

Insiderhandel und Marktmanipulation: Vereinbarkeit des ukrainischen Kapitalmarktrechts mit der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie

Von Ass. iur. Wolfgang Tiede, LL.M., Kiew und cand. iur. Ilja Skrylnikow, Berlin*

I. Einleitung

Die allmähliche Angleichung ukrainischer Rechtsvorschriften an den *acquis communautaire* ist eines der erklärten Ziele der Kooperation zwischen der EU und der Ukraine¹. Am 5. 3. 2007 wurden Verhandlungen über ein neues, erweitertes Abkommen aufgenommen, welches das 1998 geschlossene Partnerschafts- und Kooperationsabkommen ersetzen soll. Nach dem Willen der EU und der Ukraine soll die Vertiefung beiderseitiger Beziehungen u.a. durch die Förderung von Handel und Investitionen sowie durch die Schaffung einer Freihandelszone („FTA+“) erreicht werden². Das EU-Strategiepapier 2007–2013 für die Ukraine³ nennt die allmähliche wirtschaftliche Integration als eines der Hauptziele der Zusammenarbeit zwischen der EU und der Ukraine. Dieses Ziel soll durch schrittweise Reformen und Angleichungen des ukrainischen Rechts an die verschiedenen EG-Vorschriften erfolgen⁴. Um für dieses Ziel eine legislative Grundlage zu schaffen, erließ der ukrainische Gesetzgeber am 18.3.2004 das Gesetz „Über das gesamtstaatliche Programm zur Angleichung des ukrainischen Rechts an das EG-Recht“⁵.

Doch die Rechtsharmonisierung vollzieht sich entweder nur in einem unzureichenden Maße oder in einem schleppenden

Tiede, Skrylnikow: Insiderhandel und Marktmanipulation: Vereinbarkeit des
ukrainischen Kapitalmarktrechts mit der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie (WiRO
2010, 140)

141



Tempo. Dies zeigt sich beispielsweise daran, dass sich viele Punkte des jährlich beschlossenen Maßnahmenplans zur Umsetzung des Programms zur Rechtsharmonisierung jedes Jahr von neuem im Maßnahmenplan des darauf folgenden Jahres wiederfinden⁶. Auf Grund der instabilen politischen Situation, dem daraus resultierenden „Reformstau“ und der mangelnden Angleichung des nationalen Rechts an das EG-Recht wird der ukrainische Markt von ausländischen Wirtschaftsexperten „als einer der riskantesten und unvorhersehbarsten“ beschrieben⁷.

So sind auch die ukrainischen Regelungen zum Marktmissbrauch derzeit noch unzureichend. Insidergeschäfte und Marktmanipulation gefährden aber die Marktintegrität und unterminieren somit das Vertrauen der Anleger⁸. Dabei ist die Integrität des Marktes neben der Fairness, Transparenz und Stabilität von entscheidender Bedeutung für das Vertrauen der Investoren in diesen Markt. Ohne das Vertrauen der Anleger hingegen kann der Kapitalmarkt seine allokativen Funktion⁹ nicht wahrnehmen¹⁰. Dies birgt die Gefahr, dass die Marktteilnehmer sich auf dem ukrainischen Markt ungleich behandelt fühlen und daher eher dazu neigen, ihr Kapital anderswo zu investieren¹¹. Aus diesen Gründen hat hier die Rechtsangleichung ukrainischen Rechts an EG-Normen hohe Priorität.

Ziel dieses Artikels ist es, die bestehenden und geplanten ukrainischen Regelungen zum Insiderhandel und Marktmissbrauch darzustellen und kritisch zu beleuchten. Sie werden auf ihre Vereinbarkeit mit der EG-Kapitalmarktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2003/6/EG) überprüft. Die Frage, inwieweit das ukrainische Recht bereits europarechtskonform ist bzw. ob und wie weit es an das geltende EG-Recht angeglichen werden sollte, wird dabei ebenso behandelt. Die aktuellen

Überlegungen der Europäischen Kommission zur Änderung der EG-Kapitalmarktmissbrauchsrichtlinie werden in die Beurteilung mit einfließen.

Zunächst wird kurz auf die Kapitalmarktmissbrauchsrichtlinie eingegangen (II). Daran anschließend werden die ukrainischen Regelungen zum Insiderhandel (III.) und zur Marktmanipulation (IV.) dargestellt und auf ihre Vereinbarkeit mit der EG-Richtlinie überprüft. Zum Abschluss soll ein Fazit (V.) gezogen werden.

II. Die Marktmissbrauchsrichtlinie

Die EG-Richtlinie 2003/6/EG¹² (sog. Marktmissbrauchsrichtlinie) wurde am 28. 1. 2003 im Rahmen des sog. *Lamfalussy-Verfahrens*¹³ beschlossen. Dieses Verfahren stellt ein Vier-Stufen-Konzept für die EG-Normengebung dar: Auf der ersten Stufe werden in einer Richtlinie allgemeine Rahmenbedingungen festgeschrieben, die auf der zweiten Stufe in technischen Durchführungsmaßnahmen konkretisiert werden. Die dritte und vierte Stufe haben schließlich eine vertiefte Zusammenarbeit zwischen den nationalen Behörden hinsichtlich der Normendurchsetzung zum Gegenstand. Die Marktmissbrauchsrichtlinie (im Folgenden: MMRL) stellt eine Rahmenrichtlinie auf Ebene der ersten Stufe dar. Auf der zweiten Stufe wird sie durch drei weitere Richtlinien und eine Verordnung ergänzt und konkretisiert:

- die Richtlinie 2003/124/EG zur Durchführung der MMRL betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insiderinformationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation,
- die Richtlinie 2003/125/EG zur Durchführung der MMRL betreffend die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten,
- die Richtlinie 2004/72/EG zur Durchführung der MMRL betreffend die zulässigen Marktpraktiken, Definitionen von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insiderverzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und verdächtiger Transaktionen sowie
- die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 zur Durchführung der MMRL betreffend die Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen.

Schließlich gibt es auf der dritten Stufe inzwischen zahlreiche Leitlinien und Informationen des Ausschusses der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR).

1. Regelungsinhalt

Die MMRL ist laut ihrem Erwägungsgrund 12 auf die Sicherstellung der Integrität der Finanzmärkte der EG und die Stärkung des Vertrauens der Anleger in diese Märkte gerichtet. Zusammen mit den Durchführungsmaßnahmen soll sie die Transparenz des Kapitalmarkts und den Informationsstand der Anleger verbessern. Die MMRL definiert und untersagt missbräuchliche Praktiken des Insiderhandels und der Marktmanipulation am Finanzmarkt. Um die Gefahr des Missbrauchs des Insiderwissens zu minimieren, legt sie den Emittenten die Pflicht zur Bekanntgabe von Insiderinformationen auf (sog. *ad-hoc*-Publizität)¹⁴. Die Bekanntgabe von Insiderinformationen kann aber aufgeschoben werden, wenn berechtigte Interessen des Emittenten es erfordern¹⁵. Als Mittel zur Unterstützung der Aufdeckung von missbräuchlichen Praktiken schreibt die Richtlinie die Führung von Insiderverzeichnissen¹⁶, die Meldung verdächtiger Transaktionen¹⁷ und die Bekanntgabe von Eigengeschäften der Führungskräfte der Emittenten (sog. *Director's Dealings*)¹⁸ vor. Zur Überwachung der Erfüllung dieser Verbote und Pflichten benennt jeder Mitgliedsstaat eine Regulierungs- und Überwachungsbehörde¹⁹, die er mit allen erforderlichen Aufsichts- und Ermittlungsbefugnissen, zumindest aber mit den in Art. 12 Abs. 2 MMRL aufgeführten Kompetenzen ausstattet.

2. Anwendungsbereich

Grundsätzlich bezieht sich der Anwendungsbereich der MMRL nur auf Finanzinstrumente, die auf einem geregelten Markt²⁰ gehandelt werden²¹. Im Falle des Insiderhandels werden gem. Art. 9 Abs. 2 MMRL auch Finanzinstrumente erfasst, die zwar nicht zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, deren Wert aber von einem auf einem geregelten

142

Tiede, Skrylnikow: Insiderhandel und Marktmanipulation: Vereinbarkeit des ukrainischen Kapitalmarktrechts mit der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie (WiRO 2010, 140)

Markt zum Handel zugelassenen Finanzinstrument abhängt. Der Begriff der Finanzinstrumente wird in Art. 2 Nr. 3 MMRL definiert. Darunter fallen außer den Wertpapieren auch Geldmarktinstrumente, namentlich benannte Derivate und sonstige Instrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedsstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde.

3. MMRL auf dem Prüfstand

Derzeit überprüft die Europäische Kommission die MMRL. Sie zieht zwar eine positive Bilanz der Regelungen, möchte aber die Richtlinie vereinfachen und vermeidbare bürokratische Lasten abbauen, sie also insgesamt effektiver gestalten²². Auf dem Prüfstand stehen unter anderem der Anwendungsbereich der Richtlinie, die Ausgestaltung der Pflicht zur Erstellung von Insiderverzeichnissen und der Mechanismus der Befreiungsmöglichkeit von der *ad-hoc*-Publizität. Der diesbezügliche Vorschlag der Kommission war für Oktober 2009 zu erwarten²³. Auf die anvisierten Änderungen der MMRL wird im Kontext der ukrainischen Regelungen eingegangen.

III. Regelung des Insiderhandels im ukrainischen Kapitalmarktrecht

Die seit 2006 andauernden Schwierigkeiten hinsichtlich der Schaffung wirksamer Regeln gegen Marktmissbrauch in der Ukraine muss im breiteren Kontext der Bemühungen der ukrainischen Regierung gesehen werden, den Wertpapiermarkt transparenter zu gestalten. 2006 hat das Ministerkabinett einen Maßnahmenkatalog für die Entwicklung des Wertpapiermarktes in der Ukraine für den Zeitraum 2006-2010 beschlossen²⁴. Die Maßnahmen sollen u.a. internationale Prinzipien der *Corporate Governance* in ukrainische Unternehmen einführen, den Investitionsschutz verbessern und einen Großteil des Wertpapierhandels auf geregelte Wertpapierbörsen lenken. Auch der Kampf gegen Insiderhandel und Marktmanipulation ist ein erklärtes Ziel dieses Maßnahmenkatalogs. So sind die seit 2006 auf diesem Gebiet erlassenen Vorschriften als Umsetzung des Maßnahmenkatalogs zur Entwicklung des Wertpapiermarktes zu sehen.

Die ukrainischen Regelungen zum Marktmissbrauch lehnen sich erkennbar an die MMRL an, übernehmen diese aber nicht in vollem Maße. Ob die zentralen Vorschriften des ukrainischen Rechts zum Insiderhandel und zur Marktmanipulation mit der MMRL vereinbar sind, soll im Folgenden überprüft werden.

1. Überblick

Zentrale Regelungen zum Insiderhandel im ukrainischen Kapitalmarktrecht befinden sich in Art. 44 und 45 des Gesetzes „Über Wertpapiere und Wertpapiermarkt“²⁵ (im Folgenden: WWG). Durch dieses Gesetz vom 23. 2. 2006 wurde erstmals der Insiderhandel im ukrainischen Kapitalmarktrecht geregelt. Der erste Gesetzesvorschlag von 1999 scheiterte, weshalb bis 2006 versucht wurde, der Problematik der Insidergeschäfte durch bloße Empfehlungen von Behörden Herr zu werden²⁶. Die seit 2006 geltenden Regelungen werden durch Resolutionen der Staatlichen Kommission für Wertpapiere und Wertpapiermarkt (SKWWM)²⁷ ergänzt und

konkretisiert. Von besonderer Bedeutung sind hier die Resolution Nr. 1344²⁸ vom 13. 11. 2006 zur Definition der Insiderinformation, die Resolution Nr. 1591²⁹ vom 19. 12. 2008 und die Resolution Nr. 792³⁰ vom 22. 7. 2008 bezüglich der Bekanntgabe von Insiderinformationen. Außerdem wurde durch das am 14. 1. 2009 in Kraft getretene Gesetz „Über Änderungen einiger Gesetzesakte der Ukraine betreffend die Verantwortlichkeit für Verstöße auf dem Wertpapiermarkt“³¹ der Katalog der Straftaten und Ordnungswidrigkeiten auf dem Gebiet des Insiderhandels und der Marktmanipulation erweitert.

2. Vereinbarkeit mit der MMRL

a) *Anwendungsbereich: Insiderpapiere.* Die Regelungen in Art. 44 und 45 WWG haben nur Wertpapiere zum Gegenstand. Zwar gibt es keine dem Art. 1 Nr. 3 MMRL vergleichbare Auflistung der in den Anwendungsbereich fallenden Insiderpapiere. Dass die Definition des Insiderpapiers im ukrainischen Recht allein auf Wertpapiere beschränkt ist, ergibt sich aber aus der Definition der Insiderinformation in Art. 44 Abs. 1 WWG. Dort heißt es: „Insiderinformation – irgendeine nicht öffentlich bekannt gegebene Information über den Emittenten, seine Wertpapiere oder über diese Wertpapiere betreffende Vereinbarungen, die im Falle ihrer öffentlichen Bekanntgabe geeignet wäre, den Wert der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen“.

In diesem Punkt weichen die ukrainischen Regelungen ganz erheblich von der MMRL ab. Gemäß der MMRL gehören zu den Insiderpapieren – und somit zum Anwendungsbereich der Richtlinie – ausdrücklich nicht nur Wertpapiere, sondern auch Geldmarktinstrumente, namentlich benannte Derivate und sonstige Instrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedsstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde³². Gemäß Art. 9 Abs. 2 MMRL werden außerdem Finanzinstrumente erfasst, die zwar nicht zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, deren Wert aber von einem zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstrument abhängt. Werden – wie zurzeit im ukrainischen Recht – nur Wertpapiere in den Anwendungsbereich des Verbots von Insidergeschäften einbezogen, kann dieses Verbot leicht durch den Erwerb von Derivaten, deren Wert von den betroffenen Wertpapieren abhängt, umgangen werden³³. Diese Art der Verbotsumgehung wird zusätzlich durch den „Leverage-Effekt“³⁴ begünstigt³⁵. Zudem sind die Terminmärkte,

143

Tiede, Skrylnikow: Insiderhandel und Marktmanipulation: Vereinbarkeit des ukrainischen Kapitalmarktrechts mit der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie (WiRO 2010, 140)

auf denen standardisierte Derivate gehandelt werden, und Kassamärkte³⁶ so miteinander verknüpft³⁷, dass auch unter diesem Aspekt die ukrainische Regelung als unzureichend anzusehen ist, da die Derivate (bzw. Terminmärkte) nicht einbezogen sind. Zudem können aber die Insidergeschäfte auf dem Terminmarkt Auswirkungen auf dem Kassamarkt haben.

Es lässt sich somit feststellen, dass die Begrenzung des Anwendungsbereichs der ukrainischen Insiderregelungen auf Wertpapiere mit der MMRL nicht vereinbar ist. Eine Anpassung des Anwendungsbereichs an die MMRL erscheint daher notwendig.

b) *Anwendungsbereich: Freiverkehr.* Das WWG ist nicht auf den Freiverkehr (*Open Market*)³⁸, also den nicht von staatlich anerkannten Stellen, sondern nur durch privatrechtliche Freiverkehrsrichtlinien geregelten, außerbörslichen Markt, anwendbar. Dies entspricht zwar den Regelungen der MMRL, die Europäische Kommission überlegt jedoch, den Anwendungsbereich der MMRL auf den ungeregelten Marktbereich zu erweitern – zumindest auf die *multilateral trading facilities* (MTFs)³⁹. Ein Vergleich mit deutschem Kapitalmarktrecht liegt daher nahe: Dort wird der Freiverkehr – über die MMRL hinausgehend – in den Anwendungsbereich der

Insiderregelung mit einbezogen⁴⁰, was vor allem in der Literatur begrüßt wird⁴¹: Denn der Freiverkehr findet im selben Börsensaal bzw. elektronischen Handelssystem statt, sodass die Anleger häufig vom Handel an der Börse ausgehen. Ohne Einbeziehung des Freiverkehrs in die Insiderregelungen könnte das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Börsen insgesamt verloren gehen und so die Funktionsfähigkeit auch des geregelten Marktes beeinträchtigt werden⁴². In diesem Punkt steht die ukrainische Regelung zwar in Einklang mit der aktuellen MMRL, eine darüber hinausgehende Regelung erscheint dennoch wünschenswert.

c) *Insiderinformation*. Die in Art. 44 Abs. 1 WWG gegebene Definition der Insiderinformation deckt sich grundsätzlich mit der Begriffsbestimmung in der MMRL. Die Formulierung „irgendeine“ Information korrespondiert mit der in der MMRL geforderten direkten oder indirekten Betroffenheit. Die EG-Richtlinie verlangt aber einschränkend eine „präzise“ Information. Dieser Begriff wird im Art. 1 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG konkretisiert: Eine Information ist dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden und diese Information darüber hinaus spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen auf die Kurse von Finanzinstrumenten zulässt. Diese Klarstellung dient vor allem dem Ziel, Börsengerüchte ohne Tatsachekern von echten Insiderinformationen abzugrenzen⁴³. Eine entsprechende Konkretisierung im ukrainischen Recht würde die Rechtssicherheit der Marktteilnehmer erhöhen⁴⁴ und ist deswegen wünschenswert.

Nach Art. 44 Abs. 4 WWG stellt die SKWWM fest, welche Information im Einzelnen als Insiderinformation anzusehen ist. Auf Grund dieses Artikels ist am 13. 11. 2006 die Resolution Nr. 1344 ergangen, die eine Aufzählung von Insiderinformationen enthält. Allerdings fehlt dort das in Art. 1 Nr. 1 S. 3 MMRL genannte Regelbeispiel des sog. *Front Running*⁴⁵, also der Eigengeschäfte von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, bei denen die Kenntnis von Kundenaufträgen ausgenutzt werden. Die Liste ist deswegen unzureichend.

d) *Verbot von Insidergeschäften*. Art. 45 Abs. 1 WWG enthält drei Verbotstatbestände: das Verbot, unter Verwendung einer Insiderinformation für eigene oder fremde Rechnung Vereinbarungen bezüglich des Erwerbs oder der Veräußerung von Wertpapieren zu treffen (Erwerbs- und Veräußerungsverbot); ferner das Verbot, einem anderen eine Insiderinformation mitzuteilen oder zugänglich zu machen, soweit dies nicht im Rahmen der Ausübung des Berufes, der Arbeit oder der Erfüllung von Aufgaben oder in anderen durch Gesetz vorgesehenen Fällen geschieht (Weitergabeverbot); sowie das Verbot, einem Dritten auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Wertpapieren zu empfehlen (Empfehlungsverbot). Nur im letzten Tatbestand weicht die ukrainische Regelung von der MMRL ab: Art. 3 lit.b MMRL enthält nicht nur das Empfehlungsverbot, sondern auch das allgemeinere Verleitungsverbot⁴⁶.

Unter bestimmten Voraussetzungen⁴⁷ ist im EG-Recht der Handel mit eigenen Aktien bei Rückkaufprogrammen und Kursstabilisierungsprogrammen vom Insiderhandelsverbot ausgenommen. Eine entsprechende Regelung fehlt bislang im ukrainischen Recht.

e) *Insider*. Nach Art. 44 Abs. 3 WWG sind Insider Personen, die über Insiderinformationen verfügen in ihrer Eigenschaft als:

- Eigentümer von Stammaktien oder von Stammkapitalanteilen des Emittenten;
- Vertreter des Emittenten;
- Personen, die auf Grund ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Vertragsverpflichtungen unabhängig vom Emittenten Zugang zur Insiderinformation haben, insbesondere: juristische Personen, die zum Emittenten in einem Vertragsverhältnis oder direkt oder indirekt in einem Beherrschungsverhältnis stehen; natürliche Personen, die in einem Arbeits- oder Vertragsverhältnis oder direkten oder indirekten Beherrschungsverhältnis zum Emittenten oder

zur juristischen Person, die mit dem Emittenten vertraglich oder durch ein Beherrschungsverhältnis verbunden ist, stehen sowie Staatsbeamte.

Eine Art. 4 MMRL entsprechende Regelung, wonach das Verbot von Insidergeschäften auch für Personen gilt, die über Insiderinformationen verfügen, sofern diese Personen wussten oder hätten wissen müssen, dass es sich um Insiderinformationen handelt, befindet sich in Art. 45 Abs. 3 WWG.

Nicht genannt werden aber die in Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit.d MMRL aufgeführten Personen, die auf Grund ihrer kriminellen Aktivitäten über Insiderinformationen verfügen.

f) *Ad-hoc-Publizität*. Die Art und Weise der öffentlichen Bekanntgabe von Insiderinformationen wird nach Art. 45 Abs. 2 S. 1 durch die SKWWM geregelt. Auf Grund dieser Bestimmung erging am 22. 7. 2008 die Resolution Nr. 792⁴⁸, die bezüglich der Anforderungen an die Bekanntgabe und der Fristen teilweise auf die Resolution Nr. 1591⁴⁹ vom 19. 12. 2008 verweist.

Tiede, Skrylnikow: Insiderhandel und Marktmanipulation: Vereinbarkeit des ukrainischen Kapitalmarktrechts mit der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie (WiRO 2010, 140)

144



Nach Art. 6 Abs. 1 MMRL sind nur solche Insiderinformationen zu veröffentlichen, die den Emittenten „unmittelbar“ betreffen. Diese Regelung dient dazu, den Emittenten nicht auch noch mit Veröffentlichungspflichten z.B. bezüglich allgemeiner Wirtschaftsdaten oder relevanter Veränderung der Rechtslage des Emittenten zu belasten⁵⁰. Zwar ergibt sich mittelbar aus der Resolution Nr. 1344⁵¹ der SKWWM, die sich nur auf die Information „des Emittenten“ bezieht und aus der Legalausnahme des Art. 44 Abs. 2 WWG, wonach auf öffentlich zugänglichen Quellen basierende Information keine Insiderinformation darstellt, auf den ersten Blick dasselbe. Eine der EG-Richtlinie entsprechende Regelung würde aber die Rechtssicherheit fördern, da sich dann die Einschränkung der Pflicht zur *ad-hoc*-Publizität auf die den Emittenten betreffenden Informationen klar und unmittelbar bereits aus dem Gesetz ergeben würden.

Im Gegensatz zur ausdrücklichen Regelung des Art. 6 Abs. 2 MMRL, die den Emittenten von der Pflicht zur Veröffentlichung solange befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und er die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann, sieht das ukrainische Recht keine entsprechende Befreiungsmöglichkeit vor. Die Notwendigkeit solcher Befreiungstatbestände wird anhand der in Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG enthaltenen zwei Regelbeispiele für berechnete Interessen des Emittenten deutlich: Das erste Beispiel betrifft laufende Verhandlungen oder damit verbundene Umstände, wenn das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würde. Das zweite Beispiel bezieht sich auf einen mehrstufigen Entscheidungsprozess, wenn die durch Struktur des Emittenten erforderliche Zustimmung durch ein weiteres Organ zu einer Entscheidung oder zu einem Vertrag noch ausbleibt. Die Europäische Kommission zieht derzeit in Erwägung, auch Finanzstabilisierungsmaßnahmen von der Veröffentlichungspflicht freizustellen⁵². Das Fehlen von Befreiungsmöglichkeiten von der Pflicht zur *ad-hoc*-Publizität könnte sich nachteilig auf die ukrainische Wirtschaft auswirken. Die derzeitige Rechtslage ist mit der MMRL unvereinbar, womit eine Anpassung notwendig erscheint.

g) *Überwachung der Verbotstatbestände*. Entsprechend den Vorschriften der MMRL sieht das ukrainische Recht zur Unterstützung der Aufdeckung von missbräuchlichen Praktiken die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen (Art. 44 Abs. 3 S. 2 WWG) und die Anzeigepflicht von Verdachtsfällen (Art. 45 Abs. 2 S. 2 WWG) vor. Entsprechende Meldepflichten bezüglich sog. *Director's Dealings* oder Interessenkonflikten z.B. von Analysten⁵³ fehlen hingegen.

IV. Regelung der Marktmanipulation im ukrainischen Kapitalmarktrecht

1. Überblick

Bis vor kurzem sah das ukrainische Recht keine Regelungen zur Marktmanipulation vor. Einige Regelungen dazu fanden sich lediglich in den Börsenordnungen⁵⁴. Erst im Gesetz „Über Änderungen einiger Gesetzesakte der Ukraine betreffend die Verantwortlichkeit für Verstöße auf dem Wertpapiermarkt“⁵⁵ vom 25. 12. 2008, das u.a. Sanktionen für manipulative Markteingriffe einführt, wird eine Gesetzesdefinition der Marktmanipulation gegeben. Nach dieser Definition, die nun in Art. 1 des Gesetzes „Über staatliche Regulierung des Wertpapiermarktes in der Ukraine“⁵⁶ zu finden ist, stellt die Marktmanipulation eine „rechtswidrige Einflussnahme auf den Marktpreis von Wertpapieren auf dem organisierten Wertpapiermarkt durch einen Vertreter eines Teilnehmers am Wertpapiermarkt im Interesse dieses Teilnehmers oder eines Dritten, in deren Folge der Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere nach anderen Preisen erfolgt, als denjenigen, die ohne die rechtswidrige Einflussnahme bestanden hätten“ dar.

Die SKWWM legte im April 2009 einen (lange überfälligen) Resolutionsentwurf⁵⁷ vor, der eine Liste mit unter die Definition der Marktmanipulation fallenden Handlungen enthält. Er erlaubt den Börsen, weitere manipulative Handlungen zu bezeichnen. Dieser Entwurf legt ferner den Wertpapierbörsen die Pflicht auf, im Falle einer stattgefundenen Marktmanipulation die dafür verantwortlichen Personen ausfindig zu machen und diesen dann mit Sanktionen zu drohen. Im Falle der Feststellung einer Marktmanipulation könnten die Börsen den Börsenhandel zeitweilig einstellen, betroffene Transaktionen aufheben und sie bei der Berechnung des Börsenkurses unberücksichtigt lassen. Der Erlass dieser Resolution wird die Änderung von Börsenordnungen erforderlich machen.

2. Vereinbarkeit mit der MMRL

a) *Definition.* Die ukrainische Definition der Marktmanipulation wirft Fragen bezüglich des Bestimmtheitsgebots und ihrer Vereinbarkeit mit der MMRL auf.

Die ukrainische Regelung erlaubt keinen Rückschluss darauf, was genau unter einer Marktmanipulation zu verstehen ist. Der Begriff der „unrechtmäßigen Beeinflussung“ ist daher mit dem Bestimmtheitsgebot nicht vereinbar. Dies gilt umso mehr als dieser ein mit Sanktionen bedrohtes Verhalten definiert. Zwar betont in ihrem Konsultationspapier zur MMRL auch die Europäische Kommission die Schwierigkeit, die Marktmanipulation zu definieren⁵⁸; die Legaldefinition in der MMRL⁵⁹ ist jedoch viel umfangreicher und präziser, wenngleich abstrakt gehalten, um alle möglichen Typen der Marktmanipulation zu umfassen. Aber auch sie ist dem Vorwurf ausgesetzt, gegen das Bestimmtheitsgebot zu verstoßen⁶⁰. Die geplante Resolution der SKWWM mit der dort enthaltenen Liste von manipulativen Verhaltensweisen kann zwar für mehr Rechtssicherheit sorgen, als untergesetzlicher Akt aber den Verstoß gegen das Bestimmtheitsgebot nicht heilen. Problematisch ist zudem, dass die Börsen bei der Bezeichnung von manipulativen Handlungen auf Grund dieser unpräzisen Definition nahezu völlig frei gestellt wären.

Die europarechtliche Legaldefinition der Marktmanipulation in Art. 1 Nr. 2 MMRL umfasst sowohl „informationsgestützte“ als auch „handelsgestützte“ Marktmanipulationen⁶¹. Zur ersten Kategorie gehört die Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben oder geben könnten, wenn die Person, die

Tiede, Skrylnikow: Insiderhandel und Marktmanipulation: Vereinbarkeit des ukrainischen Kapitalmarktrechts mit der EG-Marktmisbrauchsrichtlinie (WiRO 2010, 140)



diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren (Art. 1 Nr. 2 lit. c MMRL). Unter „handelsgestützte“ Marktmanipulationen fallen Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge, bei denen falsche Tatsachen vorgespiegelt oder sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung verwendet werden (Art. 1 Nr. 2 lit. b MMRL), und solche, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs geben könnten (Art. 1 Nr. 2 lit. a, 1. Spiegelstrich MMRL) oder die den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente durch eine Person oder mehrere, in Absprache handelnde Personen in der Weise beeinflussen, dass ein anormales oder künstliches Kursniveau erzielt wird (Art. 1 Nr. 2 lit. a, 1. Spiegelstrich MMRL). Der Begriff der Signale wird außerdem in Art. 4 der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG konkretisiert.

Beim Vergleich der ukrainischen Definition mit diesen Regelungen fällt ein weiterer Punkt auf, in dem die ukrainische mit der EG-Definition nicht vereinbar ist: Die ukrainische Definition fordert, dass der „Kauf oder Verkauf dieser Wertpapiere nach anderen Preisen erfolgt“, für die MMRL hingegen reicht es aus, wenn die Signale geeignet sind, auf den Marktpreis des Finanzinstruments einzuwirken („geben könnten“). Außerdem ist festzustellen, dass der Resolutionsentwurf der SKWWM nicht alle der in der MMRL erwähnten Legalbeispiele aufzählt, so fehlt z.B. das *Scalping*⁶².

Die ukrainische Definition der Marktmanipulation ist mit der MMRL nicht vereinbar. Deren Anpassung hat hohe Priorität und wäre von großer Bedeutung für die Rechtssicherheit.

b) *Anwendungsbereich*. Der Anwendungsbereich der Definition der Marktmanipulation im ukrainischen Recht umfasst nur Kursmanipulationen beim Wertpapierhandel. Manipulationen auf Derivatenmärkten fallen nicht darunter. Damit ist diese Definition viel enger als diejenige des EG-Rechts⁶³. Nach der MMRL-Definition ist der Gegenstand der Marktmanipulation das Finanzinstrument und umfasst somit nicht nur Wertpapiere, sondern auch die auf einem geregelten Markt eines Mitgliedsstaates zugelassenen Derivate, namentlich *Futures*, *Forward Rate Agreements*, *Equity-Swaps* und Warenderivate. Der Anwendungsbereich der Legaldefinition der Marktmanipulation im ukrainischen Recht entspricht nicht derjenigen der MMRL und muss angepasst werden. Analog zum Ergebnis bezüglich des Insiderhandels⁶⁴ wäre zur Sicherung der Funktionsfähigkeit des ukrainischen Wertpapiermarktes außerdem die Erweiterung des Anwendungsbereichs auf den Freiverkehr wünschenswert.

c) *Adressaten*. Nach der ukrainischen Definition kann eine Marktmanipulation nur ein „Vertreter eines Teilnehmers am Wertpapiermarkt“ begehen. Dies bedeutet eine eklatante Einengung des Adressatenkreises im Vergleich zur MMRL. Adressaten des Manipulationsverbots nach der MMRL sind nämlich außer den Börsenhandelsteilnehmern u.a. auch Rating-Agenturen, Börseninformationsdienste, externe Analysten oder Journalisten (letztere dann, wenn sie aus der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne abschöpfen)⁶⁵. Außerdem sind wegen Art. 1 Nr. 6 MMRL nicht nur natürliche, sondern auch juristische Personen Normadressaten des Marktmanipulationsverbots. Eine entsprechende Regelung fehlt im ukrainischen Recht jedoch.

Der Normadressatenkreis ist mit der MMRL nicht vereinbar und muss bei Neuformulierung der Definition an die EG-Richtlinie angepasst werden.

d) *Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen*. Nach Art. 8 MMRL in Verbindung mit der EG-Durchführungsverordnung 2273/2003 sind Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen in bestimmten Fällen nicht als unzulässige Marktmissbrauchspraktiken anzusehen, so z.B. Rückkäufe von Emittenten, die eine Herabsetzung ihres Kapitals suchen. Entsprechende ukrainische Regelungen fehlen. Dies ist angesichts der in den letzten Jahren gestiegenen Bedeutung der Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen nach Maßgabe der Europäischen Kommission ein zu bemängelnder Zustand. In ihrem Konsultationspapier erwägt die Kommission sogar eine

Erweiterung der Ausnahmegründe für solche Transaktionen⁶⁶. Um in diesem Punkt Rechtssicherheit zu schaffen, ist der ukrainische Gesetzgeber gut beraten, „safe harbors“ für diese börsenrechtlich positiv zu bewertenden Handlungen zu bestimmen⁶⁷.

e) *Zulässige Marktpraxis*. Die MMRL sieht in Art. 1 Nr. 2 lit. a a.E. die „zulässige Marktpraxis“ als Legalausnahme vom Begriff der Marktmanipulation vor. Ein zusätzliches Kriterium ist der Nachweis der betroffenen Person, dass sie für das Geschäft „legitime Gründe“ hatte. Ob eine zulässige Marktpraxis vorliegt, entscheidet die zuständige Aufsichtsbehörde nach den von der Kommission vorgegeben Kriterien⁶⁸. Entsprechende ukrainische Regelungen fehlen. Die Bedeutung dieser Regelung sollte aber nicht überschätzt werden: Nur vier EU-Mitgliedsstaaten haben bisher zulässige Marktpraktiken festgelegt⁶⁹.

f) *Mitteilungspflichten*. Anzeigepflicht von Verdachtsfällen besteht im ukrainischen Recht bisher nur bezüglich des Verdachts von Insiderhandel (Art. 45 Abs. 2 S. 2 WWG). Eine entsprechende Mitteilungspflicht sollte auch in Bezug auf Verdachtsfälle von Marktmanipulation eingeführt werden⁷⁰. Dies würde der SKWWM helfen, manipulative Praktiken aufzudecken und zu unterbinden.

V. Fazit

Die ukrainischen Regelungen zum Insiderhandel und zur Marktmanipulation sind zwar an die MMRL angelehnt, gehen jedoch in vielen wesentlichen Punkten nicht weit genug. Eine Anpassung an die MMRL ist zum Schutze der Marktintegrität und der Anleger sowie zur Herstellung von mehr Rechtssicherheit notwendig. Am dringendsten erscheint das Problem des engen Anwendungsbereiches der Regelungen bezüglich des Insiderhandels und der Marktmanipulation. Der ukrainische Gesetzgeber sollte den Begriff des Finanzinstruments aus der MMRL übernehmen. Auch die Erweiterung des Anwendungsbereichs auf den Freiverkehr ist empfehlenswert. Die Definitionen des Insiderhandels und der Marktmanipulation und andere in diesem Artikel aufgezeigten Punkte sollten in Übereinstimmung mit der MMRL gebracht werden. Außerdem sollten Regelungen zur Marktmanipulation in das WWG aufgenommen werden. Das Recht zum Marktmissbrauch erweist sich als eine sehr dynamische Rechtsmaterie, in der sich in der nächsten Zeit sowohl auf der europäischen als auch auf der ukrainischen Ebene Veränderungen abzeichnen.

* *Ass. iur. Wolfgang Tiede, LL.M.* ist Rechtsexperte für Transformationsprozesse in Ost- und Südosteuropa. Zuvor war er als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Strafrecht, Strafprozessrecht sowie Ostrecht von *Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Fincke* an der Universität Passau tätig. *Cand. iur. Ilja Skrylnikow* absolvierte sein rechtswissenschaftliches Studium an der Humboldt-Universität zu Berlin und war dort als studentische Hilfskraft am Lehrstuhl von *Prof. Dr. Alexander Blankenagel* für Öffentliches Recht, Russisches Recht und Rechtsvergleichung tätig.

¹ Vgl. Art. 51 des Abkommens über Partnerschaft und Zusammenarbeit zwischen der Europäischen Gemeinschaft und ihren Mitgliedsstaaten einerseits und der Ukraine andererseits (im Internet abrufbar unter: http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2003/october/tradoc_111612.pdf); vgl. auch EU/Ukraine Action Plan (im Internet abrufbar unter: http://ec.europa.eu/world/enp/pdf/action_plans/ukraine_enp_ap_final_en.pdf).

² Vgl. EU-Pressemitteilung IP/07/275 vom 2. 3. 2007.

³ Im Internet abrufbar unter: http://ec.europa.eu/external_relations/ukraine/docs/index_en.htm.

⁴ Vgl. EU/Ukraine Action Plan, Fn. 1.

⁵ Gesetz Nr. 1629-IV vom 18. 3. 2004. Ukrainische Bezeichnung: „Про Загалнодержавну програму адаптацзакодавства Украи до законодавстваєвропейського Союзу“, im Internet abrufbar unter: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/alldocWWW/3DC2A0258AB3B97BC2256E77004CD1D3!OpenDocumen. Russische Übersetzung: „Об общегосударственной программе адаптации законодательства Украинь к законодательству ЕС“.

- 6 Der aktuelle Maßnahmenplan vom 15. 4. 2009 № 408-p im Internet zu finden unter: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/alldocWWW/344F7C91CBC069F6C225759F004C3EAA!OpenDocument&an=18#18; ukrainische Bezeichnung: Про затвердження плану заходв щодо виконання у 2009 році загальнодержавного законодавства України законодавства європейського Союзу.
- 7 Vgl. Interview mit *Dominique Menu*, dem Leiter der Repräsentanz der BNP Paribas Ukraine, erschienen in der ukrainischen Zeitschrift „Business“ Nr. 17 (848) vom 27. 4. 2009, im Internet abrufbar unter: <http://www.business.ua/i848/a24937>.
- 8 Vgl. Erwägungsgrund 12 der Richtlinie 2003/6/EG („Marktmissbrauchsrichtlinie“). Zu den Regelungszielen des Verbots des Insiderhandels und der Marktmanipulation vgl. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 3. und 5. Teil, jeweils unter B.
- 9 Die knappen Ressourcen der Anleger sollen dorthin fließen, wo der jeweils dringendste Bedarf an Investitionsmitteln die höchste Rendite bei ausreichender Sicherheit der Anlage verspricht.
- 10 Zur allokativen Funktionsfähigkeit als eines der Regelungsziele des Kapitalmarktrechts vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 8.417f.
- 11 Vgl. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 3. Teil, Rn. 7.
- 12 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und der Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).
- 13 Vgl. Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Finanzpapiermärkte vom 15. 2. 2001 (im Internet abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf).
- 14 Art. 6 Abs. 1 MMRL.
- 15 Art. 6 Abs. 2 MMRL.
- 16 Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 MMRL; vgl. auch die EG-Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG.
- 17 Art. 6 Abs. 9 MMRL.
- 18 Art. 6 Abs. 4 MMRL.
- 19 Vgl. Art. 11 MMRL; in Deutschland obliegt diese Aufgabe gem. § 4 WpHG der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).
- 20 Es wird hier der europarechtliche Begriff des „geregelten Marktes“ i.S.d. EG-Verordnung Nr. 1287/2006 vom 10. 8. 2006 verwendet – nicht zu verwechseln mit dem Begriff des „geregelten Marktes“ des § 49 BörsG a.F.
- 21 Vgl. Art. 1 Abs. 3 und Art. 9 MMRL.
- 22 Vgl. Einführung im Konsultationspapier der Kommission „*Call for evidence*“ (im Internet abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf).
- 23 Vgl. dazu die Informationen der Kommission unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/market_abuse_en.htm.
- 24 Beschluss des Ministerkabinetts Nr. 131-r vom 7. 3. 2006.
- 25 Gesetz der Ukraine Nr. 3480-IV vom 23.2.2006. Ukrainische Bezeichnung: „Про цнн папери та фондовий рйнк“; im Internet abrufbar unter: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=3480-15>. Russische Übersetzung: „Про ценных бумагах и фондовом рынке“.
- 26 Entwurf des Gesetzes Nr. 4016 vom 13. 8. 1999 zur Änderung des Gesetzes „Über Wertpapiere und Wertpapierbörse“, in ukrainischer Sprache im Internet abrufbar unter: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/alldocWWW/D7E4489A54A45530422569900054B313!OpenDocument.
- 27 Державна Комсія з цнних паперв та фондового ринку, russische Bezeichnung: Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку Украины, www.ssmc.gov.ua.
- 28 Ukrainische Bezeichnung: Пшенн № 1344; im Internet zu finden unter: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1137.48.0>.
- 29 Ukrainische Bezeichnung: Пшенн № 1591; im Internet zu finden unter: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0097-07>.
- 30 Ukrainische Bezeichnung: Пшенн № 792; im Internet zu finden unter: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0867-08>.
- 31 Gesetz Nr. 801-VI vom 25. 12. 2008. Ukrainische Bezeichnung: „Про внесення змн до деяких законодавчих актв Укаїни щодо вдповдальност за правопопорушення на ринку цнних паперв“, im Internet abrufbar unter: http://search.ligazakon.ua/1_doc2.nsf/alldocWWW/79415DF089E4756FC22575390042E884!OpenDocument. Russische Übersetzung: „О внесении изменений в некоторые законодательные акты

32. *Украинь относительно ответственности за правонарушения на рынке ценных бумаг*“.
Vgl. Art. 1 Nr. 3 MMRL.
33. Vgl. dazu *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 2. Teil, Rn. 27.
34. „Leverage-Effekt“ (Hebelwirkung) ergibt sich aus der Möglichkeit, mit einem verhältnismäßig geringen Kapitaleinsatz als Sicherheitsleistung überproportional an den erwarteten Kursveränderungen zu partizipieren – dies kann dazu führen, dass die Anleger das hohe Verlustrisiko unterschätzen; vgl. *Schwark*, WM 2001, 1973, 1985; *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 2. Teil, Rn. 27.
35. Vgl. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 2. Teil, Rn. 27.
36. Bei Geschäften am Kassamarkt erfolgt die Erfüllung (Lieferung und Abnahme von Wertpapieren) und die Bezahlung i.d.R. innerhalb von zwei Börsentagen – die Geschäftsabwicklung erfolgt also unmittelbar. Am Terminmarkt liegt der Erfüllungszeitpunkt hingegen in der Zukunft.
37. Vgl. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 2. Teil, Rn. 28; zur Interdependenz von Kapitalmarkt und Terminmarkt vgl. *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 105ff.
38. Zum Begriff des Freiverkehrs vgl. *Bruski*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 2007, Vor § 104, Rn. 33.
39. Vgl. Punkt 2.1.1 des Konsultationspapiers der Kommission zur MMRL.
40. Vgl. § 12 S. 1 Nr. 1 WpHG.
41. Vgl. *Claussen*, ZBB 1992, 267, 280; *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 2007, § 107, Rn. 12; *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 2. Teil, Rn. 39.
42. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 2. Teil, Rn. 39; vgl. auch den Regierungsentwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, BT-Drucks. 12/6679 vom 27.1.1994, S. 45.
43. Vgl. *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3450; *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 2007, § 107, Rn. 24.
44. Vgl. Erwägungsgrund Nr. 3 der Richtlinie 2003/124/EG.
45. Zum Begriff des „Front Running“ vgl. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 8. Teil, Rn. 53.
46. Der Begriff des Verleitens ist dabei weiter als derjenige der Empfehlung zu verstehen (letzteres ist eine Unterart des Ersteren).
47. Nach Art. 8 MMRL in Verbindung mit der EG-Durchführungsverordnung 2273/2003, siehe auch unten Pkt. IV. 2. d).
48. Vgl. Fn. 30.
49. Vgl. Fn. 29.
50. Vgl. dazu *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 2007, § 107, Rn. 85ff.
51. Vgl. Fn. 28.
52. Vgl. Punkt 2.2.2.1 des Konsultationspapiers der Kommission zur MMRL.
53. Vgl. Art. 6 Abs. 4 und 5 MMRL.
54. Vgl. z.B. Punkt 15.20 der Regeln der PFTS (<http://www.pfts.com>) – sie ist die wichtigste ukrainische Börse. In den Regeln der UFB (<http://www.ukrse.kiev.ua>), einer weiteren Börse, gibt es im Abschnitt 2 auch eine eigene Definition der Marktmanipulation.
55. Vgl. Fn. 31.
56. Gesetz Nr. 448/96-BP vom 30. 10. 1996, ukrainische Bezeichnung: „Про державне регулювання ринку цнних паперв в Україн“, im Internet abrufbar unter: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/alldocWWW/C8D0B58A34C26EA542256465006DAEC2! OpenDocument. Russische Übersetzung: „О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине“. Die Definition ist auch in Art. 163-8 des Gesetzbuches „Über Ordnungswidrigkeiten“ enthalten, Gesetz Nr. 8073-X vom 7. 12. 1984.
57. Im Internet zu finden unter: <http://www.ligazakon.ua/news/ga017190.html>.
58. Vgl. Punkt 2.3.1 des Konsultationspapiers der Kommission zur MMRL.
59. Vgl. Art. 1 Nr. 2 MMRL.
60. Vgl. *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2006, 6. Teil, Rn. 16.
61. Zur Systematisierung von Marktmanipulationen vgl. *Vogel*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, 2009, Vor § 20a Rn. 32ff.
62. Vgl. Art. 1 Nr. 2, 3. Spiegelstrich nach lit.c MMRL. Vom *Scalping* spricht man, wenn z.B. Börsenhändler, Banker oder Journalisten Aktien oder sonstige Finanzinstrumente zunächst auf eigene Rechnung kaufen und anschließend durch Verbreiten positiver

Nachrichten über diese Finanzinstrumente sie anderen empfehlen. Steigt der Kurs auf Grund der auf diese Weise angeregten Nachfrage, so können die Finanzinstrumente gewinnbringend wieder verkauft werden.

63 Dabei gibt es auf der Börse UMBF (www.uice.com.ua) bereits einen bescheidenen Derivat Handel. Das am 28. 4. 2009 gestartete neue Handelssystem PFTS NEXT (www.pfts.com) wird den Derivat Handel voraussichtlich 2010 aufnehmen.

64 Vgl. Pkt. III. 2. b).

65 Vgl. Art. 1 Nr. 2 lit. c MMRL; *Vogel*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, 2009, § 20a Rn. 56.

66 Vgl. 2.3.3 des Konsultationspapiers der Kommission zur MMRL.

67 Zur Frage von „safe harbors“ vgl. *Vogel*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, 2009, § 20a Rn. 239ff.

68 Vgl. Art. 2 der Richtlinie 2004/72/EG und §§ 7ff. der (deutschen) Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (MaKonV).

69 Vgl. Punkt 2.3.2 des Konsultationspapiers der Kommission zur MMRL.

70 Vgl. die Regelung in Art. 6 Abs. 9 MMRL.