die Aufsicht ihre Aufgabe «mit schwachen, von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat höchst unterschiedlichen Sanktionen [...] nicht erfüllen [kann]. Inner- wie ausserhalb der EU müssen sämtliche Aufsichtsbehörden auf jeden Fall über ausreichend konvergente, strenge und abschreckende Sanktionsmöglichkeiten verfügen»²³.

Im Dezember 2010 legte die Kommission eine Mitteilung vor²⁴, in der sie zunächst auf den Rechtsrahmen für Sanktionen einging, um anschliessend die Schwächen der derzeitigen Sanktionsregeln aufzuzeigen und Lösungen zu entwickeln. Betrachtet man die Analyse der Schwächen, zeigt sich ein deutliches regulatorisches Gefälle in der Union. Dies betrifft etwa die Sanktionsbefugnisse.

- So sehen sechs Mitgliedstaaten bei einem Verstoss gegen die Marktmissbrauchs-Richtlinie nicht die Möglichkeit zum Entzug der Zulassung vor.
- Gar 15 Mitgliedstaaten kennen bei Marktmanipulationen keine Abberufung oder Entlassung des Leitungs- und/oder Aufsichtsorgans²⁵.
- Zum Teil können Sanktionen nur gegen natürliche oder nur gegen juristische Personen verhängt werden.
- Zudem zeigte sich, dass die Höhe der von den Verwaltungen verhängten Geldstrafen von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat deutliche Unterschiede aufwies und in einigen Mitgliedstaaten völlig unzureichend war.
- Weiterhin berücksichtigten nicht alle mitgliedstaatlichen Behörden die für die Sanktionierung wichtigen Faktoren, wie den mit dem Verstoss verbundenen Nutzen (soweit er sich beziffern lässt), die Finanzkraft des Beschuldigten und seine Kooperationsbereitschaft, obwohl gerade die Einbeziehung dieser Kriterien dazu beitragen würde, die Wirksamkeit, Verhältnismässigkeit und Abschreckung von Sanktionen sicherzustellen.

²³ Bericht der hochrangigen Expertengruppe «Finanzaufsicht in der EU» unter dem Vorsitz von JACQUES DE LAROSIÈRE vom 25.2.2009, N 201.

²⁴ Mitteilung der Kommission (Fn. 16).

²⁵ Hierzu und zum Folgenden Mitteilung der Kommission (Fn. 16), 7 ff.

- Als unterschiedlich entpuppte sich auch die Art der Sanktionen, da einige Mitgliedstaaten nur Verwaltungssanktionen vorsehen, andere aber auch strafrechtliche Sanktionen.
- Ein effektives Mittel, um die Abschreckungswirkung zu erhöhen, stellt das Naming and Shaming dar, das allerdings nicht alle Mitgliedstaaten kennen.

In ihren Schlussfolgerungen kommt die Kommission daher zum Ergebnis, dass drei Gefahren bestehen. Die fehlende Abschreckung und unwirksame Anwendung von Sanktionen könne zur Nichteinhaltung der einschlägigen Vorschriften führen. Diese gefährde Verbraucherschutz und Marktintegrität. Schliesslich befürchtet die Kommission Wettbewerbsverzerrungen im Binnenmarkt. Diese Befürchtung beruht allerdings auf der Annahme, dass sich Finanzinstitute einen Standort *allein* deshalb aussuchen, weil dort die schwächste Sanktionsregelung besteht. Hieran muss man ernste Zweifel anmelden. Realistischer ist dagegen die Befürchtung, dass das Regelungsgefälle die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden gefährden könnte, weil die Behörden mit strengem Sanktionsregime keine Fälle an solche Behörden abgeben, deren Sanktionsmöglichkeiten als lasch gelten.

Die Mitteilung mündete schliesslich in den am 20.10.2011 präsentierten Vorschlag für eine Verordnung über Insiderhandel und Marktmanipulationen²⁶. Um die notwendige Einheitlichkeit des materiellen Rechts und des Rechts der Verwaltungssanktionen sicherzustellen, greift die Kommission insoweit auf das Mittel der Verordnung zurück. Im Hinblick auf die strafrechtlichen Sanktionen bei Insiderhandel und Marktmanipulationen schlägt sie eine Richtlinie vor²⁷. Mit dieser Massnahme macht die Kommission zum ersten Mal von den ihr mit dem Lissabon-Vertrag übertragenen neuen Befugnissen Gebrauch, politische Massnahmen der EU mit Hilfe strafrechtlicher Sanktionen effektiver durchzusetzen (Art. 67 Abs. 3 Variante 4 i.V.m. Art. 83 Abs. 2 AEUV).

III. Würdigung der Neuregelung

A. Wahl des Regelungsinstruments

1. Die Marktmissbrauchs-Verordnung

Die vorgeschlagene Marktmissbrauchs-Verordnung regelt sowohl das materielle Recht zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs als auch die verwaltungsrechtli-

²⁶ S. vorne Fn. 11.

²⁷ S. vorne Fn. 12.

chen Sanktionen im Falle eines solchen Missbrauchs. Bei der Verordnung, die auf Art. 114 AEUV gestützt wird, handelt es sich um eine Regelung auf Stufe 1 des Lamfalussy-Verfahrens²⁸.

Als Grund für die Wahl der Verordnung als Rechtsinstrument gibt die Kommission an, die unmittelbare Anwendbarkeit einer Verordnung (Art. 288 Abs. 2 Satz 2 AEUV) verringere die rechtliche Komplexität; die Einführung von harmonisierten zentralen Regeln biete eine grössere Rechtssicherheit für Rechtsanwender und sie leiste einen Beitrag zum Funktionieren des Binnenmarkts²⁹. Diese Begründung stellt einen Allgemeinplatz dar, der abstrakt die Vorteile der Verordnung im Vergleich zur Richtlinie beschreibt. Warum aber im konkreten Fall gerade die Verordnung und nicht die Richtlinie als Regelungsinstrument gewählt wird, bleibt offen. Entscheidend dürfte folgende Überlegung gewesen sein: Der Befund zum bisherigen Recht hat offenbart, dass dieses zahlreiche Umsetzungsspielräume eröffnete, die zu den beschriebenen (siehe vorne II.B.) Verwerfungen innerhalb der Sanktionsregime in der EU geführt haben.

Nun könnte man einwenden, dass zahlreiche Richtlinien einen hohen Detaillierungsgrad erreichen und mitunter sogar Mindest- und Höchstharmonisierung vorsehen (so z.B. in Art. 4 der Durchführungs-Richtlinie zur MiFID³⁰), so dass auch eine Richtlinie in Frage käme, um den Marktmissbrauch einheitlich zu regeln. Dieser Einwand übersieht jedoch, dass ein solches Vorgehen letztlich einen Missbrauch des Regelungsinstruments der Richtlinie darstellt oder anders gewendet: Verordnung und Richtlinie würden austauschbar. Wenn die EU das Recht des Marktmissbrauchs einheitlicher als bisher regeln will und deshalb zu einer Verordnung greift, ist dies aus zwei Gründen zu begrüssen. Zum einen wählt die Kommission nun das nach dem AEUV passende Regelungsinstrument und wiederholt nicht den «Formenmissbrauch», den man mit Art. 4 der Durchführungs-Richtlinie zur MiFID begangen hat. Wenn den Mitgliedstaaten kein Umsetzungsspielraum mehr belassen werden soll, ist nicht die detaillierte Richtlinie, sondern die Verordnung zu wählen. Zum anderen beseitigt man mit der Neuregelung die aufgetretenen Umsetzungsdefizite effektiver als mittels einer Richtlinie, die bei dem Einfallsreichtum von 27 nationalen Gesetzgebern unweigerlich wieder zu Umsetzungsunterschieden geführt hätte.

²⁸ Dazu F. WALLA, in: R. VEIL (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, Tübingen 2011, § 2 N 31 ff.; kritisch R. SETHE, *Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung*, Köln 2005, 450 ff.

²⁹ Vorschlag VO (Fn. 11), 6.

³⁰ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. Nr. L 241 vom 2.9.2006, 26.

Diese Überlegungen, wonach abstrakt die Verordnung vorzugswürdig ist, beseitigen allerdings nicht den grundsätzlichen Fehler in der Vorgehensweise der Kommission. Da die bisherige Marktmissbrauchs-Richtlinie weder die verwaltungsrechtlichen noch die strafrechtlichen Sanktionen regelte, ist es nicht verwunderlich, dass in diesen beiden Bereichen eine so grosse Uneinheitlichkeit bei der Umsetzung der bisherigen Marktmissbrauchs-Richtlinie besteht. Anstatt nun die alte Richtlinie, deren materieller Teil bislang keinen Anlass zur Kritik bot, nachzubessern und dort nun auch die Sanktionen zu regeln, greift die Kommission gleich zu einer völligen Neuregelung. Damit wirft sie aber leichtfertig den Rechtszustand über Bord, den die Mitgliedstaaten nach der Umsetzung erreicht haben und verursacht enorme Transaktionskosten, ohne hierfür einen sachlichen Grund dartun zu können. Die Regelung des materiellen Rechts ist bislang nicht als problematisch hervorgetreten und sollte daher unverändert bleiben. Gerade vor dem Hintergrund des Subsidiaritätsprinzips erweist sich der Griff zur Verordnung daher als unverhältnismässig, denn bei Massnahmen der Rechtsangleichung ist die Richtlinie der Verordnung vorzuziehen³¹.

2. Die Marktmissbrauchs-Richtlinie

Angesichts der klaren Vorteile, die die Verordnung als Regelungsinstrument aus Sicht der Kommission im vorliegenden Fall bietet, verwundert es auf den ersten Blick, dass sie die strafrechtlichen Sanktionen aus der Verordnung ausgliedert und in einer eigenständigen Richtlinie regelt. Dieses Vorgehen beruht jedoch auf dem Umstand, dass Art. 83 AEUV der Union die Befugnis zur Strafrechtsangleichung nur in Form einer Richtlinienkompetenz überträgt³².

B. Ausreichende Kompetenz

Das Unionsrecht geht vom Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung aus (Art. 5 Abs. 2 EUV). Die Union darf danach nur innerhalb der Zuständigkeiten tätig werden, die die Mitgliedstaaten ihr zur Verwirklichung der EU-vertraglichen Ziele übertragen haben. Da das Kapitalmarktstrafrecht nicht zu den in Art. 83 Abs. 1 AEUV ausdrücklich genannten Bereichen besonders schwerer Kriminalität

³¹ Statt vieler W. KAHL, in: C. CALLIESS/M. RUFFERT (Hrsg.), EUV/AEUV, 4. Aufl., München 2011, Art. 114 AEUV N 27.

³² Dazu statt vieler B. HECKER, Europäisches Strafrecht, 3. Aufl., Heidelberg 2010, § 11 N 3 m.w.N.; C. SCHRÖDER, Perspektiven der Europäisierung des Strafrechts nach Lissabon: Neues Denken oder alte Fehler?, in: U. HELLMANN/C. SCHRÖDER (Hrsg.), FS für Hans Achenbach, Heidelberg 2011, 491 ff.

gehört³³, kann die Kommission die geplante Marktmissbrauchs-Richtlinie nur auf die Annex-Kompetenz in Art. 83 Abs. 2 Satz 1 AEUV stützen. Diese Norm bestimmt, dass eine Angleichung der strafrechtlichen Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten in anderen als in Art. 83 Abs. 1 AEUV genannten Bereichen erfolgen darf, wenn dies unerlässlich ist für die wirksame Durchführung der Politik der Union auf einem Gebiet, auf dem Harmonisierungsmassnahmen erfolgt sind.

Das deutsche Bundesverfassungsgericht hat in seinem Urteil zum Vertrag von Lissabon³⁴ festgehalten, dass der Ausnahmetatbestand des Art. 83 Abs. 2 AEUV eng zu interpretieren sei. Dies begründet das Gericht damit, dass die demokratische Selbstbestimmung gerade durch Straf- und Strafverfahrensnormen besonders empfindlich berührt werde. Das Strafrecht in seinem Kernbestand diene nicht als rechtstechnisches Instrument zur Effektivierung einer internationalen Zusammenarbeit, sondern stehe für die besonders sensible demokratische Entscheidung über das rechtsethische Minimum. Daher bedürfe die Nutzung der strafrechtlichen Kompetenzgrundlage einer besonderen Rechtfertigung; es müsse nachweisbar feststehen, dass ein gravierendes Vollzugsdefizit tatsächlich besteht und nur durch Einführung einer Strafandrohung gegenüber den Tätern beseitigt werden könne.

In Bezug auf den Marktmissbrauch muss die Kommission also dartun, dass die Wirksamkeit des bisherigen EU-Rechts nur dadurch erreicht werden kann, dass die strafrechtlichen Regelungen der Mitgliedstaaten insgesamt mit einem Mindestmass angeglichen werden³⁵. Dies ist ihr nicht gelungen³⁶:

Die Kommission hat keine quantitativen Angaben dazu gemacht, ob und wie viel Marktmissbrauch in der EU stattfindet und warum dieser – nicht belegte – Missbrauch das harmonisierte Kapitalmarktrecht gefährdet. Überzeugend hat SCHRÖDER darauf hingewiesen, dass erhebliche Zweifel daran bestehen, ob mehr

³³ Kritisch zur unscharfen Umschreibung dieses Katalogs SCHRÖDER (Fn. 32), 491, 493 f.

³⁴ BVerfG, NJW 2009, 2267, 2287 ff.

³⁵ Der – bei Drucklegung dieses Beitrags – einzige zu den Regelungsvorschlägen erschienene Aufsatz blendet diese Frage ausdrücklich aus, vgl. VEIL/KOCH (Fn. 13), 2297, 2299 Fn. 41. Die Autoren teilen aber in ihren Schlussfolgerungen (a.a.O., 2306) die hier vertretene Position, dass die Kommission den Beweis für die Notwendigkeit strafrechtlicher Sanktionen schuldig geblieben sei.

³⁶ Die Folgenabschätzung enthält hierzu nur die banale Aussage, dass «die Verpflichtung zur Einführung von strafrechtlichen Sanktionen für Rechtsverstöße im Bereich der Insider-Geschäfte und der Marktmanipulation auf EU-Ebene ein wesentliches und verhältnismässiges Mittel zur Schaffung eines funktionierenden Binnenmarkts» sei, vgl. Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen – Zusammenfassung der Folgenabschätzung, Begleitunterlage zum Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation und Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (KOM[2011] 651 endgültig, SEK[2011] 1217 endgültig) vom 20.10.2011, SEK(2011) 1218 endgültig, 9.

Regulierung künftige Finanzmarktkrisen verhindert³⁷. Mit anderen Worten: Blosser Aktionismus im Bereich der Gesetzgebung ersetzt nicht eine sorgfältige Aufsicht im Bereich der Risikovorsorge und des Risikomanagements. Die Kommission hat – anders als die Schweizerische Aufsicht³⁸ – bislang keine umfassende Analyse vorgelegt, ob und wo die europäischen Aufsichtsregeln in der Finanzkrise versagt haben. Dies aber ist zwingende Voraussetzung für ein Vorgehen, das man gerade mit dem Versagen der Regeln in der Finanzkrise rechtfertigen will³⁹.

Sie hat auch keine ausreichenden qualitativen Angaben vorgelegt, wonach die Regelung der bisherigen Marktmissbrauchs-Richtlinie insgesamt versagt hat und daher die Nachbesserung unerlässlich ist, um den Binnenmarkt im Bereich des Wertpapierhandels abzusichern.

Allein aus dem Umstand, dass die Sanktionen unterschiedlich geregelt sind, kann nicht darauf geschlossen werden, dass die materiellen Tatbestände des Insiderhandelsverbots oder der Marktmanipulation nachbesserungsbedürftig sind.

Die Kommission kann ihre Behauptung, die unterschiedliche Regelungsdichte führe dazu, dass sich unseriöse Anbieter in Mitgliedstaaten mit unzureichendem Sanktionsregime niederlassen, nicht nachweisen. Zudem stellt die Behauptung, Tatortverlagerungen begründeten ein Bedürfnis für eine Harmonisierung des Strafrechts, einen Allgemeinplatz dar, denn solche Verlagerungen stellen keine Besonderheit des Marktmissbrauchs dar, sondern sind bei nahezu allen Straftaten denkbar und könnten zur Rechtfertigung der Harmonisierung des gesamten Strafrechts herangezogen werden. Das aber widerspricht dem Sinn von Art. 83 Abs. 2 AEUV.

Zudem hat die Kommission es versäumt, darzulegen, warum die Vereinheitlichung gerade des Strafrechts nötig sei, um die bessere Durchsetzung zu erreichen. Da die EU bislang weder die verwaltungsrechtlichen noch die strafrechtlichen Sanktionen harmonisiert hatte, hätte die Kommission darlegen müssen, warum eine Vereinheitlichung allein der verwaltungsrechtlichen Sanktionen nicht ausreicht.

Schliesslich muss man ernste Zweifel daran anmelden, ob das Vorgehen der EU nicht deshalb einen Formenmissbrauch darstellt, weil die geplante Richtlinie bei den massgeblichen Definitionen der Straftatbestände auf die Verordnung zurückgreift, so dass wesentliche Strafbarkeitsvoraussetzungen gerade nicht in der Richtlinie selbst zu finden sind.

Weder in der geplanten Verordnung noch in der Richtlinie wird die zivilrechtliche Seite (insbesondere die Frage der Haftung für Informationspflichtverletzung-

³⁷ SCHRÖDER (Fn. 32), 491, 494; DERSELBE, Die Komplexität synthetischer Finanzprodukte als Ursache für Vertrauensverluste und kriminogenes Verhalten am Kapitalmarkt, ZBB 2010, 280, 287 ff.

³⁸ Vgl. den Bericht der FINMA (Fn. 17).

³⁹ So die Kommission in ihrer Begründung zum Vorschlag für die MAR (Fn. 11), 2.

gen) angesprochen⁴⁰, obwohl das Haftungsrecht ein effektives Mittel der Durchsetzung sein kann. Wenn die Kommission ein Vollzugsdefizit beklagt und deshalb von Art. 83 Abs. 2 AEUV Gebrauch machen will, ist zu verlangen, dass sie eine ganzheitliche Betrachtung vornimmt und auch andere (u.U. sogar wirksamere) Sanktionsarten in ihre Erwägungen einbezieht.

C. Inhalt der Neuerungen

Aus Platzgründen kann an dieser Stelle keine ausführliche Analyse und Gegenüberstellung der bisherigen Marktmissbrauchs-Richtlinie und der geplanten Verordnung und Richtlinie erfolgen⁴¹. Einige wenige Bemerkungen zur strafrechtlichen Seite müssen daher genügen:

1. Einordnung des Marktmissbrauchs als Straftat

Das bisherige EU-Sekundärrecht hatte die strafrechtliche Seite des Marktmissbrauchs nicht geregelt. Der wesentliche Fortschritt der nun geplanten Richtlinie bestünde darin, dass Insiderhandel und Marktmanipulation in allen Mitgliedstaaten als Straftat geahndet werden würden. Neu wäre auch die Verpflichtung der Mitgliedstaaten, die Strafbarkeit von juristischen Personen vorzusehen⁴², wobei die Kommission die Notwendigkeit dieser Erweiterung des Strafrechts leider nicht näher begründet⁴³. Eine solche Begründung wäre aber besonders deshalb notwendig, weil bereits die verwaltungsrechtlichen Sanktionen das Unternehmen ausreichend schwer treffen, so dass man ein Sanktionsdefizit schwerlich ausmachen kann. Ein solches würde im strafrechtlichen Bereich allenfalls dann bestehen, wenn sich keine natürliche Person als Täter ermitteln lässt, weil das Unter-

⁴⁰ Dies kritisieren auch A. HELLGARDT, *Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformationshaftung de lege lata und nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung*, AG 2012, 154 und VEIL/KOCH (Fn. 13), 2297, 2305. Die Kommission verweist in ihrer Mitteilung (Fn. 16), 5, lediglich auf die geplante Konsultation in Bezug auf die Einführung einer europäischen Sammelklage.

⁴¹ Dazu ausführlich VEIL/KOCH (Fn. 13), 2297 ff.; ebenso der nach Drucklegung erschienene Beitrag von A. MERKNER/M. SUSTMANN, *Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts*, AG 2012, 315, 319 ff.

⁴² Dieser Punkt betrifft vor allem Deutschland, das bislang keine Strafbarkeit von juristischen Personen kennt, sondern nur eine Regelung im Bereich der Ordnungswidrigkeiten (§ 30 OWiG); zur deutschen Rechtslage vgl. etwa H. OTTO, *Die Strafbarkeit von Unternehmen und Verbänden*, Berlin 1993; C. KIRCH-HEIM, *Sanktionen gegen Unternehmen*, Berlin 2007; ST. KINDLER, *Das Unternehmen als haftender Täter*, Baden-Baden 2008.

⁴³ Kritisch deshalb auch VEIL/KOCH (Fn. 13), 2297, 2306 («floskelhafte Aussagen»).

nehmen seine Organisations- oder Dokumentationspflichten verletzt hat. Daher wäre es ausreichend, eine subsidiäre Strafbarkeit vorzusehen.

2. Neue Definition der Straftatbestände

Während der bisherige Insiderbestand als Sonderdelikt ausgestaltet war und klar umrissene Tätergruppen enthielt (Art. 2 Abs. 1 UAbs. 2, Abs. 2 MAD), ist der neue Tatbestand ein gemeinsames Delikt (Art. 3 E-MAD: «Personen, die sich im Besitz dieser Informationen befinden»)⁴⁴. Damit wird der Unterschied im Unrechtsgehalt zwischen Primär- und Sekundärinsider aufgegeben, ohne dass die Richtlinie jedoch eine Begründung für diese Strafverschärfung liefert oder zumindest die Vorgabe hinsichtlich einer mildereren Strafzumessung für Sekundärinsider macht⁴⁵.

Eine erhebliche Ausweitung erfährt der Tatbestand durch die Anknüpfung (vgl. Art. 2 Nr. 1 E-MAD) an das in der Verordnung definierte Merkmal der Insiderinformation (Art. 6 Abs. 1 E-MAR). Der Tatbestand enthält in Buchstabe a) zunächst die aus der bisherigen Richtlinie bekannte Definition, wonach Insiderinformationen alle nicht öffentlich bekannten präzisen Informationen sind, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Die Kommission hält damit daran fest, dass auch zukünftige, hinreichend wahrscheinliche Umstände und Ereignisse erfasst werden sollen, sofern sie kurserheblich sind⁴⁶. Buchstaben b) und c) erweitern den Tatbestand auf Warenderivate und Emissionszertifikate. Buchstabe d) erfasst Finanzintermediäre, die Aufträge für Kunden ausführen (Anlageberater, Vermögensverwalter etc.) und dient letztlich der Klarstellung, denn diese Personen waren auch vom bisherigen Recht erfasst. Neu ist der Auffangtatbestand in Buchstabe e). Danach gelten als Insiderinformationen «alle nicht unter die Buchstaben a, b, c oder d fallende[n] Informationen, die einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und der Öffentlichkeit in der Regel nicht verfügbar sind, die jedoch, wenn sie einem verständigen Investor verfügbar wären, der regelmäßig an diesem Markt und mit dem betreffenden Finanzinstrument oder einem damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakt handelt, von diesem als relevant

⁴⁴ Damit unterscheidet sich der Entwurf der Richtlinie von dem der Verordnung, die in Art. 7 Abs. 5–7 den persönlichen Anwendungsbereich genau definiert.

⁴⁵ Ähnlich die Kritik des deutschen Bundesrats in seiner Stellungnahme zum Richtlinienvorschlag, BR-Drucks. 646/1/11, 4 f.

⁴⁶ In Bezug auf die Frage, wie hoch die Wahrscheinlichkeit sein muss, liegt dem EuGH derzeit ein Vorlageverfahren vor, vgl. BGH WM 2011, 14 ff. – DaimlerChrysler/Schrepp.

bei der Entscheidung über die Bedingungen betrachtet würden, zu denen Geschäfte mit dem Finanzinstrument oder einem zugehörigen Waren-Spot-Kontrakt abgeschlossen werden sollten.» Bei diesem Tatbestand, den man mehrmals lesen muss, um ihn zu erfassen, wird auf das Merkmal «präzise» verzichtet. Da der Straftatbestand an diese Definition der Insiderinformation in Art. 6 Abs. 1 lit. e E-MAR anknüpft, stellt sich die Frage der hinreichenden Bestimmtheit⁴⁷. Auch verzichtet man auf die Anknüpfung an die Kurserheblichkeit⁴⁸ und lässt es ausreichen, dass ein verständiger Investor die Information als erheblich für seine Entscheidung ansieht. Dies bringt eine deutliche Ausweitung des Tatbestands mit sich, denn dieser dürfte nun vor allem auch gestreckte Entscheidungsvorgänge erfassen, an denen Investoren bereits vor Kurserheblichkeit Interesse haben⁴⁹. Die sachliche Rechtfertigung dieser Ausweitung erscheint fraglich und bedarf noch intensiver Erörterung.

Schliesslich werden auch die Tathandlungen des Insiderhandelsverbots neu umschrieben. Im Ergebnis dürften sie sich allenfalls geringfügig vom bisherigen Recht unterscheiden, sind aber deutlich umständlicher formuliert⁵⁰.

In Bezug auf den Straftatbestand der Marktmanipulation erfolgt keine Neufassung des Tatbestands, sondern nur die Einbeziehung der Waren-Spot-Kontrakte und weiterer Handelsplätze. Allerdings ist die in Art. 1 Nr. 2 MAD enthaltene Umschreibung der Handlungsmodalitäten bei der Marktmanipulation, die sich nun in Art. 4 E-MAD wiederfindet, nicht nachahmenswert, da sie sehr schwammig ist. So ordnet Art. 4 lit. c E-MAD die Verwendung «sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung» als Straftat ein. Auch die in Art. 4 lit. a E-MAD enthaltene Regelung, wonach das «Aussenden falscher oder irreführender Signale in Bezug auf Finanzinstrumente» strafbar sei, ist zu vage, denn das Bestimmtheitsgebot erfordert eine hinreichende Konkretisierung des strafbaren Verhaltens⁵¹.

⁴⁷ Dies monieren auch der deutsche Bundesrat, BR-Drucks. 647/11 (Beschluss) sowie VEIL/KOCH (Fn. 13), 2297, 2300, 2306. Letztere betonen allerdings, dass es immer noch nicht gelungen sei, den Insiderhandel wirksam zu bekämpfen, weshalb die Verschärfung Einiges für sich habe. Dabei verkennen sie aber die strafrechtliche Dimension der Vorschrift. Weiterhin übersehen sie, dass nicht die dauernde Normverschärfung zu mehr Effektivität bei der Bekämpfung des Marktmissbrauchs führt (dazu SCHRÖDER, ZBB 2010 [Fn. 37], 280, 287 ff.), sondern die konsequente Normanwendung und die Erhöhung der Entdeckungswahrscheinlichkeit (siehe hinten Text bei Fn. 53).

⁴⁸ Diese ist in Art. 6 Abs. 3 E-MAR definiert. Massgebend ist – wie bisher – der Horizont des verständigen Anlegers.

⁴⁹ MERKNER/SUSTMANN (Fn. 41), 315, 320 f.

⁵⁰ Ebenso VEIL/KOCH (Fn. 13), 2297, 2300.

⁵¹ Dies bemängelt auch der deutsche Bundesrat (Fn. 45), 5.

3. Erweiterung der Versuchsstrafbarkeit

Während der versuchte Insiderhandel bereits nach altem Recht unter die Insiderhandelsdefinition fiel (Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 MAD), soll nun auch die versuchte Marktmanipulation unter Strafe gestellt werden (Art. 5 Abs. 2 E-MAD). Vor dem Hintergrund der vorne (III.C.2.) geübten Kritik an der Unbestimmtheit des Tatbestands erscheint diese Ausweitung in das Versuchsstadium ebenfalls bedenklich. Zudem fehlt eine nachvollziehbare Begründung, warum gerade die Einbeziehung der versuchten Marktmanipulation unerlässlich ist für eine wirksame Durchführung der Harmonisierungsmassnahmen im europäischen Kapitalmarktrecht⁵².

4. Sanktionsregime

Die nun vorgeschlagene Richtlinie, deren Erlass ja gerade mit der grossen Uneinheitlichkeit im Bereich strafrechtlicher Sanktionen begründet wird, enthält zur Frage der Art und Höhe von Sanktionen nur die Leerformel, wonach Insiderhandel und Marktmanipulation «auf wirksame, angemessene und abschreckende Weise strafrechtlich geahndet» werden müsse (Art. 6 E-MAD). Dieses Vorgehen ist zur Erreichung des angestrebten Ziels einer grösseren Vereinheitlichung ungeeignet. Gerade bei der Lektüre dieser inhaltsleeren Vorgabe wird man den Verdacht nicht los, dass die als Begründung der Neuregelung festgestellte Uneinheitlichkeit der Strafsanktionen nur ein Vorwand für den Aktionismus der Kommission ist.

Die Kommission unterstellt in ihrem Entwurf, dass die Mitgliedstaaten über eine ausreichende Personalausstattung verfügen, um unzulässige Marktpraktiken zu verfolgen. Dies ist jedoch – wie viele Branchenkenner berichten – bei weitem nicht der Fall, so dass die blossе europaweite Vereinheitlichung von Sanktionen nicht ausreicht. Entscheidend für die Wirksamkeit einer strafrechtlichen Regelung ist die Entdeckungswahrscheinlichkeit⁵³. Würde die Kommission ihr Anliegen daher wirklich konsequent verfolgen, müsste sie auch für eine europaweit einheitliche Finanzpolizei plädieren oder zumindest untersuchen, ob die Finanzaufsichtsbehörden effektive Verfolgungsarbeit leisten.

⁵² Diesen Gedanken verdanke ich der anregenden Diskussion mit C. SCHRÖDER, Halle.

⁵³ Statt vieler K. D. BUSSMANN, *Kriminalprävention durch Business Ethics. Ursachen von Wirtschaftskriminalität und die besondere Bedeutung von Werten*, Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik 5/2004, 35, 38 f.

IV. Fazit

Liest man die Begründungen der Kommission zur geplanten Marktmissbrauchs-Verordnung und Marktmissbrauchs-Richtlinie, ist man zunächst positiv überrascht, da sich die Kommission dem Thema Enforcement zuwendet. Während den aufsichtsrechtlichen Harmonisierungsmassnahmen bisher der Satz «same business – same risks – same regulation» zugrunde lag, soll dies nun um die Komponente «same sanctions» erweitert werden. Dieser Ansatz ist sehr zu begrüßen.

Auf den zweiten Blick erweist sich das Vorgehen in Bezug auf die hier betrachteten strafrechtlichen Fragen allerdings als enttäuschend: (1) Die von der Kommission ins Feld geführten Gründe für die Ausnutzung der Annex-Kompetenz in Art. 83 Abs. 2 AEUV sind nicht überzeugend belegt. (2) Die Uneinheitlichkeit der Umsetzung der strafrechtlichen Sanktionen wird als Begründung benutzt, auch die Straftatbestände selbst umzugestalten, obwohl hierfür keine Notwendigkeit besteht⁵⁴. (3) Zudem genügt die Neuformulierung der Tatbestände nicht immer dem Bestimmtheitsgrundsatz. (4) Die Uneinheitlichkeit des strafrechtlichen Sanktionsregimes wird durch die Neuregelung gerade nicht beseitigt, da sich die geplante Richtlinie diesbezüglich auf die Leerformel beschränkt, wonach Marktmissbrauch «auf wirksame, angemessene und abschreckende Weise strafrechtlich geahndet» werden müsse. Betrachtet man die umfangreichen Vorarbeiten, Stellungnahmen, Expertenberichte sowie Auflistungen der uneinheitlichen Regelungen (siehe vorne II.B.) und vergleicht sie dann mit dieser inhaltsleeren Formel, fühlt man sich an das auf ÄSOP zurückgehende Sprichwort⁵⁵ erinnert «Es kreisst der Berg, und dann gebiert er eine Maus.»

Im Ergebnis erweist sich die Entscheidung des schweizerischen Bundesrats, bei der anstehenden Reform der Börsendelikte nicht abzuwarten, wie die EU ihre Straftatbestände reformiert, als kluge Entscheidung. Ob die von der EU vorgelegten Reformvorschläge für eine Marktmissbrauchs-Verordnung und eine Marktmissbrauchs-Richtlinie überhaupt in ihrer derzeitigen Form verabschiedet werden, ist fraglich⁵⁶. Zudem ist ihr Inhalt an zahlreichen Stellen nicht überzeugend, so dass man unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Schweiz gut daran tut, die vorgeschlagenen Erweiterungen der Straftatbestände nicht zu kopieren.

⁵⁴ Sieht man von der Ausweitung ihres Anwendungsbereichs auf Waren-Kontrakte, Emissionszertifikate und neue Handelssegmente ab.

⁵⁵ Perry-Index der Äsopischen Fabeln Nr. 520.

⁵⁶ Der deutsche Bundesrat empfahl am 16.12.2011 die Ablehnung der Richtlinie, vgl. BR-Drucks. 646/11 (Beschluss) und 646/11 (Beschluss)(2), und die Änderung der Verordnung, BR-Drucks. 647/11 (Beschluss).