

Nichtberücksichtigung bei der Skontrenzuteilung für das Jahr 2009 in ihrem aus Art. 12 GG abzuleitenden Recht auf Berufsfreiheit beeinträchtigt sei, nicht dem aus dem Rechtsstaatsprinzip abzuleitenden Gebot rechtsstaatlicher Klarheit und Bestimmtheit, kann dem nicht gefolgt werden.

Zur Vermeidung unnötiger Wiederholungen wird zunächst auf die allgemeinen Ausführungen der Kammer zu der Vereinbarkeit der genannten Normen mit höherrangigem Recht im Urteil des Verfahrens gleichen Rubrums 20 K 6319/07 vom 2. September 2009 Bezug genommen. Obwohl die dort in den Blick genommene Vorschrift des § 34 BörsO zwischenzeitlich nunmehr durch den § 28 BörsO der aktuell geltenden Fassung der Börsenordnung ersetzt worden ist, wobei der ursprüngliche Kriterienkatalog zur Beurteilung der fachlichen Leistungsfähigkeit im Rahmen der Skontrenzuteilung in die aktuelle Fassung des § 28 BörsO nicht übernommen worden ist, ergibt sich zur Überzeugung der Kammer hieraus kein Anlass, die grundsätzlich erörterten Fragen der Verfassungsmäßigkeit der genannten Normen nunmehr anders zu beurteilen. Ergänzend ist darauf hinzuweisen, dass die im vorliegenden Verfahren in erster Linie im Hinblick auf ihre Verfassungsmäßigkeit zu beurteilenden §§ 27 BörsG und 27 BörsO eine mangelnde Bestimmtheit erst recht nicht erkennen lassen. Insoweit sieht § 27 BörsG als Voraussetzung für die Zulassung zum Skontroführer zwingend die persönliche Zuverlässigkeit des künftigen Skontroführers und dessen fachliche und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit an. Eine Erklärung, inwieweit diese Kriterien nicht hinreichend bestimmt genug seien sollen oder weshalb die aufgrund der Regelung des § 27 Abs. 1 Satz 4 BörsG ergangenen Vorschriften der Börsenordnung, die in § 27 Abs. 2 besondere Kriterien zur Beurteilung der fachlichen Leistungsfähigkeit eines Bewerbers festlegt, nicht geeignet oder sachgerecht sein sollen, bleibt die Klägerin schuldig, zumal sie ihre Argumentation auch in erster Linie auf die mangelnde Bestimmtheit der Vorschriften stützt, die die Zuteilung von Skontren an geeignete, d. h. zur Skontroführung zugelassene Antragsteller regeln. Insoweit verkennt sie, dass sie im vorliegenden Verfahren schon gar nicht als zugelassene Skontroführerin

anzusehen war, so dass sich die von ihr aufgeworfene Frage, inwieweit ein als Skontroführer zugelassener Antragsteller bei der Zuteilung der Skontren – mit Blick auf seine Berufsausübungsfreiheit – vollständig unberücksichtigt werden darf, sich im vorliegenden Verfahren gar nicht stellt. Dass die Klägerin demgegenüber in Abrede gestellt hätte, dass die Tätigkeit als Skontroführer grundsätzlich an das Vorliegen bestimmter Zulassungsvoraussetzungen zu knüpfen ist oder dass die hier konkret und abschließend benannten Zulassungskriterien der Zuverlässigkeit und der fachlichen und wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit nicht hinreichend bestimmt beziehungsweise nicht sachgerecht oder geeignet wären, ist den Akten nicht zu entnehmen.

Soweit die Klägerin sich darauf beruft, dass sie in der Vergangenheit für viele Jahre als Skontroführerin zugelassen war, kann sie hieraus für die Zukunft nichts herleiten. Denn mit der aufgrund des Inkrafttretens des Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes erfolgten Änderung des Börsengesetzes ist eine Abkehr von der bisherigen Regelung, nach der in einem ersten Schritt über die Zulassung zum Skontrenführer und in einem zweiten Schritt sodann über die konkrete Zuteilung der Skontren zu entscheiden war, erfolgt. Mit der Neuregelung hat der Gesetzgeber nunmehr dem sogenannten „einstufigen Modell“ den Vorzug eingeräumt, wonach über die Zulassung zum Skontroführer und die Zuteilung von Skontren in einem Akt entschieden werden soll, beziehungsweise der betreffende Skontroführer mit der Zuteilung der Skontren auch seine Zulassung erhält. (Vgl. Deutscher Bundestag, Bericht des Finanzausschusses zum Gesetzentwurf der Bundesregierung, Drucksache 16/4899 vom 29. März 2007, Seite 17; Deutscher Bundestag, Beschlussempfehlung des Finanzausschusses zum Gesetzentwurf der Bundesregierung, Drucksache 16/4883 vom 28. März 2007, Seite 3/4.) Hieraus wird deutlich, dass die zur Entscheidung über die Zulassung berufene Geschäftsführung der Beklagten zu Beginn eines neuen Zuteilungszeitraumes die Möglichkeit haben muss, zu überprüfen, ob ein in der Vergangenheit zugelassener Skontroführer auch für den zukünftigen Zeitraum die gesetzlichen Zulassungsvoraussetzungen erfüllt.

---

## II. Rezensionen

---

*Philipp Gehrmann*<sup>\*)</sup>

### Das Spector-Urteil des EuGH – Zur Beweislastumkehr beim Insiderhandel

*Der nachfolgende Beitrag setzt sich kritisch mit dem Spector-Urteil des EuGH auseinander. In dieser Entscheidung hatte der EuGH festgestellt, dass einem Primärinsider, der Kenntnis von einer Insiderinformation habe und in engem Zusammenhang damit Wertpapiergeschäfte mit diesen Insiderpapieren tätige, der Vorsatz zu unterstellen und die Möglichkeit der Entkräftung dieser Vermutung zuzugestehen sei.*

---

<sup>\*)</sup> Dr. iur., Rechtsanwältin bei der Sozietät Krause Lammer Wattenberg, Berlin.

#### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Ausgangslage: Die Entscheidung Grøngaard und Bang
- III. Die Entscheidung Spector Photo Group NV u. a.
  1. Vom Ausnutzen zum Nutzen
  2. Kritik am Verzicht auf den Nachweis des Vorsatzes
  3. Mögliche Einwände gegen die Kritik am EuGH
- IV. Fazit

## I. Einleitung

Das vorliegende zu besprechende Urteil vom 23. 12. 2009<sup>1)</sup> ist bereits die zweite Entscheidung des EuGH zum Insiderrecht, mit der das Gericht die Reichweite der Insiderverbote über das vom europäischen Gesetzgeber bislang kodifizierte Maß hinaus verschärft. Dies muss bei unbefangener Betrachtung überraschen, denn der europäische – und folgend der nationale – Gesetzgeber ist bei der Bekämpfung der Insiderproblematik in den letzten Jahren nicht gerade untätig gewesen, sondern hat den erlaubten Umgang mit Insiderinformationen sukzessive eingeschränkt. Es entsteht der Eindruck, als wolle das Gericht die Bekämpfung des Insiderhandels eigenständig voran bringen und betreibe hierzu „Gesetzgebung“. Bevor so gleich im Einzelnen auf die aktuelle Entscheidung eingegangen wird, sei kurz noch einmal die Entscheidung des EuGH vom 22. 11. 2005<sup>2)</sup> in Erinnerung gerufen.

## II. Ausgangslage: Die Entscheidung Grøngaard und Bang

In dieser Entscheidung hat der EuGH das sog. Weitergabeverbot – also die Frage, wann eine Insiderinformation sanktionslos an einen Dritten weitergegeben werden kann – erheblich über den Wortlaut der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>3)</sup> verschärft. Eine Weitergabe soll danach auch im Rahmen der normalen Geschäfts- oder Berufsausübungstätigkeit nicht mehr erlaubt sein, sondern nur, wenn die Weitergabe für den Mitteilenden unerlässlich („strictly necessary“) ist.<sup>4)</sup> Eine Abwägung zwischen den Zielen des Insiderrechts und den Interessen des Unternehmens bzw. den beteiligten Personen nahm das Gericht in der Entscheidung zumindest nicht ausdrücklich vor. Dieser Verzicht ist nicht nur insoweit bedenklich, als die (Über-)Betonung der Belange des Insiderrechts einer vernünftigen und sachgerechten Unternehmenskommunikation im Wege steht und sich damit gesamtwirtschaftlich gesehen negativ auswirken kann.<sup>5)</sup> Völlig ausgeblendet bleibt vor allem, dass nicht die Weitergabe, sondern erst die Verwendung der Insiderinformation – der eigentliche Insiderhandel – den sozialschädlichen Unwert ausmacht.<sup>6)</sup> Eine Strafverfolgung im Vorfeld des eigentlichen Insiderhandels hat ferner nicht zu unterschätzende Auswirkungen auf andere Lebensbereiche; etwa die Meinungs- und Pressefreiheit, da die Berichterstattung durch das Weitergabeverbot sensibler Informationen erheblich tangiert werden kann.<sup>7)</sup>

## III. Die Entscheidung Spector Photo Group NV u. a.

Bereits die vorstehend angeführte Entscheidung des EuGH ließ die (bedenkliche) Tendenz erkennen, der Integrität der Finanzmärkte und dem darauf bezogenen Vertrauen der Anleger einen absoluten Wert einzuräumen. Mit der Entscheidung vom 23. 12. 2009, in der sich der EuGH nun zu dem eigentlichen Insiderhandelsverbot äußerte, setzte das Gericht die Stoßrichtung fort. Zwar werden die bisherigen Spielräume für Unternehmensbeteiligung und –übernahmen nicht weiter eingeschränkt.<sup>8)</sup> Jedoch spricht sich der EuGH für eine – jedenfalls in strafrechtlicher Hinsicht rechtsstaatlich höchst problematische und bedenkliche – Beweislastumkehr zu Lasten des Beschuldigten aus. Entgegen anders lautender – offenkundig

rein zivilrechtlich geprägter – Bewertungen<sup>9)</sup> besteht deshalb auch kein Grund zur Erleichterung, denn die Ausführungen des EuGH sind unvereinbar mit deutschem Strafverfahrens- und Verfassungsrecht.

### 1. Vom Ausnutzen zum Nutzen

Nach dem Wortlaut des Art. 2 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie verstößt gegen das Insiderhandelsverbot, wer als Primärs insider unter Nutzung der Kenntnis von einer Insiderinformation auf eigene oder fremde Rechnung Insiderpapiere erwirbt oder veräußert. Das Merkmal des Nutzens ersetzt das des Ausnutzens<sup>10)</sup>, das zu erheblichen Schwierigkeiten in der Gesetzesanwendung geführt hat.<sup>11)</sup> Denn erforderlich war ehemals nicht nur eine Beziehung zwischen der Kenntnis von einer Insiderinformation und dem Handel mit einem Insiderpapier, sondern darüber hinaus noch die Absicht des Täters, einen Sondervorteil zu erzielen. Den Strafverfolgungsbehörden schien dieser Nachweis in der Praxis nur selten gelingen zu sein, weshalb die Aufnahme der Motivation des Insiders in den Tatbestand als störend, weil für die Bekämpfung des Insiderhandels hinderlich angesehen und durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, mit dem die Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt wurde, korrigiert wurde.<sup>12)</sup> Das Streben nach einem Sondervorteil als prägendes Motiv des Insiders muss seit der gesetzlichen Neufassung nicht mehr nachgewiesen werden. Es reicht nunmehr aus, dass der Insider die Information nutzt. Daraus wurde bislang in der (deutschsprachigen) Literatur abgeleitet, dass es nach wie vor noch einer Mitursächlichkeit der Insiderkenntnis für das Wertpapiergeschäft und damit auch einer psychischen Kausalität bedarf.<sup>13)</sup> Ob daher das gesetzgeberische Ziel einer erleichterten Beweisführung tatsächlich erreicht wurde, ist umstritten.<sup>14)</sup>

### 2. Kritik am Verzicht auf den Nachweis des Vorsatzes

An diesem Punkt setzt nun die Entscheidung des EuGH an. Zwar geht das Gericht davon aus, dass die Marktmissbrauchs-

1) EuGH, 23. 12. 2009, Rs C-45/08 – Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck gegen Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA) – abgedruckt in ZBB 2010, 33 ff., in diesem Heft.

2) EuGH Slg. 2005, I-9939 – Grøngaard und Bang.

3) Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12. 4. 2003, S. 16. Die insiderrechtlichen Vorgaben der Richtlinie schildern *Leppert/Stürwald*, ZBB 2002, 90 ff.

4) Vgl. dazu insb. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, 5. Aufl., 2009, § 14 Rz. 74 und *Sethe*, ZBB 2006, 243.

5) Vgl. *Schneider/Singhoff*, in: *Festschrift für Kraft*, 1998, S. 585, 590; *Mennicke*, in: *Fuchs*, WpHG, 2009, § 14 Rz. 206.

6) *Ziowas*, Das neue Kapitalmarktraferecht, 2005, S. 87 f.; *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktraferecht, 2007 Rz. 247; *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, 2009, S. 121.

7) *Schröder*, NJW 2009, 465.

8) Vgl. dazu: *Assmann* (Fußn. 4), § 14 Rz. 32 ff. und 132 ff.; *Mennicke* (Fußn. 5), § 14 Rz. 64 ff.; *Schröder* (Fußn. 6), Rz. 200 ff. jeweils m. w. N.

9) Vgl. aber *Widder/Bedkowski*, F.A.Z. v. 6. 1. 2010, S. 19.

10) So noch die sog. Insiderrichtlinie 89/592/EWG.

11) *Sethe*, in: *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2007, § 12 Rz. 75 m. w. N.

12) *Begr. RegE AnSVG*, BT-Drs. 15/3174, S. 34.

13) *Schröder* (Fußn. 6), Rz. 198; *Assmann* (Fußn. 4), Rz. 26 f.

14) *Hilgendorf*, in: *Park*, Kapitalmarktraferecht, 2008, Kap 3 Rz. 135; vgl. auch *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 37.

richtlinie einen Kausalzusammenhang zwischen der Information und dem Handel verlangt; dies wäre angesichts des Wortlautes de lege lata auch gar nicht anders zu interpretieren. Allerdings erachtet das Gericht es nicht mehr für notwendig, dass dieser Kausalzusammenhang dem Primärinsider in einem Strafprozess mit den Mitteln des Strengbeweises nachgewiesen wird. Die Kenntnis von einer solchen Information und der zeitlich nachgelagerte Kauf oder Verkauf der Insiderpapiere soll vielmehr die (vorsätzliche) Nutzung implizieren. Der Gesetzgeber habe das Verb „ausnutzen“ durch „nutzen“ ersetzt, um in der Definition des Insidergeschäfts kein Element der Finalität oder des Vorsatzes zu belassen. Ähnlich hatte sich zuvor die Generalanwältin in ihren Schlussanträgen geäußert und sich für die Annahme einer Nutzung der Insiderinformation „im Regelfall“ ausgesprochen.<sup>15)</sup>

Die Ausführungen des EuGH sind widersprüchlich und in weiten Teilen zweifelhaft. Lediglich der Ausgangspunkt der Entscheidung verdient Zustimmung. Zutreffend sieht der EuGH – in Fortführung seiner bisherigen Rechtsprechung – den Grund der Insiderregelung in der Chancengleichheit der Anleger. Die Teilnehmer am Kapitalmarkt sollen vor der widerrechtlichen Ausnutzung bestehender Informationsasymmetrien geschützt werden, was ihnen letztlich eine rationale Anlagestrategie ermöglicht. Dies dient der Integrität der Finanzmärkte und damit (wieder) dem Vertrauen<sup>16)</sup> der Anleger. Die sich daran anschließende Urteilsbegründung fordert jedoch Widerspruch heraus:

a) So schädigt der Insider – entgegen der Annahme des EuGH – jedenfalls nicht unmittelbar andere Anleger. Zwar kann der Insider aus seinem Sonderwissen einen Nutzen ziehen; dieser geht allerdings nicht unmittelbar auf Kosten eines anderen Anlegers bzw. ein Schaden ist dem Insider regelmäßig nicht zurechenbar.<sup>17)</sup> Die Kauf- oder Verkaufsentscheidung des Anlegers ist gänzlich ohne Beeinflussung des Insiders zustande gekommen und das Geschäft wäre im Börsenhandel auch ohne Auftreten des Insiders mit einem dritten Anleger in gleicher Form abgeschlossen worden. Eine Ausnahme kann nur bei (sehr) engen Märkten bestehen und dürfte entsprechend selten sein. Der strafrechtlich relevante Unwert der Handlung liegt also nicht – wie verbreitet angenommen<sup>18)</sup> – in der Schädigung des Vermögens eines anderen Anlegers<sup>19)</sup>, sondern in der Erlangung eines Sondervorteils durch Ausnutzung einer informationellen Ungleichheit, die zwischen den Anlegern aufgrund nicht frei zugänglichen – und im Übrigen auch dem Kapitalmarkt nicht sofort bekannt zu gebenden (vgl. § 15 Abs. 3 WpHG) – Insiderwissens beruht.<sup>20)</sup>

Auf Grundlage dieser Überlegungen ist bereits zu kritisieren, dass der Gesetzgeber sich wegen (vermeintlicher) Beweisschwierigkeiten dazu entschlossen hat, das Verbot so zu fassen, dass ein Ausnutzen im Sinne eines zweckgerichteten Handelns zur Erlangung eines Sondervorteils nicht mehr im Tatbestand verankert ist. Der besondere Unwert des Insiderhandels wird in dem Verbot so nicht mehr hinreichend abgebildet.<sup>21)</sup> Die übrigen Tatbestandsmerkmale begründen für sich genommen kein strafrechtlich relevantes Unwerturteil. So ist es weder vermeidlich noch in irgendeiner Form sozialschäd-

lich, im Besitz einer Insiderinformation zu sein. Das Wertpapiergeschäft selbst ist sogar ausdrücklich gewünscht. Eine weitere Aufweichung des Tatbestandes führt daher nur dazu, dass sich der Unwertgehalt der Verbotsnorm weiter verflüchtigt.

b) Die Aufweichung des Tatbestandes kann auch nicht damit gerechtfertigt werden, dass die effektive Durchsetzung des Verbotes nunmehr erleichtert wird. Zwar ist grundsätzlich nichts dagegen einzuwenden, wenn der Gesetzgeber sich darum bemüht, dass Verbote nicht nur als Symbole für die Handlungsfähigkeit des Staates normiert<sup>22)</sup>, sondern auch rechtstatsächlich vollzogen werden (können). Ebenfalls ist anzuerkennen, dass die Gerichte hierzu ihren Teil durch Auslegung beitragen, soweit sie im Rahmen der Wortlautgrenze verbleiben. Einzufordern ist jedoch die Orientierung der Strafverfolgung an der Bekämpfung des erwiesenen Sozialschädlichen. Ob dies mit einem Tatbestand gelingt, der den Unwert der Tat gerade nicht mehr abbildet, darf bezweifelt werden.<sup>23)</sup>

Aber selbst wenn man dieser kritischen Analyse nicht folgen wollte, so bleibt es doch unbestritten die Aufgabe des demokratisch legitimierten Gesetzgebers, für einen entsprechenden – praktisch anwendbaren und Rechtssicherheit vermittelnden – Tatbestand zu sorgen.<sup>24)</sup> Insoweit ist nun aber ohne Weiteres zu konstatieren, dass sich für eine Beweislastumkehr, wie sie der EuGH nunmehr für notwendig und möglich erachtet, weder im Wortlaut der Marktmissbrauchsrichtlinie oder den begleitend hierzu erstellten Materialien noch im nationalen Gesetzgebungsverfahren auch nur ein einziger Hinweis findet. Dies obwohl es dem Gesetzgeber ein Leichtes gewesen wäre, hierzu etwas zu formulieren, wenn es denn seinem Willen entsprochen hätte, den er mit dem Reformvorhaben verfolgt. So hätte z. B. nur auf das Wort „nutzen“ verzichtet werden müssen. Hieraus folgt, dass sich der EuGH zu einer Art „Ersatzgesetzgeber“ aufschwingt; einer Rolle, die dem Gericht auch als „Motor der Integration“ nicht zukommt.

c) Die Bedenken gegen die Entscheidung setzen sich fort, wenn die Beweislastumkehr ihre Rechtfertigung nach Ansicht des EuGH in dem besonderen Vertrauensverhältnis finden soll, das die in Art. 2 Abs. 1 a-c der Marktmissbrauchsrichtlinie aufgeführten Primärinsider mit dem Emittenten des von der Insiderinformation betroffenen Finanzinstruments verbindet.

15) Schlussanträge der Generalanwältin, EuGH v. 10. 9. 2009, Rs C-45/08 – Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck gegen Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), Rz. 108.

16) Vgl. zu Vertrauen als Rechtsgut: *Hefendehl*, Kollektive Rechtsgüter im Strafrecht, S. 282; dagegen: *Gehrmann* (Fußn. 10), S. 88 ff.

17) Eine Ausnahme kann bei face-to-face-Geschäften bestehen.

18) *Ziowas* (Fußn. 6), S. 180 ff.; ihm folgend *Altenhain*, in: Kölner Komm., WpHG, 2007, § 38 Rz. 3; vgl. auch *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., 2009, § 38 Rz. 1.

19) *Assmann* (Fußn. 4), § 14 Rz. 6 ff.; *Mennicke* (Fußn. 5), Vor § 12 bis § 14 Rz. 133 f.; *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Fußn. 11), § 12 Rz. 9; *Gehrmann*, (Fußn. 10), S. 63 ff.

20) *Gehrmann* (Fußn. 10), S. 98 ff.

21) Vgl. auch *Mennicke* (Fußn. 5), § 14 Rz. 49.

22) Vgl. *Hassemer*, NSTZ 1989, 533, 558; *ders.*, ZRP 1992, 378, 382.

23) Vgl. auch *Park*, NSTZ 2007, 369.

24) BVerfGE 92, 1, 12; zum Demokratiedefizit auf europäischer Ebene vgl. *Schröder*, Europäische Richtlinien und deutsches Strafrecht, 2002, S. 185 ff.; anders *Satzger*, Europäisierung des Strafrechts, 2001, S. 451 ff.

Dieses Vertrauensverhältnis soll zu einer besonderen Verantwortung führen.

Die angesprochenen Primärinsider sind solche, die aufgrund ihrer Funktion im Unternehmen, ihrer Beteiligung am Kapital des Unternehmens oder ihrer beruflichen Tätigkeit eine besondere Nähe zu dem Emittenten aufweisen. Weshalb nun aber diese besondere Nähe eine Verantwortung dergestalt begründen soll, dass die Nachweispflichten einer durch solche Primärinsider begangenen Straftat herabgesetzt werden, ist nicht nachvollziehbar. So ist es zunächst keineswegs gesichert, dass aus einem tatsächlichen Näheverhältnis auch eine wirkliche Vertrauensbeziehung entsteht – ein Blick ins Arbeitsrecht und auf die dort von Gerichten Tag für Tag zu bewertenden Sachverhalte genügt, um sich von dieser Tatsache zu überzeugen und dem „Vertrauensansatz“ des EuGH die Grundlage zu entziehen.

Die Bedenken vertiefen sich weiter, da es sich bei der vom EuGH herausgestellten Bezugsperson des Vertrauens – dem Emittenten – um eine juristische Person des belgischen bürgerlichen Rechts handelt. Selbst wenn nun eine solche Vertrauensbeziehung tatsächlich zu konstruieren sein sollte, so kann eine besondere Verantwortung aus dieser Vertrauensbeziehung nur gegenüber der juristischen Person selbst bestehen, wie dies beispielsweise in der Untreue gemäß § 266 StGB zum Ausdruck kommt, auch wenn es dort weniger um Vertrauen als um tatsächliche Zugriffsmöglichkeiten geht.<sup>25)</sup> Dieses Vertrauen kann aber keine Verantwortung des Handelnden gegenüber den (sonstigen) Anlegern des Kapitalmarktes begründen, die eine Erleichterung des Schuldnachweises und damit der Bestrafung zum Schutz des (empirisch ohnehin nicht nachgewiesenen) Vertrauens in die Integrität des Finanzmarktes erlaubt. Schon gar nicht kann eine Verantwortung gegenüber den Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden bestehen, die es rechtfertigt, gegenüber diesen Personen aufgrund einer beruflichen Stellung den Tatnachweis zu erleichtern bzw. die Behörden sogar partiell von der Verpflichtung zu befreien, den strafprozessualen Tatnachweis zu führen.

Im Übrigen liefert der EuGH keinerlei Erklärung, weshalb auch Primärinsider i. S. d. Art. 2 Abs. 1d der Marktmissbrauchsrichtlinie, die aufgrund kriminellen Verhaltens in den Besitz von Insiderinformationen gekommen sind, diese Beweislastumkehr gegen sich in Kauf nehmen müssen. Für diesen Personenkreis dürfte offensichtlich sein, dass Vertrauen oder Verantwortung nicht der Grund für die Beweislastumkehr sein kann.

d) Plausibel klingt dagegen, wenn der EuGH schon aus dem Wesen der Insiderinformation als einem Umstand, der von einem verständigen Anleger in seiner Anlagestrategie berücksichtigt wird, auf die Wahrscheinlichkeit der Nutzung der Insiderinformation schließt. Ist aber diese These richtig, dann fällt es um so schwerer nachzuvollziehen, weshalb es noch einer abstrakten „Vermutung“ für die Nutzung der Insiderinformation bedarf. Liegen die Verbindungen tatsächlich und auch im Einzelfall so klar auf der Hand, dann sollte auch ein Tatgericht im Rahmen der freien Beweiswürdigung gemäß § 261 StPO in der Lage sein, den Nachweis zu führen, dass die In-

siderinformation auch tatsächlich mitursächlich für die Anlageentscheidung gewesen ist.

Die in der gerichtlichen Entscheidung angeführten Beweisschwierigkeiten lassen aber eher die Vermutung zu, dass die Dinge im Einzelfall gerade nicht so klar und eindeutig zu beurteilen sind, wie sich dies auf einer höheren Abstraktionsebene darstellen mag. Diesen Niederungen des Einzelfalls scheint der EuGH durch die „Vermutung“ entkommen zu wollen.

### 3. Mögliche Einwände gegen die Kritik am EuGH

Der vorstehend angeführten Kritik kann auch nicht entgegengehalten werden, dass der EuGH ausdrücklich darauf hinweist, seine Entscheidung sei mit der Unschuldsvermutung aus Art. 6 Abs. 2 EMRK vereinbar. Jede Rechtsordnung kenne – so führt der EuGH aus – gewisse Vermutungen rechtlicher und tatsächlicher Art, die mit der Unschuldsvermutung zu vereinbaren seien, wenn die Verteidigungsrechte gewahrt bleiben. In der Tat ist es richtig, dass auch die deutsche Rechtsordnung Beweisvermutungen kennt, die dem Tatrichter im Rahmen der freien Beweiswürdigung den Schuldnachweis erleichtern.<sup>26)</sup> Dies ist in engen Grenzen auch solange zulässig, wie der Tatrichter gleichwohl an diese nicht gebunden ist.<sup>27)</sup> Trotz einer Beweisvermutung ist der Richter verpflichtet, sich die zur Überzeugung erforderliche persönliche Gewissheit zu bilden.<sup>28)</sup> Die Beweiswürdigung bleibt auch trotz einer Beweisvermutung fehlerhaft, wenn sich die von dem Gericht gezogenen Schlussfolgerungen als bloße Vermutungen erweisen.<sup>29)</sup>

Über diese bloßen Beweisvermutungen geht der EuGH jedoch hinaus, wenn eine Insiderkenntnis und ein nachfolgendes Wertpapiergeschäft eine Nutzung implizieren soll. Der explizite Hinweis, dass die Vermutung durch Wahrnehmung der Verteidigungsrechte widerlegbar sei, lässt kaum einen anderen Schluss zu, als dass der Tatrichter an die „Vermutung“ gebunden ist, sofern der Beschuldigte nichts Gegenteiliges zu seiner Verteidigung vorbringt. Auf eine eigene Beweiswürdigung scheint der Tatrichter verzichten zu dürfen. Damit geht der EuGH weit über eine bloße Beweisvermutung hinaus und führt eine Beweislastregel zu Ungunsten des Primärinsiders ein. Eine solche formelle Beweislast im engeren Sinne<sup>30)</sup> ist dem deutschen Strafprozess als Verfahren mit Untersuchungsmaxime wesensfremd. Es verstößt gegen das Schuldprinzip, den rechtsstaatlichen Grundsatz des in dubio pro reo und führt in der Konsequenz zu einer gänzlichen Entwertung des Schweigerechts, mit dem keine Nachteile für den Beschuldigten verbunden sein dürfen. Insoweit fügt sich die Entscheidung aber möglicherweise ein in eine Entwicklung in Europa, die das Schweigerecht in jüngerer Zeit erheblich unter Beschuss setzt.<sup>31)</sup>

25) Fischer, StGB, 57. Aufl., 2010, § 266 Rz. 2.

26) Vgl. Schlüchter, in: Systematischer Kommentar, StPO, Loseblatt 1986 ff., § 261 Rz. 65; Gollwitzer, in: Löwe/Rosenberg, StPO, 26. Aufl., 2006, § 261 Rz. 64 ff.

27) BGHSt 39, 291, 295; BGH, StV 1988, 239.

28) BGH StV 1993, 510; BGH NJW 1999, 1562, 1564.

29) BGHR, § 261 StPO, Vermutung 8 und 11.

30) Aufschlussreich zur Beweislast im Strafprozess Walter, JZ 2006, 340.

31) Überblick bei Safferling/Hartwig, ZIS 2009, 784.

#### IV. Fazit

Zusammenfassend ist festzuhalten: Die Ausführungen des EuGH sind bereits für sich genommen nicht überzeugend. Aber auch formal kann die Entscheidung keinerlei unmittelbare Auswirkungen auf den deutschen Insiderstrafatbestand haben. Zwar sind die deutschen Strafgerichte zu einer richtlinienkonformen Auslegung verpflichtet<sup>32)</sup>; diese findet jedoch ihre Grenze in dem Wortlaut des deutschen Straftatbestandes (vgl. Art. 103 Abs. 2 GG).<sup>33)</sup> Eine Beweislastumkehr und auch nur eine Beweisvermutung müssen sich – um überhaupt nur in Betracht gezogen werden zu können – ausdrücklich im Wortlaut des Tatbestandes wiederfinden.<sup>34)</sup> Davon kann in § 38 oder § 14 WpHG keine Rede sein. Ob der deutsche Gesetzgeber den Straftatbestand überarbeitet, wird sich zeigen. Die rechtspolitische Notwendigkeit, hier aufgrund von Beweisschwierigkeiten tätig zu werden, ist bislang zweifelsfrei nicht nachgewiesen. Ein solches Vorgehen ist ohnehin bedenklich, da der Unwertgehalt der Insidertat nicht mehr im Straftatbestand abgebildet wäre. Der rechtsstaatlich unbeden-

liche Weg wäre stattdessen, die Ermittlungsbehörden mit der notwendigen Personaldecke auszustatten, um Finanzkriminalität angemessen verfolgen zu können.

Es bedarf allerdings keiner allzu großen Phantasie vorherzusagen, dass die Entscheidung aller Wahrscheinlichkeit nach praktische Auswirkungen auf die behördliche Ermittlungstätigkeit haben wird. Insbesondere die BaFin, die in letzter Zeit sehr selbstbewusst und nach Ansicht des Schrifttums in rechtsstaatlich nicht immer unbedenklicher Weise ihre Kompetenzen bis weit ins Strafverfahren hinein nutzt<sup>35)</sup>, wird diese Entscheidung als Bestätigung ihrer bisherigen Linie sehen, die es auszubauen gelte.

32) Ausführlich: Schröder (Fußn. 24), S. 321 ff.

33) Schröder (Fußn. 6), Rz. 108; Satzger, Internationales und europäisches Strafrecht, 3. Aufl., 2009, § 8 Rz. 99.

34) Gollwitzer (Fußn. 26), MRK Art. 6 Rz. 138; Schlüchter (Fußn. 26), § 261 Rz. 65.

35) Feigen, in: Strafverteidigung im Rechtsstaat, 2009, S. 466.

Hannes Bracht<sup>\*)</sup>

## Börsen zwischen öffentlich-rechtlicher Bindung und freiem Wettbewerb

### Eine Anmerkung zu den Urteilen des VG Düsseldorf zur Skontrenzuteilung

*Die Skontrenzuteilung hat in der Vergangenheit immer wieder zu Konflikten zwischen den Börsen und einzelnen Skontroführern geführt. Anhand dieser Konflikte lässt sich das Spannungsfeld zwischen der Funktion der Börsen als Verwaltungsträger einerseits und ihrem Auftreten im privatwirtschaftlichen Wettbewerb mit anderen Ausführungsplattformen andererseits verdeutlichen. Zwei aktuelle Urteile des VG Düsseldorf bieten Anlass, die neuen rechtlichen Rahmenbedingungen für die Skontrenzuteilung der Börsen zu analysieren und eine Zwischenbilanz der Diskussion in Rechtsprechung und Literatur zu ziehen.*

#### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Der veränderte rechtliche Rahmen der Skontrenzuteilung
  1. Skontrenzuteilung und Berufsfreiheit
  2. Gesetzliche Zuteilungskriterien
- III. Die Urteile des VG Düsseldorf
- IV. Beurteilungs- und Ermessensspielraum der Börsen

#### I. Einleitung

Trotz der Dominanz des Handelssystems Xetra kommt dem öffentlich-rechtlichen Parketthandel an den Börsen noch immer eine wichtige Bedeutung insbesondere für liquiditätsschwache Papiere zu. Eine zentrale Rolle spielen hier die von der Börse unabhängigen Skontroführer, die Gegenstand der beiden, hier zu besprechenden Urteile des VG Düsseldorf<sup>1)</sup>

sind. Die Skontrofürher bestimmen durch ihre gem. § 28 Abs. 1 Satz 3 BörsG weisungsfreie Preisfeststellung die Ausführungsqualität der Kundenaufträge und damit letztlich die Wettbewerbsfähigkeit der Börse. Dementsprechend haben die Börsen ein großes Interesse an der Auswahl geeigneter und leistungsstarker Skontrofürher. Die Skontrofürher ihrerseits sind auf die Zuteilung der Skontren, d. h. bestimmter Wertpapiere die sie betreuen, durch die Börsen angewiesen. Dieses beiderseitige Abhängigkeitsverhältnis hat in der Vergangenheit zunehmend zu Streitigkeiten zwischen Börsen und Skontrofürher bei der Zuteilung von Skontren geführt.

Diese Konflikte werden durch das Spannungsverhältnis der Börsen zwischen öffentlich-rechtlicher Bindung und freiem Wettbewerb verschärft. Einerseits sind die Börsen gem. § 2 Abs. 1 BörsG teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts. Als Verwaltungsträger handeln sie bei der Zuteilung von Skontren durch Verwaltungsakt und sind dabei unmittelbar an die Grundrechte und andere öffentlich-rechtliche Vorgaben gebunden. Andererseits beruht das gesetzliche Leitbild des Wertpapierhandels spätestens seit Umsetzung der MiFID<sup>2)</sup> auf dem freien Wettbewerb der Börsen mit anderen, privat-rechtlich organisierten Ausführungsplattformen.<sup>3)</sup> Als bedeu-

1) VG Düsseldorf ZBB 2010, 40 ff.; VG Düsseldorf ZBB 2010, 45 ff. (beide in diesem Heft).

2) Markets in Financial Instruments Directive, Richtlinie 2004/39/EG vom 21. 4. 2004, ABl. L 145/1.

3) Vgl. die Gesetzesbegründung zum Finanzmarkttrichlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) BT-Drucks. 16/4028, S. 84. Instrukтив auch die Feststellung des europäischen Gesetzgebers: „Die Zeiten, wo Börsen als einzige, unanfechtbare nationale Liquiditätsquellen fungierten, die Dienstleistungen im Sinne eines öffentlichen Dienstes erbrachten, sind vorüber.“, KOM (2002) 625 endg., S. 10.

\*) Dr. iur., Referendar am OLG Düsseldorf.