Schriftenreihe zum deutschen, europäischen und internationalen Wirtschaftsstrafrecht 49

Thomas Richter

Die Strafbarkeit der Marktmanipulation unter dem europäischen Marktmissbrauchsregime

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – CC BY - https://www.nomos-elibrary.de/agb

Schriftenreihe zum deutschen, europäischen und internationalen Wirtschaftsstrafrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Uwe Hellmann,
Universität Potsdam

Prof. Dr. Elisa Hoven,
Universität Leipzig

Prof. Dr. Dr. h.c. Michael Kubiciel,
Universität Augsburg

Prof. Dr. Christian Schröder,
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Band 49

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Thomas Richter

Die Strafbarkeit der Marktmanipulation unter dem europäischen Marktmissbrauchsregime

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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

Zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2022

1. Auflage 2022

© Thomas Richter

Publiziert von
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden
www.nomos.de

Gesamtherstellung:
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-8487-8767-8
ISBN (ePDF): 978-3-7489-3334-2

DOI: https://doi.org/10.5771/9783748933342

Onlineversion
Nomos eLibrary

Dieses Werk ist lizensiert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde kurz nach Beginn der Corona-Pandemie begonnen und Ende 2021 von der Universität Augsburg als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur sind auf dem Stand der Einreichung vom Spätsommer 2021. Seitdem veröffentlichte Literatur konnte in Einzelfällen noch berücksichtigt werden. Neben der Druckausgabe wird die Arbeit auch Open Access verfügbar sein.

Meinem Doktorvater Professor Dr. Dr. h.c. Michael Kubiciel danke ich herzlich für die hervorragende Betreuung und für wertvolle Hinweise während der Entstehung der Arbeit. Herrn Professor Dr. Peter Kasiske danke ich vielmals für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Im Rahmen meiner anwaltlichen Tätigkeit bin ich regelmäßig mit kapitalmarktstrafrechtlichen Sachverhalten befasst. Die dabei gewonnenen Erfahrungen waren für diese Untersuchung eine unverzichtbare Grundlage. Ich danke deshalb meinen Kolleginnen und Kollegen in der Kanzlei HammPartner in Frankfurt am Main für ihre Unterstützung und für die angenehme Zusammenarbeit nicht nur während, sondern auch schon vor der eigentlichen Entstehung dieser Untersuchung. Meinen Sozien Professor Dr. Rainer Hamm und Jürgen Pauly danke ich herzlich für die kritische Durchsicht einer Entwurfsfassung. Frau Susanne Berneis hat mich bei organisatorischen Fragen entlastet und Frau Melanie Kilinc, Frau Christa Schoproni sowie meine Sozia Dr. Regina Michalke waren mir eine wichtige moralische Stütze. Besonders danken möchte ich Herrn Benedict Detemple für seine kompetente Hilfe in technischen Belangen der Citavi-Datenbank und bei Formatierungsfragen sowie für zahlreiche Literaturbesorgungen und wertvolle Korrekturen.

Ohne den Rückhalt meiner Partnerin Bettina wäre mir die Anfertigung dieser Untersuchung nicht möglich gewesen. Sie hat die Arbeit vom Beginn bis zum Abschluss begleitet und mich in jeder Hinsicht unterstützt und bestärkt. Hierfür bin ich ihr sehr dankbar.

Frankfurt am Main, im März 2022 *Thomas Richter*

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Inhaltsübersicht

Verzeichnis häufiger Abkürzungen 13

A. Einführung 21

I. Ziel und Gang der Darstellung 24

II. Abgrenzungen und Einschränkungen 28

B. Tatsächliche Bedeutung der Strafvorschrift 34

I. Die Verfahrenskonzentration bei der BaFin 37

II. Statistische Auswertung der BaFin-Jahresberichte 39

III. Die Jahresberichte der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde 52

IV. Fazit 54

C. Entwicklungslinien 58

I. Die Anfänge: Vom Gründerkrach zum Börsengesetz 61

II. Der Übergang: Richtliniengetriebene Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts 75

III. Die Gegenwart: Finanzmarktnovellierung im Lichte europäischer Strafrechtskonvergenz 85

D. Umsetzungslösungen der übrigen EU-Mitgliedstaaten 108

I. Umsetzungsbericht der Europäischen Kommission vom März 2020 109

II. Rechtsvergleichende Skizzierung der Strafrechtsnormen in den einzelnen Mitgliedstaaten 111

E. Der heutige Grundtatbestand gem. § 119 Abs. 1 WpHG 140

I. Tathandlung: Begehung einer Marktmanipulation im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung 140

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

II. Taterfolg: Einwirken auf den Börsenpreis 185
III. Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen 205
IV. Die neue Versuchsstrafbarkeit gem. § 119 Abs. 4 WpHG 208

F. Die neue Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 WpHG 213
I. Gewerbs- oder bandenmäßige Begehung gem. § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG 215
II. Tätigkeitsbezogene Begehung gem. § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG 217
III. Legitimatorische Defizite der Verbrechensqualifikation 233

G. Das Kapitalmarktstrafrecht als Katalysator neuer Strafrechtsmodelle 254

Anhang 1: Fassungen der Strafnormen 263

Anhang 2: Unveröffentlichte Urteile 267

Literaturverzeichnis 275

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis häufiger Abkürzungen 13

A. Einführung 21

I. Ziel und Gang der Darstellung 24

II. Abgrenzungen und Einschränkungen 28

B. Tatsächliche Bedeutung der Strafvorschrift 34

I. Die Verfahrenskonzentration bei der BaFin 37

II. Statistische Auswertung der BaFin-Jahresberichte 39

1. Neu eingeleitete Marktmanipulationsuntersuchungen ab 2002 40
2. Verdachtsanzeigen ab 2005 42
3. Verdachtsanzeigen und Marktmanipulationsuntersuchungen im direkten Vergleich 43
4. Jährliche Einstellungen durch die BaFin 44
5. Jährliche Abgaben an Staatsanwaltschaften und internes Bußgeldreferat 46
6. Entwicklung der noch offenen Untersuchungen 47
7. Einstellungen durch Staatsanwaltschaften 49
8. Gerichtliche Entscheidungen 50

III. Die Jahresberichte der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde 52

IV. Fazit 54

C. Entwicklungslinien 58

I. Die Anfänge: Vom Gründerkrach zum Börsengesetz 61

1. Die Liberalisierung des Aktienrechts und die Entstehung von Art. 249d ADHGB 61
2. Regelung des Kursbetrugs im Börsengesetz 70
3. Reform von 1986 als Schlusspunkt autonomer Strafgesetzgebung 73

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

II. Der Übergang: Richtliniengetriebene Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts 75
1. Die elektronische Erfassung der Handelsdaten als Grundlage effektiver Handelsüberwachung 78
2. Das Marktmanipulationsverbot im Wertpapierhandelsgesetz 80
3. Methodenwechsel zur Blankettgesetzgebung 82
III. Die Gegenwart: Finanzmarktnovellierung im Lichte europäischer Strafrechtskonvergenz 85
1. Die Weltfinanzkrise von 2007 als Motor der Strafrechtsentwicklung 85
2. Die Harmonisierungskompetenzen der Europäischen Union 91
3. Der Dreiklang aus Verordnung, Richtlinie und nationalem Strafrecht 94
a) Die Marktmissbrauchsverordnung 95
b) Die Marktmissbrauchsrichtlinie 95
c) Der Straftatbestand im WpHG 97

D. Umsetzungslösungen der übrigen EU-Mitgliedstaaten 108
I. Umsetzungsbericht der Europäischen Kommission vom März 2020 109
II. Rechtsvergleichende Skizzierung der Strafrechtsnormen in den einzelnen Mitgliedstaaten 111
1. Ziele und Methoden 113
2. Fragestellung 117
3. Die Strafnormen in den EU-Mitgliedstaaten 118
4. Zum Vergleich: Die Strafnormen in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) 133
5. Grundmuster im Vergleich zur deutschen Umsetzungslösung 136

E. Der heutige Grundtatbestand gem. § 119 Abs. 1 WpHG 140
I. Tathandlung: Begehung einer Marktmanipulation im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung 140
1. Sachlich beschränkter Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung 142
a) Finanzinstrumente 144

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Handelsplätze 146
2. Definition der Marktmanipulation in Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung 151
3. Exemplarische Veranschaulichung der Marktmanipulation anhand praxisrelevanter Erscheinungsformen 155
a) Erscheinungsformen der handelsgestützten Marktmanipulation 157
aa) Abgesprochene Geschäfte (*Pre-Arranged Trades*) 161
bb) Insichgeschäfte (*Wash-Sales*) 162
b) Erscheinungsformen der informationsgestützten Marktmanipulation 170
aa) Aktienpushs durch öffentliche Empfehlungen (*Scalping*) 171
bb) Aktivistische Leerverkäufer (*Short-Attacken*) 175
cc) Unrichtige und unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen 181

II. Taterfolg: Einwirken auf den Börsenpreis 185
1. Zustandekommen von Börsenpreisen 186
2. Konkretisierung der Einwirkungsvoraussetzungen durch Literatur und Rechtsprechung 189
3. Isolierte Betrachtung einzelner Handelsplätze? 197
4. Die Erosion des Einwirkungserfolgs bei der handelsgestützten Marktmanipulation 200

III. Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen 205

IV. Die neue Versuchsstrafbarkeit gem. § 119 Abs. 4 WpHG 208

F. Die neue Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 WpHG 213

I. Gewerbs- oder bandenmäßige Begehung gem. § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG 215

II. Tätigkeitsbezogene Begehung gem. § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG 217
1. Wertpapierdienstleistungsunternehmen 218
2. Inländische Finanzaufsichtsbehörde 221
3. Börse oder Betreiber eines Handelsplatzes 223
4. Handlung in Ausübung der Tätigkeit 224
5. Der Vorschein eines Professionsdelikts 228

III. Legitimatorische Defizite der Verbrechensqualifikation 233
1. Meinungsstand 234
2. Die Ungereimtheiten des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG 236

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Verfassungsrechtliche Maßstäbe 238
a) Gleichheitssatz 240
b) Verhältnismäßigkeit und Übermaßverbot 242
4. Lösungswege 247
a) Gesetzesänderung 247
b) Restriktives Verständnis des Grundtatbestands 249
c) Restriktives Verständnis der Verbrechensqualifikation 252

G. Das Kapitalmarktstrafrecht als Katalysator neuer Strafrechtsmodelle 254

Anhang 1: Fassungen der Strafnormen 263

Anhang 2: Unveröffentlichte Urteile 267

Literaturverzeichnis 275

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Verzeichnis häufiger Abkürzungen

a. A.	andere Ansicht
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
ADHGB	Gesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 18. Juli 1884
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)/Amtsgericht
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Anm.	Anmerkung
AnwBl	Anwaltsblatt
AO	Abgabenordnung
ARSP	Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
Begr.	Begründer
BEHG	Schweizerisches Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Beschl.	Beschluss
BFH	Bundesfinanzhof
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG/BörsenG	Börsengesetz
BR-Drs.	Bundesratsdrucksache
bspw.	Beispielsweise
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BuA	Bericht und Antrag (Liechtenstein)
Buchst.	Buchstabe
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	Beziehungsweise
ca.	Circa
CESR	Committee of European Securities Regulators
COM	Kommissionsdokument
CRD-IV	Capital Requirements Directive IV
CRR	Capital Requirements Regulation – Kapitaladäquanzverordnung
d.	Des
d. h.	das heißt
dass.	dasselbe
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
Dok.	Dokument
E	Entwurf (in Verbindung mit Gesetzesname)
ebd.	ebenda
EFTA	Europäische Freihandelsassoziation
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECPI	European Criminal Policy Initiative
EGStGB	Einführungsgesetz zum Strafgesetzbuch
ErgLfg.	Ergänzungslieferung
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
EStG	Einkommensteuergesetz

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuCLR	European Criminal Law Review
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EUR	Euro
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	folgende/fortfolgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FDP	Freie Demokratische Partei
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz
FIU	Financial Intelligence Unit
FKAG	Finanzkonglomerate-Aufsichtsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FT	Financial Times
GA	Goltdammer‘s Archiv für Strafrecht
gem.	gemäß
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GVBl.	Gesetz- und Verordnungsblatt
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GwG	Geldwäschegesetz
h. M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRRS	Onlinezeitschrift für Höchstrichterliche Rechtsprechung zum Strafrecht
Hrsg.	Herausgeber
HÜSt	Handelsüberwachungsstelle

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

i. d. F. d.	in der Fassung des
i. S.	im Sinne
ISIN	International Securities Identification Number; Internationale Wertpapierkennnummer
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
insb.	insbesondere
JCL	Journal of Comparative Law
JR	Juristische Rundschau
JZ	JuristenZeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KOM	Kommissionsdokument
KritV	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft
KuMaKV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MAD	Market Abuse Directive; Marktmissbrauchsrichtlinie
MaKonV	VO zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation
MAR	Market Abuse Regulation; Marktmissbrauchsverordnung
MedR	Medizinrecht
MiFID I	Markets in Financial Instruments Directive I; erste Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II; zweite Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation; Finanzmarktverordnung
Mio.	Millionen
MiStra	Anordnung über die Mitteilungen in Strafsachen
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MTF	Multilateral Trading Facility
MünchKomm-StGB	Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch
NCA	National Competent Authority

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

n. F.	Neue Fassung
NJECL	New Journal of European Criminal Law
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Numero-Zeichen; Nummer
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NStZ-RR	NStZ-Rechtsprechungsreport Strafrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
OLG	Oberlandesgericht
ÖStGB	Strafgesetzbuch (Österreich)
OTF	Organized Trading Facility
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Ref-E	Referentenentwurf
REMIT	Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts; Regulation on Wholesale Energy Market Integrity and Transparency
RG	Reichsgericht
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RGSt	Entscheidungen des Reichsgerichts in Strafsachen
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Rs.	Rechtssache
RStGB	Reichsstrafgesetzbuch
RW	Rechtswissenschaft (Zeitschrift)
Rz.	Randziffer
S.	Seite/n
s. a.	siehe auch
s. o.	siehe oben
SE	Societas Europaea
Sec.	Sección
SK-StGB	Systematischer Kommentar zum Strafgesetzbuch
sog.	sogenannte/r/s

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

StGB	Strafgesetzbuch
STOR	Suspicious transaction and order report
StPO	Strafprozessordnung
StraFo	Strafverteidiger-Forum
StrRG	Strafrechtsreformgesetz
StV	Strafverteidiger (Zeitschrift)
sub.	Unterbuchstabe (Sublitera)
TUF	Testo Unico della Finanza
u.	und
u. a.	und andere
u. U.	unter Umständen
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
US/USA	Vereinigte Staaten von Amerika
v.	von/vom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
WiJ	WisteV-Journal
WiKG	Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität
WisteV	Wirtschaftsstrafrechtliche Vereinigung e.V.
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WKN	Wertpapierkennnummer
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
ZWH	Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht und Haftung im Unternehmen

Weitere Abkürzungen werden im laufenden Text erklärt.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

A. Einführung

Das an den Wertpapierbörsen konzentrierte Kapitalvermögen lockt Glücksritter und Finanzakrobaten wie das Licht die Motten. Dies führt zu Missbrauchssymptomen, denen der Gesetzgeber früher oder später mit den Mitteln des Strafrechts begegnen zu müssen glaubt. So kann es nicht verwundern, dass manipulative und betrügerische Verhaltensweisen an den Börsen in Deutschland schon seit dem vorletzten Jahrhundert Gegenstand von Strafnormen sind.

Seit diesen frühen Anfängen war die strafrechtliche Sanktionierung marktmanipulativer Handlungen über die längste Zeit nationalstaatliche *domaine réservé*. Ab Beginn der 1990er Jahre wurde die Strafbarkeit marktmanipulativer Verhaltensweisen jedoch zunehmend von europäischen Einflüssen überlagert. Dies ging einher mit einer allgemeineren Entwicklung, bei der europäische Normen auch in sonstigen Strafrechtsmaterien – namentlich bei der Geldwäsche sowie im Umweltstrafrecht – zunehmend in Konkurrenz zu nationalstaatlichen Gesetzgebungsinitiativen traten oder diese gar vollständig verdrängten. Allerdings kann die Konsequenz, mit der sich die Europäisierung im Kapitalmarktstrafrecht vollzog, in dieser Deutlichkeit nur in wenigen anderen Lebens- und Regelungsbereichen beobachtet werden. Das Kapitalmarktstrafrecht ist deshalb Prototyp eines europäisierten Strafrechts.

Vorläufiger Höhepunkt dieser strafrechtlichen Europäisierung ist das ab Mitte 2016 geltende europäische Marktmissbrauchsregime. Es besteht im Kern aus einer in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltenden Verordnung und einer flankierenden umsetzungsbedürftigen Richtlinie. Bei diesen beiden europäischen Rechtsakten, die für diese Untersuchung zentrale Bedeutung haben, handelt es sich um die sog. Marktmissbrauchsverordnung[1] und um die sog. Marktmissbrauchsrichtlinie[2]. Sie werden im Fol-

1 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 v. 12.6.2014, 1.

2 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. L 173 v. 12.6.2014, 179.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

genden aus Gründen der besseren Lesbarkeit jeweils mit dieser Bezeichnung ausgeschrieben und nicht mit ihren recht umständlichen amtlichen Bezeichnungen abgekürzt.[3] Nach dem ausdrücklichen Normbefehl der Marktmissbrauchsrichtlinie hatten die Mitgliedstaaten unter anderem sicherzustellen, dass eine Marktmanipulation „zumindest in schweren Fällen und bei Vorliegen von Vorsatz eine Straftat darstellt".[4] Hierfür hatten die Mitgliedstaaten Zeit bis zum 3. Juli 2016.[5]

Bei der Umsetzung dieser europäischen Richtlinienvorgaben musste Deutschland keinesfalls am Nullpunkt anfangen. Vielmehr hatte Deutschland seine Umsetzungspflicht durch bereits bestehende nationale Vorschriften zu großen Teilen erfüllt. So galt schon unter der vorherigen Rechtslage ein seinerseits stark von europäischen Vorgaben geprägtes Verbot der Marktmanipulation gem. § 20a des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG). Dieses Verbot wurde durch die vormaligen §§ 38 und 39 WpHG a. F. straf- und bußgeldrechtlich flankiert. Grundlage für dieses in Deutschland bereits bestehende Regelungsgefüge war die erste Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003.[6] Sie enthielt bereits die grundlegende Definition der Marktmanipulation, die von der (zweiten) Marktmissbrauchsrichtlinie zu großen Teilen übernommen wurde. Allerdings sah die erste Marktmissbrauchsrichtlinie noch keine Pflicht der Mitgliedstaaten zur Einführung eines entsprechenden Straftatbestands vor. Insoweit resultierte die in Deutschland schon früher geltende Strafbarkeit der Marktmanipulation aus einer eigenständigen Entscheidung des deutschen Gesetzgebers, wobei sich die Anfänge der Strafbarkeit bis in das vorletzte Jahrhundert zurückverfolgen lassen.

Diese frühere Ordnung kapitalmarktrechtlicher Verbote und entsprechender straf- und bußgeldrechtlicher Sanktionsvorschriften wurde anlässlich des neuen europäischen Marktmissbrauchsregimes durch den deutschen Gesetzgeber grundlegend reformiert. Dabei waren die Änderungen, ungeachtet einer materiell weitgehenden Unrechtskontinuität zum früheren Rechtszustand, erheblich. In gesetzesarchitektonischer Hinsicht zeig-

3 Diese offiziellen Bezeichnungen werden vom Amt für Veröffentlichungen der Europäischen Union vergeben. Bei Zitaten wird die jeweils im Original gewählte Bezeichnung beibehalten. Hier sind insb. die Abkürzungen MAR (engl. für *Market Abuse Regulation*) und MAD (engl. für *Market Abuse Directive*) gebräuchlich.

4 Art. 5 Abs. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie.

5 Art. 13 Marktmissbrauchsrichtlinie.

6 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. L 96 v. 12.4.2003, 16.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ten sich die Umgestaltungen vor allem in einer vollständigen Umbettung von Rechtsquellen und Bezugsnormen, indem an die Stelle der zuvor im WpHG geregelten Rechtsmaterien unmittelbar geltendes europäisches Verordnungsrecht trat. Insbesondere findet sich das vormals in § 20a WpHG a. F. geregelte Verbot der Marktmanipulation nun in der Marktmissbrauchsverordnung. Gesetzgebungstechnisch bedeutete dies, dass der als Blankett ausgestaltete Straftatbestand (§ 38 WpHG a. F.) auf die neuen Ausfüllungsnormen umgestellt werden musste. Aber auch in materieller Hinsicht ergaben sich verschiedene Änderungen gegenüber dem früheren Rechtszustand. Hierzu gehörten insbesondere die Einführung der Versuchsstrafbarkeit sowie die Erweiterung des Grundtatbestands der Marktmanipulation um einen neuen Qualifikationstatbestand, der das Vergehen der einfachen Marktmanipulation zu einem Verbrechen hochstuft. Infolge der vollständigen Neunummerierung des WpHG durch eine weitere Gesetzesänderung[7] ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation heute in § 119 Abs. 1 WpHG geregelt. In § 119 Abs. 2 und 3 WpHG befinden sich – wie schon unter der früheren Rechtslage in § 38 WpHG a. F. – die Tatbestände des Insiderstrafrechts, die nicht Gegenstand dieser Untersuchung sind.

Nach dem Grundtatbestand der strafbaren Marktmanipulation gem. § 119 Abs. 1 WpHG wird mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft, wer eine in § 120 Abs. 2 Nr. 3 oder Abs. 15 Nr. 2 WpHG bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht und dadurch auf die im Einzelnen näher bezeichneten Preise oder Referenzwerte einwirkt. Dabei darf der äußere Umfang der Strafnorm nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Grundtatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG auf der ersten Ebene verhältnismäßig einfach strukturiert ist. Er besteht aus zwei objektiven Tatbestandselementen in Form einer tatbestandsmäßigen Handlung und eines tatbestandsmäßigen Erfolgs.

Die tatbestandsmäßige Handlung wird in § 119 Abs. 1 WpHG nicht näher umschrieben. Stattdessen verweist die Strafnorm auf die Bußgeldvorschrift des § 120 WpHG und ordnet an, dass der Täter tatbestandsmäßig handelt, wenn er „eine in § 120 Absatz 2 Nummer 3 oder Absatz 15 Nummer 2 bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht“ und dadurch auf einen der in § 119 Abs. 1 Nr. 1 bis Nr. 4 WpHG genannten Preise einwirkt. Aber auch die in Bezug genommenen Bußgeldvorschriften beschreiben die eigentliche Tathandlung nicht, sondern bestimmen ihrerseits, dass ordnungswidrig handelt, wer gegen die Marktmissbrauchsver-

7 Zur jüngsten Gesetzgebungsgeschichte ausführlich unten in Abschnitt C.III.3.c. (S. 97).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ordnung verstößt, indem er vorsätzlich oder leichtfertig entgegen Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung eine Marktmanipulation begeht. Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung bestimmt lediglich, dass Marktmanipulation und der Versuch hierzu verboten sind. Eine nähere Definition des Begriffs der Marktmanipulation enthält dann wiederum Art. 12 Abs. 1 der Marktmissbrauchsverordnung, der seinerseits auf Anhang I dieser Verordnung verweist und in Art. 12 Abs. 5 zur weiteren Konkretisierung der Kommission die Befugnis zu Delegierten Rechtsakten übertragen hat. Mithin besteht die strafrechtliche Verweisungskette aus zahlreichen Gliedern (Strafnorm gem. § 119 Abs. 1 WpHG – Bußgeldtatbestand gem. § 120 WpHG – Art. 15 Marktmissbrauchsverordnung – Art. 12 Marktmissbrauchsverordnung – Anhang I der Marktmissbrauchsverordnung – nicht aber: Delegierte Rechtsakte[8]).

Hinsichtlich des tatbestandsmäßigen Erfolgs muss durch die tatbestandsmäßige Handlung (vgl. § 119 Abs. 1 WpHG: „dadurch") auf die in § 119 Abs. 1 Nr. 1 – 4 WpHG bezeichneten Preise und Referenzwerte eingewirkt werden. Der Straftatbestand setzt sich somit zusammen aus einer vorsätzlich begangenen Ordnungswidrigkeit gem. § 120 Abs. 2 Nr. 3 oder Abs. 15 Nr. 2 WpHG und einer Preiseinwirkung. Mit anderen Worten: Eine vorsätzlich begangene Ordnungswidrigkeit wird durch das Merkmal der Preiseinwirkung zur Straftat qualifiziert. Mithin liegt ein partieller Blankett-Tatbestand vor, der aus europäischem Bezugstatbestand (Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 15 Marktmissbrauchsverordnung) und aus einem nationalem Straftatbestandselement in Form des Merkmals der Preiseinwirkung besteht.

I. *Ziel und Gang der Darstellung*

Auch wenn an Handbüchern und Kommentierungen zum Marktmissbrauchsrecht kein Mangel besteht, liegt bislang noch keine monografische Untersuchung zu den Grundstrukturen der strafbaren Marktmanipulation unter dem neuen europäischen Marktmissbrauchsregime vor.[9] Ebenso we-

8 Insbesondere ist die Delegierte Verordnung 2016/522 nicht Teil der Verweisungskette der deutschen Blankett-Strafnorm, hierzu näher unten S. 154; a. A. aber *Hoffmann*, Lamfalussy-Verfahren und Strafrecht, 2021, S. 218 f.

9 Die Dissertation von *Altenhofen*, Die Europäisierung der Normdurchsetzung im Marktmissbrauchsrecht, 2018, beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit den zivilrechtlichen Sanktionen bei Marktmissbrauch, insb. mit deliktischen Schadensersatzansprüchen. Die im Sommer 2021 erschienene Dissertation von *Hoffmann*

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nig wurde die neue Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 WpHG, die nicht nur hinsichtlich ihrer tatbestandlichen Voraussetzungen zahlreiche Fragen aufwirft, sondern durch die Hochstufung vom Vergehen zum Verbrechen auch strafprozessual einschneidende Folgen hat, bislang im Detail untersucht. Schließlich droht die neue Versuchsstrafbarkeit zu einer weiteren Nivellierung der Strafbarkeitsvoraussetzungen beizutragen, insbesondere in Hinblick auf das Erfordernis einer Preiseinwirkung.

In dieser Arbeit sollen die Änderungen der Strafvorschrift zusammenhängend dargestellt und in ihre Gesamtentwicklung eingeordnet werden. Im Interesse der Lesbarkeit und Übersichtlichkeit werden hierbei thematische und methodische Schwerpunkte gesetzt. Neben dem nachfolgend skizzierten klassischen rechtswissenschaftlichen Methodenkanon, der die jeweiligen thematischen Schwerpunkte prägt, wird sich diese Arbeit auch auf die praktischen Erfahrungen stützen können, die der *Verfasser* durch seine Verteidigungstätigkeit in verschiedenen Strafverfahren wegen des Vorwurfs der Marktmanipulation und anderer kapitalmarktnaher Delikte gewonnen hat.

Um den Rahmen dieser Untersuchung auch in tatsächlicher Hinsicht abzustecken, beginnt die Arbeit mit einer quantitativen Bestandsaufnahme (**Abschnitt B: Tatsächliche Bedeutung der Strafvorschrift**). Hierzu werden sämtliche Jahresberichte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) seit ihrer Gründung im Jahre 2002 statistisch ausgewertet. Dabei zeigt sich der überraschende Befund, dass seit der Geltung des neuen Marktmissbrauchsregimes ab 2016 die Zahl der seitens der BaFin neu eingeleiteten Marktmanipulationsuntersuchungen sowie der Strafanzeigen kontinuierlich abgenommen hat. Dieser deutliche Rückgang ist insbesondere deswegen bemerkenswert, weil die Strafbarkeitsgrenzen durch die Neuregelung tendenziell abgesenkt worden sind und auch die Verdachtsanzeigen seit 2016 beinahe exponentiell zugenommen haben, sodass man viel eher mit ansteigenden Fallzahlen hätte rechnen können. Als naheliegende Erklärung für den Rückgang kommt eine bewusste Behördenentscheidung der BaFin zur Konzentration auf die vermeintlich bedeutenderen Fälle in Betracht. Mit derartigen Auswahlentscheidungen dürfte künftig allerdings auch eine stärkere strafrechtliche Exponierung

---

untersucht nach ihrer Zielsetzung zwar „die Anwendung des Lamfalussy-Verfahrens im Rahmen des reformierten Kapitalmarktstrafrechts“, setzt sich allerdings ganz bewusst „nicht vertieft mit inhaltlichen Fragen des Kapitalmarktstrafrechts“ auseinander, *Hoffmann*, Lamfalussy-Verfahren und Strafrecht, 2021, S. 11.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der BaFin selbst verbunden sein, wobei auch die neue Verbrechensqualifikation zu berücksichtigen sein wird.

Bei nahezu allen Rechtsmaterien erleichtert das Bewusstsein der größeren geschichtlichen Zusammenhänge den Zugang zum geltenden Recht. Das Kapitalmarktstrafrecht stellt insoweit keine Ausnahme dar. Deshalb soll in einem rechtshistorisch geprägten Abschnitt verdeutlicht werden, dass die Strafbarkeit der Marktmanipulation in ihrer heutigen Form das Ergebnis einer längeren geschichtlichen Entwicklung darstellt (**Abschnitt C: Entwicklungslinien**). Hier wird sich zeigen, dass das Kapitalmarktstrafrecht seit jeher Prototyp eines kriseninduzierten Strafrechts ist. Gleichzeitig kommt in den unterschiedlichen historischen Fassungen der Strafnormen mit dem Tatbestandsmerkmal der Preiseinwirkung auch eine gewisse Konstante zum Vorschein, die sich von einem ursprünglich rein subjektiv geprägten Absichtsmerkmal mittlerweile zum Bestandteil des objektiven Tatbestands gewandelt hat. Der Abschnitt beleuchtet außerdem die nicht ganz widerspruchsfreie Entwicklungsgeschichte der europäischen Normsetzungsaktivitäten, die ebenfalls maßgeblich durch Finanzmarktkrisen getrieben waren. Die entwicklungsgeschichtliche Darstellung schließt mit einer Beschreibung des derzeit geltenden Marktmissbrauchsregimes, das durch die Synthese aus europäischem und nationalem Recht einen Dreiklang in Form der Marktmissbrauchsverordnung, der Marktmissbrauchsrichtlinie und den nationalen Strafgesetzen bildet. Durch die im Straftatbestand des § 119 WpHG zu beobachtende enge Verzahnung von nationalem Straftatbestand und europäischem Verordnungsrecht wird die dem Kapitalmarktstrafrecht zugeschriebene Funktion als Triebfeder neuer Strafrechtsmodelle paradigmatisch ihre Bestätigung finden.

Da neben Deutschland noch 25 weitere EU-Mitgliedstaaten zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie verpflichtet waren, wird im sich anschließenden rechtsvergleichenden Abschnitt untersucht, welche Lösungen diese übrigen Mitgliedstaaten gewählt haben, um ihrer Umsetzungsverpflichtung nachzukommen (**Abschnitt D: Umsetzungslösungen der übrigen EU-Mitgliedstaaten**). Dabei liegt das Ziel nicht in einer rechtsvergleichenden Darstellung von Detailfragen, sondern in einer Sichtbarmachung gesetzgebungstechnischer Grundmuster, die in Deutschland bei künftigen Reformvorhaben für die Diskussion fruchtbar gemacht werden können. Eine wichtige Erkenntnis dieser rechtsvergleichenden Untersuchung wird sein, dass sich das in Deutschland zur Abgrenzung des strafbaren Verhaltens verwendete Merkmal der Preiseinwirkung in anderen europäischen Straftatbeständen nicht wiederfindet. Nicht wenige europäische Rechtsordnungen ziehen die Grenzen zwischen strafbaren und straf-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

losen Verhaltensweisen durch qualitative Erheblichkeitskriterien oder sogar durch feste Mindestschwellenwerte in Eurobeträgen.

Der anschließende Abschnitt widmet sich einer näheren Untersuchung der deutschen Strafnorm (**Abschnitt E: Der heutige Grundtatbestand**). Hier wird der Grundtatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG anhand verschiedener für die Strafrechtspraxis bedeutsamer Formen der Marktmanipulation illustriert, wobei vielfach die Kontinuität zwischen dem neuen strafrechtlichen Marktmissbrauchsregime und der früheren Rechtslage zu Tage tritt. Einen weiteren thematischen Schwerpunkt bildet auch hier wieder das Merkmal der Preiseinwirkung, das gerade im Bereich der sog. handelsgestützten Marktmanipulation einer zunehmenden Erosion ausgesetzt ist. Die der Preiseinwirkung bislang zugeschriebene Eignung als Abgrenzungskriterium von strafwürdigem und straflosem Verhalten begegnet deshalb zunehmenden Zweifeln.

Im folgenden Abschnitt werden die mit der neu eingeführten Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 WpHG in materieller und prozessualer Hinsicht einhergehenden Änderungen analysiert (**Abschnitt F: Die Verbrechensqualifikation**). Indem der Qualifikationstatbestand strafschärfend u. a. auf die Tätigkeit für kapitalmarktnahe Institutionen abstellt, kommt ein relativ neuartiges Professionsdelikt zum Vorschein. Auch hierdurch verdeutlicht sich paradigmatisch die Schrittmacherfunktion des Kapitalmarktstrafrechts für das Strafrecht insgesamt. Daneben wird sich zeigen, dass die Verbrechensqualifikation die Praxis vor neue Probleme stellt, die in erster Linie strafprozessualen Beschränkungen geschuldet sind. Während es unter der früheren Rechtslage ohne Weiteres möglich und weitverbreitet war, geringfügige Fälle der Marktmanipulation nach den strafprozessualen Opportunitätsvorschriften gem. §§ 153 f. StPO einzustellen, ist dieser pragmatische Lösungsweg im Falle von Verbrechen kategorisch versperrt. Gleichzeitig sind die tatbestandlichen Grenzen der Verbrechensqualifikation denkbar niedrig gesetzt. Zur Wahrung der Verhältnismäßigkeit und zur Vermeidung von Verstößen gegen das Verbot übermäßiger Bestrafungen werden deshalb verschiedene Lösungswege beleuchtet.

Im letzten Abschnitt werden die in dieser Untersuchung gewonnenen Erkenntnisse in einem Resümee und Ausblick zusammengeführt (**Abschnitt G: Das Kapitalmarktstrafrecht als Katalysator neuer Strafrechtsmodelle**). Hier wird insgesamt noch einmal deutlich, dass die Entwicklung des Kapitalmarktstrafrechts nur selten linear verläuft und vielfach durch Brüche und Paradoxien gekennzeichnet ist. Die Arbeit schließt

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

mit einem Ausblick auf das Kapitalmarktstrafrecht als Prototyp des modernen Wirtschaftsstrafrechts und als Katalysator neuer Strafrechtsmodelle.

II. Abgrenzungen und Einschränkungen

Die mit der langjährigen anwaltlichen Tätigkeit des *Verfassers* einhergehende *Déformation professionnelle* führt dazu, dass verschiedenen theoretisch interessanten Grundsatzfragen hier nicht immer der ihnen gebührende Raum gewidmet werden kann. Nachfolgend werden deshalb diejenigen Bereiche benannt, die in dieser Arbeit nicht vertieft untersucht werden sollen.

Hierzu gehört namentlich der Versuch, den facettenreichen Begriff und das Wesen der Marktmanipulation „an sich" definitorisch zu erfassen. An entsprechenden Ansätzen mangelt es in der jüngeren Literatur keinesfalls.[10] Da in der Marktmissbrauchsverordnung und der Marktmissbrauchsrichtlinie aber eine – wenn auch unübersichtliche und sich teilweise überlappende – Definition der Marktmanipulation aufgestellt wird, auf welche der deutsche Blankett-Straftatbestand verweist, kann es hiermit sein Bewenden haben.

Auch die von der Ökonomie entwickelten Theorien zum Funktionieren von Märkten und zum Zustandekommen von Börsenpreisen können hier nur am Rande erörtert werden. Diesbezüglich muss für einen ersten Einstieg auf das noch immer maßgebliche juristische Grundlagenwerk von *Avgouleas* verwiesen werden, in dem die verschiedenen in der ökonomischen Forschung richtungsweisend diskutierten Theorien konzentriert und auch für Juristen gut verständlich dargestellt werden.[11] *Avgouleas* beschreibt nicht nur die verschiedenen von der Ökonomie (meist an nordamerikanischen Universitäten) entwickelten theoretischen Erklärungsmodelle für das Funktionieren von Märkten und die jeweils entwickelten Gegenmodelle, sondern zeichnet auch nach, wie diese Theorien durch die (zunächst ebenfalls meist nordamerikanische) Rechtswissenschaft rezipiert wurden.[12]

---

10 Vgl. *Avgouleas*, The Mechanics and Regulation of Market Abuse, 2005, S. 104 ff.; *Bergþórsson*, What Is Market Manipulation?, 2018, S. 8 ff.; *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), 2006, S. 11 ff.; *Hanslin*, Markt- und Kursmanipulation, 2017, S. 29 ff.

11 *Avgouleas*, The Mechanics and Regulation of Market Abuse, 2005, S. 22 ff.

12 *Avgouleas*, The Mechanics and Regulation of Market Abuse, 2005, S. 156 ff. Aus der jüngeren deutschen kapitalmarktrechtlichen Forschung vgl. etwa *Klöhn*, Ka-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ebenfalls ausgeklammert wird die Frage nach der grundsätzlichen Legitimation einer strafrechtlichen Sanktionierung marktmanipulativer Verhaltensweisen und damit thematisch eng zusammenhängend die Frage nach dem der Strafnorm zugrundeliegenden Rechtsgut. Historisch sah sich die Legitimation strafrechtlicher Bestimmungen gegen Marktmanipulation – in deutlichem Unterschied zu den Insiderdelikten[13] – noch nie grundlegenden Einwänden ausgesetzt[14], wobei Ausnahmen wie so häufig die Regel bestätigen.[15] Eine eingehende Erörterung der Legitimationsfrage[16] mag zwar solange erforderlich gewesen sein, wie es dem deutschen Gesetzgeber überlassen war, sich aus eigener Souveränität für eine Kriminalisierung zu entscheiden (was immerhin ohne Unterbrechung zwischen

---

pitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 57 ff. Zu den Möglichkeiten einer Rezeption der neueren Forschungsrichtung der sog. „Behavioral Law and Economics" in der Strafrechtsdogmatik *Kasiske*, in Bock/Harrendorf/Ladiges (Hrsg.), Strafrecht als interdisziplinäre Wissenschaft, 2015, S. 75, 82 ff.

13 Hier gingen die Meinungen seit je weit auseinander, vgl. ohne Anspruch auf Vollständigkeit einerseits die noch vor der Existenz eines Insiderstraftatbestands angefertigte Dissertation von *Dingeldey*, Insider-Handel und Strafrecht, 1983, der eine Strafbarkeit befürwortete, S. 127 ff., 163 und andererseits die kurz nach Inkrafttreten des WpHG entstandene Arbeit von *Haouache*, Börsenaufsicht durch Strafrecht, 1996, in welcher die strafrechtliche Schutzbedürftigkeit der Rechtsgüter „Funktionsfähigkeit des Sekundärmarktes für Wertpapiere" und „Vertrauen der Anleger" negiert wurde, S. 57 ff., 77. Auch nach der Habilitationsschrift von *Trüg*, Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts, 2014, S. 120 stellt „der Normallfall eines Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG weder ein strafwürdiges noch ein strafbedürftiges Verhalten" dar.

14 Dieser Befund gilt für die Diskussion in Deutschland, vgl. nur *Waßmer*, in Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2022, Vor §§ 119-126 WpHG Rz. 31, wie im Ausland, vgl. etwa *Avgouleas*, The Mechanics and Regulation of Market Abuse, 2005, S. 210: "In general, few objections have ever been raised to the prohibition of market manipulation".

15 Namentlich *Fischel/Ross*, Harvard Law Review 1991, 503, 507 in Hinblick auf die Form der handelsgestützten Marktmanipulation: "In a sharp departure from current law and commentary, we conclude that the concept of manipulation should be abandoned altogether. Fictitious trades should be analyzed as a species of fraud. Actual trades should not be prohibited as manipulative regardless of the intent of the trader." Eine „kritische Analyse der Legitimationsgrundlagen" des deutschen Insiderstrafrechts findet sich bei *Ziouvas*, Das neue Kapitalmarktstrafrecht, 2005, S. 103 ff.

16 Vgl. die eingehende Diskussion bei *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), 2006, S. 87 ff. sowie *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 65 ff., die beide sowohl die Strafwürdigkeit als auch die Strafbedürftigkeit der Marktmanipulation bejahen.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1884 und 2016 der Fall war). Seit Mitte 2016 ist diese Diskussion jedoch in gewisser Weise durch die europäische Entwicklung „überholt", indem der europäische Richtliniengeber den Mitgliedstaaten eine ausdrückliche Pönalisierungspflicht auferlegt hat.

Theoretisch ließe sich die Legitimationsfrage durchaus auf die nächsthöhere europäische Ebene übertragen; auch könnte die Rechtsgutslehre als Maßstab dienen, „um die Angemessenheit der von außen aufoktroyierten Kriminalisierungen zu beurteilen".[17] Allerdings würden derartige Grundsatzdiskussionen eine gewisse Kopflastigkeit mit sich bringen, die mit dem praxisorientierten Ansatz dieser Untersuchung nicht ohne Weiteres in Einklang zu bringen wäre. Deshalb soll hier – ungeachtet der gegen die „Europäisierung" des nationalen Kapitalmarktstrafrechts grundsätzlich vorgebrachten Kritik[18] – keine abstrakte Diskussion der Legitimation der strafrechtlichen Sanktionierung von Marktmanipulation geführt werden. Zu einer Rückausnahme von dieser Einschränkung kommt es freilich, soweit die Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 WpHG betroffen ist. Bei dieser Verbrechensqualifikation handelt es sich um eine europäisch nicht gebotene sog. „richtlinienüberschießende" Umsetzung, weshalb die Untersuchung auf die sich in diesem Zusammenhang nach wie vor stellenden besonderen Legitimierungsfragen in Abschnitt F ausführlicher eingehen wird.

Was in diesem Zusammenhang die Frage des von der Strafnorm geschützten Rechtsguts betrifft, so lassen sich – zugegebenermaßen stark vereinfachend – zwei Pole beschreiben, die das Spektrum der gegenwärtig anzutreffenden Rechtsgutsdiskussion markieren. Paradigmatisch für die eine Seite steht die von *Schünemann* betreute Dissertation von *Schönwälder*. In dieser wird nach einer umfassenden Darstellung und Diskussion des Meinungsstands[19] als geschütztes Rechtsgut in Übereinstimmung mit der

17 So der Vorschlag von *Roxin/Greco*, Strafrecht Allgemeiner Teil, 5. Aufl. 2020, S. 59.

18 Vgl. etwa *C. Schröder*, in ders. (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, S. 6 ff. Die beachtliche Kritik richtet sich weniger gegen die strafrechtliche Sanktionierung der Marktmanipulation an sich, sondern vielmehr gegen den Zustand „des europäischen Marktmissbrauchs-Projekts", den *Schröder* als „trostlos" bezeichnet (S. 19). Kritisch aus italienischer Sicht *Perrone*, European Business Organization Law Review (2020) 21, 379, 385: "results of MAD II may be contrary to the goals that justified its introduction under Article 83(2) of TFEU".

19 *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 51 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

h. M. die „Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes" identifiziert.[20] Am anderen Ende des Spektrums ließe sich demgegenüber etwa ein Referat von *Wohlers* verorten, das u. a. die Frage zum Gegenstand hatte, welche Rolle das Kapitalmarktstrafrecht im Rahmen der Bemühungen um eine verstärkte Kontrolle des Finanzmarkts sinnvollerweise spielen soll und spielen kann.[21] *Wohlers* erhob gegen die tradierte Rechtsgutsbestimmung bei Insiderhandel und Kursmanipulation den grundsätzlichen Einwand, dass „die Überlegungen zum geschützten Rechtsgut an den realen Gegebenheiten der Finanzmärkte vorbeigehen".[22] Er schloss sein Referat mit dem Fazit, dass das Kapitalmarktstrafrecht keinen Rechtsgüterschutz betreibe, sondern Regelungen der Primärrechtsordnung durchsetze.[23] Um auch an dieser Stelle eine zu starke Kopflastigkeit der Arbeit zu vermeiden, wird diese Untersuchung nicht den Versuch einer mehr oder weniger abstrakten Diskussion unternehmen, welcher dieser Positionen in grundsätzlicher Hinsicht ggf. der Vorzug gebührt.[24]

Als Prototyp des modernen Wirtschaftsstrafrechts besteht das Marktmissbrauchsstrafrecht weitgehend aus Blankett-Normen. Beinahe jede Un-

---

20 *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 65; a. A. *Stage*, Strafbare Marktmanipulation während der Aktienemission im engeren Sinne, 2016, nach der das geschützte Rechtsgut „allein das Vermögen des Marktteilnehmers" ist, S. 157, 159 f.

21 *Wohlers*, Auftaktreferat zur 35. Strafrechtslehrertagung 2013 in Zürich, ZStW 125 (2013), 443, 445, vgl. in diesem Zusammenhang auch *Schünemann*, GA 2013, 193, 201 ff.

22 *Wohlers*, ZStW 125 (2013), 443, 463.

23 Ebd., 480.

24 Dementsprechend muss hier auch nicht die Grundsatzfrage thematisiert werden, ob und ggf. inwieweit die (deutsche) Rechtsgutslehre einem schleichenden Bedeutungsverlust unterliegt. Eine ungebrochen starke Bedeutung der Rechtsgutslehre kommt in der Neuauflage des Lehrbuchs von *Roxin* in der Bearbeitung von *Greco*, vgl. *Roxin/Greco*, Strafrecht Allgemeiner Teil, 5. Aufl. 2020, S. 24 ff. zum Ausdruck; demgegenüber ist die österreichische Sicht auf die deutsche Rechtsgutslehre (auch am Beispiel der Marktmanipulation) recht schonungslos beschrieben von *Lagodny*, ZIS 2016, 672 ff., während im spanischen Strafrecht das *bien jurídico* sogar in der Gesetzespräambel ausdrücklich erläutert wird (hierzu näher unten S. 129). Auch ungeachtet derartiger Grundsatzfragen wirken die in manchen Darstellungen des Nebenstrafrechts geführten Rechtsgutsdiskussionen gelegentlich eher wie das abstrakte Abspulen eines Pflichtprogramms, das keinen rechten Bezug zur konkreten Strafnorm erkennen lassen will. Dieser subjektive Eindruck wird bestätigt durch die Beobachtung von *Kubiciel*, ZStW 131 (2019), 1115, 1124, nach der es angesichts der zunehmenden Fragmentierung im Strafrecht schwierig ist, die „hochspezialisierten Teildogmatiken" des Nebenstrafrechts auf die Lehren der Allgemeinen Verbrechenslehre zurückzuführen.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tersuchung von Blankett-Straftatbeständen nötigt zu einem Kompromiss, in welchem Detailgrad die das Blankett ausfüllenden Fachgesetze sinnvollerweise erläutert und beschrieben werden sollen, ohne dabei den strafrechtlichen Schwerpunkt aus den Augen zu verlieren. Angesichts der zum materiellen Marktmissbrauchsrecht schon vorhandenen Fülle von Handbüchern und Kommentarliteratur sowie erster Monografien[25] verfolgt diese Untersuchung bewusst nicht den Anspruch einer enzyklopädisch vollständigen Darstellung aller denkbaren Facetten der Marktmanipulation. Stattdessen konzentriert sie sich auf eine Darstellung derjenigen strukturellen Zusammenhänge, die für das Verständnis der Strafbarkeit in erster Linie bedeutsam sind.

Im Zusammenhang mit der Blankett-Gesetzgebungstechnik ist schließlich daran zu erinnern, dass die Verfassungsmäßigkeit der Strafvorschriften in Hinblick auf ihre (mangelnde) Bestimmtheit mit sehr beachtlichen Argumenten in Frage gestellt wurde. Da allerdings in verschiedenen Entscheidungen des Bundesgerichtshofs die hinreichende Bestimmtheit bestätigt wurde[26] und zuletzt auch das Bundesverfassungsgericht keine Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit der Strafvorschriften erkennen ließ,[27] soll hier von einer nochmaligen abstrakten Darstellung dieser Grundsatzdiskussion abgesehen werden. Stattdessen soll es im Rahmen dieser Arbeit sein Bewenden mit der Prognose haben, dass sich die Grenzen der gesetzlichen Bestimmtheit in der Praxis zunehmend an Einzelproblemen zeigen werden und insoweit das letzte höchstrichterliche Wort zur Frage der fehlenden Bestimmtheit noch nicht gesprochen sein dürfte. Dies gilt etwa für die in der Praxis zu beobachtende Neigung der BaFin, einen strafrechtlichen Tatverdacht unmittelbar unter Verweis auf die Delegierte Verordnung 2016/522 begründen zu wollen, obgleich diese Delegierte

25 *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken gem. Art. 12 MAR, 2020; zur hier ebenfalls auszuklammernden bußgeldrechtlichen Sanktionierung juristischer Personen im neuen Marktmissbrauchsrecht vgl. die gleichnamige Dissertation von *Reinartz*, 2021.

26 So schon in seinem ersten Scalping-Urteil v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 383 f., danach bestätigt durch Urt. v. 16.12.2004 – 1 StR 420/03 (insoweit nicht abgedruckt in BGHSt 49, 381); Urt. v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, Rz. 6 ff. = BGHSt 59, 80, 83 f.; Beschl. v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, Rz. 19 = BGHSt 59, 105, 108 f.; Beschl. v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, WM 2016, 1022, Rz. 14 ff.; Beschl. v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, Rz. 14 und 18 ff. = BGHSt 62, 13, 18 ff.

27 BVerfG, Beschl. v. 3.5.2018 – 2 BvR 463/17, NZG 2018, 831; Beschl. v. 13.6.2018 – 2 BvR 375/17 und 2 BvR 1785/17.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Verordnung vom deutschen Strafgesetzgeber gar nicht in die Kette der Blankettverweisungen aufgenommen wurde.[28]

28 Siehe hierzu unten S. 154.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

B. Tatsächliche Bedeutung der Strafvorschrift

Die strafrechtliche Verfolgung der Marktmanipulation fristete bis zum Jahrtausendwechsel ein Schattenleben („totes Recht"[29]). Nicht zuletzt die bis dahin noch fehlende elektronische Erfassung der Handelsdaten dürfte dafür mitursächlich gewesen sein,[30] dass dem Kapitalmarktstrafrecht insgesamt ein „rechtstatsächliche[s] Mauerblümchen-Dasein"[31] bescheinigt wurde. Dass davon gegenwärtig keine Rede mehr sein kann, zeigen zahlreiche[32] Entscheidungen des Bundesgerichtshofs, die in der amtlichen Entscheidungsdatenbank ab dem Jahr 2000 abrufbar sind und die (auch) den Vorwurf der Marktmanipulation betreffen.[33] Dementsprechend wird dem Delikt der Marktmanipulation heute eine „gewachsene praktische"[34] bzw. eine „hohe, weiterhin steigende"[35] Bedeutung beigemessen.

Dieser Befund deckt sich mit der Beobachtung, dass in den letzten Jahren gleich mehrere (ehemals) namhafte Unternehmen und Unternehmenslenker von aufsehenerregenden Marktmanipulationsvorwürfen betroffen waren, über die in der Wirtschaftspresse ausführlich berichtet wurde. Beispielsweise sprach das Landgericht Stuttgart in einem „der schillerndsten und zugleich wichtigsten wirtschaftsstrafrechtlichen Prozesse der jüngeren Zeit"[36] im März 2016 den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden sowie den ehemaligen Finanzvorstand der Porsche Automobil Holding SE nach fast

---

29 *M. Weber*, NJW 2003, 18, 20.

30 Zu diesem wichtigen Aspekt siehe unten S. 78 ff.

31 *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 24. Dass dieser Befund für die Geburtsjahre der Strafvorschrift relativiert werden muss, wird durch zwei Entscheidungen in der amtlichen Sammlung des Reichsgerichts deutlich, hierzu näher unten bei Fn. 135.

32 Stand Ende April 2021 nicht weniger als ein Dutzend.

33 Die Angabe bezieht sich auf die auf der Homepage des Bundesgerichtshofs (www.bundesgerichtshof.de) unter der Rubrik „Entscheidungen" bereitgestellte externe Datenbank. Die zur Marktmanipulation nachgewiesenen Entscheidungen übersteigen die Anzahl der zu strafbaren Insiderverstößen nachgewiesenen Entscheidungen bei Weitem.

34 *Rübenstahl/Tsambikakis*, in Münchener Anwaltshandbuch Verteidigung in Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 3. Aufl. 2020, § 23 Rz. 17.

35 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 107.

36 *Momsen/Laudien*, ZIS 2016, 646.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sechsmonatiger Hauptverhandlung vom Vorwurf der Marktmanipulation frei.[37] Die beiden Angeklagten waren beschuldigt, im Frühjahr 2008 die Veröffentlichung von mindestens fünf (Presse-)Erklärungen veranlasst zu haben, durch die eine bereits seinerzeit bestehende Absicht der Porsche Automobil Holding SE verschleiert werden sollte, die Aufstockung der Beteiligung am Stammkapital der Volkswagen AG auf 75 Prozent anzustreben.

Die Aktie der Volkswagen AG stand einige Jahre später im Zusammenhang mit dem sog. „Diesel-Skandal" erneut im Fokus einer Anklage wegen Marktmanipulation. Kern des von der Staatsanwaltschaft Braunschweig im September 2019 erhobenen Vorwurfs war die nicht rechtzeitige Information des Kapitalmarkts durch sog. „Ad-hoc-Mitteilungen" über die sich 2015 abzeichnenden erheblichen finanziellen Risiken für das Unternehmen in Form von milliardenschweren Schadensersatzforderungen und Strafzahlungen in den USA. Angeklagt war nicht nur der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Volkswagen AG, sondern auch der noch amtierende Vorstandsvorsitzende sowie der amtierende Aufsichtsratsvorsitzende.[38] Nachdem bei Letzteren im Mai 2020 eine Einstellung des Strafverfahrens gegen Zahlung von jeweils 4,5 Millionen Euro an die Staatskasse gem. § 153a StPO erfolgte, wurde die verbleibende Anklage gegen den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden im September 2020 vom Landgericht Braunschweig unverändert zur Hauptverhandlung zugelassen und das Hauptverfahren eröffnet.[39]

---

37 Das freisprechende Urteil (LG Stuttgart, Urt. v. 18.3.2016 –13 KLs 159 Js 69207/09) ist nicht veröffentlicht. Zunächst hatte das Landgericht nach mehr als einjähriger Prüfung der am 17.12.2012 von der Staatsanwaltschaft Stuttgart erhobenen Anklage die Eröffnung des Hauptverfahrens aus tatsächlichen Gründen abgelehnt, da es eine für eine Verurteilung hinreichende Wahrscheinlichkeit des Nachweises der behaupteten Straftaten mit den vorgelegten Beweismitteln nicht für gegeben hielt. Auf die sofortige Beschwerde der Staatsanwaltschaft traf dann das Oberlandesgericht Stuttgart den Eröffnungsbeschluss vom 18.8.2014 – 1 Ws 68/14 (juris).

38 Dieselben Personen waren in einem weiteren, auf eine Strafanzeige der BaFin aus dem Sommer 2016 zurückgehenden, Ermittlungsverfahren der Staatsanwaltschaft Stuttgart beschuldigt, die finanziellen Konsequenzen der VW-Dieselaffäre für die Porsche Automobil Holding SE als Volkswagen-Konzernmutter dem Kapitalmarkt verspätet kommuniziert zu haben, vgl. *Votsmeier/Murphy*, Dieselaffäre bei Porsche SE: VW-Chef Matthias Müller steht im Fokus der Ermittler, Handelsblatt v. 17.5.2017.

39 Vgl. LG Braunschweig, Strafverfahren wegen des Verdachts der Marktmanipulation Anklage gegen Dr. Martin Winterkorn zugelassen, Pressemitteilung v. 24.9.2020. Mit Beschluss vom 14.1.2021 wurde das Strafverfahren wegen Markt-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Geradezu „filmreif“[40] verliefen die Ermittlungen im Fall des Zahlungsdienstleisters Wirecard AG, mit denen die deutsche Finanzaufsicht ihrer Reputation nachhaltigen Schaden zugefügt hat. Ausgerechnet ein Journalist der Financial Times, der durch seine investigativen Berichte maßgeblichen Anteil an der Aufdeckung des wohl größten[41] Finanzskandals der deutschen Nachkriegsgeschichte hatte, geriet selbst in den Fokus der strafrechtlichen Ermittlungen: Er wurde aufgrund einer Strafanzeige der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) von der Staatsanwaltschaft München I beschuldigt, den Aktienkurs von Wirecard durch seine Berichte künstlich gedrückt und mit sog. Short-Sellern gemeinsame Sache gemacht zu haben. Erst nachdem im Frühjahr 2020 das ganze Ausmaß des Skandals nicht mehr zu leugnen war und sich zeigte, dass die Akteure innerhalb des Unternehmens zu suchen waren, stellte die Staatsanwaltschaft München I das Ermittlungsverfahren gegen den Journalisten gem. § 170 Abs. 2 StPO ein.[42] Nunmehr richteten sich die Ermittlungen –

---

manipulation im Hinblick auf die in einem weiteren Verfahren wegen des Vorwurfs des gewerbs- und bandenmäßigen Betrugs zu erwartende Strafe gem. § 154 Abs. 2 StPO vorläufig eingestellt, vgl. ebenfalls LG Braunschweig, Verdacht der Marktmanipulation – Strafverfahren gegen Prof. Dr. Martin Winterkorn vorläufig eingestellt, Pressemitteilung v. 15.1.2021.

40 Eine Verfilmung mit Christoph-Maria Herbst in der Hauptrolle (Titel: „Der große Fake. Die Wirecard Story“) hatte im Frühjahr 2021 TV-Premiere, die ihrerseits Gegenstand eines Eilrechtsschutzverfahrens war.

41 Größe ist relativ. Jedenfalls in Hinblick auf das Volumen der in Rede stehenden Finanzpositionen dürfte der Wirecard-Skandal einzig übertroffen worden sein vom Kollaps der von der Finanzkrise existentiell betroffenen ehemaligen Hypo Real Estate Holding AG, die im Herbst 2008 in einer konzertierten Rettungsaktion verstaatlicht werden musste. Dass mit der ehemaligen Hypo Real Estate Gruppe und Wirecard ausgerechnet die beiden größten „Schadensfälle“ ihren Sitz in räumlicher Nähe hatten, soll am Rande nicht unerwähnt bleiben. Auch im Fall der Hypo Real Estate wurde von der Staatsanwaltschaft München ein Anklagevorwurf der Marktmanipulation gegen den ehemaligen Finanzvorstand erhoben, der die Liquiditätslage im Rahmen einer Investorenkonferenz „unmittelbar vor der Bereitstellung von umfangreichen Liquiditätshilfen durch Dritte“ falsch dargestellt haben soll, vgl. Staatsanwaltschaft München I, Anklageerhebung in Sachen HRE, Pressemitteilung v. 29.9.2014. Das Strafverfahren wurde in der Hauptverhandlung im September 2017 gegen Geldauflagen eingestellt.

42 Vgl. *M. Arnold*, German prosecutor drops Wirecard investigation into FT reporters, Financial Times v. 3.9.2020. Zur „Ehrenrettung“ der Münchener Staatsanwaltschaft ist freilich darauf hinzuweisen, dass die Wirecard-Aktie in einem früheren Fall offenbar tatsächlich von angeblichen Journalisten „in den Keller geschrieben“ wurde. In diesem Zusammenhang kam es Anfang 2012 zu mehreren Verurteilungen durch das Landgericht München I. Die insgesamt vier Angeklag-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

u. a. wegen des Vorwurfs der bandenmäßigen Marktmanipulation – gegen die früheren Vorstandsmitglieder der Wirecard AG, über deren Vermögen im August 2020 das Insolvenzverfahren eröffnet wurde.

I. Die Verfahrenskonzentration bei der BaFin

Wie aber verhalten sich diese spektakulären Verfahren, die in der öffentlichen Berichterstattung mit so großem Interesse verfolgt werden und deren Auflistung sich fortsetzen ließe, zu den tatsächlichen Fallzahlen der letzten Jahre? Sind derartige Verfahren repräsentativ für die Verfolgungspraxis von BaFin und Staatsanwaltschaften?

Um diese Fragen anhand von objektiven Zahlengrundlagen möglichst repräsentativ zu beantworten, bietet es sich an, sämtliche seit Errichtung der BaFin ab dem Jahr 2002 veröffentlichten Jahresberichte auszuwerten.[43] In den Jahresberichten beschreibt die BaFin ihre Aufsichtstätigkeit in der vergangenen Berichtsperiode. Die unter dem Dach der Wertpapieraufsicht angesiedelte Verfolgung der Marktmanipulation nahm in den Jahresberichten stets breiten Raum ein.[44] Allerdings ist auffällig, dass die Jahresberichte zuletzt von Jahr zu Jahr knapper ausfallen und sich die BaFin in ihren Jahresberichten zuletzt recht wortkarg zeigte.[45]

---

ten (darunter ironischerweise auch zwei Mitarbeiter der „Schutzgemeinschaft für Kleinanleger – SdK") sollen Aktienkurse durch gezielt gestreute Informationen nach oben oder unten getrieben und sich zuvor durch Käufe oder Leerkäufe mit den Papieren eingedeckt und sie später wieder verkauft oder leerverkauft haben. Zu den hiervon betroffenen Unternehmen zählte auch Wirecard, vgl. *Bender*, Marktmanipulation: Erstes Urteil in SdK-Affäre und weiteres Geständnis, Juve v. 13.1.2012.

43 Die Jahresberichte sind über die Homepage der BaFin für jedermann abrufbar. Auch die Jahresberichte der 1994 errichteten Vorgängerbehörde (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, BAWe) sind dort noch verfügbar.

44 In den Jahresberichten des BAWe war der Kursbetrug gem. § 88 BörsG noch nicht erfasst, da die gesetzliche Zuständigkeit des BAWe damals noch auf Insiderverstöße beschränkt war.

45 Das zeigt rein äußerlich schon der stetige Rückgang der Seitenzahlen der Jahresberichte: Hatte der Jahresberichte 2010 im PDF-Format noch einen Umfang von 315 Seiten, war er im Jahr 2020 auf weniger als die Hälfte geschrumpft (156 Seiten im PDF-Format). Dieser Rückgang lässt sich nur teilweise mit der Verlagerung von Aufgaben auf andere Institutionen erklären (namentlich mit den weitreichenden Zuständigkeitsübertragungen auf die EZB im Bereich der Bankenaufsicht). Denn auch qualitativ fielen die Erläuterungen von Jahr zu Jahr knapper aus.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

In methodischer Hinsicht bietet der Umstand, dass die BaFin eine bundesweite Alleinzuständigkeit für die Wertpapieraufsicht hat (vgl. § 6 WpHG) und gem. § 121 WpHG zuständige Verwaltungsbehörde i. S. des § 36 Abs. 1 Nr. 1 OWiG ist, eine gewisse Vollständigkeitsgewähr dafür, dass alle Fälle von potentiell marktmanipulativen Verhaltensweisen – soweit sie bekannt geworden sind – zentral bei der BaFin erfasst werden. Hierfür sorgt auch die in § 7 Abs. 5 BörsG vorgesehene Pflicht der Handelsüberwachungsstelle, die BaFin unverzüglich über Tatsachen zu unterrichten, deren Kenntnis für die Verfolgung von Verstößen gegen das Verbot der Marktmanipulation erforderlich ist.

Darüber hinaus wurde durch die in § 122 WpHG – auch schon nach alter Rechtslage in § 40a WpHG a. F. – gesetzlich vorgesehene Beteiligung der Bundesanstalt ein besonders intensiver und fachspezifischer Rechtsdurchsetzungszusammenhang zwischen Staatsanwaltschaften und Fachaufsicht geschaffen.[46] Dieser Verbund stellt eine weitere Gewähr dafür dar, dass bundesweit alle Strafverfahren, die wegen des Vorwurfs der Marktmanipulation geführt werden, zur Kenntnis der BaFin gelangen und in den Jahresberichten Berücksichtigung finden. So soll die BaFin gem. § 122 Abs. 1 S. 1 WpHG von den Staatsanwaltschaften bereits über die Einleitung eines Ermittlungsverfahrens informiert werden, welches Straftaten nach § 119 betrifft. Der BaFin sind von der Staatsanwaltschaft ferner die Anklageschrift, der Antrag auf Erlass eines Strafbefehls und die Einstellung des Verfahrens mitzuteilen. Schließlich hat die Staatsanwaltschaft die BaFin anzuhören, wenn sie erwägt, das Verfahren einzustellen. Das Gericht ist gem. § 122 Abs. 2 WpHG verpflichtet, der BaFin in einem Verfahren, welches Straftaten nach § 119 betrifft, den Termin der Hauptverhandlung und die Entscheidung, mit der das Verfahren abgeschlossen wird, mitzuteilen. Gemäß § 119 Abs. 3 WpHG ist der Bundesanstalt auf Antrag Akteneinsicht zu gewähren, sofern nicht schutzwürdige Interessen des Betroffenen entgegenstehen oder der Untersuchungserfolg der Ermittlungen gefährdet wird. In der Verwaltungspraxis der Staatsanwaltschaften und Gerichte sind diese Beteiligungs- und Informationsvorschriften in Nr. 25a der Anordnung über die Mitteilungen in Strafsachen (MiStra) abgebildet.

---

46 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 122 Rz. 3. Einen entsprechenden Informationsaustausch zwischen Staatsanwaltschaften und BaFin sehen auch andere Fachgesetze vor, etwa § 60a KWG, § 334 VAG, § 65 ZAG und § 341 KAGB, vgl. *Richter*, in Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, 2019, § 341 Rz. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Angesichts dieser Verfahrenskonzentration bei der BaFin erscheint die Annahme plausibel, dass die weit überwiegende Anzahl der Strafverfahren wegen Marktmanipulation tatsächlich zur Kenntnis der BaFin gelangt und die Jahresberichte insoweit repräsentativ sind. Ob die in den Jahresberichten angegebenen Zahlen annäherungsweise auch die tatsächlichen Fälle von Marktmanipulationen widerspiegeln oder ob insoweit eine erhebliche Dunkelziffer besteht, ist eine eher kriminologische Frage, der hier nicht nachgegangen werden kann.

II. Statistische Auswertung der BaFin-Jahresberichte

Die BaFin-Jahresberichte ab 2002[47] enthalten neben aufschlussreichem Datenmaterial auch umfangreiche textliche Erläuterungen. Für die Zwecke dieser Untersuchung haben die folgenden Daten die stärkste Aussagekraft:

- Zahl der von der BaFin neu eingeleiteten Marktmanipulationsuntersuchungen,
- Zahl der ab November 2004 verpflichtend vorgesehenen Verdachtsmeldungen durch Institute und Betreiber außerbörslicher Märkte, die sich als zentrales Element der Wertpapieraufsicht erwiesen haben,
- Zahl der von der BaFin eingestellten Verfahren,
- Zahl der Abgaben an Staatsanwaltschaften,
- Zahl der Abgaben an das Bußgeldreferat der BaFin,
- Zahl der zum Jahresende noch offenen Untersuchungen,
- Zahl der Einstellungen durch Staatsanwaltschaften sowie
- Zahl der rechtskräftigen gerichtlichen Entscheidungen – aufgeschlüsselt nach Strafbefehlsverfahren, Verurteilung nach Hauptverhandlung und Freispruch.

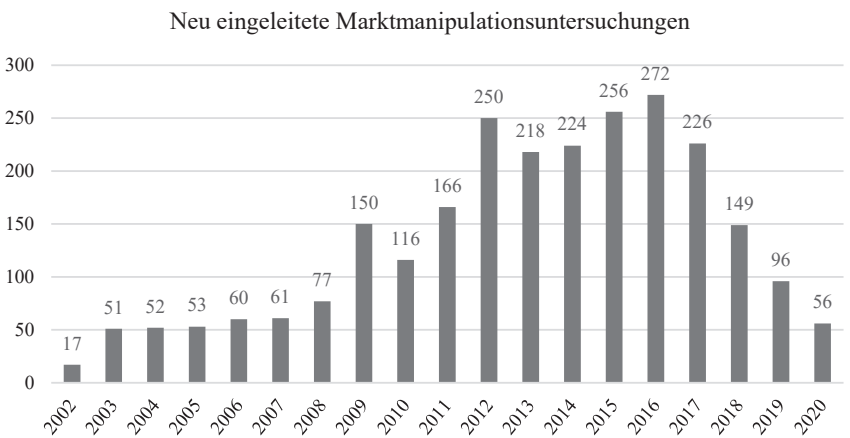
Diese Daten werden in den nachfolgenden Unterabschnitten im Zeitverlauf grafisch dargestellt und analysiert.

47 Der erste Jahresbericht 2002 (Teil A, S. 151 ff.) enthält im Vergleich zu den Folgejahren zwar nur wenige Angaben. Allerdings finden sich in den Jahresberichten 2003 und 2004 auch jeweils Daten für die Vorjahre und damit auch für 2002.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Neu eingeleitete Marktmanipulationsuntersuchungen ab 2002

Bei externen oder internen Hinweisen auf Marktmissbrauch prüft die BaFin zunächst im Rahmen von „Marktmissbrauchsanalysen" (bis 2016 bezeichnet als „Marktanalysen"), ob sich daraus hinreichende Anhaltspunkte für die Eröffnung einer förmlichen Untersuchung ergeben.[48] In einem solchen Fall informiert sich die BaFin etwa bei den beteiligten Instituten, wer wann zu welchen Konditionen Wertpapieraufträge erteilt hat und wie sie ausgeführt wurden und rekonstruiert Ordersituationen mit Hilfe der Daten der Handelsüberwachungsstellen.[49] Die folgende Grafik verdeutlicht die Entwicklung neu eingeleiteter Marktmanipulationsuntersuchungen ab 2002:



Nach anfangs 17 neuen Untersuchungen im Jahr 2002 wurde im Jahr 2016 (mithin im Jahr des Inkrafttretens des neuen Marktmissbrauchsregimes) mit 272 neuen Untersuchungen ein vorläufiger Höchststand erreicht. Seitdem ist – mittlerweile das fünfte Jahr in Folge – ein deutlicher und kontinuierlicher Rückgang neuer Untersuchungen auf zuletzt nur noch 56 zu verzeichnen.

Diese mit dem Inkrafttreten des neuen Marktmissbrauchsregimes ab 2016 zusammenfallende Abnahme der Fallzahlen ist bemerkenswert. Auf den ersten Blick könnte man die Erklärung hierfür in einer strafrechtli-

48 Vgl. zuletzt die Beschreibung des Vorgehens in BaFin, Jahresbericht 2020, S. 85.
49 Vgl. BaFin, Jahresbericht 2003 Teil A, S. 186.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chen Deregulierung durch das neue Marktmissbrauchsregime und in einer weitgehenden Entkriminalisierung vormals verbotener Verhaltensweisen suchen wollen. Diese Erklärung scheidet jedoch schon deswegen aus, weil zwischen alter und neuer Rechtslage nicht nur eine weitgehende strafrechtliche Unrechtskontinuität besteht,[50] sondern das neue europäische Marktmissbrauchsregime tendenziell sogar zu Strafbarkeitsausdehnungen (etwa bei der Versuchsstrafbarkeit) geführt hat. Deshalb müsste man im Gegenteil eher eine Zunahme der Marktmanipulationsuntersuchungen erwarten.

Dementsprechend kann dieser Rückgang nicht dem neuen Rechtsrahmen geschuldet sein. Vielmehr dürfte er ausweislich der BaFin-Jahresberichte „darauf zurückzuführen [sein], dass die BaFin den risikoorientierten Ansatz für die Prüfung von möglichen Sachverhalten des Marktmissbrauchs überarbeitet hat", um sich verstärkt auf die Verfolgung „bedeutender Sachverhalte" von Marktmissbrauch zu konzentrieren.[51] Seit März 2019 wurde dieser „risikobasierte Ansatz" durch die BaFin noch einmal verstärkt: Ist bereits bei der ersten Prüfung eingehender Hinweise erkennbar, dass keine hinreichenden Anhaltspunkte für Marktmanipulation vorliegen, eröffnet die BaFin keine neue Untersuchung, sondern stellt „den Vorgang nun nach einer standardisierten Kurzanalyse vorläufig ein".[52] Mit dieser Praxis setzt sich die BaFin allerdings einem erheblichen Rechtfertigungsdruck aus, zumal wenn sie – ähnlich wie im Fall Wirecard – bei der Identifikation und Verfolgung der wirklich relevanten Fälle vollständig irrt.

---

50 Vgl. zu den Einzelheiten die Darstellung in Abschnitt E.

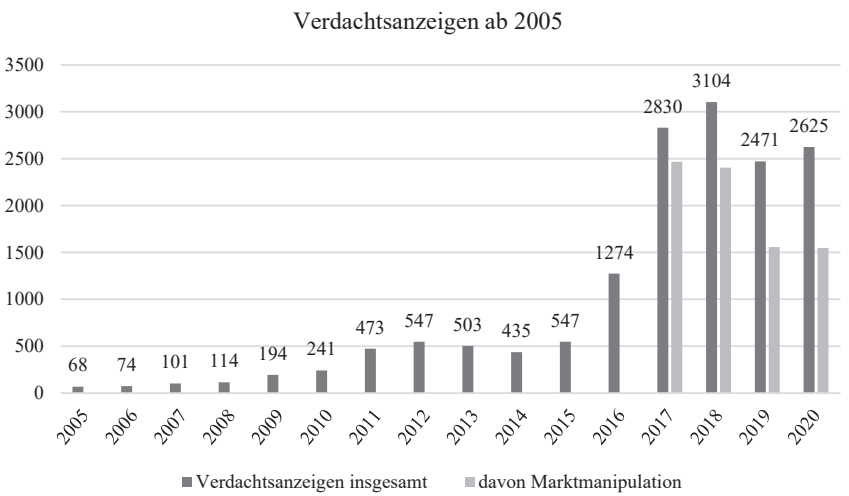
51 BaFin, Jahresbericht 2018, S. 131. Was die BaFin unter bedeutenden Sachverhalten versteht, wird nicht mitgeteilt.

52 BaFin, Jahresbericht 2019, S. 92. Hieran wurde auch im Jahresbericht 2020 festgehalten, vgl. S. 87: „Nicht nur bei den Analysen von Marktmanipulation, sondern auch bei den sich daraus ergebenden Untersuchungen folgt die BaFin einem risikoorientierten Ansatz. Da die Aufsicht sich auf Verstöße mit größerer Relevanz fokussiert, leitete sie 2020 weniger neue Untersuchungen ein als im Jahr davor und erstattete auch weniger Strafanzeigen." Im Bereich der Geldwäscheprävention ist der „risikobasierte Ansatz" schon länger bekannt. So müssen durch die FIU unter einer Vielzahl von Verdachtsmeldungen relevante Treffer identifiziert werden. Durch das Transparenzregister- und Finanzinformationsgesetz v. 25.6.2021 (BGBl. I, 2083) wurde der „risikobasierte Ansatz" allgemein in § 3a Abs. 1 S. 1 GwG verankert, näher hierzu *Bülte*, BMF-Gutachten, Rz. 139 ff. Zu den ggf. einhergehenden strafrechtlichen Risiken der Behördenmitarbeiter unten Fn. 78.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Verdachtsanzeigen ab 2005

Als ein wesentlicher Treiber für die Eröffnung von Marktmanipulationsuntersuchungen haben sich Verdachtsanzeigen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kreditinstituten und Betreibern von außerbörslichen Märkten erwiesen. Diese sind seit November 2004 zur Abgabe einer Anzeige verpflichtet, wenn der Verdacht besteht, dass Geschäfte gegen das Insiderhandels- oder Marktmanipulationsverbot verstoßen. So wurde in etwa die Hälfte der 2015 neu eröffneten Marktmissbrauchsanalysen durch Verdachtsanzeigen nach § 10 WpHG ausgelöst.[53] Auch im Jahr 2018 gingen „die meisten Analysen […] erneut auf Verdachtsmeldungen zurück".[54] Die Entwicklung der Verdachtsanzeigen stellt sich ab 2005 wie folgt dar:



53 BaFin, Jahresbericht 2015, S. 229. Unter dem neuen Marktmissbrauchsregime findet sich die Grundlage für die Verdachtsmeldungen nun direkt in Art. 16 Abs. 2 der Marktmissbrauchsverordnung.

54 BaFin, Jahresbericht 2018, S. 132.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

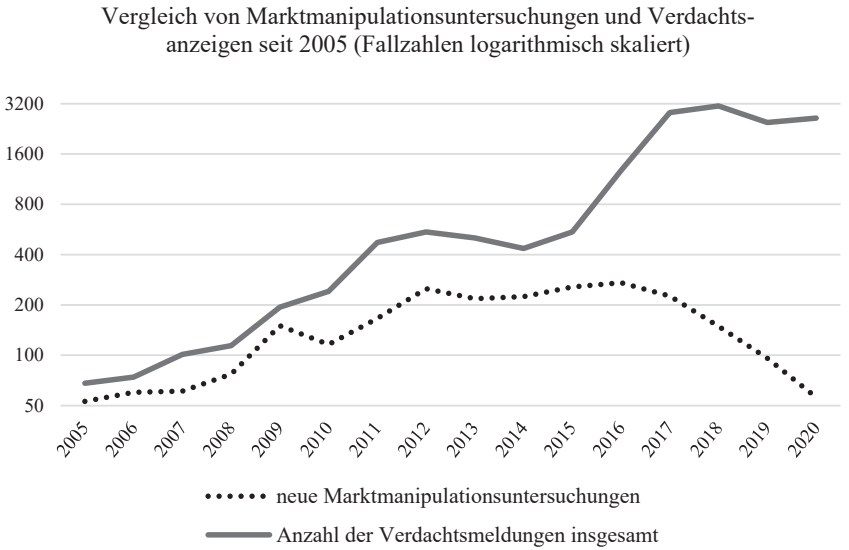
Nach 68 Verdachtsanzeigen im Jahr 2005 hat sich die Anzahl auf über dreitausend im Jahr 2018 vervielfacht. Auch im Jahr 2020 blieb die Zahl „im Vergleich zum vorherigen Jahr auf hohem Niveau konstant".[55] Die in den Jahresberichten bis 2015 enthaltenen Angaben differenzierten noch nicht zwischen Insiderverstößen und Marktmanipulation; eine entsprechende Differenzierung findet sich erst in den Jahresberichten ab 2017 (2.467 Meldungen betreffend Marktmanipulation in 2017).[56] Im Jahr 2018 betrafen 2.404 Meldungen mutmaßliche Marktmanipulationen. Überwiegend ging es dabei um handelsgestützte Manipulationen; darunter waren vor allem abgesprochene Geschäfte und Insichgeschäfte, bei denen Käufer und Verkäufer dieselbe Person sind.[57] Auf die Bedeutung dieser Entwicklung wird im Verlauf dieser Untersuchung zurückzukommen sein.[58] Auch in den Jahren 2019 (1.557) und 2020 (1.547) lag die Zahl der Verdachtsmeldungen betreffend Marktmanipulation im deutlich vierstelligen Bereich.

3. Verdachtsanzeigen und Marktmanipulationsuntersuchungen im direkten Vergleich

Die folgende Abbildung (mit logarithmisch skalierter Darstellung der Fallzahlen) zeigt die Entwicklung der Verdachtsanzeigen und der neu eingeleiteten Marktmanipulationsuntersuchungen seit 2005 im direkten Vergleich:

55 BaFin, Jahresbericht 2020, S. 86.
56 Der ab 2017 erfolgte getrennte Ausweis von Insiderverstößen und Marktmanipulation dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich die Anzeigepflichten ab Mitte 2016 aus Art. 16 der Marktmissbrauchsverordnung ergeben.
57 BaFin, Jahresbericht 2018, S. 132.
58 Siehe unten S. 166.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb



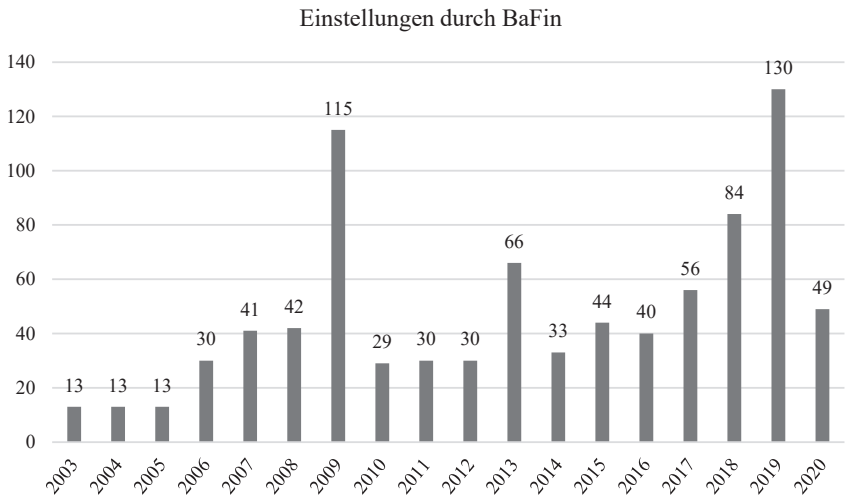
Ab dem Jahr 2005 verliefen beide Kurven eine Dekade lang mit gewissem Abstand mehr oder weniger in gleicher Richtung. Seit dem Jahr 2016 ist hingegen eine deutliche Spreizung zu beobachten: Während sich die Zahl der Verdachtsanzeigen vervielfachte, fiel die Zahl der neuen Marktmanipulationsuntersuchungen gegenüber ihrem 2016 erreichten Höchststand deutlich ab. Angesichts des parallelen fast exponentiellen Anstiegs der Verdachtsanzeigen wäre an sich zu erwarten gewesen, dass die BaFin versucht hätte, die Zahl der Marktmanipulationsuntersuchungen jedenfalls konstant zu halten. Stattdessen ist die Zahl der neuen Marktmanipulationsuntersuchungen gegenüber dem Niveau von 2016 sogar noch einmal sehr deutlich geschrumpft. Dies sollte Anlass für kritische Nachfragen sein, welche Kriterien die BaFin bei der Fokussierung auf die vermeintlich bedeutenderen Sachverhalte anlegt. Hierauf ist im Fazit dieses Abschnitts zurückzukommen.

4. Jährliche Einstellungen durch die BaFin

Sofern sich bei den Marktmanipulationsuntersuchungen die Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Marktmissbrauchsverbote erhärten, erstattet die BaFin eine Anzeige bei der Staatsanwaltschaft. Kann ein Einwirken auf den Börsenpreis des Wertpapiers nicht festgestellt werden, wird der

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Sachverhalt dem intern zuständigen Referat zur bußgeldrechtlichen Bearbeitung übergeben.[59] In den anderen Fällen stellt die BaFin ihre Untersuchung ein. Aus der folgenden Darstellung ergibt sich der Verlauf dieser Einstellungen:



Die Auswertung zeigt, dass die Zahl der Einstellungen bis auf einige statistische Ausreißer[60] über viele Jahre mehr oder weniger auf dem gleichen Niveau verharrte, im Jahr 2019 allerdings einen vorläufigen Höchststand erreichte, hinter dem 2020 deutlich zurückblieb. Zur Erklärung für diese Zunahme heißt es im Jahresbericht 2019, dass die BaFin auch bei den Marktmanipulationsuntersuchungen einen risikoorientierten Ansatz verfolgt. Dies hatte nicht nur zur Folge, dass sie „weniger neue Untersuchungen eingeleitet und weniger Strafanzeigen erstattet als im Jahr davor", sondern auch, dass sie „umso mehr Untersuchungen eingestellt [hat], was unter anderem auf sogenannte technische Einstellungen" zurückzuführen sei.[61]

59 BaFin, Jahresbericht 2003 Teil A, S. 186.

60 Im Jahresbericht 2009 finden sich zu dem deutlichen Anstieg der Einstellungen gegenüber dem Vorjahr keine weiteren Erklärungen.

61 BaFin, Jahresbericht 2019, S. 93 f. Was mit technischen Einstellungen gemeint ist, wird nicht ausgeführt.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

5. Jährliche Abgaben an Staatsanwaltschaften und internes Bußgeldreferat

Bei der Abgabe an die Staatsanwaltschaften zeigte sich von 2002 bis 2015 eine stetige Zunahme auf zuletzt 160 angezeigte Vorgänge und 290 verdächtige Personen.[62] Dem folgte ein signifikanter Abfall auf nur noch 21 Vorgänge betreffend 32 Personen im Jahr 2020.[63] Wie schon bei der Entwicklung der Marktmanipulationsuntersuchungen wird dieser Rückgang wiederum damit erklärt, dass „die Aufsicht sich auf Verstöße mit höherer Relevanz konzentriert".[64]

Die Abgaben an das interne Bußgeldreferat bewegen sich gleichbleibend im niedrigen (meist einstelligen) Bereich. Verglichen mit der Zahl von Bußgeldverfahren, die vom Bußgeldreferat der BaFin wegen sonstiger kapitalmarktrechtlicher Verstöße geführt werden (zu nennen sind insb. Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Transparenzpflichten), sind diese Zahlen gering.[65] Betroffen sein dürften insbesondere solche Fälle, in denen die BaFin zwar einen Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation feststellen konnte, nicht jedoch die für die Verwirklichung des Straftatbestands erforderliche Preiseinwirkung, sodass über das Stadium der Ordnungswidrigkeit nicht hinausgegangen wurde.[66]

---

62 BaFin, Jahresbericht 2015, S. 231.

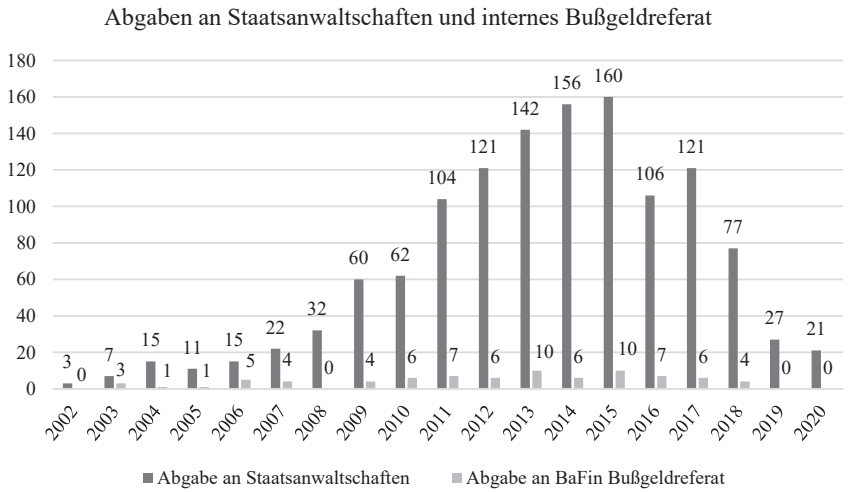
63 BaFin, Jahresbericht 2020, S. 87.

64 Ebd. sowie aus dem Vorjahr BaFin, Jahresbericht 2019, S. 93. Die Kriterien, nach denen sich die höhere Relevanz bestimmen soll, werden leider nicht mitgeteilt. Da es an dieser Stelle nur um eine Beschreibung der Zahlengrundlagen gehen soll, könnte hier allerdings auch keine Diskussion geführt werden, ob und inwiefern derartige Relevanz-Kriterien sinnvoll erscheinen.

65 Nach einer Übersicht von *Canzler/Hammermaier*, AG 2014, 57, 59 betrugen die jährlichen Abgaben der Fachbereiche an das Bußgeldreferat der BaFin in den Jahren 2008–2012 zwischen 299 (2008) und 586 (2012). In den Jahren danach bewegten sich die Zahlen neu eröffneter Bußgeldverfahren in ähnlichen Größenordnungen, vgl. zuletzt BaFin, Jahresbericht 2019, S. 113 (242 neu eingeleitete Bußgeldverfahren).

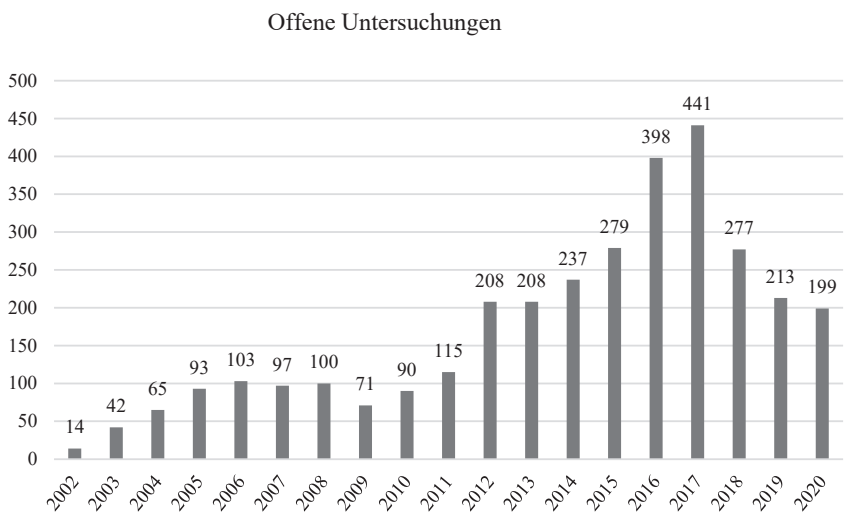
66 Zu den tatbestandlichen Voraussetzungen der Preiseinwirkung unten S. 185 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb



6. Entwicklung der noch offenen Untersuchungen

Die zum Jahresende noch nicht abgeschlossenen (d. h. noch offenen) Untersuchungen wuchsen bis zu einem Höchststand in 2017 (441) stetig an. Seitdem ist ein starker Rückgang zu verzeichnen:



https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Dieser Rückgang korrespondiert einerseits mit der starken Zunahme der Einstellungen (130 im Jahr 2019, vgl. oben unter 4) und andererseits mit der absoluten Abnahme neu eingeleiteter Verfahren (vgl. oben unter 1).

In diesem Zusammenhang ist auf das im europäischen Vergleich schlechte Abschneiden der deutschen Aufsichtspraxis hinzuweisen, das sich in einem Evaluationsbericht der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA) vom Dezember 2019 zeigte.[67] Danach erreichte Deutschland aufgrund der hohen Anzahl noch nicht bearbeiteter („pending/unknown") Verdachtsmeldungen („suspicious transaction and order report", STOR) nur eine vergleichsweise schlechte Einstufung („partial compliance").[68] Da die meisten Untersuchungen auf Verdachtsmeldungen zurückgehen, korreliert eine hohe Anzahl offener Verdachtsmeldungen direkt mit einer hohen Anzahl offener Untersuchungen. Dem BaFin-Jahresbericht 2019 ist nicht zu entnehmen, ob der starke Anstieg der Einstellungen und die Abnahme der neuen Untersuchungen auch durch das Abschneiden im Peer Review beeinflusst wurde. Im Fazit dieses Abschnitts wird darauf zurückzukommen sein.

---

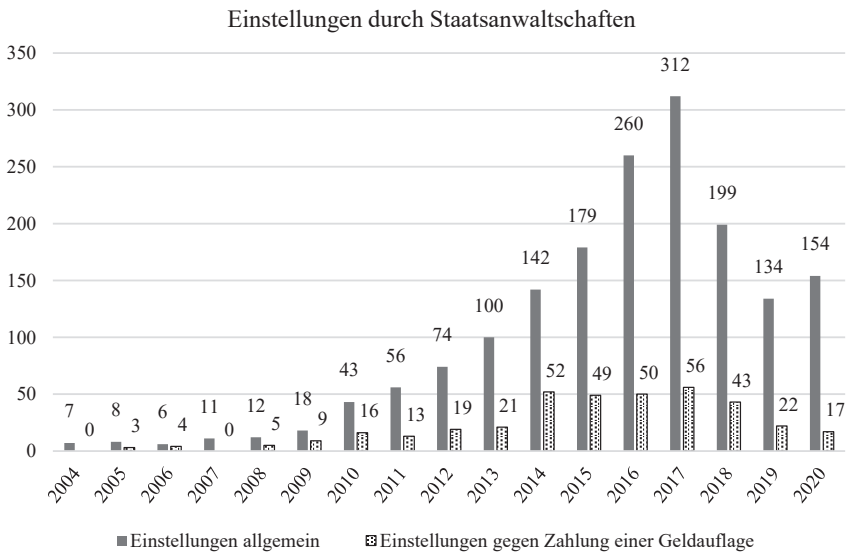
67 ESMA, Final Report. Peer Review on the collection and use of STORs under the Market Abuse Regulation as a source of information in market abuse investigations, Dok. Nr. ESMA42-111-4916, 12.12.2019. In den anderen Bereichen des Peer Reviews schnitt die deutsche Aufsichtspraxis hingegen überdurchschnittlich gut ab.

68 ESMA, Final Report. Peer Review on the collection and use of STORs under the Market Abuse Regulation as a source of information in market abuse investigations, Dok. Nr. ESMA42-111-4916, 12.12.2019, S. 60. Unter Ziff. 243 wird hierzu ausgeführt: "The peer review noted that the total number of pending/unknown STORs compared to the total number of STORs shows a significant increase from 2017 to 2018 (from 5% to 24%). The peer review is concerned by this increase and considers that the high rate of pending STORs could impact on NCAs' ability to investigate market abuse. Half of the NCAs had more than 10% of their STORs still pending or unknown. Among these, 5 NCAs (DE, EE, EL, AT, PL) had a ratio of over 40% in 2018."

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

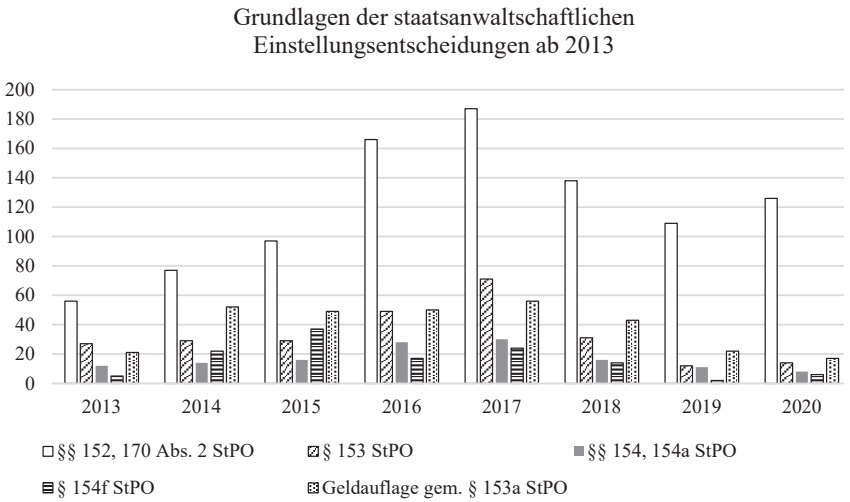
7. Einstellungen durch Staatsanwaltschaften

Während auf Seiten der BaFin erstmals im Jahr 2011 eine dreistellige Anzahl von Abgaben an die Staatsanwaltschaft erfolgte und im Jahr 2015 mit 160 angezeigten Vorgängen ein Höchststand erreicht wurde (vgl. oben unter 5), spiegelt sich diese Entwicklung mit einer entsprechenden zeitlichen Verzögerung von ca. zwei Jahren in den von den Staatsanwaltschaften verfügten Verfahrenseinstellungen wider. Eine dreistellige Einstellungsanzahl wurde erstmals in 2013 und der bisherige Höchststand in 2017 erreicht:



Während bei den Angaben zu den Einstellungsarten anfangs nur zwischen „Einstellungen“ allgemeinen und Einstellungen gegen Geldauflage (§ 153a StPO) differenziert wurde, wird ab dem Jahr 2013 genauer zwischen den verschiedenen gesetzlichen Grundlagen unterschieden, wie sich aus folgender Darstellung ergibt:

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb



Einstellungen wegen mangelnden Anfangsverdachts (§ 152 StPO) oder in Ermangelung eines hinreichenden Tatverdachts (§ 170 Abs. 2 StPO) überwiegen die sonstigen Einstellungsgründe deutlich. Aus den Jahresberichten geht leider nicht hervor, in wie vielen Fällen von den Staatsanwaltschaften Anklagen erhoben oder Strafbefehle beantragt wurden. Diese Angabe wäre insbesondere für die Betrachtung der gerichtlichen Entscheidungen in der Grafik im folgenden Abschnitt von Interesse.

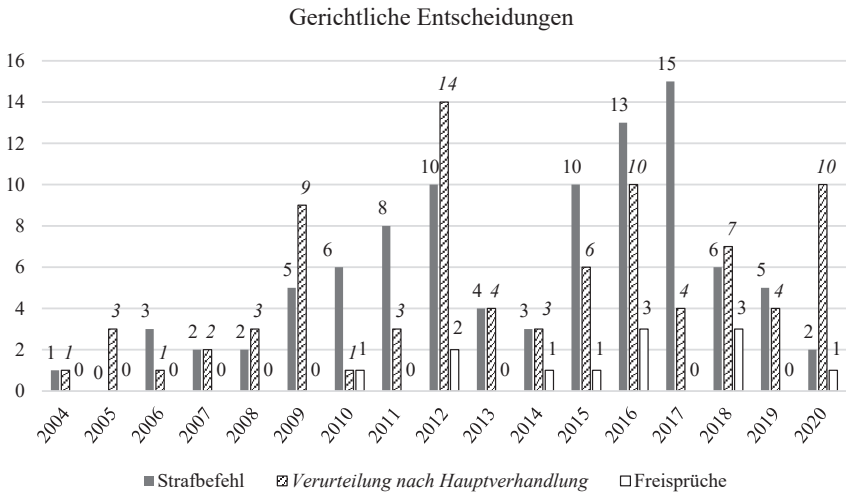
8. Gerichtliche Entscheidungen

Die in der nachfolgenden Grafik angegebenen Werte zu rechtskräftigen gerichtlichen Entscheidungen beziehen sich nicht auf Vorgänge bzw. Sachverhaltskomplexe, sondern auf die Zahl einzelner Personen, gegen die (oder zu deren Gunsten) Verurteilungen (oder Freisprüche) erfolgten. Einen nennenswerten Anteil haben Verurteilungen im Wege des Strafbefehlsverfahrens.

Die Gesamtzahl der gerichtlichen Strafverfahren wegen Marktmanipulation erscheint im Vergleich zur Fallzahl sonstiger Wirtschaftsstraftaten gering. So wurden ausweislich der vom Statistischen Bundesamt vorgelegten Jahresstatistik über die Strafverfolgung im Jahr 2019 allein vor den Amtsgerichten 14.258 Wirtschafts- und Steuerstrafverfahren und Geldwäschede-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

likte erledigt.[69] Vor den Landgerichten fanden erstinstanzlich immerhin 1.121 Wirtschafts- und Steuerstrafverfahren und Geldwäschedelikte ihre Erledigung.[70]



Zwar dürften zahlreiche Verurteilungen in ihrem Ursprung auf Strafanzeigen der BaFin zurückgehen. Diese Strafanzeigen sind aber keinesfalls der einzige ausschlaggebende Faktor. Nach den Erfahrungen des *Verfassers* gehen auch verhältnismäßig viele Anklagen auf eigene Erkenntnisse der Staatsanwaltschaft zurück, die sie im Laufe von Ermittlungsverfahren wegen zum Teil anderer Vorwürfe oder gegen andere Beschuldigte gewinnt. Dies war zuletzt insbesondere bei Verfahren im Zusammenhang mit koordinierten „Scalping"-Vorgängen zu beobachten, die in den vergangenen Jahren vermehrt angeklagt wurden.[71] Selbst wenn diese Verfahren ihren Ursprung in einer Strafanzeige der BaFin haben mögen, ergibt sich die Identität weiterer Beschuldigter in der Praxis häufig erst im Verlauf von staatsanwaltschaftlichen Vernehmungen, indem sich Beschuldigte gestän-

69 Diese Gesamtzahl setzt sich zusammen aus „Wirtschaftsstrafsachen im Sinne des § 74c GVG" (1.102 zuzüglich weiterer 49 über das Internet begangener „Straftaten in Sinne des § 74c Abs. 1 GVG"), „Sonstige[n] Wirtschaftsstrafverfahren" (7.435), „Steuerstrafverfahren" (4.949) und „Geldwäschedelikte[n]" (723), vgl. Statistisches Bundesamt, Jahresstatistik 2019 für den Bereich Rechtspflege (Strafgerichte), S. 20.

70 Die Zahl wird nicht weiter aufgeschlüsselt, vgl. ebd., S. 58.

71 Vgl. hierzu die Nachweise in Fn. 515.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dig einlassen und weitere (den Ermittlungsbehörden bis dahin noch unbekannte) Tatbeteiligte offenbaren.

III. Die Jahresberichte der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde

Neben den Jahresberichten der BaFin besteht eine weitere Quelle für die Bewertung der praktischen Bedeutung der Strafbarkeit der Marktmanipulation in den Verlautbarungen der ESMA. In der Hierarchie der Aufsichtsbehörden ist die ESMA über der BaFin zu verorten. Sie wurde aufgrund einer speziellen Verordnung[72] mit Wirkung zum 1.1.2011 als Rechtsnachfolgerin des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) errichtet, der seinerzeit als Koordinierungsplattform der nationalen Aufsichtsbehörden diente.

Die ESMA ist ein tragendes Element der in den letzten Jahren neugeschaffenen europäischen Aufsichtsarchitektur. In Art. 2 Abs. 1 der ESMA-Verordnung kommt das dadurch zum Ausdruck, dass die ESMA Teil des Europäischen Systems der Finanzaufsicht (ESFS) ist. Dessen erklärtes „Hauptziel" besteht darin, die angemessene Anwendung der für den Finanzsektor geltenden Vorschriften zu gewährleisten, „um die Finanzstabilität zu erhalten und für Vertrauen in das Finanzsystem insgesamt" und für einen ausreichenden Kundenschutz zu sorgen.

Zu den Aufgaben der ESMA gehören insbesondere die Schaffung einer „gemeinsamen Aufsichtskultur", die Sicherstellung einer kohärenten, effizienten und wirksamen Anwendung der in ihre Zuständigkeit fallenden Rechtsakte, die Verhinderung sog. „Aufsichtsarbitrage" zwischen verschiedenen Rechtsordnungen und eine wirksame und einheitliche Beaufsichtigung der Finanzmarktteilnehmer. Zu diesem Zwecke veranstaltet die ESMA „Peer Reviews" der nationalen Aufsichtsbehörden und erstellt Leitlinien und Empfehlungen zu „vorbildlichen Vorgehensweisen". Auch erstellt sie periodische Berichte.

Nach Art. 33 Abs. 1 der Marktmissbrauchsverordnung sind die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden verpflichtet, zu allen von ihnen nach

72 Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den Art. 30 ff. verhängten verwaltungsrechtlichen Sanktionen der ESMA jährlich aggregierte Informationen zu übermitteln. Die ESMA veröffentlicht diese Informationen in einem Jahresbericht (sog. Art. 33-Bericht). Seit Beginn der europaweiten Geltung des Marktmissbrauchsregimes im Juli 2016 sind drei solcher Jahresberichte erschienen.

Der Fokus dieser Art. 33-Berichte liegt indes auf der Ebene der verwaltungsrechtlichen Sanktionen (zu denen in Deutschland namentlich der Bußgeldbereich gehört). Demgegenüber spielt die Ebene des Strafrechts in den Berichten nur eine Nebenrolle. Dies liegt daran, dass eine Berichtspflicht für strafrechtliche Sanktionen nach Art. 33 der Marktmissbrauchsverordnung nur für den Ausnahmefall vorgeschrieben ist, dass der betreffende Mitgliedstaat sich entschieden hat, angesichts bereits bestehender strafrechtlicher Sanktionierung keine gesonderten verwaltungsrechtlichen Sanktionen einzuführen, sondern es bei den Strafvorschriften zu belassen.[73]

Von diesem Wahlrecht haben – neben Deutschland – noch Dänemark, Finnland, Irland und Polen Gebrauch gemacht,[74] weshalb auch nur diese fünf Länder überhaupt zur Übermittlung der Fallzahlen strafrechtlicher Sanktionen verpflichtet sind.

In dem zuletzt für das Jahr 2019 veröffentlichten Art. 33-Bericht wird in diesem Zusammenhang für das Jahr 2019 die Gesamtzahl von 60 strafrechtlichen Sanktionen genannt, die sich auf Deutschland (42) und Polen (18) verteilen. Diese Zahlen sind nicht auf die Marktmanipulation beschränkt, sondern sie erfassen auch strafrechtliche Sanktionen wegen Verstößen gegen die Insiderverbote nach Art. 14 der Marktmissbrauchsverordnung:

---

73 Der nicht leicht verständliche Normtext von Art. 30 Abs. 1 UAbs. 2 S. 1 der Marktmissbrauchsverordnung lautet wie folgt: „Die Mitgliedstaaten können beschließen, keine Regelungen für die in Unterabsatz 1 genannten verwaltungsrechtlichen Sanktionen festzulegen, sofern die in Unterabsatz 1 Buchstaben a oder b genannten Verstöße bis zum 3. Juli 2016 gemäß dem nationalen Recht bereits strafrechtlichen Sanktionen unterliegen.“ In den Berichten der ESMA wird das wie folgt erklärt: “Article 30 (1), second subparagraph, of MAR provides that a Member State could decide to not lay down rules for administrative sanctions where the infringements referred to in the same provision were already subject to criminal sanctions in their national law by 3 July 2016”, vgl. ESMA, Report. Administrative and criminal sanctions and other administrative measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2019, Dok. Nr. ESMA70-156-3537, Ziff. 7.

74 ESMA, Report. Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR, Dok. Nr. ESMA70-145-1081, Ziff. 6.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

> "Overall, 60 criminal sanctions were imposed in 2019 in relation to MAR criminal sanctions to an aggregate value of EUR 5,523,750, heavily driven up by the 42 criminal sanctions imposed in Germany, under Article 14 and 15 of MAR. This represents a significant increase compared to last year's report, where only fifteen criminal sanctions were imposed, for an aggregated amount of EUR 65,650. Only Polish judicial authorities imposed other criminal sanctions on MAR infringements in 2019."[75]

Die Aussagekraft dieser Zahlen wird von dem Bericht unter anderem deshalb relativiert, weil es angesichts der "intrinsic difficulty to demonstrate market abuse, which entails extensive investigations and complex evidence gathering exercises" nicht möglich sei, aus den Zahlen klare Schlussfolgerungen zu ziehen. Auch hänge die Zahl der Sanktionen von den jeweiligen Eigenheiten der Finanzmärkte in den Mitgliedstaaten und dem Marktüberwachungsansatz ab.[76]

Ungeachtet dieser Relativierungen unterstützen diese Zahlen aber die Vermutung, dass die strafrechtliche Verfolgung der Marktmanipulation in Deutschland in den letzten Jahren stark (und im europäischen Vergleich überdurchschnittlich) an Bedeutung gewonnen hat.

IV. *Fazit*

Die Auswertung der BaFin-Jahresberichte belegt ab dem Jahr 2002 bis zum Inkrafttreten des neuen Marktmissbrauchsregimes im Jahr 2016 einen stetigen Aufwärtstrend fast aller hier betrachteten Parameter. Davon betroffen sind nicht nur die Anzahl der von der BaFin neu eingeleiteten Marktmanipulationsuntersuchungen, sondern auch die Abgaben an die Staatsanwaltschaften und ganz besonders die Zahl der bei der BaFin eingegangenen Verdachtsanzeigen. Bei letzteren war – vermutlich als direkte Folge des neuen europäischen Marktmissbrauchsregimes – ab 2016 sogar eine Vervielfachung der Zahlen zu beobachten: Während die BaFin bis dahin im Schnitt rund 500 Verdachtsanzeigen pro Jahr erreichten, hat sich unter dem neuen Marktmissbrauchsregimes die Zahl in etwa verfünffacht. Im Ausgangspunkt trägt diese starke Zunahme der Verdachtsanzeigen die

75 ESMA, Report. Administrative and criminal sanctions and other administrative measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2019, Dok. Nr. ESMA70-156-3537, Ziff. 29.

76 Ebd., Ziff. 18.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Hypothese, dass die Zahl der daraufhin neu eingeleiteten Marktmanipulationsuntersuchungen ebenfalls deutlich hätte ansteigen müssen.

Jedoch ist in den Jahresberichten der BaFin das genaue Gegenteil dokumentiert. Denn in umso stärkerem Kontrast zur Zunahme der Verdachtsanzeigen steht der deutliche Rückgang der neu eingeleiteten Marktmanipulationsuntersuchungen: Gegenüber dem in 2016 erreichten Höchststand von 272 Fällen wurden zuletzt (2020) nur wenig mehr als ein Fünftel (56) neue Untersuchungen eingeleitet. Dementsprechend haben sich auch die Abgabezahlen an die Staatsanwaltschaften signifikant verringert (160 Abgaben im Jahr 2015 gegenüber nur noch 21 im Jahr 2020). Dies wird mit einigem zeitlichen Abstand dazu führen, dass auch die Zahl der gerichtlichen Entscheidungen deutlich abfallen und die Gesamtzahl von Strafverfahren wegen Marktmanipulationsvorwürfen auch in Zukunft überschaubar bleiben wird.

Dieser auffällige Rückgang der Fallzahlen seit 2016 kann unterschiedlich interpretiert werden. So könnte man versucht sein, den Rückgang damit zu erklären, dass das neue europäische Marktmissbrauchsregime die Marktteilnehmer zu mehr Rechtstreue („Compliance") angehalten und damit seinen neuartigen Zweck als Mittel der Normdurchsetzung („law enforcement")[77] erfüllt hätte. Dieser Interpretation steht freilich schon die deutliche Zunahme der Verdachtsanzeigen entgegen. Auch die im Ansatz zu erwägende Erklärung, dass durch das neue Marktmissbrauchsregime die Strafbarkeitsgrenzen im Vergleich zur vorherigen Rechtslage enger gezogen worden wären, was eine Entkriminalisierung vormals strafbarer Verhaltensweisen zur Folge gehabt hätte, erscheint angesichts der weitgehenden Unrechtskontinuität zwischen alter und neuer Rechtslage nicht überzeugend. Schließlich könnte man polemisieren, dass mit dem Auseinanderklaffen von Verdachtsanzeigen und neu eingeleiteten Marktmanipulationsuntersuchungen die Schwächen des europäischen Marktmissbrauchsregimes und des europäisierten Strafrechts zutage treten. Am jetzigen Rechtszustand würde dies allerdings nichts mehr ändern.

Die plausibelste Erklärung für den bemerkenswerten Rückgang der Fallzahlen dürfte somit in dem seit einiger Zeit von der BaFin verfolgten „risikoorientierten Ansatz" zu suchen sein, nach dem sich die BaFin bei der Marktmissbrauchsaufsicht auf die Verfolgung der Verstöße mit größerer Relevanz konzentrieren will. Ob diese Konzentration auf die wirklich wichtigen Fälle der BaFin in Zukunft besser gelingt, als es die an den Tag

77 Hierzu *Vogel*, FS Jakobs, 2007, S. 731, 735 ff. Auf diese Funktion des Kapitalmarktstrafrechts ist im letzten Abschnitt dieser Arbeit zurückzukommen.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gelegten Defizite rund um den Wirecard-Skandal befürchten lassen, bleibt allerdings abzuwarten.

Schließlich liegt auch der Gedanke nicht vollkommen fern, dass die BaFin durch die Drosselung neu eingeleiteter Untersuchungen eine Art aktiver „Bilanzkosmetik" betreiben könnte, um weniger unerledigte Fälle vor sich herzuschieben und so im internationalen Vergleich – etwa in regelmäßigen *Peer-Reviews* der ESMA – besser abzuschneiden. In einem solchen Falle wäre freilich daran zu erinnern, dass § 11 S. 1 WpHG der BaFin die ausdrückliche Pflicht auferlegt, Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat nach § 119 WpHG begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzuzeigen. Das Gesetz sieht insoweit kein Ermessen vor. Vielmehr wäre die Verletzung einer gesetzlichen Anzeigepflicht ihrerseits u. U. geeignet, einen Anfangsverdacht wegen Strafvereitelung im Amt[78] oder wegen Marktmanipulation durch Unterlassen – mit der dann ebenfalls zu prüfenden Verbrechensqualifikation – zu begründen.[79] Die von der BaFin seit einiger Zeit praktizierte Konzentration auf Verstöße von größerer Relevanz dürfte somit eine gewisse Gratwanderung darstellen.[80] Die Praxis sollte deshalb darauf vorbereitet sein, dass in Einzelfällen

---

78 Ein Anschauungsbeispiel für die Strafverfolgungsrisiken, denen sich Bedienstete einer Behörde (Zentralstelle für Finanztransaktionsuntersuchungen – FIU) im Zusammenhang mit der Pflicht zur unverzüglichen Übermittlung von Verdachtsmomenten an die Strafverfolgungsbehörden ausgesetzt sehen können, war im Jahr 2020 Gegenstand der öffentlichen Berichterstattung, vgl. die Antwort der Bundesregierung v. 5.3.2021 auf die kleine Anfrage der FDP-Fraktion, BT-Drs. 19/27346, S. 2: „Seit dem 26. Juni 2017 wurde gegen unbekannte Beschäftigte der Zentralstelle für Finanztransaktionsuntersuchungen (FIU) ein Ermittlungsverfahren wegen des Tatvorwurfs der Strafvereitelung im Amt gemäß § 258a des Strafgesetzbuchs (StGB) eingeleitet. Dies wurde der FIU am 14. Juli 2020 durch die sachleitende Staatsanwaltschaft bekanntgegeben. Hiernach wird unbekannten Beschäftigten der FIU vorgeworfen, in acht Fällen ihrer gesetzlichen Verpflichtung gemäß § 32 Absatz 2 Satz 1 des Geldwäschegesetzes (GwG) nicht nachgekommen zu sein, woraus der strafrechtliche Vorwurf der Strafvereitelung im Amt resultiere. Das Ermittlungsverfahren ist noch nicht abgeschlossen." Zu den strafrechtlichen Risiken überblicksartig *Richter*, in Zentes/Glaab (Hrsg.), GwG, 3. Aufl. 2022, § 32 GwG Rz. 23 ff. sowie detailliert *Lenk*, ZWH 2021, 353 ff.

79 Die in der Praxis zu beobachtende zunehmende Fokussierung auf die Rolle der BaFin zeigt etwa in einer Ausarbeitung der wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestags, Strafrechtliche Konsequenzen einer Verletzung von § 110 WpHG, Ausarbeitung WD 7 - 3000 - 104/20 v. 21.9.2020.

80 Vgl. demgegenüber die 2021 erschienene Dissertation von *Poller*, wonach die BaFin lediglich eine „Vorselektion" betreibt, „indem sie [die BaFin] unter Zugrundelegung ihrer überlegenen Sachkunde beurteilt, ob es sich um potentiell strafrelevantes Fehlverhalten handelt". Dabei gebiete allerdings das „Willkür-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ggf. auch die Frage nach der strafrechtlichen Verantwortlichkeit der BaFin-Bediensteten künftig genauer in den Blick zu nehmen ist.[81] Hierauf ist im vorletzten Abschnitt dieser Arbeit zurückzukommen, der sich mit der neuen Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG befasst, von der auch die Bediensteten der BaFin betroffen sind.[82]

verbot, Anhaltspunkten für einen Marktmissbrauchsverstoß […] auch nachzugehen"; „spätestens mit Erreichen des strafprozessualen Anfangsverdachts" sei das Legalitätsprinzip über § 11 S. 1 WpHG „sinngemäß auch im Verwaltungsverfahren" implementiert, vgl. *Poller*, Aufklärung, Aufsicht und Ahndung. Die BaFin als multifunktionale Kapitalmarktaufsichtsbehörde, 2021, S. 509 f. sowie Fn. 2376.

81 So wurde etwa im Frühjahr 2021 in der Presse über Ermittlungen der Staatsanwaltschaft Frankfurt gegen unbekannte BaFin-Mitarbeiter berichtet, vgl. Spiegel-online v. 13.4.2021: Wirecard-Skandal. Staatsanwaltschaft ermittelt gegen BaFin-Mitarbeiter.

82 Hierzu ausführlich unten S. 221 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

C. Entwicklungslinien

Auch wenn bereits das System der Staatspacht der *Publicani* gegen Ende der römischen Republik manche Ähnlichkeit mit heutigen Börsen gehabt haben mag,[83] gilt als Keimzelle des neuzeitlichen Börsenwesens im Allgemeinen doch der Handel mit Aktien der *Vereenigde Oost-Indische Compaignie* in den Niederlanden des frühen 17. Jahrhunderts.[84] Schon damals kam es zu Verhaltensmustern,[85] die wohl auch nach heutigen Maßstäben als marktmanipulativ gelten könnten.[86] Im darauffolgenden Jahrhundert führte das Platzen der Südseeblase zum ersten Börsencrash der Geschichte,

---

83 Vgl. die Bonner römisch-rechtliche Dissertation von *Malmendier*, Societas Publicanorum, 2002, S. 249 ff. m. w. N.; *dies.*, Roman Shares, in Goetzmann/Rouwenhorst (Hrsg.), The Origins of Value. The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets, 2005, S. 31, 32, 36. *Malmendier* forscht heute an der Universität Berkeley zur Verhaltensökonomie (siehe auch Fn. 321).

84 Zur Entwicklung der Ostindien Gesellschaft und des Amsterdamer Börsenwesens vgl. die Dissertation von *Petram*, The World's First Stock Exchange, 2011. In Deutschland begann der Effektenhandel erst zu Beginn des 19. Jahrhunderts in nennenswertem Umfang, vgl. *Gömmel*, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörsen im 19. Jahrhundert bis 1914, in Pohl (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte, 1992, S. 133, 135. Eine gute überblicksartige Darstellung des aktuellen Forschungsstandes zur deutschen Börsengeschichte und der dabei verfolgten Forschungsansätze findet sich bei *Burhop/Lehmann-Hasemeyer*, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 59 (2018), 1 ff.

85 Beispielsweise gilt der Mitbegründer der Vereinigten Ostindienkompagnie Isaac Le Maire als Erfinder des Leerverkaufs. Zu seiner Person vgl. die zweiteilige Untersuchung durch *van Dillen*, Revue d'Histoire Moderne 1935, 5 ff. und 121 ff., die in englischer Übersetzung durch *Majithia* und *Poitras* abgedruckt ist in Poitras (Hrsg.), Pioneers of Financial Economics: Vol. 1, Contributions Prior to Irving Fisher, 2006, S. 45, 46 und insb. S. 59 („dirty scheme").

86 *Josseph de la Vega* beschreibt in seinem 1688 in spanischer Sprache erschienenen Werk Confusion de Confusiones, bei dem es sich um die erste bekannte Darstellung des (Amsterdamer) Aktienwesens handeln dürfte, in insgesamt vier fiktiven Dialogen zwischen einem Philosophen, einem Händler und einem Aktionär fragwürdige Handelspraktiken, wie etwa das Hochjubeln von Aktien durch das Streuen von Gerüchten. Die Erstausgabe von 1688 wird von verschiedenen Bibliotheken in vollständig digitalisierter Form zum Download bereitgestellt und auch in deutscher Übersetzung immer wieder aufgelegt. Nach der Einschätzung von *Petram*, The World's First Stock Exchange, 2011, S. 187 ff., handelt es sich bei diesen Beschreibungen um bewusst starke Übertreibungen zu literarischen Zwecken.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

an dem das zweifelhafte Gebaren der Spekulanten (sog. „Stock-Jobber") beim Hochjubeln der Südsee-Aktie maßgeblichen Anteil hatte.[87] Zwei beißende Pamphlets von *Daniel Defoe* legen über die Verhältnisse und das Aktienfieber in der Exchange Alley im London des frühen 18. Jahrhunderts literarisches Zeugnis ab.[88]

Die an den frühen Börsen gebräuchlichen Formen der Täuschung und der Manipulation von Kursen wurden auch von anderen Schriftstellern aufgegriffen.[89] So führt die vom Grafen von Monte Christo durch Bestechung eines Telegrafenpostens bewirkte Falschmeldung über die Flucht des spanischen Königs aus französischer Haft zu panikartigen Verkäufen spanischer Anleihen.[90] Es ist nicht belegt, ob *Dumas* sich hierbei an einem konkreten historischen Vorbild anlehnte. Immerhin wurden aber im Londoner Börsenskandal vom Februar 1814 die Kurse auf ähnlich ausgeklügelte Art manipuliert, indem zu einem Zeitpunkt, als sich die Niederlage Frankreichs in den Napoleonischen Kriegen und in der Auseinandersetzung mit Großbritannien bereits abzeichnete, an der Londoner Börse das fingierte Gerücht verbreitet wurde, Napoleon sei gefallen und

---

87 Aus der umfangreichen Literatur zur Südseeblase vgl. die historiografische Darstellung von *Levenson*, Money for Nothing, 2020; *Hoppit*, The Myths of the South Sea Bubble, Transactions of the Royal Historical Society 12 (2002), 141 ff.

88 *Defoe*, The Anatomy of Exchange-Alley: or, A System of Stock-Jobbing, 2. Aufl. 1719, S. 3 f.: "But before I come to the needful ways for restraining those People, I think 'twill be of some Service to expose their Practices to common view […] 'tis a compleat System of Knavery; that 'tis a Trade founded in Fraud, born of Deceit, and nourished by Trick, Cheat, Wheedle, Forgeries, Falshoods, and all sorts of Delusions; Coining false News, this way good, that way bad; whispering imaginary Terrors, Frights, Hopes, Expectations, and then preying upon the Weakness of those, whose Imaginations they have wrought upon, whom they have either elevated or depress'd." Hierzu und zu einem rund 20 Jahre älteren Pamphlet *Levenson*, Money for Nothing. 2020, S. 152 ff. sowie *Annunziata*, At the Early Dawn of the Modern Regulation of Financial Markets. The Villainy of Stock-Jobbers (1701) and The Anatomy of Exchange Alley (1719) by Daniel Defoe, Bocconi Legal Studies Research Paper Series Juni 2020, 1 ff.

89 Hierzu gehört namentlich der Ende des 19. Jahrhunderts als Bd. 18 des Rougon-Macquart Zyklus erschienene Roman Das Geld (*L'Argent*) von *Emile Zolas*, der das Hochtreiben des Kurses der fiktiven „Banque Universelle" und ihren anschließenden Zusammenbruch beschreibt. Weitere Beispiele für das Aufgreifen durch die Literatur finden sich bei *Kuschel/Assmann*, Börsen, Banken, Spekulanten. Spiegelungen in der Literatur - Konsequenzen für Ethos, Wirtschaft und Recht, 2011.

90 *Dumas*, Der Graf von Monte Christo, 61. Kapitel. Dieses Beispiel findet sich auch bei *Stage*, Strafbare Marktmanipulation während der Aktienemission im engeren Sinne, 2016, S. 177 f. (Fn. 12).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Frankreich habe kapituliert.[91] Dass der *Court of King's Bench* damals gegen die Drahtzieher neben Zuchthaus auch auf Ehrenstrafe erkannte,[92] die seit einigen Jahren eine Renaissance[93] namentlich im Kapitalmarktrecht[94] erlebt, ist in diesem Zusammenhang durchaus eine Randnotiz wert. Da hier indes keine Universalgeschichte der Manipulation von Wertpapiermärkten nachgezeichnet werden kann, muss es mit diesen wenigen Streiflichtern auf manipulative Frühformen sein Bewenden haben.

Im Folgenden konzentriert sich die Darstellung auf die geschichtliche Entwicklung in Deutschland. Hier lässt sich die Genese des heutigen Straftatbestands entwicklungsgeschichtlich in drei Phasen beschreiben. Die Anfänge gehen zurück bis in die Gründungsjahre des Deutschen Reichs, als ein neuer Straftatbestand Aufnahme in das Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch fand, der wenig später in das Börsengesetz umgebettet wurde und dort über ein gutes Jahrhundert als sogenannter Kursbetrug seine Heimstatt fand (hierzu sogleich Ziffer I.). Als zweite Entwicklungsphase wird hier die jüngere Gesetzgebungsgeschichte ab ca. 1990 verstanden. Sie ist vor allem eine Geschichte der Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts und der europäischen Strafrechtskonvergenz, die in Form von umsetzungsbedürftigen europäischen Richtlinienvorgaben ihren Anfang nahm (Ziffer II.). Mit der Finanzmarktnovellierung und der Einführung unmittelbar geltenden Verordnungsrechts wurde ab 2016 die dritte und bislang jüngste Evolutionsstufe erreicht (Ziffer III.). In jeder dieser Phasen wird das „kapitalmarktrechtliche Gemeingut"[95], wonach die Kapitalmarktgesetzgebung zu einem großen Teil aus kriseninduzierten Reformgesetzen besteht, seine Bestätigung finden. Das verbreitete Deutungsmuster

---

91 Der anschließende Gerichtsprozess gegen die insgesamt sechs Angeklagten vor dem damaligen Court of King's Bench ist in aller Ausführlichkeit geschildert bei *Gurney*, The Trial of Charles Random de Berenger, 1814. In der zur Tatbegehung benutzten Depesche, deren Inhalt bei *Gurney* auf S. 5 wiedergegeben wird, heißt es: "Bonaparte was overtaken by a party of Sachen's Cossacks, who immediately slaid him, and divided his body between them. General Platoff, saved Paris from being reduced to ashes. The Allied Sovereigns are there, and the white cockade is universal; an immediate peace is certain."

92 Vgl. das bei *Gurney* auf S. 588 ff. wiedergegebene Urteil v. 21.6.1814 (S. 600): "be severally set in and upon the pillory, opposite the Royal Exchange in the City of London, for one hour, between the hours of twelve at noon and two in the afternoon".

93 *Kubiciel*, ZStW 118 (2006), 44.

94 Monografisch *P. Koch*, Naming and shaming im Kapitalmarktrecht, 2019.

95 Vgl. in ihrem Beitrag zu „Wertpapierhandelsrechts-Geschichten" *Fleischer/Chatard*, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 101, 102.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

vom „Wirtschaftsstrafrecht als Krisenphänomen“[96] hat im Kapitalmarktstrafrecht deshalb seine besondere Berechtigung.

I. Die Anfänge: Vom Gründerkrach zum Börsengesetz

Die heutige Strafbarkeit der Marktmanipulation hat ihre historischen Wurzeln in der im Zuge der großen Aktienrechtsreform von 1884 neu geschaffenen Strafnorm des Art. 249d des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuchs (ADHGB). Die Notwendigkeit eines neuen Straftatbestands hatte sich nach dem sog. Gründerkrach[97] von 1873 gezeigt, als sich die bestehenden Strafnormen, namentlich der Betrugstatbestand des Reichsstrafgesetzbuchs, als unzulänglich für die strafrechtliche Bewältigung der zutage getretenen Missstände erwiesen.[98]

1. Die Liberalisierung des Aktienrechts und die Entstehung von Art. 249d ADHGB

Begünstigt wurde der Gründerkrach durch eine nur wenige Jahre zuvor erfolgte weitgehende Liberalisierung des Aktienrechts durch die Aktienrechtsnovelle von 1870: Während das „Actienwesen“ in den deutschen Partikularstaaten schon seit seiner Frühphase durch ein Konzessionssystem geprägt war, wonach die Errichtung einer Aktiengesellschaft der staatlichen Genehmigung bedurfte,[99] vollzog sich mit der Aktienrechtsnovelle

96 Hierzu relativierend *Kubiciel*, JZ 2019, 1116, 1120.

97 Als Gründerkrach wird das jähe Ende eines rasanten Wirtschaftswachstums bezeichnet, das im Zuge der Entstehung des Deutschen Kaiserreichs seinen Anfang nahm und durch erhebliche Reparationszahlungen angeheizt wurde, die Frankreich nach seiner Niederlage im Deutsch-Französischen Krieg von 1870/71 an das Deutsche Reich zu leisten hatte.

98 Vgl. zum Einfluss des Gründerkrachs auf die Strafgesetzgebung aus wirtschaftsgeschichtlicher wie auch aus rechtshistorischer Sicht umfassend *Davies*, Transatlantic Speculations, 2018, S. 127 ff.; *dies.*, Archiv für Sozialgeschichte 56 (2016), 169 ff.

99 Das frühere Konzessionssystem der Partikularstaaten spiegelte sich auch nach Gründung des Deutschen Bundes in Art. 208 S. 1 des ADHGB von 1861 wider: „Aktiengesellschaften können nur mit staatlicher Genehmigung errichtet werden.“ Dabei war gem. Art. 249 ADHGB den Landesgesetzen die Bestimmung vorbehalten, „daß es der staatlichen Genehmigung zur Errichtung von Aktienge-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ein Paradigmenwechsel hin zum sog. Normativsystem.[100] Fortan ergaben sich die Gründungsvoraussetzungen allein aus dem Gesetz – deshalb der Begriff „Normativsystem" – und bedurfte es keiner staatlichen Bewilligung oder Aufsicht mehr.[101]

Durch diese ohne nennenswerte Vorbereitung (wenn auch nicht blindlings[102]) erfolgte allgemeine „Freigabe der Aktiengesellschaften", bei der entgegen der damaligen Übung auch keine nennenswerte wissenschaftliche Diskussion des Gesetzentwurfs stattgefunden hatte,[103] kam es schon bald zu einem schwunghaften Anstieg der Neugründungen.[104] Wildes Spekulationsfieber zeugte von einer bevorstehenden weltweiten Überhitzung der Aktienmärkte.[105] Obgleich das reformierte Aktienrecht von 1870 nicht auf jeglichen Straftatbestand verzichtet hatte[106] und es auch davor schon

---

sellschaften im Allgemeinen oder von einzelnen Arten derselben nicht bedarf." Hiervon hatten namentlich die Hansestädte Gebrauch gemacht.

100 *Schubert*, Vom Konzessions- zum Normativsystem, 2017, S. 1 ff. Eine ausführliche Darstellung enthält auch die Habilitationsschrift von *Schubel*, Verbandssouveränität und Binnenorganisation der Handelsgesellschaften, 2003, S. 151 ff.

101 Vgl. auch § 2 des Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 11.6.1870: „Die Landesgesetze, welche zur Errichtung von Kommanditgesellschaften auf Aktien oder Aktiengesellschaften die staatliche Genehmigung vorschreiben oder eine staatliche Beaufsichtigung dieser Gesellschaft anordnen, werden aufgehoben. Auch treten für die bereits bestehenden Kommanditgesellschaften auf Aktien und Aktiengesellschaften diejenigen Bestimmungen der Gesellschaftsverträge außer Kraft, welche die staatliche Genehmigung und Beaufsichtigung betreffen.", Bundesgesetzblatt des Norddeutschen Bundes 1870, 375, 385. Vgl. hierzu auch die Augsburger Dissertation von *S. Müller*, Aktiengesellschaften des 19. Jahrhunderts, 2018, S. 57.

102 Vgl. Motive zum ADHGB, Verhandlungen des Reichstages des Norddeutschen Bundes, 1. Legislatur-Periode, Session 1870, vierter Band S. 650: „Daß unmittelbar nach Fortfall der Staatsgenehmigung eine Periode des Aktienschwindels eintreten werde, ist eine Befürchtung, die sich ebensowenig begründen als widerlegen läßt. Möglich ist das Eintreten einer solchen Uebergangskrisis allerdings, deren vorübergehende Nachtheile indessen zur Erreichung eines dauernden besseren Zustandes ertragen werden müssen."

103 Vgl. *Schubert*, Vom Konzessions- zum Normativsystem, 2017, S. 12 ff.

104 Zahlenangaben finden sich im Entwurf eines Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7.3.1884; abgedruckt bei *Schubert/Hommelhoff* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 2. Aufl. 1985, S. 408 ff.

105 Vgl. *Davies*, Transatlantic Speculations, 2018, S. 50.

106 Art. 249 ADHGB enthielt fortan eine Strafvorschrift, die sich an die Mitglieder des Aufsichtsrats und des Vorstands richtete. Gem. Art. 249 Ziff. 3 ADHGB wurden sie „mit Gefängniß bis zu drei Monaten bestraft […] wenn sie in ihren Darstellungen, in ihren Uebersichten über den Vermögensstand der Ge-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

einzelne Strafbestimmungen nach Landesrecht gab,[107] äußerte der Abgeordnete *Eduard Lasker*, der auch später noch durch die Aufdeckung des damals größten Eisenbahnskandals ein veritables politisches Beben auslösen sollte,[108] im Reichstag schon ein Jahr vor dem großen Zusammenbruch die Befürchtung, dass bei der Liberalisierung des Aktienrechts eine strafrechtliche Flankierung verabsäumt worden sei:

> „Meine Herren, wir haben vor 2 Jahren ein Gesetz erlassen, welches die Bildung von Aktiengesellschaften freigiebt. Früher war diese Bildung von Aktiengesellschaften an die Koncession geknüpft. Im ersten Jahre dieser jugendlichen Freiheit, zusammentreffend mit einer ganz ungewöhnlichen Bewegung des Geldmarktes, wird mit diesem Gesetze ein Mißbrauch ohne Gleichen getrieben, und ich meine, es wäre damals schon gut gewesen, gleich Vorsichtsmaßregeln anzubringen, um nicht gegenwärtig dem Zugeständniß der Freiheit überhaupt Feinde zu schaffen. So glaube ich namentlich, daß wir übersehen haben, gewisse betrügerische Manipulationen, welche gegenwärtig bei den sogenannten Gründungen gang und gäbe sind, als Betrug in jenem Gesetze bereits zu bezeichnen."[109]

Wenig später kam es zum „Platzen der Blase". Von November 1872 bis November 1875 brachen die Aktienkurse im Schnitt um mehr als ein Viertel ein. Hatte es seit der Aktienrechtsreform allein in Preußen 857 Gesellschaftsgründungen gegeben, waren viereinhalb Jahre später davon 123 liquidiert worden; weitere 37 waren in Konkurs gegangen.[110] Die Folgen waren für zahlreiche Anleger ruinös. Fortan galten Gründer als Verkörperung des Gaunertums.

---

sellschaft oder in den in der Generalversammlung gehaltenen Vorträgen wissentlich den Stand der Verhältnisse der Gesellschaft unwahr darstellen oder verschleiern."

107 In einzelnen Landesgesetzen waren Strafvorschriften vorgesehen, die durch einen Zusatz bereits eine gewisse Ähnlichkeit zum späteren Kursbetrug hatten („um auf den Cours der Actien oder den Credit der Gesellschaft einzuwirken"), vgl. etwa Art. 14 Ziff. 3 des Gesetzes die Einführung des allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuches betreffend, Großherzoglich Hessisches Regierungsblatt 1862, 627, 680.

108 Vgl. *Davies*, Archiv für Sozialgeschichte 56 (2016), 169, 173.

109 Redebeitrag des Abgeordneten *Lasker*, 8. Sitzung des Deutschen Reichstags v. 17.4.1872, Stenographische Berichte, 1. Legislaturperiode, III. Session, S. 81.

110 Zahlenangaben nach *Davies*, Archiv für Sozialgeschichte 56 (2016), 169, 171 dort mit Verweis auf *Ernst Engel*, Die erwerbsthätigen juristischen Personen insbesondere die Actiengesellschaften im preussischen Staate, Berlin 1876, S. 19.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Versinnbildlicht wurde dies etwa in einem beißenden Aphorismus *Rudolf von Jherings* in seinem Opus Magnum „Der Zweck im Recht" von 1877, dem nach populärer Deutung[111] starker Einfluss auf das „Marburger Programm" von *Franz von Liszt* zugeschrieben wird:

> „Unter den Augen unserer Gesetzgeber haben sich die Actiengesellschaften in organisierte Raub- und Betrugsanstalten verwandelt, deren geheime Geschichte mehr Niederträchtigkeit, Ehrlosigkeit, Schurkerei in sich birgt, als gar manches Zuchthaus, nur dass die Räuber und Betrüger hier statt in Eisen in Gold sitzen."[112]

Nur am Rande kann hier darauf hingewiesen werden, dass der Gründerkrach nicht nur als Brandbeschleuniger des Antisemitismus in der Moderne gilt,[113] sondern auch dazu beigetragen haben dürfte, dass sich der in Deutschland bis Mitte des 19. Jahrhunderts (im Unterschied zum Vereinigten Königreich) nur wenig verbreitete Begriff der Korruption[114] zu einem dominanten gesellschaftskritischen Deutungsmuster entwickelte.[115]

---

111 Die Bedeutung der Zwecklehre *Jherings* für das *Lisztsche* Zweckkonzept relativiert *Breneselović* in seiner 2019 abgeschlossenen *Liszt*-Biografie jedoch sehr sorgfältig, vgl. *Breneselović*, Die wissenschaftskritischen Zuordnungen von Franz von Liszt, 2020, S. 300 ff. (Fn. 1180 ff.).

112 *Jhering*, Der Zweck im Recht, 1877, S. 222.

113 Vgl. etwa *Nipperdey*, Deutsche Geschichte 1866-1918, 3. Aufl. 2006, S. 294 ff.; sowie *W. Bergmann*, Geschichte des Antisemitismus, 3. Aufl. 2006, S. 40 ff. Besonders deutlich zeigte sich der Antisemitismus in verschiedenen publizistischen Beiträgen des Journalisten *Otto Glagau*, dessen zahlreiche (vornehmlich in dem seinerzeit auflagenstarken Magazin „Die Gartenlaube" veröffentlichten) Beiträge digitalisiert allgemein im Internet zugänglich sind. Auch *Glagau* widmete sich in diesen Hetzschriften immer wieder den Gründerprozessen, vgl. etwa *Glagau*, Der Börsen- und Gründungs-Schwindel in Deutschland, 1877, S. 20.

114 Vgl. zur geschichtlichen Entwicklung des Korruptionsbegriffs *Engels*, Historische Zeitschrift 2006, 313, 334; *ders.*, Elemente historischer Korruptionsforschung. Ein Essay, in Kretschmer/Zabel (Hrsg.), Studien zur Geschichte des Wirtschaftsstrafrechts. Methoden – Analysen – Kritik, 2018, S. 323 ff.

115 *Davies*, Archiv für Sozialgeschichte 56 (2016), 169, 178. *Engels*, Historische Zeitschrift 2006, 313, 338, verweist in diesem Zusammenhang auf das 1877 erschienene Pamphlet von *Rudolf Meyer*, Politische Gründer und die Corruption in Deutschland. Dort heißt es bspw. auf S. 97: „Mit dem Jahre 1872 beginnt in Deutschland eine zweijährige Gründungs-Raserei, wie sie die Geschichte keines Landes bis dato aufzuweisen hat. Es thaten sich viele Gründergruppen auf, die in der Regel je für sich operirten, gelegentlich jedoch auch mit anderen sich ad hoc, um einen besonders grossen Schwindel loszulassen, vereinigten. Die meisten dieser Gruppen befanden sich nicht in der glücklichen Lage, politische Agenten zu besitzen, konnten also nicht auf die Gesetzgebung oder Verwaltung

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Jedenfalls erwies sich im Zuge der gerade auch mit Mitteln des Strafrechts unternommenen[116] Krisenbewältigung, die bald unter dem Schlagwort der „Gründerprozesse"[117] geführt wurde, das bestehende strafrechtliche Instrumentarium *grosso modo* als unzureichend. Stellvertretend für die zahlreichen Handlungsappelle an den Gesetzgeber sei wiederum *Jhering* zitiert:

> „Welche Sicherungsmaassregeln hier zu treffen wären sowohl durch criminalrechtliche, als privatrechtliche Bestimmungen wie durch Verwaltungsmaassregeln, das anzugehen ist nicht meine Sache, aber dass das bisherige Recht hier eine klaffende Lücke darbietet, das ist eine Überzeugung von mir."[118]

Wenngleich es durchaus zu manchen Anklagen und auch zu Verurteilungen kam, in denen notgedrungen auf den Tatbestand des § 263 RStGB zurückgegriffen wurde,[119] zeigte sich doch insgesamt, dass der Betrugstat-

---

im Interesse ihrer Geschäfte einwirken. Sie beuteten nur das Privatpublikum aus. Je mehr aber solche Gruppen Politiker gewonnen hatten, desto erfolgreicher wurden ihre Unternehmungen, indem sie dieselben auf Staat und Gesellschaft ausdehnten und beide plünderten." Auf S. 201 heißt in einer Art Schlussplädoyer: „Man würde Unrecht haben, wenn man sagen wollte, dass unser Zeitalter, unser Land so faul und corrumpirt sei, wie das Frankreich Ludwig des Fünfzehnten. Aber das wollen wir sagen, und dafür wollen wir einstehen, dass die Corruption unerhörte Dimensionen angenommen hat in Deutschland, seit das System Bismarck daselbst herrscht. Dieses System ist dafür verantwortlich, dass die Deutsche Nation sich der grossen Geschicke nicht würdig gezeigt hat, zu denen sie nach den Kriegen von 1866 und 1870 berufen schien."

116 *Davies* berichtet in ihrer Untersuchung von einer auf Geheiß von Kaiser Wilhelm I. erstellten Übersicht des damaligen preußischen Justizministers Leonhardt, wonach allein beim Berliner Stadtgericht zwischen Anfang 1872 und Oktober 1876 insgesamt 98 einschlägige strafrechtliche Untersuchungen angestrengt worden seien: Von den 58 bereits erledigten Untersuchungen seien 49 eingestellt worden, in acht Fällen habe der Prozess mit einer Verurteilung und in einem Fall mit einem Freispruch geendet. In fünf weiteren Fällen sei es zur Anklage gekommen. Vgl. *Davies*, Archiv für Sozialgeschichte 56 (2016), 169, 174 dort Fn. 27. Es dürfte sich dabei allerdings eher um Fälle von Gründungsschwindel und weniger von Kursmanipulation gehandelt haben.

117 Vgl. die bei *Moeller*, Gründerprocesse. Eine criminalpolitische Studie, 1876 im Anhang wiedergegebenen Gerichtsverfahren.

118 *Jhering*, Der Zweck im Recht, 1877, S. 227.

119 Vgl. *Davies*, Transatlantic Speculations, 2018, S. 128 f. (dort Fn. 4 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bestand in Fällen der vorliegenden Art schnell an seine (Wortlaut-)Grenzen stieß.[120]

Diese Umstände und Rahmenbedingungen führten dazu, dass im Zuge der 1876 begonnenen und 1884 zum Abschluss[121] gebrachten Aktienrechtsreform[122] auch verschiedene spezielle Straftatbestände vorgesehen waren. Schon damals diente das Strafrecht dem Zweck, die als zu weitgehend empfundene Liberalisierung des Aktienrechts aus dem Jahre 1870 zu korrigieren und einzuhegen. Neben zahlreichen weiteren Strafvorschriften, auf die im Rahmen dieser Untersuchung allesamt nicht näher eingegangen werden muss, wurde gem. Art. 249d Ziff. 2 ADHGB „mit Gefängniß bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu zehntausend Mark" bestraft, „wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken". Dieser Straftatbestand wird gemeinhin als Vorläufer des heutigen Tatbestands der strafbaren Marktmanipulation angesehen.[123]

Das Merkmal der Kurseinwirkung, das bis auf den heutigen Tag zur Abgrenzung des strafbaren vom straflosen Verhalten dient, fand bereits in der ersten Gesetzesfassung ausdrückliche Erwähnung im Gesetzeswortlaut.[124] Im Unterschied zur heutigen Rechtslage war die Kurseinwirkung jedoch

---

120 *Moeller*, Gründerprocesse, 1876, S. 13: „Die Heranziehung des Betrugsparagraphen in die Therapie des Gründungswesens ist eine im höchsten Grade gefährliche Massregel. Sie öffnet dem gewerbmässigen Denunciantenthum Thür und Thor, züchtet den straflosen Meineid und trifft mit dem Schuldigen ein Heer von Unschuldigen, deren einziges Vergehen darin besteht, dass sie einer Wahnvorstellung ihrer Zeit sich kritiklos hingegeben." Vgl. hierzu die Besprechung ohne Verfasser, Der Gerichtssaal 1878, 77, 79: „Der Verf. der vorliegenden Schrift […] warnt mit Recht vor der Gefahr, daß die gerechte sittliche Entrüstung nicht die Staatsanwaltschaft zu ihrer Dienerin sich erküre und durch das Strafgesetz eine Abhülfe suche, die an die bösen Zeiten erinnert, in welchen die Justiz dem Hasse gegen die Kornwucherer, Zauberer, Brunnenvergifter ihre Dienste leistete.".

121 RGBl. 1884, 123 ff.: „Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften. Vom 18. Juli 1884."

122 Vgl. zum Gang des Reformvorhabens ab 1876 *Schubert*, in Schubert/Hommelhoff (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 2. Aufl. 1985, S. 1, 13 ff.

123 Vgl. *Altenhain*, in Kölner Kommentar WpHG, 2. Aufl. 2014, § 38 Rz. 12; *Veil*, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 87 f.

124 Noch frühere Erwähnungen fanden sich bis 1870 in hessischen Landesgesetzen, vgl. oben Fn. 107; weitere Partikulargesetze, die bis 1870 auf das Merkmal der Einwirkung abstellten, sind genannt in den Motiven zum ADHGB, Verhandlungen des Reichstages des Norddeutschen Bundes, 1. Legislatur-Periode, Session 1870, vierter Band S. 657.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

als Bezugspunkt der vom Gesetz vorausgesetzten „betrügerischen Absicht" im subjektiven Tatbestand verankert. In objektiver Hinsicht erforderte die Strafnorm von 1884 keinen Einwirkungserfolg „auf den Kurs von Aktien".

Die der Ausgestaltung des Tatbestands zugrundeliegenden Erwägungen wurden in den Gesetzesmotiven sehr viel ausführlicher dargestellt, als dies bei vielen späteren Gesetzesänderungen der Fall war.[125] Zugleich wurden schon damals Argumentationsmuster entworfen, die bis heute nichts von ihrer Aktualität verloren haben.

In allgemeiner Hinsicht wurde konstatiert, dass „die Ausschreitungen auf dem Gebiete des Aktienwesens […] bisher eine nicht ausreichende strafrechtliche Repression erfahren" und die Anwendung der Begriffsbestimmungen des Betrugs auf dem Gebiete des Aktienwesens „versagt" hätten, da es bei der Vielzahl der handelnden Personen „fast stets unmöglich ist, einer bestimmten Person die Verantwortlichkeit für einzelne Akte nachzuweisen".[126] Die Anwendung der strafrechtlichen Begriffe des Betrugs versage dann, wenn der Kurs „durch künstliche, auf Täuschung berechnete Mittel" herbeigeführt werde, „weil die Urheber der künstlichen Kurssteigerung nicht immer die Aktienverkäufer waren oder eine Anzahl Zwischenpersonen mitgewirkt hatten, deren Eingreifen es verhindert, die Vermögensbeschädigung der späteren Aktienerwerber auf die Thätigkeit jener Personen zurückzuführen."[127] Zur Abhilfe sei es erforderlich, dass „der Thatbestand des Betruges zerlegt und schon das betrügerische Manöver an sich ohne Rücksicht auf den nachweisbaren Zusammenhang desselben mit der Schädigung" unter Strafe gestellt werde.[128] Der dementsprechend um die Betrugsmerkmale entkernte Artikel 249d Ziff. 2 richtete sich gegen „Jedermann, der in allgemein gefährdender Weise auf dem Gebiete des Aktienverkehrs Schwindeleien begeht".[129] Mit der Zerlegung des als zu eng empfundenen Betrugsstraftatbestands zeigt sich hier ein wiederkehrendes Muster strafrechtlicher Vorverlagerungstendenzen.

Die Notwendigkeit der Schaffung eines eigenen Tatbestands wurde damit begründet, dass in „dem betrügerischen Einwirken auf den Kurs von Aktien […] ein so gefährlicher Missbrauch des Börsenverkehrs [liege], daß,

125 Eine vergleichbar umfangreiche Begründung enthält der Entwurf des 2. WiKG vom 26.8.1983, BT-Drs. 10/318, S. 44 ff., vgl. dazu unten S. 73 ff.

126 Entwurf eines Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7.3.1884; abgedruckt bei *Schubert/Hommelhoff* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 2. Aufl. 1985, S. 513.

127 Ebd.

128 Ebd.

129 Ebd., S. 516.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wenn ihm nicht Einhalt gethan werden kann, jede Aktiengesetzreform nur geringen Erfolg haben würde."[130] Dabei mussten die Entwurfsverfasser es miteinander vereinbaren, „den schwersten Auswüchsen, wie sie sich in dem Aktienverkehr gezeigt haben, mit Strafe zu begegnen, ohne gleichzeitig in die Freiheit des erlaubten Verkehrs einzugreifen."[131] Die weiteren Erwägungen des historischen Gesetzgebers verdienen es, an dieser Stelle ausführlicher im Wortlaut wiedergegeben zu werden:

> „Der Gesetzgeber kann im Allgemeinen die Umstände nicht beeinflussen, welche für den Kurs der Aktien maßgebend sind. Die einzelnen hierauf einwirkenden Operationen entziehen sich meist jeder Erkennbarkeit und es läßt sich deshalb in vielen Fällen nicht unterscheiden, inwiefern dieselben lauterer oder unlauterer Natur sind. Wohl aber wird der Gesetzgeber verlangen müssen, daß nicht durch Mittel, welche auf Täuschung des Publikums berechnet sind, und zum Zwecke der Ausbeute desselben künstlich ein Kurs für Aktien herbeizuführen gesucht wird, welcher dem durch freie Konkurrenz gebildeten Börsenpreise nicht entspricht, mögen solche Operationen eine künstliche Steigerung oder Minderung des dem wahren Werte entsprechenden Kurses oder die Schaffung eines in Wirklichkeit überhaupt nicht vorhandenen Kurses zum Ziel haben. Mißbräuche dieser Art, deren ausgedehntester Umfang zu vermuthen ist, sind nicht selten an das Licht gezogen; es sind in den strafgerichtlichen Untersuchungen verschiedene Fälle aufgedeckt worden, in denen Scheinkäufe stattgefunden hatten, um nominellen Kursen Eingang in maßgebende Kurszettel zu verschaffen und dadurch bei dem Publikum den Glauben zu erwecken, dass die Kursnotiz den Werth der zum Schein gehandelten Aktien zum Ausdruck bringe. Fälle solcher Art lassen sich ebenfalls schwer als strafbarer Betrug im Sinne des Strafgesetzbuchs behandeln, weil das schadensbringende Geschäft nicht lediglich als Wirkung jener Operationen anzusehen und die geschädigte Person noch ungewiß oder unbekannt ist. Desto mehr erscheint eine besondere strafrechtliche Repression geboten, da aus der Straflosigkeit nicht nur materielle Schädigungen des Publikums und des öffentlichen Kredits hervorgehen müssen, sondern auch eine Schädigung der öffentlichen Moral entsteht. Fremde Gesetzgebungen bedrohen deshalb derartige Manö-

130 Entwurf eines Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7.3.1884; abgedruckt bei *Schubert/Hommelhoff* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 2. Aufl. 1985, S. 516 f.

131 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

> ver mit Strafe. Der Entwurf, welcher ihnen gefolgt ist, sucht einerseits zu vermeiden, dem Börsenverkehr, soweit dessen Manipulationen sich mit der öffentlichen Moral vereinbaren lassen, Fesseln anzulegen und fordert deshalb zum Thatbestand des Vergehens, daß objektiv auf Täuschung berechnete Mittel angewendet sind, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken, und subjektiv vom Thäter beabsichtigt ist, sich oder einem Anderen dadurch einen rechtswidrigen Vermögensvortheil zu verschaffen oder Andere zu benachtheiligen. Um über die Richtung dieser unlauteren Absicht jeden Zweifel auszuschließen, bezeichnet der Entwurf dieselbe in Anlehnung an §. 265 Strafgesetzbuch als ‚betrügerische Absicht', ohne damit die Voraussetzungen des Betrugs erfordern zu wollen."[132]

Entsprechend seiner in Anlehnung an den Betrugstatbestand erfolgten Ausgestaltung[133] wurde der Tatbestand schon bald auch als Kursbetrug bezeichnet. Wenngleich bereits kurz nach seinem Inkrafttreten eine geringe Anwendung des Art. 249d beklagt wurde,[134] fand die Strafbestimmung doch immerhin recht schnell mit zwei Entscheidungen Eingang in die amtliche Sammlung des Reichsgerichts.[135]

---

132 Entwurf eines Gesetzes, betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaften vom 7.3.1884; abgedruckt bei *Schubert/Hommelhoff* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 2. Aufl. 1985, S. 516 f.

133 Einen detaillierten Vergleich von § 88 BörsG und § 263 StGB enthält die Dissertation von *Fichtner*, Die börsen- und depotrechtlichen Strafvorschriften und ihr Verhältnis zu den Eigentums- und Vermögensdelikten des StGB, 1993, S. 63 ff.

134 Vgl. Bericht der neunten Kommission zur Vorberathung eines Entwurfs eines Börsengesetzes vom 24.3.1896, Verhandlungen des Reichstages, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/97, zweiter Anlagenband, S. 1494: „Von mehreren Mitgliedern der Kommission wurde ferner dem Bedauern darüber Ausdruck gegeben, daß, obwohl die Fälle, in denen in betrügerischer Absicht die Kurse von Aktien, insbesondere durch Verbreitung falscher Gerüchte, zu beeinflussen versucht worden sei, nicht selten vorgekommen seien, die Staatsanwaltschaft nur sehr selten die Strafbestimmung in Artikel 249d Ziffer 2 des Handelsgesetzbuchs zur Anwendung gebracht habe; der Grund hierfür liege darin, daß den Organen der Staatsanwaltschaft im Allgemeinen die genügende Kenntniß der Börsenverhältnisse fehle, um die in den öffentlichen Blättern enthaltenen Mittheilungen über die Beeinflussung der Kurse von Aktien durch falsche Gerüchte richtig zu charakterisiren. Es wurde die Erwartung ausgesprochen, daß namentlich die Staatskommissare die Organe der Staatsanwaltschaft energisch bei der Durchführung der in diesem Gesetz enthaltenen Strafbestimmungen unterstützen würden."

135 RG, Urt. des II. Strafsenats v. 21.1.1893 – 3747/92, RGSt 23, 431; Urt. des III. Strafsenats v. 19.5.1892 – 1411/92, RGSt 23, 137.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Regelung des Kursbetrugs im Börsengesetz

Bei der Reform des Aktiengesetzes sah sich der Gesetzgeber noch auf die Regelung von Aktienkursmanipulationen beschränkt. Eine „durch die Natur der Sache gebotene Ausdehnung“[136] des Straftatbestands erfolgte dann durch § 75 des neuen Börsengesetzes vom 22.6.1896.[137] Fortan war der Wortlaut nicht mehr auf den Aktienkurs begrenzt, sondern erfasste „den Börsen- oder Marktpreis von Waaren oder Werthpapieren“. Während im ersten Entwurf des Börsengesetzes noch eine parallele Regelung und ein Fortbestand von Art. 249d Ziff. 2 vorgesehen war,[138] wurde die Norm im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens vollständig aufgegeben.[139] An der in Art. 249d Ziff. 2 vorgesehenen Höchststrafe von einem Jahr wurde nicht mehr festgehalten.[140] In den Motiven wurde in Anbetracht der „gemeinschädlichen Folgen, die eine betrügerische Beeinflussung der Kurse nach sich ziehen kann“, die Notwendigkeit einer besonderen Strafvorschrift hervorgehoben, da „der Thatbestand des vollendeten oder versuchten Betrugs hierbei nicht immer festzustellen sein wird.“[141]

---

136 Entwurf eines Börsengesetzes vom 3.12.1895, Verhandlungen des Reichstages, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/97, erster Anlagenband, S. 32.

137 RGBl., 157 ff. Zur Entstehungsgeschichte des Börsengesetzes von 1896 vgl. die ausführliche Dissertation von *Schulz*, Das deutsche Börsengesetz, 1994.

138 Vgl. E-§ 72 des Entwurfs 3.12.1895: „Wer außer dem Falle des Artikels 249d Ziffer 2 des Handelsgesetzbuchs in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsenpreis von Waaren oder Werthpapieren einzuwirken, wird mit Gefängnis bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu Zehntausend Mark bestraft. Auch kann auch Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden. Sind mildernde Umstände vorhanden, so tritt ausschließlich Geldstrafe ein.“

139 Durch § 81 des Börsengesetzes wurde „der Artikel 249d Ziffer 2 des Handelsgesetzbuches […] aufgehoben“.

140 Vgl. den Bericht der neunten Kommission zur Vorberathung eines Entwurfs eines Börsengesetzes vom 24.3.1896, Verhandlungen des Reichstages, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/97, zweiter Anlagenband, S. 1493: „Von verschiedenen Seiten wurde es für zweckmäßig gehalten, für die betrügerische Beeinflussung der Kurse der Aktien und der sonstigen Werthpapiere und Waaren in diesem Gesetze eine einheitliche Bestimmung zu erlassen. Auch wurden die in dem [ursprünglichen Entwurf des] §. 72 enthaltenen Straffestsetzungen bemängelt und befürwortet, eine Maximalgrenze für die Gefängnißstrafe überhaupt nicht in das Gesetz aufzunehmen und die Maximalhöhe der Geldstrafe auf 15000 M. festzusetzen.“

141 Entwurf eines Börsengesetzes vom 3.12.1895, Verhandlungen des Reichstages, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/97, erster Anlagenband, S. 32.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Bemerkenswert ist das Zwischenfazit der Gesetzgebungskommission zum Gegenstand des vom Tatbestand vorausgesetzten Absichtselements. Danach sollte „es für den Thatbestand dieses Vergehens nicht nothwendig sei[n], daß der Preis bestimmter Waaren oder bestimmter Werthpapiere [in] betrügerischer Weise habe beeinflußt werden sollen." Es genüge bereits die Absicht, die allgemeine Stimmung an den Börsen zu beeinflussen, indem „durch die in dem Paragraphen erwähnten Mittel in betrügerischer Weise überhaupt der Preis von Waaren oder von Werthpapieren habe beeinflußt werden sollen, d. h., wenn es beabsichtigt sei, durch solche Mittel an der Börse oder dem Markte im Allgemeinen eine günstige oder ungünstige Stimmung hervorzurufen."

In dem Kommissionsbericht wird festgehalten, dass dieses weitgehende Verständnis „von den Vertretern der verbündeten Regierungen ausdrücklich als zutreffend bezeichnet und auch von keiner Seite in der Kommission beanstandet" wurde, sondern es vielmehr „die übereinstimmende Ansicht der verbündeten Regierungen und der Kommission sei."[142] Hierdurch verflüchtigte sich der erforderliche Konkretisierungsgrad des Absichtselements nochmals und verlor faktisch jede Umgrenzungsfunktion.

Mit der Novelle des Börsengesetzes von 1908[143] wurden neben einem neuen Ordnungsstrafverfahren wegen verbotener Börsentermingeschäfte auch weitere neue Straftatbestände in das Börsengesetz eingeführt, was auf den Straftatbestand des § 75 jedoch keinen Einfluss hatte. Infolge der Neubekanntmachung des gesamten Börsengesetzes[144] veränderte sich lediglich die vorherige Paragraphenzählung. Fortan war die Vorschrift bei gleichbleibendem Wortlaut in § 88 des Börsengesetzes geregelt. Die strafrechtlichen Bestimmungen des neuen Börsengesetzes waren in den Jahren nach dem Inkrafttreten Gegenstand einer ganzen Reihe juristischer Dissertationen.[145]

Ein relativ weitreichendes – nicht umgesetztes – Reformvorhaben sah der Entwurf eines Deutschen Strafgesetzbuches von 1936 vor. Nach dem Entwurf sollte es nicht länger erforderlich sein, dass der Täter eine Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren beabsichtigt. Es sollte genügen, dass „das von ihm angewendete auf Täu-

142 Vgl. Bericht der neunten Kommission zur Vorberathung eines Entwurfs eines Börsengesetzes vom 24.3.1896, Verhandlungen des Reichstages, 9. Legislaturperiode, IV. Session 1895/97, zweiter Anlagenband, S. 1494.

143 Gesetz, betreffend Änderung des Börsengesetzes vom 8.5.1908, RGBl., 183.

144 Bekanntmachung, betreffend die Fassung des Börsengesetzes vom 27.5.1908, RGBl., 215.

145 Z. B. *Mayer*, Schutzbestimmungen im neuen Börsengesetz, 1909.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schung berechnete Mittel hierzu geeignet ist."[146] In subjektiver Hinsicht erforderte der Entwurf die Absicht, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen. Schließlich sah ein neuer Qualifikationstatbestand Zuchthausstrafe vor, wenn die Tat während eines Krieges gegen das Reich oder bei drohender Kriegsgefahr begangen wurde. Wie auch bei anderen Vorschriften des Nebenstrafrechts sollte die Vorschrift des Kursbetrugs aus dem Börsengesetz in das Kernstrafrecht des StGB überführt werden.

Im Zuge des Ersten Strafrechtsreformgesetzes vom 25.6.1969[147] wurde § 88 BörsG in den Rechtsfolgen an das neue Sanktionssystem des StGB angepasst, ohne dass damit größere inhaltliche Änderungen verbunden gewesen wären.[148]

Durch die mit dem EGStGB von 1974[149] bewirkte Neufassung des § 88 BörsG sollte die Vorschrift übersichtlicher gestaltet und sprachlich verbessert werden.[150] Die Höhe der Strafandrohung wurde – ein bei Strafrechtsänderungen eher seltenes Phänomen – der Regelung in den §§ 399 f. AktG angeglichen und von fünf auf drei Jahre reduziert. Während sich die sonstigen Änderungen tatsächlich auf reine Umstellungen beschränkten (indem etwa der frühere § 88 Abs. 3 BörsG in den neuen § 88 Abs. 1 Nr. 2 BörsG verlegt wurde), bestand ein wesentlicher sprachlicher Unterschied darin, dass anstelle der „betrügerischen Absicht" nunmehr die „Absicht, sich oder einen anderen zu bereichern" vorausgesetzt wurde. Im Gesetzentwurf findet sich zu dieser Änderung keine ausdrückliche Begründung. Zwar hatte *Tiedemann* nur zwei Jahre zuvor in seinem Gutachten zum 49. Deutschen Juristentag festgestellt, dass der Nachweis des Kursbetrugs gem. § 88 Abs. 1 BörsG „durch die weite Fassung des Straftatbestands und

146 Begründung zu E-§ 244 des Entwurfs 1936, abgedruckt bei *Schubert/Regge* (Hrsg.), Quellen zur Reform des Straf- und Strafprozeßrechts, 1990, S. 165 ff.

147 Vgl. Art. 50 Nr. 2, BGBl. I, 645, 670.

148 Aufgrund der Reform des strafrechtlichen Sanktionensystems infolge des 1. StrRG musste die in der bisherigen Fassung von § 88 BörsG vorgesehene Gefängnisstrafe, die nach altem Recht bis zu fünf Jahre betrug (vgl. § 16 StGB a. F.), an das neue Rechtsfolgensystem angepasst werden. In der geänderten Fassung des § 88 BörsG wurde der bestehende Strafrahmen durch Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren und Geldstrafe in der Sache bestätigt.

149 BGBl. I, 469, 570. Die Begründung findet sich freilich im Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes vom 5.2.1973, BT-Drs. 7/101, S. 13.

150 Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes vom 5.2.1973, BT-Drs. 7/101, S. 13.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

durch das Erfordernis der ‚betrügerischen Absicht' erschwert" sei.[151] Es deutet aber nichts darauf hin, dass der Gesetzgebungsentwurf schon an dieser Stelle diese grundsätzliche Kritik *Tiedemanns* aufgreifen wollte. Vermutlich war die Änderung lediglich auf den durch das 2. StrRG vom 4.7.1969[152] eingeführten § 41 StGB zurückzuführen, der bei Handeln mit Bereicherungsabsicht neben der Freiheitsstrafe auch ohne ausdrückliche Anordnung die Verhängung einer Geldstrafe gestattet. Da die Gesetzesbegründung ausdrücklich darauf abstellte, dass die bis dahin angedrohte kumulative Geldstrafe neben der Freiheitsstrafe vor dem Hintergrund des § 41 StGB entbehrlich sei,[153] liegt es nahe, dass durch das Abstellen auf die Bereicherungsabsicht die Kette zu § 41 StGB geschlossen werden sollte.

3. Reform von 1986 als Schlusspunkt autonomer Strafgesetzgebung

Substantielle inhaltliche Änderungen erfuhr die Strafnorm durch das Zweite Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität (2. WiKG) vom 15.5.1986.[154] Der bis dahin in § 88 Abs. 1 Nr. 2 BörsG geregelte „Prospektbetrug" ging im neugeschaffenen Straftatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB) im Kernstrafrecht auf, sodass sich § 88 BörsG fortan auf die „unredliche Preisbeeinflussung" beschränkte.[155]

Die Einflüsse der vom Bundesjustizministerium eingesetzten Kommission zur Reform des Wirtschaftsstrafrechts sind der Begründung des Gesetzgebungsentwurfs an vielen Stellen anzumerken. Besonders deutlich kommt dies dadurch zum Vorschein, dass der Gesetzgebungsentwurf ausdrücklich zum Rechtsgut des § 88 BörsG Stellung bezog. Während das Rechtsgut des neuen Tatbestands des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB) im „Funktionieren des Kapitalmarktes" gesehen wurde, stehe „bei § 88 BörsG allgemein die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an

151 Aus diesem Grund bestand sein Reformvorschlag darin, „in Anlehnung an die US-Gesetzgebung und an das neue französische Recht […] die bisherige generalklauselartige Weite [zu] verlassen und typische Mißbrauchshandlungen (wie Leerverkäufe, Scheingeschäfte usw.) ausdrücklich [zu] umschreiben.", vgl. *Tiedemann*, Gutachten C zum 49. Deutschen Juristentag 1972, C 82.

152 BGBl. I, 717.

153 Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes vom 5.2.1973, BT-Drs. 7/101, S. 13.

154 BGBl. I, 721, 725.

155 Vgl. Gesetzentwurf, BT-Drs. 10/318, S. 45.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Börsen und Märkten mit ihrer für das gesamte Wirtschaftsleben weitreichenden Bedeutung im Vordergrund".[156]

Durch den Verzicht auf die Bereicherungsabsicht wurde die stark überschießende Innentendenz abgeschwächt;[157] die Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis blieb aber nach wie vor subjektives Tatbestandselement. Während die Bereicherungsabsicht nach den Vorschlägen der Kommission zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität beibehalten werden sollte, folgte der Gesetzgeber dieser Empfehlung nicht. Die Zuverlässigkeit der Börsen- und Marktpreisbildung sei ein Schutzgut von so erheblichem Rang, dass bereits die vorsätzliche tatbestandsmäßige Verletzung „strafwürdiges Unrecht unabhängig von einer Bereicherungsabsicht" darstelle.[158]

In „Übereinstimmung mit den Empfehlungen der Kommission zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität" wurde die bisherige generalklauselartige Tatbestandsfassung in § 88 Abs. 1 Nr. 2 BörsG verschoben, während § 88 Abs. 1 Nr. 1 BörsG „die typischen Mißbrauchshandlungen durch eine konkret herausgestellte Tathandlung" bezeichnete.[159] Die Beibehaltung der bisherigen generalklauselartigen Tatbestandsfassung in § 88 Abs. 1 Nr. 2 BörsG war der Sorge geschuldet, dass durch eine ersatzlose Streichung ungerechtfertigte Strafbarkeitslücken entstehen könnten. Der Entwurf äußerte allerdings die Erwartung, „daß der erhöhte Unrechtsgehalt des in Nummer 1 beschriebenen Verhaltens sich auf die Auslegung der in Nummer 2 erwähnten auf Täuschung berechneten Mittel im Sinne einer Einengung auswirkt".[160]

Um „denkbare Bagatellfälle" bereits aus dem objektiven Tatbestand auszuscheiden, sollten nur „solche unrichtige Angaben tatbestandsmäßig sein, die für die Bewertung erheblich sind."[161] Ob die Angaben für die

156 Gesetzentwurf BT-Drs. 10/318, S. 45; ebenso deutlich auf S. 46: „Die zuvor beschriebenen Tathandlungen erfüllen den Tatbestand nur, wenn sie den Zweck der Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis verfolgen. In diesem finalen Element wird das in der Einleitung erwähnte Schutzgut des § 88 BörsG deutlich: Es geht um die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung und damit erst mittelbar auch um den Schutz des Kapitalanlegers."

157 Der Gesetzentwurf schlug vor, „im subjektiven Tatbestand bei der ungewöhnlichen Häufung von subjektiven Merkmalen die Anforderungen zu senken, dafür jedoch dem objektiven Tatbestand schärfere Konturen zu geben", BT-Drs. 10/318, S. 13.

158 Gesetzentwurf, ebd., S. 46.

159 Gesetzentwurf, ebd., S. 45.

160 Gesetzentwurf, ebd., S. 45 f.

161 Gesetzentwurf, ebd., S. 46.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Bewertung vorteilhaft oder nachteilig sind, wurde nach dem Entwurf hingegen als unmaßgeblich angesehen, da eine Beeinflussung des Börsen- oder Marktpreises in beiden Fällen in Betracht komme, indem „die unrichtigen Angaben in dem einen Falle zu einem größeren Kaufangebot und damit zu einem Ansteigen des Preises führen können, während in dem anderen Falle ein übermäßiges Verkaufsangebot und damit eine Preissenkung ausgelöst werden kann".[162] Zudem wurde eine Unterlassungsvariante eingeführt, die im Verschweigen von bewertungserheblichen Umständen entgegen bestehenden Rechtsvorschriften bestand. Ungeachtet dieser Änderungen blieb die Strafvorschrift des Kursbetrugs bis zur Jahrtausendwende praktisch weitgehend bedeutungslos.[163]

II. Der Übergang: Richtliniengetriebene Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts

Während in der soeben beschriebenen ersten und längsten Entwicklungsphase die Strafbarkeit auf nationalen Gesetzgebungsinitiativen beruhte, ist die jüngere Gesetzgebungsgeschichte nicht nur eine Geschichte europäischer Rechtsharmonisierung insgesamt, sondern insbesondere eine Geschichte der Europäisierung des Strafrechts.[164]

---

162 Gesetzentwurf, BT-Drs. 10/318, S. 46.

163 *Benner*, ehemaliger Staatsanwalt und ab 1997 als Staatskommissar Leiter des Referats Aufsicht über den Präsenzhandel der Frankfurter Wertpapierbörse, mithin ein intimer Kenner der damaligen tatsächlichen Verhältnisse, hielt noch in einem im Jahr 2000 in erster Auflage erschienenen Praktikerhandbuch fest: „Die strafbare Kursmanipulation hat bislang keine Bedeutung. […] Entscheidungen zu § 88 BörsG sind bislang praktisch nicht ergangen. 1996 erließ das Amtsgericht München einen Strafbefehl, der bislang keinen Eingang in die Literatur gefunden hat. Bei der Staatsanwaltschaft Frankfurt liegen (im Februar 1999) insgesamt 4 Strafanzeigen der hessischen Börsenaufsichtsbehörde mit dem Vorwurf der Kursmanipulation vor […] Der Grund für dieses Schattendasein ist nicht in einer absolut sauberen Kursbildung zu sehen. Die Ursache lag in erster Linie an den bis 1995 spurenlos abgewickelten Börsengeschäften.", *Benner*, in Wabnitz/Janovsky (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 2000, 4. Kapitel Rz. 28.

164 Zur Entwicklung des Wirtschaftsstrafrechts unter dem Einfluss des Europarechts vgl. den gleichnamigen Beitrag von *Dannecker/Bülte*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 2. Kapitel Rz. 4 ff. Zeitgenössische Darstellungen des jeweiligen Diskussionsstandes einer europäischen Strafrechtsharmonisierung finden sich (in absteigender Reihenfolge) bei *Satzger*, Die Europäisierung des Strafrechts, 2001,

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die Finanzmarktregulierung im Allgemeinen und das Kapitalmarktrecht im Besonderen stehen paradigmatisch für eine stetige Europäisierung von weiten Teilen des national anwendbaren Rechts, bei der die überwiegende Anzahl der vom nationalen Normgeber erlassenen Finanzmarktgesetze nur mehr der Umsetzung europäischer Richtlinien und anderer Vorgaben dient. So gut wie alle Gesetzeswerke, die heute das regulatorische Feld für die Finanzbranche abstecken, setzen in mehr oder weniger starker Ausprägung europäische Vorgaben um: Hierzu gehören im Bereich der Banken und Finanzdienstleistungsinstitute das Gesetz über das Kreditwesen (KWG) sowie das Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG), im Investmentbereich das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), im Versicherungswesen das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) sowie insbesondere das im Mittelpunkt dieser Untersuchung stehende Wertpapierhandelsgesetz.

Einige der soeben genannten Gesetzeswerke können auf eine verhältnismäßig lange gesetzgeberische Tradition nationaler Vorgängerregelungen zurückblicken,[165] auch wenn ihre heutigen Inhalte im Wesentlichen durch europäische Vorgaben geprägt sind. Andere Finanzmarktgesetze verdanken ihre Existenz ausschließlich europäischen Impulsen. Zu letzterer Kategorie gehört insbesondere das Wertpapierhandelsgesetz von 1994, das (fast einhundert Jahre nach dem Börsengesetz von 1896) als Artikel 1 des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes[166] erlassen wurde. Es diente von Anfang an dem Zweck, der europäischen Harmonisierung des Kapitalmarktrechts Rechnung zu tragen.

Als Geburtsstunde der europäischen Harmonisierung des Kapitalmarktrechts gilt gemeinhin der Bericht einer – nach ihrem Vorsitzenden *Claudio Segré* benannten – Expertenkommission, der 1966 unter dem englischen Titel „The Development of a European Capital Market"[167] veröffentlicht wurde. Die dort unterbreiteten Vorschläge wurden, zunächst auf dem

---

S. 151 ff.; *Sieber*, ZStW 103 (1991), 957 ff.; *Jung/Schroth*, GA 1983, 241 ff.; *Johannes*, ZStW 83 (1971), 531, 562 ff.; *Vogler*, ZStW 79 (1967), 371, 386 ff.

165 Ebenso wie das BörsG entstammt der Vorläufer des VAG der Kaiserzeit, vgl. Gesetz über die privaten Versicherungsunternehmungen v. 12.5.1901, RGBl., 139. Auch das Reichsgesetz über das Kreditwesen wurde bereits im Jahr 1934 erlassen, vgl. Reichsgesetz über das Kreditwesen vom 5.12.1934, RGBl. I, 1203. Vgl. auch *Grundmann*, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 5.

166 Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26.7.1994, BGBl. I, 1749.

167 Englischer Untertitel: „Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission", EWG-Kommission, Bericht der Segré-Kommission, 1966.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Gebiet des Börsenrechts, durch verschiedene Richtlinien ab den späten 1970er Jahren aufgegriffen.[168] Zu einem weiteren Harmonisierungsschub kam es im folgenden Jahrzehnt auf dem Gebiet des Wertpapierrechts mit der sog. Transparenzrichtlinie[169] und der sog. Insiderrichtlinie,[170] die zusammen mit der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie[171] maßgeblichen Einfluss auf die Schaffung des WpHG hatten.

Die Insiderrichtlinie verpflichtete die Mitgliedstaaten unter anderem zum Erlass eines Verbots, nach welchem es dem in der Richtlinie näher bestimmten Kreis von Insidern untersagt war, unter Ausnutzung der Insider-Informationen Wertpapiere für eigene oder fremde Rechnung zu erwerben oder zu veräußern.[172] Die Entscheidung über die Art der Sanktionierung von Zuwiderhandlungen war nach Art. 13 der Insiderrichtlinie jedem Mitgliedstaat mit der Maßgabe überlassen, dass Sanktionen einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Vorschriften darstellen sollten. Durch die Trennung des Verbotstatbestands von der Rechtsfolge einer Verbotsverletzung hatte man weder einen Straftatbestand geschaffen noch überhaupt den Begriff der Strafe verwendet. Gleichwohl war dem nationalen Gesetzgeber der Einsatz des Strafrechts als „politische Option"[173] eröffnet, und auch tatsächlich war in so gut wie allen Mitgliedstaaten eine Kriminalisierung zu beobachten.[174]

---

168 Vgl. den geschichtlichen Überblick bei *Veil* (Hrsg.), European Capital Markets Law, 2017, § 1 Rz. 2 ff.

169 Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABl. L 348 v. 17.12.1988, 62.

170 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. L 334 v. 18.11.1989, 30.

171 Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. L 141 v. 11.6.1993, 27.

172 Vgl. Art. 2 Richtlinie 89/592/EWG.

173 So *Braum*, Europäische Strafgesetzlichkeit, 2003, S. 389 f., der ein informelles kriminalpolitisches Einvernehmen konstatiert, „das Strafrecht als prima ratio des Systemschutzes heranzuziehen".

174 *Vogel*, FS Jakobs, 2007, S. 731, 733; vgl. im Einzelnen die Beiträge von *Arroyo Zapatero*, Der Mißbrauch von Insider-Informationen im spanischen Recht, in Schünemann (Hrsg.), Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, 1994, S. 387 ff.; zur schon seit 1970 nach französischem Recht bestehenden Strafbarkeit *Giudicelli-Delage*, ebd., S. 399 ff. und zum italienischen Straftatbestand *Seminara*, ebd., S. 429 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

In Deutschland wurde die Richtlinienvorgabe mit der Einführung des WpHG und dem neuen Straftatbestand des § 38 WpHG ab 1994[175] umgesetzt, der nicht auf historische Vorbilder zurückblicken konnte.[176] Da § 38 WpHG in seiner ursprünglichen Fassung auf Insiderdelikte beschränkt war und der Kursbetrug gem. § 88 BörsG bis auf kleinere sprachliche Anpassungen an das WpHG weitgehend unberührt blieb,[177] führten beide Tatbestände nach der Einführung des WpHG zunächst für einige Jahre eine Koexistenz. Diese endete erst, als der Straftatbestand des Kursbetrugs durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.6.2002[178] aus dem BörsG herausgelöst und als strafbare Marktmanipulation in die neugeschaffenen Vorschriften der §§ 20a, 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG verlegt wurde.[179]

1. Die elektronische Erfassung der Handelsdaten als Grundlage effektiver Handelsüberwachung

In tatsächlicher Hinsicht wurde die Verfolgungspraxis der Marktmanipulation und des Insiderhandels nachhaltig durch die auf Art. 20 der sog. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie[180] zurückgehenden Meldepflichten gem. § 9 WpHG a. F. geprägt. Diese Meldepflichten galten gegenüber dem gem. § 3 WpHG a. F. errichteten Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel

175 Die Insiderrichtlinie sah in Art. 14 Abs. 1 eine Umsetzungsfrist bis zum 1.6.1992 vor.

176 Vgl. bereits den zu diesem Zeitpunkt 30 Jahre zurückliegenden Bericht der Segré-Kommission, S. 249: "The objective is to make sure that all persons carrying out a stock-exchange operation are on an equal footing and to prevent those who, by virtue of their office in a company, have access to information which might influence the market from using their knowledge to secure a personal advantage denied to other investors. This problem has been solved in the United States by very far-reaching disclosure requirements with respect to transactions by executives and directors, and also by the policing functions of the Securities and Exchange Commission. In the United Kingdom, a similar arrangement has just been adopted, though the disclosure obligations are less stringent. In EEC countries there are at present no regulations of this kind, even though misgivings on this point have been expressed, especially in France."

177 Vgl. zuletzt die Bekanntmachung der Neufassung des Börsengesetzes vom 9.9.1998, BGBl. I, 2682, 2699.

178 BGBl. I, 2010, 2032, 2037.

179 Zu näheren Einzelheiten siehe unten S. 80 ff.

180 Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. L 141 v. 11.6.1993, 27.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

(BAWe). Gesetzlich vorgeschriebene Bestandteile dieser Mitteilungspflicht waren u. a. die Bezeichnung des Wertpapiers mit Wertpapierkennnummer, Datum und Uhrzeit des Geschäftsabschlusses, Kurs, Stückzahl und Nennbetrag.[181] Bereits im ersten Jahr[182] der Meldepflicht erhielt das BAWe täglich zwischen 300.000 und 450.000 Mitteilungen. Die automatische Auswertung erfolgte in einem eigenen Rechenzentrum, in welchem die Wertpapiergeschäfte systematisch nach verschiedenen Ansätzen analysiert werden konnten. Hierfür entwickelte das BAWe auch ein eigenes Überwachungsprogramm, das insiderrelevante Auffälligkeiten automatisch herausfiltern konnte.[183]

Das BAWe konnte diese automatisierten Meldungen zunächst nur im Hinblick auf mögliche Insiderverstöße auswerten, weil die Zuständigkeit für die Verfolgung der Kursmanipulation bis 2002 noch bei den Länderbehörden lag. Allerdings waren die gem. § 1b BörsG a. F. an den Börsen zu errichtenden Handelsüberwachungsstellen ebenfalls verpflichtet, den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten. Neben der automatisierten Analyse des Datenstroms nach Auffälligkeiten war die Handelsüberwachungsstelle dadurch in der Lage, gezielt Orderlagen zu rekonstruieren und den Ablauf einzelner Börsengeschäfte zeitgenau bis in den Bereich von Hundertstelsekunden nachzuvollziehen.[184]

Während Börsengeschäfte bis 1995 „spurenlos" abgewickelt wurden, waren die Aufsichtsbehörden durch die Datensammlungen nach § 1b BörsG a. F. und § 9 WpHG a. F. in die Lage versetzt, aus der Orderabfolge Erkenntnisse über mögliche Kursmanipulationen zu gewinnen. Diese automatisierten Untersuchungen der Orderabwicklungen im Hinblick auf bestimmte Parameter, etwa vorabgesprochene Geschäfte (*Pre-arranged Trades*) oder (Schein-)Geschäfte mit sich selbst (verdeckte Kompensationsgeschäfte oder Eigenhandels-*crossings*), trugen nach damaliger Einschätzung eines erfahrenen Praktikers entscheidend zur Aufdeckung von Kursma-

181 Der Name des auftraggebenden Depotinhabers war von der Meldepflicht nicht umfasst, „da in diesem Verfahrensstadium eine Durchbrechung des Bankgeheimnisses ohne jede Berechtigung wäre", vgl. BAWe, Jahresbericht 1995, S. 19.

182 Die Meldepflicht bestand erstmals ab 1996, da gem. § 41 WpHG a. F. eine Übergangsphase bis zum 1.1.1996 eingeräumt war.

183 Vgl. hierzu und zu den technischen Rahmenbedingungen den ersten Jahresbericht des BAWe für das Jahr 1995, S. 19 f.

184 Vgl. aus damaliger Praxis *Benner*, in Wabnitz/Janovsky (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 2000, 4. Kapitel Rz. 23.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nipulationen bei.[185] Flankiert wurde diese Entwicklung noch dadurch, dass das BAWe – schon vor der Übertragung der Zuständigkeit für die Verfolgung der Kursmanipulation auf die fusionierte BaFin – faktisch eine immer aktivere Rolle bei der Verfolgung der Marktmanipulation einnahm und nach eigener Einschätzung „einen gewissen Beitrag bei der Aufklärung von Delikten nach § 88 BörsG leisten" konnte.[186] Neben diese Transaktionsmeldungen trat dann ab 2005 die nach § 10 WpHG a. F. vorgesehene Anzeigepflicht von Verdachtsfällen, die auf Art. 6 der ersten Marktmissbrauchsrichtlinie zurückging.

2. Das Marktmanipulationsverbot im Wertpapierhandelsgesetz

Die Verankerung des Verbots der Marktmanipulation in § 20a WpHG war zu wesentlichen Teilen eine Reaktion auf den Zusammenbruch des „Neuen Marktes" und das Platzen der sog. Dot-Com-Blase kurz nach der Jahrtausendwende. Beim Neuen Markt handelte es sich um ein 1997 geschaffenes Segment der Deutschen Börse. Über ihn sollte Unternehmen aus dem Bereich der zukunftsträchtigen „Neuen Technologien" der Zugang zu einer Eigenkapitalfinanzierung über die Börsen geboten werden. Getragen von einer weltweiten Euphorie erfolgten Börsengänge fast im Tagesrhythmus und nicht selten vervielfachten sich die Kurse nach ihrer Erstnotiz. In einem Rückblick der Frankfurter Allgemeinen Zeitung wird ein Zustand beschrieben, bei dem „gefühlt" jeder Deutsche an der Börse mitmachen wollte:

> „Es war eine Stimmung, die man heute kaum mehr an der Börse findet. Zusätzlich angeheizt durch Anlegermagazine, die sich wöchentlich gegenseitig überbieten wollten, was die Kursziele der Aktien anging. Da wurde schon mal Anfang des Jahres 2000 von einem Börsenguru in einer TV-Sendung auf 3Sat ein sehr ambitioniertes Kursziel von 1000 Euro für Morphosys-Aktien ausgegeben. Die Zuschauer glaubten das und kauften was das Zeug hielt."[187]

Schon bald nach seinem Höchststand im Sommer 2000 befand sich der Neue Markt im freien Fall. Unternehmen stürzten wie Kartenhäuser zu-

185 *Benner*, in Wabnitz/Janovsky (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 2000, 4. Kapitel Rz. 28.
186 Vgl. BAWe, Jahresbericht 2001, S. 27.
187 *Scherbaum*, „Kursziel 1000 Euro!" 20 Jahre Neuer Markt, FAZ v. 10.3.2017.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sammen und Kurse verflüchtigten sich von einstigen Höchstständen in dreistelligen Eurobeträgen in sog. Pennystocks. Es folgten zahlreiche Ermittlungsverfahren wegen des erst wenige Jahre zuvor neu eingeführten Insiderstraftatbestands und auch wegen Kursbetrugs gem. § 88 BörsG. Auch wenn es zu einigen spektakulären Gerichtsverfahren kam,[188] wurde der Tatbestand des § 88 BörsG doch insgesamt als nicht mehr zeitgemäß empfunden.

Vor diesem Hintergrund sah sich der Gesetzgeber veranlasst, die bisherige Regelung des § 88 BörsG „im Hinblick auf die zunehmende Internationalisierung des Wertpapiergeschäfts und der Wertpapiermärkte […] stärker den veränderten Erfordernissen der Praxis anzupassen und das notwendige Aufsichtsinstrumentarium im Interesse einer effektiven Durchsetzung des Verbots der Kurs- und Marktmanipulation zu verbessern."[189] Hierzu sollte – neben einer „Konkretisierung der Tathandlungen durch Rechtsverordnung" – die „Vorschrift über das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation aus dem Börsengesetz herausgelöst und die Zuständigkeit für die Überwachung der Einhaltung des Verbots auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen werden."[190] Wie bereits beim Gründerkrach mehr als ein Jahrhundert zuvor, gab somit eine große Börsenkrise unmittelbaren Anlass für die gesetzgeberische Reform.

Daneben stellte die Neuregelung auch die bewusste Vorwegnahme europäischer Vorgaben zur Vereinheitlichung des Marktmissbrauchsregimes dar, die in Gestalt der (ersten) Marktmissbrauchsrichtlinie am Horizont sichtbar wurden, indem die Kommission am 1.6.2001 einen „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)"[191] vorgelegt hatte. Umgesetzt wurden diese Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.6.2002,[192] dem der folgende Unterpunkt gewidmet ist.

---

188 Hierzu zählte insbesondere das Verfahren um das Unternehmen EM.TV, an welchem der als namensgebender Sozius in gleicher Kanzlei wie der *Verfasser* tätige Kollege *Rainer Hamm* als Verteidiger beteiligt war, vgl. hierzu das Urteil des LG München I v. 8.4.2003 – 4 KLs 305 Js 52373/00, wistra 2003, 436, in dem eine Verurteilung wegen unrichtiger Darstellung gem. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG erfolgte, nicht aber wegen § 88 BörsG und auch nicht wegen § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG; hierzu die Revisionsentscheidung des BGH, Urt. v. 16.12.2004 – 1 StR 420/03, BGHSt 49, 381 = NJW 2005, 445 und der Nichtannahmebeschluss des BVerfG, Beschl. v. 27.4.2006 – 2 BvR 131/05, AG 2006, 539.

189 BT-Drs. 14/8017, S. 64.

190 Ebd.

191 ABl. C 240 E, 265 (KOM(2001) 281 endgültig).

192 BGBl. I, 2010, 2032, 2037.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Methodenwechsel zur Blankettgesetzgebung

Die Strafnorm des Kursbetrugs gem. § 88 BörsG bestand über die gesamte Dauer ihrer Geltung aus einer strafrechtsautonomen, d. h. in sich geschlossenen Regelung, indem sie die verbotene Manipulationshandlung beschrieb und für den Fall der Zuwiderhandlung die Rechtsfolge in Form der Kriminalstrafe festlegte. Mit der Verlagerung in das WpHG wurde die ursprüngliche Regelungsmaterie des § 88 BörsG auf mehrere Standorte verteilt.[193]

In normtheoretischer Hinsicht bedeutete dies einen Wechsel zur Blankettgesetzgebung. Der eigentliche Verbotstatbestand wurde in modifizierter Form in den neuen § 20a WpHG mit der amtlichen Überschrift „Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation" übertragen. Nach § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG war es verboten, unrichtige Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen. Das Merkmal der Preiseinwirkung, das nach § 88 BörsG noch finales Absichtselement des subjektiven Tatbestands war, wurde objektiviert: Die Angaben oder das Verschweigen mussten fortan objektiv geeignet sein, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken.

Weiterhin wurde die vormals in § 88 Nr. 2 BörsG geregelte Anwendung sonstiger auf Täuschung berechneter Mittel in § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG umgebettet. Dabei wurde der Wortlaut sprachlich modernisiert, indem er auf die Vornahme sonstiger Täuschungshandlungen abstellte. In der Begründung des Gesetzentwurfs wurden als Beispiel für sonstige Täuschungshandlungen Transaktionen genannt, die über die tatsächliche Geschäftslage täuschen. Hierzu gehörten „fiktive Geschäfte […] mit identischen Vertragspartnern (‚Wash Sales')", bei denen sich alle Transaktionen nur einem einzigen wirtschaftlich Berechtigten zurechnen ließen, wie auch „Geschäfte, bei denen Auf- und Gegenaufträge aufeinander abgestimmt sind (‚Matched Orders') sowie abgesprochene Geschäfte zwischen mehreren Vertragspartnern, bei denen im Vorhinein feststeht, dass Gegenaufträge erteilt werden, die allein oder zusammen in Höhe, Zeit und Preis dem Erstauftrag entsprechen."[194] Beide Arten von fiktiven Geschäften seien

193 Ein eingehender Vergleich zwischen § 88 BörsG und dem neuen Blankettstraftatbestand gem. § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG findet sich in der im Übergangszeitraum zwischen alter und neuer Rechtslage angefertigten Dissertation von *Trüstedt*, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen, 2004, S. 83 ff.

194 Vgl. Regierungsentwurf vom 18.1.2002, BT-Drs. 14/8017, S. 89.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

durch das Fehlen wirtschaftlicher Relevanz gekennzeichnet und würden allein zum Zweck vorgenommen, „erhöhte Umsätze und damit einen aktiven Markt und entsprechende Liquidität vorzutäuschen."[195]

Während der ursprüngliche Gesetzentwurf bei § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG – im Gleichlauf zur Regelung des § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG – eine Eignung zur Preisbeeinflussung genügen lassen wollte,[196] wurde auf Vorschlag des Finanzausschusses an dem früheren Absichtserfordernis festgehalten. Zur Begründung wurde im Bericht des Finanzausschusses ausgeführt, dass eine Abgrenzung „zwischen legitimen Transaktionen, die ebenfalls die Preisbildung beeinflussen können, und unerwünschten Manipulationen" nur durch die „Zielrichtung des Handels" erfolgen könne. Hierbei dürfe „nicht allein auf objektive Kriterien" abgestellt werden, da der „Unrechtsgehalt auf der subjektiven Seite des Handelnden" liege, indem der „Kauf oder Verkauf eines Vermögenswertes […] mit dem Ziel vorgenommen [werde], eine unzutreffende Information in den Markt zu geben."[197]

In § 20a Abs. 2 WpHG war eine Verordnungsermächtigung vorgesehen, wonach das Bundesministerium der Finanzen nähere Bestimmungen über bewertungserhebliche Umstände, das Vorliegen einer sonstigen Täuschungshandlung sowie legitime Handlungen und Unterlassungen festlegen durfte. Von dieser Ermächtigung wurde mit der „Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV)" vom 18.11.2003[198] Gebrauch gemacht, die zum Zeitpunkt ihres Inkrafttretens allerdings bereits veraltet war.[199]

Die vorsätzliche Zuwiderhandlung gegen die in § 20a WpHG normierten Verbote stellte gem. § 39 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG zunächst eine Ordnungswidrigkeit dar, die schon nach der damaligen Fassung mit einer Geldbuße bis zu eineinhalb Millionen Euro geahndet werden konnte, § 39 Abs. 4 WpHG.[200] Diese Ordnungswidrigkeiten gem. § 39 Abs. 1 Nr. 1 und

---

195 Vgl. BT-Drs. 14/8017, S. 89.

196 Vgl. ebd., S. 27.

197 Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drs. 14/8601, S. 19. Dem Festhalten an der Manipulationsabsicht stimmte *Fleischer* in seinem Gutachten zum 64. Deutschen Juristentag ausdrücklich zu, vgl. *Fleischer*, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag 2002, F 121.

198 BGBl. I, 2300.

199 *M. Weber*, NZG 2004, 23, 28.

200 Vgl. auch die Bewertung der BaFin in ihrem ersten Jahresbericht für das Jahr 2002: „Somit sind mit der Neufassung des Manipulationsverbotes die Hürden für eine strafrechtliche Ahndung zwar höher als früher; gerade der Nachweis

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Nr. 2 WpHG wurden gem. § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG zur Straftat hochgestuft, wenn der Täter durch die Ordnungswidrigkeit („dadurch") auf den Preis eingewirkt hatte. Das Merkmal der tatsächlichen Einwirkung qualifizierte die Ordnungswidrigkeit somit zur Straftat, die mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren (statt wie vormals bis zu drei unter § 88 BörsG) geahndet werden konnte. An dieser Regelungstechnik hat sich bis heute im Grundsatz nichts geändert.

Schon kurz nach den weitreichenden Änderungen durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz von 2002 kam es mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004[201] zur „Reform der Reform".[202] Erklärter Zweck des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes war die Umsetzung der (ersten) Marktmissbrauchsrichtlinie und der hierzu von der Kommission erlassenen Durchführungsrichtlinien.[203] Rein äußerlich wurde der in § 20a WpHG enthaltene Verbotstatbestand um eine Tatbestandsalternative ergänzt und die Strafnorm in einen eigenen Absatz (§ 38 Abs. 2 WpHG) verschoben, sodass eine klarere Unterscheidung von den in § 38 Abs. 1 WpHG geregelten Insiderdelikten gewährleistet war. In inhaltlicher Hinsicht bestand eine „bedeutende Änderung"[204] darin, dass in § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG (Vornahme einer sonstigen Täuschungshandlung) das subjektive Element einer Einwirkungsabsicht zugunsten einer objektiven Einwirkungseignung aufgegeben wurde, sodass nun ein Gleichlauf zu § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG hergestellt war. Den Grund für die Aufgabe des Absichtsmerkmals sah der Gesetzentwurf darin, dass „das bisherige Absichtserfordernis regelmäßig zu erheblichen Beweisproblemen" geführt habe und auch Artikel 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie ein Absichtselement nicht voraussetze.[205] Ferner wurde im Zuge der Änderungen die KuMaKV durch die Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung (MaKonV)[206] ersetzt.

---

der tatsächlichen Preisbeeinflussung durch das Täterverhalten kann im Einzelfall schwierig sein. Es besteht jedoch die Möglichkeit der BaFin, selbst Bußgelder bis zu maximal 1,5 Mio. Euro zu verhängen, wenn die übrigen Voraussetzungen vorliegen.", BaFin, Jahresbericht 2002 Teil A, S. 152.

201 BGBl. I, 2630.

202 *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, Vor § 20a Rz. 5.

203 Vgl. Gesetzentwurf vom 24.5.2004, BT-Drs. 15/3174, S. 26.

204 So die Einschätzung im Gesetzentwurf vom 24.5.2004, ebd., S. 27.

205 Gesetzentwurf vom 24.5.2004, ebd., S. 37.

206 BGBl. I 2004, 515.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die Entwicklungen veranlassten *Joachim Vogel* in der zuletzt von ihm bearbeiteten Kommentierung des WpHG im Jahr 2012 zu der Feststellung, dass die Europäisierung des Marktmanipulationsrechts in materiell-rechtlicher Hinsicht „zu einer starken Beschränkung der Zuständigkeit des deutschen Gesetzgebers" geführt habe, der „im Wesentlichen nur mehr für die Sanktionsausgestaltung (einschließlich möglicher zivilrechtlicher Ansprüche) zuständig bleibt."[207] Bereits damals zeichnete sich allerdings ab – wie auch von *Vogel* selbst ausdrücklich hervorgehoben[208] –, dass auch diese Harmonisierungsphase schon bald von einem neuen Regelungsmodell in Gestalt unmittelbar geltenden Verordnungsrechts abgelöst werden würde.

III. *Die Gegenwart: Finanzmarktnovellierung im Lichte europäischer Strafrechtskonvergenz*

Während sich die europäische Konvergenz des Kapitalmarktstrafrechts zunächst noch auf die nationale Umsetzung von Richtlinienvorgaben beschränkte, ist sie in ihrer jüngsten Evolutionsstufe gekennzeichnet durch eine enge Verzahnung unmittelbar geltenden Verordnungsrechts mit detaillierten strafrechtlichen Richtlinienvorgaben. Ebenso wie schon der Gründerkrach den Straftatbestand des Kursbetrugs hervorgebracht und der Zusammenbruch des Neuen Marktes die Entwicklung zum Marktmanipulationstatbestand heutiger Prägung beschleunigt hatte, war Auslöser dieser Entwicklung wiederum eine Finanzkrise.[209]

1. Die Weltfinanzkrise von 2007 als Motor der Strafrechtsentwicklung

Was im Sommer 2007 im nordamerikanischen Immobilienmarkt als *subprime mortgage crisis* ihren Anfang nahm, griff bald über auf weite Teile der Bankenlandschaft in den Vereinigten Staaten. Mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 war ein kritischer Punkt erreicht, der nicht nur die weltweiten Börsenkurse auf

---

207 *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, Vor § 20a Rz. 19a.

208 Ebd.

209 Die 2013 entstandene Dissertation von *Uphoff*, Die drei Generationen des europäischen Marktmissbrauchsrechts, weckt im Titel zwar die Hoffnung auf eine historische Einordnung, thematisiert den Einfluss der Weltfinanzkrise allerdings nur am Rande (vgl. etwa S. 21).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Talfahrt schickte,[210] sondern das globale Finanzsystem insgesamt für einige Tage an den Rand des Zusammenbruchs führte[211] und sogar als wesentlicher Entstehungsfaktor der späteren Staatsschuldenkrise gilt. Als Sofortmaßnahme auf den Lehman-Kollaps wurden noch im September 2008 länderübergreifend koordinierte Bankenrettungspakete in Rekordgeschwindigkeit verabschiedet.[212] Wenig später berief der damalige Kommissionspräsident *Barroso* ein Expertengremium, dessen Aufgabe darin bestand, die Schwächen der bestehenden Finanzmarktregulierung zu analysieren und „Vorschläge zur Stärkung der europäischen Aufsichtsregelungen für alle Finanzsektoren mit dem Ziel auszuarbeiten, ein effizienteres, integrierteres und nachhaltigeres europäisches Aufsichtssystem zu schaffen".[213] Benannt wurde dieses Gremium nach seinem Vorsitzenden *Jacques de Larosière*, ehemals geschäftsführender Direktor des Internationalen Währungsfonds und späterer Präsident der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung.

Der daraufhin am 25.2.2009 vorgelegte De Larosière-Bericht kann in seiner Bedeutung für die weitere Regulierung des europäischen Finanzdienstleistungssektors schwerlich überschätzt werden. Eines der anzugehenden Probleme – im Bericht beschrieben als „so alt wie der Finanzbinnenmarkt selbst" – wurde darin gesehen, dass es keinen europaweit kohärenten Regulierungsrahmen gab, sondern sich verschiedene nationale Regelungen gegenüberstanden. Als Hauptursache für diese Regulierungsvielfalt galt wiederum der den EU-Mitgliedstaaten bei der Richtlinienumsetzung zur

---

210 Im De Larosière-Bericht (hierzu sogleich unter Fn. 213) heißt es unter Nr. 2 der Einleitung, dass der Kursrutsch an den Weltaktienmärkten seit August 2007 zu Kursverlusten von 16 Billionen Euro geführt habe.

211 Zur Dynamik der Finanzkrise vgl. ebd., Nr. 32 ff.; speziell zum Einfluss der Wirtschaftsverbrechen (*white collar crime*) als Krisenfaktor *Ryder*, The Financial Crisis and White Collar Crime, 2014, S. 21 ff.; historiografische Darstellung bei *Sorkin*, Too big to fail. Inside the battle to save Wall Street, 2010; *Tooze*, Crashed. How a Decade of Financial Crises Changed the World, 2018. Dass die Marktmanipulation in diesen beiden Werken jeweils keine größere Rolle spielt, dürfte sich schon dadurch erklären, dass die Finanzkrise insgesamt durch andere Faktoren ausgelöst wurde als durch mehr oder weniger „klassische" Manipulationsmuster, vgl. auch Hinweise unten bei Fn. 230.

212 Ein Überblick findet sich in dem (nach seinem Vorsitzenden benannten) „Liikanen-Bericht" einer europäischen Expertenkommission (High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, final report, 2.10.2012), S. 6 f.

213 So ausdrücklich das der Gruppe erteilte Mandat, vgl. in Anhang 1 des De Larosière- Berichts.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Verfügung stehende Spielraum.[214] Ebenfalls deutlich geworden war die Neigung internationaler Finanzmarktakteure, sich aus einer Vielzahl möglicher Rechtsordnungen die für sie jeweils günstigsten bankaufsichtsrechtlichen Regelungen herauszusuchen und zwischen verschiedenen Systemen eine sog. Aufsichtsarbitrage zu betreiben, was die nationalen Aufsichtsbehörden in mehrfacher Hinsicht an ihre Grenzen brachte.[215] Beanstandet wurden in diesem Zusammenhang erhebliche Ungleichgewichte im Sanktionsregime der einzelnen Mitgliedstaaten im Bereich des Insiderrechts, die dazu führen könnten, „dass Regulierungsunterschiede gezielt ausgenutzt" würden.[216]

Zur Beseitigung der rechtlichen Inkohärenzen sollten nach der Empfehlung der De Larosière-Gruppe die Basisvorschriften des europäischen Finanzsektors so oft wie möglich als unmittelbar geltende Verordnungen erlassen werden. Auch im Übrigen sollte sich der europäische Mitgesetzgeber beim Rückgriff auf Richtlinien „nach Kräften darum bemühen, bei den zentralen Punkten ein Maximum an Harmonisierung zu erreichen".[217] Diese Empfehlungen bildeten die Grundlage einer gänzlich neuen „Finanzmarktarchitektur" auf EU-Ebene. Nach zahlreichen Beratungen und Verhandlungsrunden, deren Einzelheiten den Rahmen dieser Darstellung sprengen würden, begann die Umsetzung der Empfehlungen zunächst im Bereich der Bankenaufsicht. Bei etwa 120 für das europäische Bankensystem als besonders wichtig eingestuften Instituten (davon 21 mit Sitz in Deutschland) wurden die Zuständigkeiten von den nationalen Aufsichtsbehörden auf die Europäische Zentralbank verlagert.[218] Gleichzeitig waren wesentliche Teile des eigentlichen Bankaufsichtsrechts fortan nicht mehr in nationalen Aufsichtsgesetzen (in Deutschland namentlich dem Kreditwesengesetz) geregelt. Maßgeblich war stattdessen die unmit-

214 Vgl. De Larosière- Bericht, Nr. 102 f.

215 Vgl. etwa ebd., Nr. 101, Empfehlung bei Nr. 109.

216 Vgl. die plastische Bestandsaufnahme in Nr. 84 der englischen Fassung des De Larosière-Berichts: "Member States sanctioning regimes are in general weak and heterogeneous. Sanctions for insider trading range from a few thousands of euros in one Member State to millions of euros or jail in another. This can induce regulatory arbitrage in a single market. Sanctions should therefore be urgently strengthened and harmonised. The huge pecuniary differences between the level of fines that can be levied in the competition area and financial fraud penalties is striking."

217 Ebd., Nr. 109.

218 Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 vom 15.10.2013 zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

telbar geltende sog. CRR-Verordnung,[219] die schon zum Zeitpunkt ihres Inkrafttretens aus nicht weniger als 521 Einzelartikeln bestand und die durch eine umsetzungsbedürftige Richtlinie[220] ergänzt wurde. Dieses neue gesetzgebungstechnische Modell – bestehend aus unmittelbar geltendem Verordnungsrecht und damit eng verzahnten, umsetzungsbedürftigen ergänzenden Richtlinienvorgaben – fand erstmals in der Bankenaufsicht praktische Verwendung. Nachdem das Modell dort den ersten „Stresstest" bestanden hatte, diente es nicht nur als Blaupause für die Harmonisierung des Marktmissbrauchsrechts, sondern strahlt seitdem auch auf andere Bereiche aus, wie etwa jüngst auf die Bekämpfung der Geldwäsche.[221]

Hinzuweisen ist allerdings auf den wichtigen Umstand, dass bei der soeben beschriebenen Harmonisierung der Bankenaufsicht die strafrechtliche Flankierung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben keine nennenswerte Rolle spielte. Angesichts der damals beklagten Unzulänglichkeiten bei der strafrechtlichen Aufarbeitung der Finanzkrise war dies wenig konsequent. Denn in der Strafrechtswirklichkeit hatte sich verhältnismäßig rasch gezeigt, dass dem in breiten Kreisen geäußerten Verlangen nach einer empfindlichen Bestrafung der vermeintlichen „Täter" mit dem verfügbaren strafrechtlichen Instrumentarium nur schwer entsprochen werden könnte.[222] Dieses strafrechtliche Unvermögen führte mitunter sogar dazu, dass in Anlehnung an das Phänomen des „too big to fail" bald auch von einem „too big to jail" die Rede war.[223] Es hätte vor diesem Hintergrund durch-

219 Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (Kapitaladäquanzverordnung – *Capital Requirements Regulation*).

220 Richtlinie 2013/36/EU (sog. CRD-IV-Richtlinie), hierzu CRD-IV-Umsetzungsgesetz v. 28.8.2013, BGBl. I, 3395.

221 In der Mitteilung der Kommission C(2020) 2800 final v. 7.5.2020, S. 5 ff. wurde ein Verordnungsvorschlag angekündigt, wonach „bestimmte Teile der Geldwäscherichtlinie in unmittelbar anwendbare Bestimmungen einer Verordnung umgewandelt werden" sollen, um Unterschiede bei der Auslegung und Anwendung der EU-Geldwäschevorschriften in Grenzen zu halten.

222 Zur wissenschaftlichen Diskussion *Rönnau*, in Schünemann (Hrsg.), Die sogenannte Finanzkrise, 2010, S. 43, 61 f. Eine Strafbarkeit gem. § 266 StGB im Fall der IKB tendenziell bejahend *Kasiske*, ebd., S. 13 ff. In den seinerzeitigen – auch juristischen – Debatten wurde der Crash häufig auf ein unzureichendes Risikomanagement der wahlweise überforderten oder inkompetenten Manager zurückgeführt.

223 Das seinerzeit verbreitete Unbehagen darüber, dass sich das strafrechtlichen Instrumentarium zur Bewältigung der Finanzkrise als ungeeignet erwies, war keinesfalls auf Europa beschränkt, wie ein Beitrag von zwei erfahrenen New Yorker Strafverteidigern belegte, die der Frage nachgingen, warum es in den USA zu so wenigen Anklagen im Zusammenhang mit der Finanzkrise gekommen

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aus nahe gelegen, wenn der europäische Richtliniengeber bei der Gelegenheit der Vereinheitlichung der Bankenaufsicht den Versuch unternommen hätte, auf die wahrgenommene Sanktionslücke zu reagieren und den Mitgliedstaaten die Einführung geeigneter Straftatbestände vorzuschreiben. Ob die auffällige Zurückhaltung auf europäischer Ebene der Erkenntnis einer fehlenden Kompetenznorm oder aber den politischen Realitäten geschuldet war, bleibt letztlich unklar.[224] Ausgefüllt wurde dieses strafrechtliche Vakuum jedenfalls im Jahr 2013 vom deutschen Gesetzgeber mit der Schaffung eines vollkommen neuartigen und hochgradig symbolischen Straftatbestands gem. § 54a KWG,[225] der im europäischen Vergleich so gut wie ohne Beispiel war[226] und damit einen glatten Anachronismus zur gleichzeitigen europaweiten Harmonisierung des Bankaufsichtsrechts darstellte.

Nach einer Beobachtung von *Rönnau* wirkte die strafrechtliche Aufarbeitung der Finanzkrise „immer etwas dysfunktional", indem Strafnormen „entgegen ihrer angestammten Rechtsgutskonzeption umfunktioniert" wurden.[227] Dementsprechend würde es nicht überraschen, wenn auch in Deutschland der Straftatbestand der Marktmanipulation vermehrt als strafrechtlicher „Aufhänger" für Strafverfahren genutzt worden wäre, so wie dies in einigen anderen europäischen Ländern zu beobachten war. Hier ist insbesondere Island zu nennen, wo im Zusammenhang mit der Finanzkri-

---

ist, *Abramowitz/Sack*, New York Law Journal Vol. 250, Nr. 46 v. 4.9.2013. Zu den Versuchen einer strafrechtlichen Bewältigung der Finanzkrise im Ausland vgl. schon *Richter*, in Brodowski u. a. (Hrsg.), Regulating Corporate Criminal Liability, 2014, S. 321, 330 f. Das Phänomen des „too big to jail" wurde von *Jahn* aufgegriffen im Titel seines Beitrags „There is no such thing as too big to jail" – Zu den verfassungsrechtlichen Einwänden gegen ein Verbandsstrafgesetzbuch unter dem Grundgesetz, in Jahn u. a. (Hrsg.), Das Unternehmensstrafrecht und seine Alternativen, 2016, S. 53 ff. (Fn. 3).

224 Ob dieser strafrechtlichen Zurückhaltung der europäischen Institutionen ausdrücklich kritisch *Schünemann*, in ders. (Hrsg.), Die sogenannte Finanzkrise, 2010, S. 71, 103 f.

225 Durch das sog. Trennbankengesetz vom 7.8.2013 (BGBl. I, 3090), das fast zeitlich mit dem CRD-IV Umsetzungsgesetz verabschiedet wurde; vgl. zur damaligen Kritik des Gesetzentwurfs exemplarisch *Hamm/Richter*, WM 2013, 865, 870. Zum Tatbestand des § 54a KWG u. a. *Brand*, ZVglRWiss 2014, 142 ff.; *Kasiske*, ZIS 2013, 257, 264 („legislativer Totalschaden"); monografisch *Gehlen*, Die Strafbarkeit von Geschäftsleitern nach § 54a KWG, 2017.

226 Zu mit § 54a KWG vergleichbaren Regelungsansätzen in anderen Rechtsordnungen *Richter*, in Brodowski u. a. (Hrsg.), Regulating Corporate Criminal Liability, 2014, S. 321, 330 f.

227 Nachzulesen bei *Becker/Rönnau*, ZStW 130 (2018), 340, 359.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

se zahlreiche Beschuldigte wegen des Vorwurfs der Marktmanipulation zu teils mehrjährigen Haftstrafen verurteilt worden sind.[228] In Deutschland kam der Straftatbestand der Marktmanipulation bei der strafrechtlichen Bewältigung der Finanzkrise jedoch nicht flächenmäßig zum Einsatz, sondern nur punktuell: Das Landgericht Düsseldorf verurteilte den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der IKB Deutsche Industriebank AG wegen vorsätzlicher Marktmanipulation zu einer zehnmonatigen Freiheitsstrafe und setzte die Vollstreckung zur Bewährung aus.[229] In der Sache wurde die Verurteilung wegen Marktmanipulation jedoch lediglich als „Nebenaspekt" und als „nicht paradigmatisch" für die strafrechtliche Bewältigung der Finanzkrise angesehen.[230] Ein ähnliches Phänomen war übrigens auch bei dem Straftatbestand der unrichtigen Darstellung (§ 331 HGB) zu beobachten. In den Strafverfahren, in denen der *Verfasser* als Verteidiger tätig war, diente dieser Straftatbestand oftmals als Substitut für den zu Beginn des Ermittlungsverfahrens erhobenen und später fallengelassenen Untreuevorwurf.[231]

In umso stärkerem Kontrast zu der Passivität, die sich auf europäischer Seite bei strafrechtlichen Fragestellungen im Bankensektor bemerkbar machte, standen die Bestrebungen zur strafrechtlichen Harmonisierung des Marktmissbrauchsregimes. So wurde bereits in einer unter der spanischen Ratspräsidentschaft verfassten Verlautbarung die Möglichkeit er-

228 Wegen der Einzelheiten vgl. die Darstellung im rechtsvergleichenden Abschnitt unten auf S. 134 f. Einen Einblick in den Versuch einer strafrechtlichen Bewältigung der Finanzkrise mittels des Tatbestands der Marktmanipulation in den Niederlanden und in Belgien geben *Luchtman/Vervaele*, NJECL 2014, 192, 195 am Beispiel der Fortis Bank. Die Fortis Bank hatte sich mit der vorherigen Übernahme der ABN Amro Bank als Teil eines internationalen Bieterkonsortiums am Vorabend der Finanzkrise hoffnungslos überhoben und musste vom Steuerzahler gerettet werden.

229 LG Düsseldorf, Urt. v. 14.7.2010 – 14 KLs 6/09 - 130 Js 54/07, AG 2011, 722; bestätigt von BGH, Beschl. v. 20.7.2011 – 3 StR 506/10, wistra 2011, 467. Hierzu *Hamm*, FS Schünemann, 2014, S. 377, 384 f. Zum Vorwurf der Marktmanipulation im Fall der Hypo Real Estate vgl. oben Fn. 41.

230 *Gehlen*, Die Strafbarkeit von Geschäftsleitern nach § 54a KWG, 2017, S. 77 f. Auch in der Dissertation von *Höft*, Strafrechtliche Aufarbeitung der Finanzkrise, 2018, insb. S. 135 ff., spielt die strafbare Marktmanipulation keine nennenswerte Rolle.

231 Es waren dies unter anderem das sog. LBBW-Verfahren vor dem Landgericht Stuttgart und das Sachsen-LB-Verfahren vor dem Landgericht Leipzig. Beide Strafverfahren wurden während laufender Hauptverhandlung gem. § 153a StPO eingestellt. Vgl. zum LBBW-Verfahren auch *Gehlen*, Die Strafbarkeit von Geschäftsleitern nach § 54a KWG, 2017, S. 75 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wogen, „ob eine Angleichung der Strafrechtsbestimmungen betreffend schwere Kursmanipulationen und andere eventuelle Handlungen im Zusammenhang mit Wertpapiermärkten (z. B. Insiderinformationen) möglich und gegebenenfalls angebracht ist.“[232] Hieran anknüpfend[233] bemerkte die Europäische Kommission in einer Mitteilung betreffend die „Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor“, dass „insbesondere Gefängnisstrafen […] generell als starkes Zeichen angesehen [werden], das den abschreckenden Charakter von Sanktionen bei angemessener Anwendung durch die Strafjustiz erhöhen könnte.“ Mit der ausdrücklichen Betonung der Wirkkraft des Strafrechts als „starkes Zeichen“ zeigte sich hier ein wiederkehrendes Muster symbolischer Gesetzgebung, welches für europäische Rahmenbeschlüsse und Richtlinien prägend war.[234]

Angesichts des bald darauf in Gang gesetzten Regulierungsautomatismus wurde von *Schröder* die fast ketzerische Frage aufgeworfen, ob in Anbetracht der „Tatsache, dass sich unter der Geltung des europäisierten Kapitalmarktrechts in den Jahren 2001/2002 sowie 2007/2008 gleich zwei schwere Finanzkrisen in kurzer Abfolge abgespielt haben“, nicht ausgerechnet europäische Regelungen „zur Krise beigetragen haben“ könnten.[235] Diese Frage verhallte aber offenbar ebenso ungehört wie seine berechtigte Warnung vor der Versuchung, „aus der schweren Finanzkrise der Jahre 2007/2008 ohne sorgfältige Analyse ihrer Gründe das Bedürfnis für eine (weitere) Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts herzuleiten“[236].

2. Die Harmonisierungskompetenzen der Europäischen Union

Der im Oktober 2011 von der Kommission vorgelegte Vorschlag der Marktmissbrauchsverordnung stieß ungeachtet aller Detailkritik in der rechtspolitischen Diskussion auf breite Zustimmung. Auch die auf Art. 114 AEUV – der allgemeinen Kompetenzgrundlage zur Rechtsanglei-

232 Rat der Europäischen Union, Entwurf von Schlussfolgerungen des Rates über die Verhinderung von Wirtschaftskrisen und die Unterstützung der Wirtschaftstätigkeit, Dok. Nr. 7881/10, S. 9.
233 KOM(2010) 716 endgültig, S. 3 (dort Fn. 3), 16.
234 *Kubiciel*, ZIS 2010, 742.
235 *C. Schröder*, FS Achenbach, 2011, S. 491, 496.
236 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chung im Binnenmarkt – gestützte Rechtssetzungskompetenz der Union sah sich keinen ernsthaften Zweifeln ausgesetzt.[237]

Demgegenüber wurden die Harmonisierungsbestrebungen im Bereich des Strafrechts, auf die der gleichzeitig veröffentlichte Richtlinienvorschlag[238] abzielte, im Hinblick auf die Unionskompetenz sehr viel kritischer beurteilt. Diese Skepsis erklärt sich zum einen daraus, dass das Strafrecht schon seit den Anfängen der Europäischen Gemeinschaften in die alleinigen Kernkompetenz der Mitgliedstaaten fiel.[239] Auch wenn diese konzeptionell klare Trennung nach der Jahrtausendwende insb. in zwei Entscheidungen des EuGH mit der Anerkennung von Annexkompetenzen zunehmend relativiert wurde,[240] blieben das Strafrecht und das Strafprozessrecht im Kompetenzgefüge der Gemeinschaft im Grundsatz ein Fremdkörper.

An diesem Regel-Ausnahme-Verhältnis hinsichtlich der Aufteilung der Strafrechtskompetenzen zwischen Union und Mitgliedstaaten wurde auch durch den Vertrag von Lissabon vom 13.12.2007,[241] der nach einem zweijährigen Ratifizierungsprozess am 1.12.2009 in Kraft getreten ist, im Grundsatz festgehalten. Die vormals punktuell verstreuten Strafrechtskompetenzen wurden auf ein neues Fundament gestellt und im Kompetenztitel des Art. 83 AEUV zusammengefasst und vereinheitlicht,[242] indem die Union gem. Art. 83 Abs. 1 UAbs. 1 AEUV zur Festlegung von Mindestvorschriften in definierten Bereichen besonders schwerer Kriminalität ermächtigt wurde. Dabei werden keine konkreten Straftatbestände bezeichnet, sondern in Art. 83 Abs. 1 UAbs. 2 AEUV kriminologische Begriffe verwendet, sodass prinzipiell die Angleichung jedes Tatbestands möglich ist, der zur Bekämpfung der genannten Kriminalitätsformen beitragen

---

237 Vgl. *Veil*, in Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 1 Rz. 18.

238 KOM(2011) 654 endgültig; hierzu *Schork/Reichling*, StraFo 2012, 125 ff.

239 Der um die Jahrtausendwende bestehende Umfang strafrechtlicher Kompetenzen der Gemeinschaft wird beschrieben bei *Satzger*, Die Europäisierung des Strafrechts, 2001, 393 ff.

240 EuGH, Urt. v. 13.9.2005 – Rs. C-176/03, Kommission/Rat, NStZ 2008, 702, Rz. 47 f.; aus der Fülle der hierzu ergangenen Anmerkungen stellvertretend *Kubiciel*, NStZ 2007, 136 ff.; EuGH, Urt. v. 23.10.2007 – Rs. C-440/05, Kommission/Rat, NStZ 2008, 703, Rz. 66.

241 Vertrag von Lissabon zur Änderung des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, unterzeichnet in Lissabon am 13. Dezember 2007, ABl. C 306 v. 17.12.2007, 1.

242 Hierzu *Vogel*, in Ambos (Hrsg.), Europäisches Strafrecht post-Lissabon, 2011, S. 41, 44 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

kann.[243] Da der Marktmissbrauchsbereich den dort genannten Kriminalitätsfeldern allerdings nicht unterfällt, konnte hierauf keine Richtlinienkompetenz gestützt werden. Vielmehr wurde als Ermächtigungsgrundlage für die Marktmissbrauchsrichtlinie Art. 83 Abs. 2 S. 1 AEUV herangezogen, der eine strafrechtliche Annexzuständigkeit für solche Gebiete einräumt, in denen Harmonisierungsmaßnahmen erfolgt sind. Voraussetzung ist, dass sich die Angleichung der strafrechtlichen Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten als unerlässlich für die wirksame Durchführung der Politik der Union auf diesem Gebiet erweist.

In seinem „Lissabon-Urteil" hatte das BVerfG zu dieser Annexzuständigkeit festgehalten, dass das deutsche Zustimmungsgesetz zum Lissabon-Vertrag „nur deshalb als verfassungskonform beurteilt werden" könne, weil „diese Zuständigkeit nach dem Vertrag eng auszulegen ist". Die Annexzuständigkeit führe zu einer „gravierende[n] Ausdehnung der Zuständigkeit zur Strafrechtspflege im Vergleich zur bislang geltenden Rechtslage". Angesichts der drohenden „Uferlosigkeit" dieser Annexzuständigkeit komme eine Kompetenz nur in Betracht, wenn „nachweisbar […] ein gravierendes Vollzugsdefizit tatsächlich besteht und nur durch Strafandrohung beseitigt werden kann."[244]

Ungeachtet der vom BVerfG entwickelten Begründungsanforderungen ging die Begründung des Richtlinienvorschlags auf die Tatbestandsvoraussetzungen der Kompetenznorm des Art. 83 Abs. 2 AEUV nicht im Einzelnen ein, sondern erschöpfte sich hauptsächlich in Postulaten.[245] Dies erscheint insbesondere angesichts der Tatsache erstaunlich, dass mit der Marktmissbrauchsrichtlinie erstmals von der in Art. 83 Abs. 2 AEUV niedergelegten Annexkompetenz Gebrauch gemacht werden sollte und deshalb eine besonders gründliche Begründung angezeigt gewesen wäre. Auch in Reaktion auf diese wenig fundierte Begründung der Erforderlichkeit einer Strafrechtsharmonisierung erhob der Bundesrat die nach Art. 12 des EU-Vertrags vorgesehene Subsidiaritätsrüge.[246] Beanstandet wurde u. a., dass sich der Richtlinienvorschlag nicht zu der Frage verhalte, ob und warum EU-weite Mindeststandards für strafrechtliche Sanktionen unerlässlich seien. Auch sei der Hinweis auf die Unterschiede des Sanktionssystems

243 *Kubiciel*, ZIS 2010, 742, 743.

244 BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u. a., BVerfGE 123, 267, 411 f.

245 KOM(2011) 654 endgültig, S. 3 f. Ablehnend gegenüber der dortigen Begründung *Trüg*, Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts, 2014, S. 63 f.

246 BR-Drs. 646/11 (Beschluss); hierzu nahm die Kommission mit (weitgehend inhaltsleerem) Schreiben vom 5.9.2012 Stellung, vgl. BR-Drs. 529/12.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

in den einzelnen Mitgliedstaaten und auf die Gefahr von Tatortverlagerungen in Länder mit weniger strengen Sanktionsvorschriften ungenügend. Weder würden die konkreten Auswirkungen der unterschiedlichen Sanktionssysteme auf die Strafverfolgung wegen Marktmissbrauchs dargelegt, noch würde konkret belegt, dass und mit welchen Folgen es zu Tatortverlagerungen kommt. Die rein theoretische Möglichkeit der Verlagerung von Tatorten sei kein Spezifikum des Finanzmarktmissbrauchs, sondern gelte für sämtliche Kriminalitätsfelder, in denen das Strafrecht der Mitgliedstaaten nicht voll angeglichen ist.[247] Obwohl der Bundestag sich diesen Bedenken anschloss und die als „nur lapidar" bezeichnete Begründung des Richtlinienentwurfs bemängelte,[248] blieb die Subsidiaritätsrüge letztlich wirkungslos.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie und die Marktmissbrauchsverordnung wurden am 16.4.2014 verabschiedet und am 12.6.2014 im Amtsblatt der EU veröffentlicht.[249] Beide Rechtsakte traten zwar schon zwanzig Tage später in Kraft.[250] Allerdings sollten sie erst ab dem 3.7.2016 volle Geltung beanspruchen.

3. Der Dreiklang aus Verordnung, Richtlinie und nationalem Strafrecht

Die zweijährige Übergangsphase sollte es den Mitgliedstaaten und den Marktteilnehmern ermöglichen, sich auf das neue Marktmissbrauchsregime einzustellen, das im Wesentlichen durch einen Dreiklang aus Marktmissbrauchsverordnung, Marktmissbrauchsrichtlinie und den jeweiligen nationalen Straftatbeständen charakterisiert wird.

---

247 BR-Drs. 646/11 (Beschluss), S. 3.

248 Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum Kommissionsvorschlag BT-Drs. 17/9770, S. 4 f.

249 Zur Historie *Veil*, in Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 1 Rz. 17 ff. sowie zu den nur lückenhaft vorliegenden Gesetzgebungsmaterialien § 2 Rz. 31 ff.

250 Vgl. Art. 14 Marktmissbrauchsrichtlinie und Art. 39 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

a) Die Marktmissbrauchsverordnung

Die Marktmissbrauchsverordnung ist in allen ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat.[251] Ihr Regelungsgegenstand besteht nach Art. 1 in der Schaffung eines gemeinsamen Rechtsrahmens für Marktmissbrauch und für Maßnahmen zu dessen Verhinderung, um die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken. Unter dem Oberbegriff des Marktmissbrauchs versteht die Marktmissbrauchsverordnung gem. Art. 1 Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation. Diese Begriffe werden dann ihrerseits in den Art. 7 ff. näher definiert und umschrieben.

Im Rahmen dieser Untersuchung sind Art. 12 und Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung von zentraler Bedeutung. In Art. 15 heißt es kurz und knapp: Marktmanipulation und der Versuch hierzu sind verboten. Was unter dem Begriff der Marktmanipulation zu verstehen ist, ergibt sich wiederum aus Art. 12, indem dort verschiedene „Handlungen" beschrieben werden, die vom Begriff der Marktmanipulation „umfasst" sind (Art. 12 Abs. 1) oder die als Marktmanipulation „gelten" (Art. 12 Abs. 2). Die Darstellung näherer Einzelheiten des komplexen Begriffs der Marktmanipulation wird weiter unten in anderem Zusammenhang erfolgen.[252] An dieser Stelle mag der Hinweis genügen, dass die Marktmissbrauchsverordnung in einem eigenen Anhang 1 eine „nicht erschöpfende Aufzählung" von „Indikatoren für manipulatives Handeln" enthält, wobei die Kommission wiederum ermächtigt ist, „zur Präzisierung" der in diesem Anhang 1 festgelegten Indikatoren eigene delegierte Rechtsakte zu erlassen.[253] Hiervon hat sie in der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 Gebrauch gemacht und einen sechsseitigen Katalog von „Praktiken zur näheren Bestimmung" der jeweiligen Indikatoren festgelegt.

b) Die Marktmissbrauchsrichtlinie

Die aus insgesamt 15 Einzelartikeln bestehende Marktmissbrauchsrichtlinie enthält Mindestvorschriften für strafrechtliche Sanktionen bei Insi-

251 Vgl. Art. 288 S. 2 AEUV sowie Art. 39 letzter Satz Marktmissbrauchsverordnung.
252 Siehe unten S. 151 ff.
253 Gem. Art 12 Abs. 5 Marktmissbrauchsverordnung.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der-Geschäften[254], unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation (so wörtlich in Art. 1). Ebenso wie bei der Marktmissbrauchsverordnung soll dies die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherstellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte stärken. Da die Richtlinie lediglich ein strafrechtliches Mindestmaß vorsieht, steht es den Mitgliedstaaten ausweislich des Erwägungsgrunds 20 „frei, strengere strafrechtliche Bestimmungen zum Marktmissbrauch einzuführen oder beizubehalten." Als Beispiel wird in Erwägungsgrund 21 die Befugnis der Mitgliedstaaten genannt, über die von der Richtlinie erfassten Vorsatzverstöße hinaus auch „eine rücksichtslos oder grob fahrlässig begangene Marktmanipulation" unter Strafe zu stellen.

Während Art. 3 und 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie die strafrechtliche Sanktionierung von Insidergeschäften und Insiderinformationen zum Gegenstand haben, finden sich die strafrechtlichen Vorgaben hinsichtlich der Marktmanipulation in Art. 5. Danach haben die Mitgliedstaaten die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass eine Marktmanipulation zumindest in schweren Fällen und bei Vorliegen von Vorsatz eine Straftat darstellt, Art. 5 Abs. 1.

Die Definition der Marktmanipulation erfolgt in Art. 5 Abs. 2 der Richtlinie anhand von Umschreibungen, die mit der Definition in Art. 12 Abs. 1 der Marktmissbrauchsverordnung größtenteils wortgleich sind. Kleinere sprachliche Unterschiede gegenüber dem Verordnungstext – so spricht der deutsche Richtlinientext von der „Vornahme einer Transaktion", die Verordnung hingegen vom „Abschluss eines Geschäfts" – dürften eher einer mangelnden Abstimmung im Übersetzungsprozess als materiellen Erwägungen geschuldet sein.[255]

Wann schwere Fälle im Sinne von Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie vorliegen, wird in der Richtlinie nicht bestimmt. Gemäß Erwägungsgrund 12 soll eine Marktmanipulation allerdings „unter anderem in den Fällen als schwerwiegend betrachtet werden, in denen die Auswirkungen auf die Integrität des Markts, der tatsächlich oder potenziell erzielte Gewinn oder vermiedene Verlust, das Ausmaß des auf dem Markt entstandenen Schadens, die Änderung des Werts der Finanzinstrumente oder Waren-Spot-

254 Die Schreibweise dieses Begriffs (ebenso des Begriffs der Insiderinformation) ist in der Marktmissbrauchsverordnung (ohne Bindestrich) und der Marktmissbrauchsrichtlinie (wie hier mit Bindestrich) uneinheitlich. Siehe hierzu auch die Bemerkung bei Fn. 255.

255 Im englischen, französischen und spanischen Text sind die Formulierungen in beiden Rechtsakten auch jeweils einheitlich: „entering into a transaction"; „effectuer une transaction" sowie „ejecutar una operación".

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kontrakte oder der Betrag der ursprünglich genutzten Mittel hoch sind oder wenn die Manipulation von einer Person begangen wird, die im Finanzsektor oder in einer Aufsichts- bzw. Regulierungsbehörde angestellt oder tätig ist".

In Art. 6 der Richtlinie werden die Mitgliedstaaten angewiesen, Anstiftung und Beihilfe sowie den Versuch unter Strafe zu stellen. Gem. Art. 7 Abs. 1 muss die Straftat der Marktmanipulation „mit wirksamen, verhältnismäßigen und abschreckenden strafrechtlichen Sanktionen bewehrt" sein. Dabei muss der Strafrahmen gem. Art. 7 Abs. 2 Freiheitsstrafe vorsehen, die im Höchstmaß mindestens vier Jahre zu betragen hat. Es handelt sich hierbei um das kriminalpolitisch keinesfalls unumstrittene Konzept einer sog. „Mindesthöchststrafe" (engl. *Minimum-Maximum-Fine*).[256]

Art. 13 der Richtlinie verpflichtete die Mitgliedstaaten, die erforderlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften bis zum 3.7.2016 zu erlassen, zu veröffentlichen und „vorbehaltlich des Inkrafttretens der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 ab dem 3.7.2016" anzuwenden. Von dieser Verpflichtung ausgenommen waren das Vereinigte Königreich sowie Dänemark, da sie sich nicht an der Annahme der Marktmissbrauchsrichtlinie beteiligt haben.[257]

c) Der Straftatbestand im WpHG

Die strafrechtlichen Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie waren durch § 38 WpHG a. F. bereits überwiegend erfüllt. Insofern bestand für den deutschen Gesetzgeber keine Notwendigkeit zur Schaffung eines gänzlich neuen Straftatbestands, sodass er sich auf eine punktuelle Überarbeitung der bereits bestehenden Strafvorschrift hätte beschränken können. Allerdings waren neben den Vorgaben des europäisierten Marktmissbrauchsregimes auch in zahlreichen anderen Themenfeldern gesetzgeberische Umsetzungsmaßnahmen erforderlich, die mit den hier zu untersuchenden Fragestellungen nichts zu tun haben, wie etwa die zweite

256 Grundsätzliche Kritik gegen die Mindesthöchststrafe wurde in Hinblick auf den Grundsatz der Kohärenz insb. vorgebracht durch ein „Manifest" einer Gruppe europäischer Wissenschaftler, vgl. European Criminal Policy Initiative (ECPI), ZIS 2009, 697, 699, 705. Aus dem Kreis dieser Initiative ferner *Kaiafa-Gbandi*, EuCLR 2011, 7, 12; *dies*., KritV 94 (2011), 153, 168; *Asp*, EuCLR 2011, 44, 47, 55.

257 Vgl. Erwägungsgründe 29 und 31 der Marktmissbrauchsrichtlinie.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) sowie die damit zusammenhängende Finanzmarktverordnung (MiFIR).

Angesichts dieses ganzen Bündels an umsetzungsbedürftigen Maßnahmen und des dadurch bedingten umfassenden Änderungsbedarfs wurde im Herbst 2015 vom Bundesministerium der Finanzen der Referentenentwurf eines Gesetzes zur „Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte" vorgestellt.[258] Dieser Referentenentwurf sah eine vollständige Überarbeitung und Neugliederung des Wertpapierhandelsgesetzes vor. Hierbei war auch eine Standortverlagerung der Strafvorschriften geplant. Die bisherige Strafvorschrift des § 38 WpHG a. F. sollte aufgespalten werden, indem „[s]trafbare Verstöße gegen das Verbot von Insidergeschäften" in § 107 Ref-E-WpHG und „[s]trafbare Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation" in § 108 Ref-E-WpHG künftig ihren Platz finden sollten.

Hinsichtlich der Marktmanipulation lautete die in § 108 Ref-E-WpHG vorgeschlagene Strafvorschrift wie folgt:

> „§ 108 Strafbare Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation
> (1) Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer eine in § 21 Absatz 1, auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 2 bezeichnete Handlung begeht und dadurch tatsächlich auf einen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts oder auf die Berechnung eines Referenzwertes einwirkt.
> (2) Der Versuch ist strafbar.
> (3) In besonders schweren Fällen ist die Strafe Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu zehn Jahren. Ein besonders schwerer Fall liegt in der Regel vor, wenn der Täter
> 1. die Handlung gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande, die sich zur fortgesetzten Begehung von Marktmanipulationen verbunden hat, begeht, oder
> 2. in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt."

Zu diesem Referentenentwurf wurden von verschiedenen Institutionen und Verbänden Stellungnahmen abgegeben, welche die vorgesehenen

258 Der undatierte Referentenentwurf ist zusammen mit den hierzu abgegebenen Stellungnahmen auf der Website des Bundesfinanzministeriums abrufbar.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Strafvorschriften jedoch nicht betrafen.[259] Es kann nur darüber spekuliert werden, ob dies möglicherweise auch daran lag, dass (von den rein äußerlichen Änderungen einmal abgesehen) mit den vorgesehenen Änderungen des Straftatbestands kein grundsätzlicher Paradigmenwechsel gegenüber der bisherigen Rechtslage verbunden war. Jedenfalls waren die in § 108 Abs. 3 Ref-E-WpHG vorgesehenen Strafschärfungen für besonders schwere Fälle bereits aus dem Kernstrafrecht bekannt und dürften als solche keinen grundlegenden Einwänden begegnet sein.

Wenige Wochen nach Veröffentlichung des Referentenentwurfs zeigte sich dann allerdings auf europäischer sowie auf nationaler Ebene, dass der ursprüngliche Zeitplan für die Einführung der überarbeiteten Finanzmarktrichtlinie und der Finanzmarktverordnung zu ambitioniert war und in der Praxis nicht würde eingehalten werden können. Das hatte zur Folge, dass der eigentlich für Januar 2017 vorgesehene Beginn dieses Teils des neuen Finanzmarktregimes um ein Jahr verschoben werden musste.

Da die anderen europäischen Vorgaben – namentlich das Marktmissbrauchsregime – nach wie vor im Zeitplan lagen und von dieser Verzögerung nicht betroffen waren, entschied man sich im Finanzministerium Ende 2015 zu einer gestaffelten Umsetzung. Hierzu sollte der ursprüngliche Gesetzentwurf in zwei Teile aufgespalten werden.[260] Dementsprechend beschloss das Bundeskabinett Anfang 2016 zunächst den Entwurf eines „Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG)“, bei dem schon der Gesetzestitel darauf hinwies, dass bald ein Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz folgen würde. Nach diesem Regierungsentwurf des 1. FiMaNoG war folgende Strafvorschrift vorgesehen:

---

259 Die vereinzelt geäußerte Kritik beschränkte sich vielmehr auf die in § 109 Ref-E-WpHG vorgesehene Bußgeldvorschrift, Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme zum Referentenentwurf zum Finanzmarktnovellierungsgesetz, 18. November 2015, S. 13 ff. Ein überwiegend kritisches Fazit zog hingegen *Bator*, BKR 2016, 1 ff., da der Entwurf einerseits hinter den Mindestvorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie zurückbleibe und sie andererseits in unzulässiger Weise überschreite.

260 Vgl. *Beecken*, Berlin spaltet Marktnovelle, Börsen-Zeitung v. 9.12.2015: „Die Bundesregierung schließt sich den Brüsseler Plänen an, das Inkrafttreten der überarbeiteten Finanzmarktrichtlinie MiFiD II nach hinten zu verschieben. Das schlägt sich in einer Zweiteilung des Finanzmarktnovellierungsgesetzes nieder.“

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

„§ 38 Strafvorschriften

(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer

1. eine in § 39 Absatz 2 Nummer 3 oder Absatz 3c bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht,
2. eine in § 39 Absatz 3d Nummer 2 Buchstabe a oder c bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht oder
3. eine in § 39 Absatz 3d Nummer 2 Buchstabe b bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht und dadurch für sich oder einen anderen Vermögensvorteile großen Ausmaßes erlangt

und durch eine in Nummer 1, 2 oder 3 genannte Handlung einwirkt auf

a) den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts, einer Ware im Sinne des § 2 Absatz 2c, einer Emissionsberechtigung im Sinne des § 3 Nummer 3 des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes oder eines ausländischen Zahlungsmittels im Sinne des § 51 des Börsengesetzes,
b) den Preis eines Finanzinstruments oder eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts an einem organisierten Markt oder einem multilateralen Handelssystem in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum,
c) den Preis einer Ware im Sinne des § 2 Absatz 2c, einer Emissionsberechtigung im Sinne des § 3 Nummer 3 des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes oder eines ausländischen Zahlungsmittels im Sinne des § 51 des Börsengesetzes an einem mit einer inländischen Börse vergleichbaren Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum oder
d) die Berechnung eines Referenzwertes im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum.

[…]

(4) In den Fällen des Absatzes 1 Nummer 2 und 3 sowie der Absätze 2 und 3 ist der Versuch strafbar.

(5) Mit Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu zehn Jahren wird bestraft, wer in den Fällen des Absatzes 1 Nummer 2 oder 3

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande, die sich zur fortgesetzten Begehung solcher Taten verbunden hat, handelt oder
2. in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt.

(6) Handelt der Täter in den Fällen des Absatzes 2 Nummer 1 leichtfertig, so ist die Strafe Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe."[261]

Obwohl das Finanzministerium noch kurz zuvor verlautbaren ließ, dass die Aufspaltung des ursprünglichen Referentenentwurfs in zwei Gesetzesvorhaben zu keinen inhaltlichen Abweichungen führen sollte,[262] hatte dieser Regierungsentwurf in seinen strafrechtlichen Teilen mit dem Referentenentwurf eigentlich keine Gemeinsamkeiten mehr. So wurde die im Referentenentwurf vorgesehene Aufteilung in einen jeweils eigenständigen Insiderstraftatbestand und in einen Marktmanipulationstatbestand aufgegeben und es blieb bei der Verortung der Strafnorm in § 38 WpHG.

Ein weiterer wesentlicher Unterschied bestand im Grad der Verweisungstechnik: Während in § 21 Ref-E-WpHG noch eine Wiedergabe des materiellen Verbots der Marktmanipulation vorgesehen war, die den Bezugspunkt der Blankettstrafnorm des § 108 Ref-E-WpHG bilden sollte, verzichtete der Regierungsentwurf (ebenso wie das spätere Gesetz[263]) auf eine eigenständige Normierung des Verbots der Marktmanipulation im WpHG. Stattdessen sah der neue Regierungsentwurf eine Verweisung des Blankett-Straftatbestands auf die Bußgeldvorschrift des § 39 WpHG und von dort auf Art. 12 und Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung vor. Hierdurch zeigte der Regierungsentwurf in gesetzgebungstechnischer Hinsicht bereits starke strukturelle Ähnlichkeit zur heutigen Strafvorschrift.

Aufgrund der in § 38 WpHG a. F. angewendeten Blankettgesetzgebungstechnik waren diese strukturellen Wechsel auf die unterschiedlichen Verweisungsebenen verhältnismäßig einfach umzusetzen. So konnte am bisherigen Straftatbestand des § 38 a. F. WpHG im Wesentlichen festgehalten werden; lediglich die Verweisketten mussten auf die neuen Ausfüllungsnormen umgestellt werden. Die mit der Marktmissbrauchsverordnung einhergehenden materiell-rechtlichen Änderungen waren der Strafnorm

261 BT-Drs. 18/7482, S. 18 f.
262 *Beecken*, Berlin spaltet Marktnovelle, Börsen-Zeitung v. 9.12.2015.
263 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) v. 30.6.2016, BGBl. I, 1514.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

somit auf den ersten Blick nicht anzusehen. Allerdings barg die Blankettgesetzgebungstechnik auch ein erhebliches Fehlerpotential durch mangelhaft synchronisierte Verweisungsketten. So wurde schon kurz nach Inkrafttreten des 1. FiMaNoG – ausgelöst durch einen Kurzbeitrag von *Rothenfußer* in der Börsen-Zeitung[264], zu dem sogar die BaFin am folgenden Tag in einer eigenen Pressemitteilung Stellung bezog[265] – für einige Zeit lebhaft die Frage diskutiert, ob dem Gesetzgeber bei dieser Umstellung ein Versehen unterlaufen war, welches eine unbeabsichtigte „Generalamnestie im Kapitalmarktrecht" zur Folge hatte.[266] Ein weiterer Synchronisierungsfehler bestand darin, dass für einen Zeitraum von fast 18 Monaten versäumt wurde, bei den notwendigen Blankettanpassungen das Segment des sog. Freiverkehrs mit den neuen Verweisungsketten abzustimmen. Die hierdurch entstandene Sanktionslücke war Gegenstand einer gesonderten Darstellung durch den *Verfasser*.[267]

Äußerlich waren die durch den Gesetzentwurf vorgesehenen Änderungen am Aufbau der Strafvorschrift erkennbar. Während die Strafbarkeit der Marktmanipulation nach alter Rechtslage im zweiten Absatz von § 38 WpHG a. F. geregelt war, sollte sie durch das 1. FiMaNoG an den Anfang der Strafnorm verlegt werden.[268] Inhaltliche Neuerungen bestanden im Wesentlichen in der Einführung der Versuchsstrafbarkeit in § 38 Abs. 4

264 So der gleichnamige Artikel in der Börsen-Zeitung v. 7.7.2016, S. 13.

265 BaFin, Keine Strafbarkeitslücke im Kapitalmarktrecht, Pressemitteilung v. 8.7.2016.

266 Da diese Diskussion bereits an anderer Stelle umfassend beschrieben wurde, kann hier von einer Wiedergabe der näheren Einzelheiten abgesehen werden; vgl. vielmehr *Rothenfußer/C. Jäger*, NJW 2016, 2689 ff.; *M. Bergmann/Vogt*, wistra 2016, 347 ff.; *Bülte/N. Müller*, NZG 2017, 205 ff.; *Jahn/Brodowski*, FS Neumann, 2017, S. 883 ff.; *Klöhn/Büttner*, ZIP 2016, 1801 ff.; *Lorenz/Zierden*, HRRS 2016, 443 ff.; *Rossi*, ZIP 2016, 2437 ff.; BGH, Beschl. v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, BGHSt 62, 13; BVerfG, Beschl. v. 3.5.2018 – 2 BvR 463/17, NZG 2018, 831.

267 *Richter*, NZG 2020, 210 ff.

268 Bei den Insiderverstößen waren die Änderungen deutlich ausgeprägter, was u. a. der kürzeren Verweisungskette geschuldet war: Bei der Marktmanipulation nahm die Verweisungskette zunächst einen „Umweg" über die Bußgeldvorschrift, die dann ihrerseits auf die Verbotsnorm des § 20a WpHG verwies. Beim Insiderhandel verwies die Strafnorm demgegenüber direkt auf die entsprechende Verbotsnorm des § 14 WpHG a. F. Dementsprechend waren infolge der Aufhebung von § 14 WpHG a. F. durch das 1. FiMaNoG am Wortlaut der Strafnorm mehr Änderungen erforderlich.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

WpHG[269] und vor allem in der neuen Verbrechensqualifikation gem. § 38 Abs. 5 WpHG a. F. Auch an dieser Stelle war ein weiterer bemerkenswerter Unterschied gegenüber dem ursprünglichen Referentenentwurf zu verzeichnen, der keinen Qualifikationstatbestand vorgesehen hatte, sondern in § 108 Abs. 3 Ref-E-WpHG lediglich eine Strafschärfung für besonders schwere Fälle, bei der das Mindeststrafmaß im Übrigen nur sechs Monate Freiheitsstrafe betragen sollte.

In den Gesetzesmaterialien findet sich keinerlei Begründung, warum die nach dem Referentenentwurf vorgesehene Regelbeispielsmethode plötzlich einer Verbrechensqualifikation weichen sollte. Allerdings heißt es in der Begründung des Regierungsentwurfs, es handele „sich nicht um schwerwiegende Fälle […] die eine Starbarkeit [*sic!*] erst begründen [sondern] um strafverschärfende Tatbestandsmerkmale, die zu einem erhöhten Strafrahmen führen (Qualifikation).“[270] Dabei werde „zum einen in Anlehnung an den Tatbestand des schweren Betrugs (§ 263 Absatz 3 Nummer 1 des Strafgesetzbuches) die organisierte Begehung (‚gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande zur fortgesetzten Begehung‘) und zum anderen das Ausnutzen von Informationen im Rahmen einer Tätigkeit mit Bezug zum Finanzmarkt als besonders strafwürdig angesehen.“[271] Der Strafrahmen für besonders schwere Fälle werde „als Verbrechen angesehen, da aus Sicht des nationalen Gesetzgebers die Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte bei diesen Fällen der Marktmanipulation sehr hoch und damit in besonderem Maße strafwürdig sind.“[272] Welchen Anlass das Finanzministerium hatte, die ursprüngliche Fassung des Referentenentwurfs nach nur wenigen Wochen so grundlegend umzugestalten, ist öffentlich verfügbaren Quellen nicht zu entnehmen.

Nach der Veröffentlichung des Regierungsentwurfs gewann das Gesetzgebungsverfahren schnell an Fahrt. In der ersten Beratung im Bundestag am 18.2.2016 wurde die Überweisung an den federführenden Finanzausschuss beschlossen, der am 14.3.2016 eine öffentliche Anhörung durchführte und bereits am 13.4.2016 seine Beschlussempfehlung verkündete, die gegenüber dem Regierungsentwurf nur unwesentliche Änderungen vorsah. Dieser Empfehlung folgend wurde das 1. FiMaNoG schon am

269 Hierdurch wurde die Vorgabe gem. Art. 6 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt. Beim Insiderhandel war der Versuch schon nach alter Rechtslage strafbar, vgl. hierzu insb. *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, 2009, S. 223 ff.

270 BT-Drs. 18/7482, S. 64.

271 Ebd.

272 Ebd., S. 64 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

folgenden Tag vom Bundestag in zweiter und dritter Lesung beschlossen. Angesichts dieses Tempos war keine kritische Würdigung der neuen Strafnormen durch die breitere Fachöffentlichkeit möglich. Erste ablehnende Anmerkungen[273] erschienen nicht vor der maßgeblichen Sitzung des Finanzausschusses und somit nicht rechtzeitig genug, um im Gesetzgebungsverfahren noch berücksichtigt zu werden. Immerhin wurde in der Anhörung des Finanzausschusses von einem Vertreter des Bundesverbands der Wertpapierfirmen vorgeschlagen, anstelle der Verbrechensqualifikation „beim Vorschlag des Referentenentwurfs mit sechs Monaten Mindestfreiheitsstrafe" zu bleiben. Dies sollte die „durch einen einjährigen Mindeststrafrahmen sofort sehr stark gebunden[en]" Gerichte in die Lage versetzen, „mit mehr Fingerspitzengefühl zu agieren".[274] Allerdings verhallte dieser Appel ungehört.

Nachdem das 1. FiMaNoG vom Bundestag bereits beschlossen war, entzündete sich insbesondere an der Verbrechensqualifikation deutlich vernehmbare Kritik. Dennoch sahen weder der vom Finanzministerium im September 2016 veröffentlichte Referentenentwurf[275] „eines zweiten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG)" noch der im Januar 2017 in den Bundestag eingebrachte Regierungsentwurf[276] Anlass für eine Revision der erst kurz zuvor geänderten Strafnorm. Vielmehr beschränkten sich die vorgeschlagenen Änderungen auf eine Umplatzierung der Strafvorschrift, die durch die ebenfalls mit dem 2. FiMaNoG einhergehende umfassende Neunummerierung des WpHG erforderlich wurde.[277]

Ein Änderungsvorschlag erfolgte hingegen durch den Bundesrat in seiner Stellungnahme zu dem Regierungsentwurf. An der Verbrechensqualifikation der gewerbs- oder bandenmäßigen Begehung sollte im Ergebnis nichts geändert werden. Demgegenüber sollte die Qualifikationsvariante,

---

273 *Eggers/Gehrmann/Szesny*, WiJ 2016, 123, 125 ff.; *Gehrmann*, WM 2016, 542, 548.

274 Deutscher Bundestag, Finanzausschuss, 18. Wahlperiode, Wortprotokoll der 72. Sitzung vom 14.3.2016, Protokollnummer 18/72, S. 26.

275 Der Referentenentwurf ist zusammen mit den hierzu abgegebenen Stellungnahmen auf der Website des Bundesfinanzministeriums abrufbar.

276 BT-Drs. 18/10936, S. 251.

277 Wie schon im ursprünglichen Referentenentwurf aus dem Jahr 2015 vorgesehen, sollte die Strafnorm nach dem Referentenentwurf für das 2. FiMaNoG ihren Standort in § 108 WpHG finden. Im weiteren Gesetzgebungsverlauf verschob sich der neue Standort dann weiter nach hinten zum heutigen § 119 WpHG, vgl. auch Erläuterung unten in Fn. 288.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

die strafschärfend an die berufliche Stellung anknüpfte, durch eine Absenkung des Mindeststrafmaßes auf sechs Monate Freiheitsstrafe aus dem Anwendungsbereich des strafrechtlichen Verbrechensregimes herausgenommen werden. Hierzu sollte der bisherige Qualifikationstatbestand wie folgt aufgespalten werden:

> „4a) Mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu zehn Jahren wird bestraft, wer in den Fällen des Absatzes 1 in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungs-unternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt.
> (5) Mit Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu zehn Jahren wird bestraft, wer in den Fällen des Absatzes 1 gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande, die sich zur fortgesetzten Begehung solcher Taten verbunden hat, handelt“[278]

In der Begründung führte der Bundesrat aus, dass die durch das 1. FiMaNoG vorgenommene Ausgestaltung der strafrechtlichen Ahndung von Fällen der Marktmanipulation revidiert werden müsse. Die Wertung des Gesetzgebers des 1. FiMaNoG, „als Anknüpfungspunkt für eine Qualifizierung als besonders schwerer Fall der Begehung einer Marktmanipulation und damit als Verbrechen die bloße Tätigkeit bei einer inländischen Finanzaufsichtsbehörde, einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, einer Börse oder einem Betreiber eines Handelsplatzes genügen zu lassen“, sei „in keiner Weise durch europarechtliche Bestimmungen vorgegeben“.[279] Ebenso wenig sei die Gleichsetzung des Merkmals der Mitarbeitereigenschaft mit Fällen von gewerbsmäßiger oder bandenmäßiger Begehung zur Wahrung der Integrität des Finanzmarkts geboten.

Es solle deshalb „eine differenzierte Ausgestaltung des Sanktionsrahmens vorgenommen werden“. Hierdurch erfahre „der Sanktionsrahmen der Marktmanipulation eine abgewogene Normierung, die den Aspekten der Angemessenheit und Verhältnismäßigkeit in vollem Umfang Rechnung trägt“.[280]

In ihrer Gegenäußerung antwortete die Bundesregierung, dass ein erhöhter Sanktionsrahmen „für Mitarbeiter aus dem Bereich des Finanzdienstleistungssektors“ angemessen sei, „da sie im Interesse ihrer Kunden bzw. im Hinblick auf ihre Aufgaben der Wahrung der Integrität der

278 BT-Drs. 18/11290, S. 10.
279 Ebd.
280 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Finanzmärkte besonders verpflichtet sind".[281] Allerdings solle geprüft werden, ob für das erhöhte Sanktionsbedürfnis „notwendigerweise eine Mindeststrafe von nicht unter einem Jahr erforderlich" sei, oder ob dem Sanktionsbedürfnis „bereits durch die im Vergleich zum Grunddelikt erhöhte Strafdrohung von 10 Jahren Freiheitsstrafe" Rechnung getragen werde.[282] Auch in der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses wurden die Bedenken gegen die Verbrechensqualifikation nochmals eindringlich vorgetragen.[283]

Gleichwohl änderte sich an der Verbrechensqualifikation im Ergebnis nichts. Vielmehr wurde durch den Finanzausschuss als Kompromiss lediglich die Ergänzung um einen minder schweren Fall in § 38 Abs. 6 WpHG vorgeschlagen, wonach minder schwere Fälle von § 38 Abs. 5 Nr. 2 WpHG mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren bestraft werden.[284] Durch diesen „Ausnahmestrafrahmen" solle „außergewöhnlich gelagerten Fallgestaltungen der Marktmanipulation Rechnung getragen" werden, in denen der Täter zwar in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt, „jedoch das gesamte Tatbild vom Durchschnitt der gewöhnlich vorkommenden Fälle in einem so erheblichem Maße abweicht, dass eine Anwendung des Strafrahmens des Absatz 5 unverhältnismäßig wäre".[285]

Der Bundestag folgte dieser Empfehlung des Finanzausschusses und beschloss das Gesetz am folgenden Tag in zweiter und dritter Lesung.[286] Durch die gesetzestechnisch nicht alltägliche Ergänzung einer Qualifikation um einen minder schweren Fall änderte sich an der Einstufung als Verbrechen im Ergebnis nichts (§ 12 Abs. 3 StGB).

Der bereits länger beabsichtigte Neuaufbau des WpHG wurde ebenfalls durch das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz vollzogen.[287] So verla-

281 BT-Drs. 18/11290, S. 17.
282 Ebd.
283 Deutscher Bundestag, Finanzausschuss, 18. Wahlperiode, Wortprotokoll der 102. Sitzung vom 8.3.2017, Protokollnummer 18/102, S. 28.
284 BT-Drs. 18/11775, S. 15.
285 Ebd., S. 389.
286 Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) v. 23. Juni 2017, BGBl. I, 1693.
287 Gesetzgebungstechnisch arbeitete der Gesetzgeber mit einem Artikelgesetz: Durch Art. 1 Nr. 8 des 2. FiMaNoG wurde die bestehende Fassung von § 38 WpHG ergänzt. Die Neufassung des WpHG war demgegenüber Gegenstand von Art. 3 des 2. FiMaNoG.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gerte sich der Standort der Strafvorschrift infolge der ab dem 3.1.2018 geltenden vollständigen Neunummerierung des Gesetzes von § 38 Abs. 1 WpHG a. F. hin zu § 119 Abs. 1 WpHG.[288]

288 Hinsichtlich des Inkrafttretens bestimmte Art. 26 des 2. FiMaNoG, dass die Änderung der Strafvorschrift schon am Tag nach der Verkündung in Kraft treten sollte (die Verkündung erfolgte im BGBl. vom 24.6.2017), die Teile betreffend die Neunummerierung hingegen erst am 3.1.2018.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

D. Umsetzungslösungen der übrigen EU-Mitgliedstaaten

Nicht nur wegen der grenzüberschreitenden Dimensionen der Kapitalmärkte, sondern vor allem auch in Anbetracht der Prototypenfunktion des Marktmissbrauchsstrafrechts für ein vollständig europäisiertes Strafrecht sollte diese Untersuchung auch die übrigen europäischen EU-Mitgliedstaaten in den Blick nehmen. Denn wie nicht erst das Bundesverfassungsgericht in seinem Lissabon-Urteil feststellte, ist die Strafrechtspflege „sowohl was die Voraussetzungen der Strafbarkeit als auch was die Vorstellungen von einem fairen, angemessenen Strafverfahren anlangt, von kulturellen, historisch gewachsenen, auch sprachlich geprägten Vorverständnissen und von den im deliberativen Prozess sich bildenden Alternativen abhängig".[289] Während sich diese – selbstverständlich erscheinende[290] – Beobachtung auf das Strafrecht insgesamt bezog, wurde sie im kleinen Maßstab auch schon in dieser Untersuchung ansatzweise bestätigt, indem die soeben nachgezeichneten Entwicklungslinien eine Vorstellung der historisch bedingten Vielschichtigkeit der Strafbarkeit der Marktmanipulation vermitteln. Es ist kein Grund ersichtlich, warum die Entwicklung der Strafbarkeit der Marktmanipulation in anderen Mitgliedstaaten ein weniger komplexes Bild ergeben sollte. Auch in der neueren ökonomischen Forschung, welche die Effekte der (ersten) Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 in den verschiedenen Mitgliedstaaten untersuchte, wurden nach erfolgter Richtlinienumsetzung zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten deutliche Unterschiede im regulatorischen Niveau gemessen.[291]

---

289 BVerfG, Urt. v. 30.6.2009 – 2 BvE 2/08 u. a., BVerfGE 123, 267, 359 f. Vgl. hierzu die Kritik von *Ambos*, GA 2016, 177, 184 ff., der die kulturelle Bedingtheit des Rechts allerdings nicht bestreitet, sondern hierin gerade die Bestätigung der Notwendigkeit für einen „ergebnisoffenen Diskurs" mit fremden Rechtsordnungen sieht.

290 Dieses Zitat soll nicht den Eindruck erwecken, dass im Folgenden eine sog. „kulturbezogene Strafrechtsvergleichung" (hierzu unter Bezugnahme auf das Lissabon-Urteil *Burchard*, RW 2017, 277, 300 f.) betrieben würde.

291 Vgl. etwa *Christensen/Hail/Leuz*, The Review of Financial Studies, 2016, 2885, 2915 f.: "We document that the new market abuse and transparency directives significantly increase the liquidity of share markets, on average. […] However, we also show that the benefits of securities regulation differ across countries. We find evidence of substantial hysteresis in regulatory outcomes. The liquidity effects of the two directives are stronger in countries with a history of higher

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

I. Umsetzungsbericht der Europäischen Kommission vom März 2020

Einen ersten Eindruck von der Vielgestaltigkeit der strafrechtlichen Umsetzungslösungen in den einzelnen Mitgliedstaaten vermittelt der von der Europäischen Kommission im März 2020 vorgelegte Bericht über die Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.[292] Dieser Umsetzungsbericht enthält freilich keinerlei Einzeldarstellung der einschlägigen Strafgesetze in den jeweiligen Mitgliedstaaten. Vielmehr beschränkt er sich auf summarisch-quantitative Erläuterungen zur Richtlinienumsetzung in nationales Recht. Der Bericht ist außerdem anonymisiert, d. h. die von den einzelnen Erläuterungen jeweils betroffenen Mitgliedstaaten werden nicht individualisiert offengelegt.[293]

Zum Gegenstand und zur Methodik des Berichts wird ausgeführt, dass sich die Erläuterungen und Analysen vorrangig auf Angaben stützen, die die Mitgliedstaaten der Kommission im Wege der Mitteilung ihrer nationalen Maßnahmen zur Umsetzung der Richtlinie zur Verfügung gestellt haben. Der Bericht befasse sich daher schwerpunktmäßig mit den Maßnahmen, die die Mitgliedstaaten zur Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht ergriffen haben. Er bewerte, „ob die Mitgliedstaaten die Richtlinie innerhalb der vorgegebenen Frist umgesetzt haben und ob die nationalen Rechtsvorschriften die Ziele und Anforderungen der Richtlinie erfüllen".[294] In dem Bericht heißt es insoweit, dass zum Zeitpunkt seiner

---

regulatory quality. The effects are also stronger with stricter implementation and enforcement, but primarily in countries with higher regulatory quality in the past. These findings are consistent with early work on the economics of regulation that highlights the difficulties of implementing and enforcing new rules […] Our finding that countries with weaker securities regulation do not catch up with stronger countries illustrates the difficulty of harmonizing capital markets through regulatory reforms. It implies that imposing the *same* regulation on countries with disparate initial conditions can have the unintended consequence of making countries diverge more, not less."

292 COM(2020) 99 final. Dieser Bericht war nach Art. 12 der Marktmissbrauchsrichtlinie vorgesehen.

293 Auch insoweit unterscheidet sich der Kommissionsbericht von einem früheren Bericht, in dem die jeweils betroffenen Mitgliedstaaten kenntlich gemacht wurden, vgl. CESR, Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Driective [*sic!*] (MAD) (Ref. CESR/07-693), Dok. Nr. CESR/08-099, Februar 2008.

294 COM(2020) 99 final, S. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Erstellung[295] alle beteiligten Mitgliedstaaten die vollständige Umsetzung der Richtlinie mitgeteilt hätten.

Nach Mitteilung der nationalen Maßnahmen durch die jeweiligen Mitgliedstaaten habe die Kommission eine Prüfung der Angemessenheit durchgeführt und infolge ihrer Prüfungen zunächst in 14 Fällen Vertragsverletzungsverfahren wegen nicht ordnungsgemäßer Umsetzung eingeleitet. In fünf Fällen hätten die entsprechenden Vertragsverletzungsverfahren eingestellt werden können, nachdem „im Rahmen informeller Kontakte mit den Mitgliedstaaten […] eine Reihe von Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Umsetzung der Richtlinie in Zusammenarbeit mit den jeweils betroffenen Mitgliedstaaten gelöst werden" konnte. In den übrigen neun Fällen seien die Vertragsverletzungsverfahren zum Zeitpunkt des Berichts noch anhängig, wobei in sechs Fällen ein Aufforderungsschreiben zugestellt worden sei.[296]

Eine eingehende Bewertung der mitgeteilten Umsetzungsmaßnahmen habe eine vollständige und korrekte Umsetzung der Richtlinie in den meisten Mitgliedstaaten bestätigt. Insbesondere sei die strafrechtliche Sanktionierung von Marktmissbrauchsverstößen von der Mehrheit der Mitgliedstaaten korrekt umgesetzt worden.[297] Im Übrigen habe sich die Feststellung nicht angemessener Umsetzungsmaßnahmen in vielen Fällen auf relativ geringfügige Aspekte beschränkt. Die meisten Umsetzungsprobleme verzeichnete der Kommissionsbericht im Bereich der Marktmanipulation, wo bei „sieben verschiedenen Mitgliedstaaten insgesamt mehr als 20 Probleme festgestellt" worden seien. So hätten es die betroffenen Mitgliedstaaten etwa versäumt, die von der Definition der Marktmanipulation in Art. 5 Abs. 2a der Marktmissbrauchsrichtlinie umfasste „jegliche sonstige Handlung" in ihre Definition des Straftatbestands aufzunehmen.[298] Hinsichtlich der in Art. 7 der Marktmissbrauchsrichtlinie vorgegebenen Mindeststrafen seien in allen Mitgliedstaaten Freiheitsstrafen vorgesehen, von denen die höchste zehn Jahre betrage.[299] Nur ein Mitgliedstaat sei

295 Der Bericht trägt das Datum vom 13.3.2020.
296 COM(2020) 99 final, S. 3.
297 Ebd.
298 COM(2020) 99 final, S. 7.
299 Ebd., S. 8. Da der Bericht die Mitgliedstaaten nicht individuell bezeichnete, bleibt unklar, welche Mitgliedstaaten gemeint waren. Nach § 265a Abs. 5 des slowakischen Strafgesetzbuchs beträgt der Strafrahmen sogar von sieben bis zu zwölf Jahren Freiheitsstrafe, wenn der Täter einen Großschaden verursacht oder die Tat als Mitglied einer gefährlichen Gruppe begeht, vgl. unten bei Fn. 361.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

seiner Umsetzungspflicht durch eine Mindesthöchststrafe von unter vier Jahren nicht nachgekommen.[300]

Die Möglichkeit, auch solche Fälle unter Strafe zu stellen, die nicht als „schwerwiegend" gelten, habe im Bereich der Marktmanipulation nur ein kleiner Teil der Mitgliedstaaten genutzt.[301] Demgegenüber hätten sich viele Mitgliedstaaten dafür entschieden, entweder die Definition der Straftat oder die Sanktionen ganz allgemein auf schwere Fälle zu begrenzen. Hinsichtlich der Bestimmung der Schwere eines Falles legt der Bericht dar, dass sich die Mitgliedstaaten „in gewissem Maße" von den in den Erwägungsgründen der Richtlinie aufgeführten Anhaltspunkten für schwerwiegende Fälle hätten leiten lassen. Dabei hätten sie in den meisten Fällen allerdings nur eines oder einige der dort genannten Kriterien herangezogen, wie etwa den Wert der gehandelten Finanzinstrumente. Auch hätten mehrere Mitgliedstaaten „bei informellen Kontakten" auf den unverbindlichen Charakter der Erwägungsgründe verwiesen.[302] Die Kommission erachtete es ausdrücklich als „zulässige Ergänzung, um der ‚Schwere' eines Falles Rechnung zu tragen", dass in einigen Mitgliedstaaten die Definition bestimmter Verstöße um Tatbestandsmerkmale ergänzt wurde, die in der Richtlinie nicht vorgeschrieben werden. Als Beispiel für eine derartige Einschränkung nennt der Bericht das Erfordernis eines „konkreten Vorsatz[es]", sich selbst „einen unrechtmäßigen Vorteil oder anderen einen unrechtmäßigen Nachteil zu verschaffen".[303]

II. Rechtsvergleichende Skizzierung der Strafrechtsnormen in den einzelnen Mitgliedstaaten

Im Umsetzungsbericht der Kommission wird die Frage der von den Mitgliedstaaten gewählten Gesetzgebungstechnik nicht näher beleuchtet. In Anbetracht der unterschiedlichen Strafrechtstraditionen in den einzelnen Mitgliedstaaten ist allerdings zu vermuten, dass bei der konkreten Umsetzung mitunter deutliche Unterschiede auftreten werden, zumal nach der durch Art. 288 S. 3 AEUV gewährleisteten „gesetzgeberischen Gestaltungs-

300 COM(2020) 99 final, S. 8. Ob es sich bei diesem Mitgliedstaat um Irland handelte, ist zweifelhaft, vgl. Fn. 339.
301 Ebd., S. 6.
302 Ebd., S. 11.
303 Ebd., S. 6. In der englischen Sprachfassung des Berichts heißt es „specific intent to gain an unlawful advantage".

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

freiheit" den innerstaatlichen Stellen bei der Richtlinienumsetzung die Wahl der Form und der Mittel überlassen bleibt.

Selbst im Bereich des Verbraucherschutzes, der eine noch junge Rechtsmaterie bildet und trotzdem (bzw. gerade deshalb) auf eine vergleichsweise lange Geschichte europäischer Konvergenz zurückblicken kann,[304] sind bei der Umsetzung der verschiedenen Verbraucherschutzrichtlinien[305] deutliche Unterschiede zwischen den mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen festzustellen.[306] Schon dieser Umstand trägt die Hypothese, dass es im Strafrecht nicht anders sein kann.

So würde es beispielsweise überraschen, wenn die vom deutschen Strafgesetzgeber gewählte Normstruktur hochkomplexer Blankettverweisungen noch in einer nennenswerten Anzahl weiterer Mitgliedstaaten anzutreffen wäre. Viel eher ist zu erwarten, dass sich bei der Schaffung der strafrechtlichen Sanktionsmechanismen nicht wenige Mitgliedstaaten gegen die Methode der Blankettgesetzgebung entschieden haben. Diese Annahmen sollen im Folgenden durch eine rechtsvergleichende Analyse des aktuellen Rechtszustands in den Mitgliedstaaten einer Plausibilisierung unterzogen werden.

---

304 Verbraucherschutzrecht ist seit jeher maßgeblich europäisch geprägtes Recht. Die europäischen Normsetzungsaktivitäten begannen bereits ab 1975, vgl. Entschließung des Rates vom 14. April 1975 betreffend ein Erstes Programm der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft für eine Politik zum Schutz und zur Unterrichtung der Verbraucher, ABl. C 92 v. 25.4.1975, 1.

305 Z. B. Haustürwiderrufsrichtlinie, Fernabsatzrichtlinie u. a.

306 Vgl. den umfassenden Rechtsvergleich im Auftrag der Europäischen Kommission von *Schulte-Nölke/Twigg-Flesner/Ebers*, EC Consumer Law Compendium. The Consumer Acquis and its transposition in the Member States, 2008, S. 1: "The findings of this study reveal the substantial differences between the various national implementing measures as a result of utilising minimum harmonisation clauses and regulatory options." In der jüngeren europäischen Zivilrechtswissenschaft wird auch vermehrt vorgeschlagen, das Konvergenzniveau bei der europäischen Richtlinienumsetzung anhand quantitativ-qualitativer Modelle basierend auf der Methode der Unschärfelogik (Fuzzylogik) zu messen, vgl. hierzu *Goanta/Siems*, Legal Studies 2019, 714 ff. m. w. N. in Fn. 6 u. 65 ff. Solchermaßen innovative Ansätze sind dem Verfasser aus dem Strafrecht bislang noch nicht bekannt. Sie haben starke Ähnlichkeiten zur ebenfalls neuartigen – und für die kapitalmarktrechtliche Forschung zunehmend wichtigen – statistischen Rechtsvergleichung (hierzu *Kischel*, Rechtsvergleichung, 2015, S. 144 ff. unter Hinweis auf *Siems*, RabelsZ 72 (2008), 354 ff.) und zur Methode der quantitativen Rechtswissenschaft (hierzu *Coupette/Fleckner*, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 53 ff.). Die Bestimmung der Strafrechtskonvergenz auf dem Gebiet des Marktmissbrauchsrechts anhand von statistischen und quantitativen Methoden könnte ein reizvolles Forschungsvorhaben darstellen.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Ziele und Methoden

Nach hergebrachter Konvention erfordert jeder Rechtsvergleich zunächst eine Erläuterung seiner Ziele und Methoden.[307] Denn es gibt „kaum einen Zweig in der Rechtswissenschaft, in dem so viel über Methode geschrieben, in dem die Methode als so grundlegend problematisch angesehen wird."[308] Die Strafrechtsvergleichung stellt hier keine Ausnahme dar,[309] wobei festzuhalten ist, dass auch die Strafrechtsvergleichung an sich natürlich keinem Rechtfertigungszwang unterliegen kann.[310]

Was zunächst die Ziele dieser rechtsvergleichenden Untersuchung angeht, so wird der vielzitierte „Blick über den Tellerrand" zunächst durch – gleichermaßen wissenschaftlich wie praktisch motivierte – Neugier sowie die Hoffnung auf Erkenntnisgewinn getrieben. Dies ist aber nicht im Sinne vollkommener wissenschaftlicher Zweckfreiheit[311] zu verstehen. Vielmehr soll der erhoffte praktische Ertrag dieses Rechtsvergleichs insbesondere darin liegen, anhand der Darstellung von alternativen gesetzgebungstechnischen Umsetzungsmöglichkeiten die Stärken und Schwächen der aus der eigenen Rechtsordnung vertrauten Argumentationsmuster zu reflektieren.[312] Insbesondere mag der Blick auf Regelungsmodelle benachbarter Rechtsordnungen der deutschen Wissenschaft des Kapitalmarktstrafrechts vor Augen führen, dass die deutsche Umsetzungslösung einen

---

307 *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung, 3. Aufl. 1996, S. 12 ff., 31 ff.

308 *Kischel*, Rechtsvergleichung, 2015, S. 92. Hiervon zeugt auch der beeindruckende Fußnotenapparat bei *Ambos*, RW 2017, 247, 257 ff.

309 Aus jüngerer Zeit *Kubiciel*, RW 2012, 212, 213 ff. sowie insb. *Eser*, in Eser/Perron (Hrsg.), Strukturvergleich strafrechtlicher Verantwortlichkeit und Sanktionierung in Europa. Zugleich ein Beitrag zur Theorie der Strafrechtsvergleichung, 2015, S. 929, 960 ff., davor schon ähnlich *ders.*, FS Frisch, 2013, S. 1441 ff. Aus der Nachkriegszeit namentlich *Jescheck*, Entwicklung, Aufgaben und Methoden der Strafrechtsvergleichung, 1955, insb. S. 36 ff.

310 Vgl. zum fehlenden Rechtfertigungsbedürfnis der Rechtsvergleichung *Kischel*, Rechtsvergleichung, 2015, S. 47 f., der deshalb für „einen entspannteren Umgang mit den Zielen der Rechtsvergleichung" (S. 49) wirbt.

311 Die es nach Auffassung von *Eser* im Bereich der Strafrechtsvergleichung konzeptionell zwar nicht geben kann, vgl. *Eser*, in Eser/Perron (Hrsg.), Strukturvergleich strafrechtlicher Verantwortlichkeit und Sanktionierung in Europa. Zugleich ein Beitrag zur Theorie der Strafrechtsvergleichung, 2015, S. 929, 964 f., deren Existenzberechtigung sich der *Verfasser* aber auch dann nicht anmaßen würde infrage zu stellen, wenn *Eser* irren sollte.

312 So auch die Erwartung des wissenschaftlichen Ertrags der Europäisierung des Strafrechts bei *Zieschang*, ZStW 113 (2001), 255, 264.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Komplexitätsgrad erreicht hat, der einem Beschuldigten in vielen Fällen schon sprachlich nur noch schwer vermittelbar ist.[313]

In Hinblick auf die Zielsetzung ist daran zu erinnern, dass die richtlinienbasierte Strafrechtsvereinheitlichung in Europa insgesamt noch in ihren Anfängen steckt. Deshalb gibt es bislang verhältnismäßig wenig Anschauungsmaterial oder Vorbilder für entsprechende rechtsvergleichende Analysen. Der hier unternommene Rechtsvergleich hat somit gleichsam experimentellen Charakter.[314] Dies geht freilich einher mit der quasi-experimentellen Natur des europäischen Marktmissbrauchsregimes insgesamt, welches – jedenfalls in seinen strafrechtlichen Dimensionen – ohne ein nennenswertes theoretisches Fundament beschlossen und umgesetzt wurde.[315] Aus diesen Gründen kann das Vorhaben dieses Rechtsvergleichs nicht mehr als eine erste Bestandsaufnahme und bestenfalls eine Skizzierung für längerfristige und umfangreichere Forschungsvorhaben darstellen.[316]

Da hier in erster Linie die Umsetzung der europäischen Richtlinienvorgaben in den betroffenen Mitgliedstaaten untersucht werden soll, erklärt

---

313 Der *Verfasser* hat diese Erfahrung in mehreren Strafverfahren gemacht. Hierzu gehört etwa der Fall, in dem selbst einem deutschen Muttersprachler mit gutem Bildungsgrad die Zusammenhänge zwischen Anhang II der Delegierten VO (EU) 2016/522 und § 119 Abs. 1 WpHG nicht mehr vermittelt werden können.

314 Eine stichwortartige vergleichende Darstellung der im Jahr 2007 in den Mitgliedstaaten geltenden Strafdrohungen findet sich allerdings bei CESR, Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Driective [*sic!*] (MAD) (Ref. CESR/07-693), Dok. Nr. CESR/08-099, Februar 2008 (dort in den Zeilen 198 ff.). Selbst im Recht des Verbraucherschutzes mit seinem vergleichsweise großen zeitlichen „Vorsprung" auf das Strafrecht hat es verhältnismäßig lange gedauert, bis die Konvergenz den Gegenstand empirisch orientierter wissenschaftlicher Untersuchungen bildete, vgl. *Schulte-Nölke/Twigg-Flesner/Ebers*, EC Consumer Law Compendium, 2008, S. 1: "For the first time, the transposition of 8 important consumer directives into the national laws of 25 Member States is analysed."

315 Obwohl nach dem Desiderat von *Ambos*, RW 2017, 247, 252 f. im Rahmen des EU-Strafrechts eine strafrechtliche Harmonisierung voraussetzt, „dass man sich zunächst im Wege vergleichender Untersuchungen zum mitgliedstaatlichen Strafrecht einen Überblick darüber verschafft, wo überhaupt Angleichungsbedarf besteht."

316 Insbesondere kann hier nicht der Anspruch auf Vollständigkeit verfolgt werden, der anderen großangelegten und international koordinierten Forschungsprojekten zugrunde liegt, wie etwa jüngst der von *Satzger* editierte Forschungsbericht zur „Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union", 2020.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

es sich von selbst, dass außereuropäische Rechtsordnungen – insbesondere die Vereinigten Staaten, China und Japan – ungeachtet ihrer kapitalmarktrechtlichen Schrittmacherfunktion und der bedeutenden Börsenplätze keine Berücksichtigung finden können. Ebenfalls von dieser Untersuchung ausgenommen sind aus der Gruppe der (ehemaligen) EU-Mitgliedstaaten das Vereinigte Königreich[317] sowie Dänemark, da sie sich nicht an der Annahme der Marktmissbrauchsrichtlinie beteiligt haben. Andererseits wird in einem Exkurs auf die Rechtslage in der Schweiz eingegangen, die sich bei den Reformüberlegungen ihres Straftatbestands der Kursmanipulation zunächst an den Entwicklungen auf europäischer Ebene orientiert hatte, sich dann aber letztlich bewusst für eine eigenständige Lösung entschied.[318] Auf der Ebene eines Metavergleichs werden schließlich auch die Strafnormen von Island, Liechtenstein und Norwegen betrachtet. Als Mitgliedstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) waren sie lediglich zur Übernahme der Marktmissbrauchsverordnung in das nationale Recht verpflichtet. Keine Umsetzungspflicht bestand hingegen hinsichtlich der strafrechtlichen Vorgaben durch die Marktmissbrauchsrichtlinie. Es soll deshalb untersucht werden, ob die verbleibende strafrechtliche Gestaltungshoheit der jeweiligen nationalen Normgeber in Island, Liechtenstein und Norwegen gänzlich andere Strafrechtsmodelle hervorgebracht hat.

Im Hinblick auf die Methodik ist einschränkend klarzustellen, dass diese Untersuchung auf einen reinen Normenvergleich des Ist-Zustands der bestehenden Strafvorschriften der Marktmanipulation in den EU-Mit-

317 In der schriftlichen Mitteilung des Treasury v. 20.2.2012, Criminal Sanctions Directive on Market Abuse (abrufbar auf der Website des Parlaments über die Suchmaske ("Hansard") beim House of Commons) heißt es zur Begründung u. a.: "The UK already covers all of the offences in its criminal law and also goes further by capturing, for example, acts of market abuse that are committed recklessly, as well as those committed intentionally. […] The Government's decision not to opt in at this point in time is a reflection of the sequencing of the Commission's proposal, rather than particular concerns as to the substance." Ein Überblick über die Strafnormen im Vereinigten Königreich enthält das Handbuch von *Durston/McKeon*, The Little Book of Market Manipulation, 2020, S. 63 ff., die auf S. 13 f. prognostizieren, dass der EU-Austritt des Vereinigten Königreichs keine größeren Auswirkungen auf das ihrer Ansicht nach ohnehin strenge britische Strafrechtsregime den Marktmissbrauch betreffend haben wird.

318 Begrüßt wurde dies von *Sethe*, Liber amicorum Donatsch, 2012, S. 613, 628: „unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Schweiz [tut man] gut daran […], die vorgeschlagenen Erweiterungen der Straftatbestände nicht zu kopieren".

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gliedstaaten beschränkt ist. Schon in Anbetracht der begrenzten Sprachkompetenz des *Verfassers* können die historischen Entwicklungslinien hier nicht entsprechend dem Ideal der geschichtlichen Rechtsvergleichung[319] nachverfolgt werden.[320] Eine derartige Kombination beider Blickwinkel erschiene auch am Forschungsgegenstand der Marktmanipulation reizvoll. So verspräche ein an der neueren Geschichte orientierter Rechtsvergleich womöglich Erkenntnisse darüber, ob in denjenigen Mitgliedstaaten des ehemaligen kommunistischen Ostblocks, in denen systembedingt kein nennenswertes Börsenwesen existierte, strukturelle Besonderheiten des heutigen Rechtszustands festzustellen sind.[321] Derartige Fragestellungen müssen hier allerdings ausgeklammert werden.

Ebenso wenig können etwaige funktionale Äquivalente (Aufsichtsrecht, Strafrecht, *private enforcement*) oder gar – in Anlehnung an *Legrands* Ge-

---

319 In der Strömung der gemeineuropäisch orientierten Zivilrechtswissenschaft gilt die „Wiedervereinigung" von Rechtsgeschichte, Privatrechtsdogmatik und Rechtsvergleichung spätestens seit *Reinhard Zimmermanns* Law of Obligations (1990) als „state of the art", wie sich neben verschiedenen Einzelwerken (etwa *Vogenauer*, Die Auslegung von Gesetzen in England und auf dem Kontinent. Eine vergleichende Untersuchung der Rechtsprechung und ihrer historischen Grundlagen, 2001) exemplarisch an dem Großprojekt „Historisch-kritischer Kommentar zum BGB" zeigt, der seit 2003 im Mohr Siebeck Verlag erscheint (aus der jüngeren ausländischen Literatur *Pihlajamäki*, Merging Comparative Law and Legal History: Towards an Integrated Discipline, The American Journal of Comparative Law 2018, 733 ff.). In der Strafrechtswissenschaft steckt der rechtsvergleichend-historische Ansatz hingegen noch in seinen Anfängen, vgl. *Kubiciel*, JZ 2015, 64, 69, was auch damit zusammenhängen dürfte, dass der Strafrechtsgeschichte (im Vergleich zur Strafrechtsvergleichung) insgesamt nicht die ihr gebührende Beachtung geschenkt wird, hierzu *A. Koch*, FS Frisch, 2013, S. 1483, 1498.

320 Schon der historische deutsche Gesetzgeber hatte bei der Einführung des Art. 249d des Handelsgesetzbuches im Gesetzgebungsentwurf vom 7. März 1884 rechtsvergleichend auf Art. 419 des französischen sowie auf Art. 311 des belgischen *Code pénal* hingewiesen, wonach sich strafbar macht, wer durch betrügerische Wege oder Mittel das Steigen oder Fallen von Staatspapieren oder Effekten über oder unter die Preise der natürlichen und freien Konkurrenz bewirkt, vgl. Begründung zu Art. 249d Ziffer 2, in *Schubert/Hommelhoff* (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 2. Aufl. 1985, S. 516 (dort Fn. 2).

321 Ein kürzlich von drei Forscherinnen aus der empirischen Verhaltensökonomie vorgelegtes Diskussionspapier legt jedenfalls nahe, dass die Erfahrungen unter ehemals kommunistischen Planwirtschaften das Anlegerverhalten noch über Jahrzehnte beeinflusst haben, *Laudenbach/Malmendier/Niessen-Ruenzi*, The long-lasting effects of living under communism on attitudes towards financial markets, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26818, März 2020.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

genentwurf[322] zur klassischen Rechtsvergleichung westlicher Prägung – die jeweiligen vornormativen sozio-kulturellen Unterschiede in den einzelnen Mitgliedstaaten in den Blick genommen werden.[323] Dies muss auch für den in praktischer Hinsicht äußerst relevanten Bereich der Strafzumessung gelten,[324] die hier vollständig ausgeklammert wird. Das Bild wird also zwangsläufig fragmentarisch bleiben, worauf vorsorglich nochmals hingewiesen wird. Was schließlich das Phänomen der „Legal Transplants"[325] betrifft, so beschränkt sich diese Untersuchung bewusst auf die Frage, ob das deutsche Tatbestandsmerkmal der Preiseinwirkung im strafrechtlichen Organismus eines anderen Mitgliedstaates anzutreffen ist. Dies ist, um die Antwort vorwegzunehmen, bei keinem anderen Mitgliedstaat der Fall.

2. Fragestellung

Da das Ziel in einer Herausarbeitung gesetzgebungstechnischer Grundmuster besteht, sollen rechtsvergleichend die folgenden Fragen beantwortet werden:

---

322 Vgl. aus jüngerer Zeit *Legrand*, Negative Comparative Law, JCL 2015, 405 ff.

323 Gemessen an dem von *Eser*, in Eser/Perron (Hrsg.), Strukturvergleich strafrechtlicher Verantwortlichkeit und Sanktionierung in Europa. Zugleich ein Beitrag zur Theorie der Strafrechtsvergleichung, 2015, S. 929, 1099 ff. in einem methodischen „Leitfaden" dargestellten Spektrum rechtsvergleichender Zielrichtungen werden folglich nur Minimalziele verfolgt.

324 Eine Idee von der Vielgestaltigkeit vermittelt der von *Satzger* editierte Forschungsbericht zur „Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union", 2020, in dem *Linder/Neumann/Pohlmann* in ihrer „Rechtsvergleichende[n] Zusammenfassung" (S. 491 ff.) Kenntnissen über den Ablauf der Strafzumessung in den einzelnen Mitgliedstaaten zu Recht „essentiell[e] Bedeutung für die Harmonisierung der strafrechtlichen Sanktionen in der EU" zuschreiben, ebd., S. 491, 502.

325 Die Figur der Legal Transplants geht zurück auf die gleichnamige Monografie des schottischen Rechtshistorikers und Romanisten *Alan Watson* (1. Aufl. 1974, 2. Aufl. 1993), vgl. hierzu die ausführliche Würdigung von *John W. Cairns*, Georgia Journal of International and Comparative Law 41 (2013), 637 ff., der auch detailliert auf die vor allem durch *Legrand* geäußerte Kritik am Konzept der Legal Transplants eingeht (680 ff.) und dabei zeigt, dass die von *Legrand* beschworenen Gegensätze mitunter seinem strengen Begriffsverständnis der Legal Transplants geschuldet sein dürften. Vgl. auch *Watson*, Legal Transplants and European Private Law, Electronic Journal of Comparative Law Dezember 2000, Vol. 4.4 ff. Der *Verfasser* hatte das Glück, während eines Studienjahres 2000/2001 an der Universität Edinburgh sowohl Vorträge von *Legrand* als auch von *Watson* zu erleben.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

- Ist der Tatbestand der strafbaren Marktmanipulation in Anlehnung an die in Deutschland übliche Unterscheidung zwischen dem Kernstrafrecht und dem Nebenstrafrecht im strafrechtlichen Hauptgesetz des jeweiligen Mitgliedstaates (*Code pénal*, *Criminal Code*, *Código Penal* etc.) oder an anderer Stelle geregelt?
- Handelt es sich um eine Blankettnorm oder um einen autonomen Tatbestand mit eigenem strafrechtlichen Unrechtskern?
- Wird die Strafbarkeit durch quantitative Kriterien (z. B. Schwellenwerte) oder andere materielle Erheblichkeitsschwellen eingeschränkt?
- Wie hoch ist die obere Strafrahmengrenze? Sieht das Strafgesetz Strafschärfungen vor, etwa wenn der Täter in einer bestimmten beruflichen Eigenschaft handelt?

Sofern es das Verständnis des Normtextes aus sich heraus erlaubt, soll – mit der aufgrund des eingeschränkten Untersuchungsumfangs gebotenen Zurückhaltung – auch der Frage nachgegangen werden, ob es sich um eine Mindestumsetzung der Richtlinie handelt oder der Mitgliedstaat über die Mindestanforderungen der Richtlinie hinausgegangen ist. Diese Frage wird oft unter dem Stichwort des sog. „Gold-Plating" diskutiert.[326] Sie betrifft die sog. „wertende Rechtsvergleichung"[327], weshalb sich hier die vielleicht stärksten Unschärfen ergeben dürften, zumal für eine vollständige Bewertung auch die Wechselwirkungen mit außerstrafrechtlichen Normen in den Blick zu nehmen wären.

3. Die Strafnormen in den EU-Mitgliedstaaten

Die Marktmissbrauchsrichtlinie wurde neben Deutschland von 25 weiteren Mitgliedstaaten in eigenen Straftatbeständen umgesetzt. In dem folgenden Überblick werden die Straftatbestände sämtlicher 25 Mitgliedstaaten in alphabetischer Reihenfolge skizziert, soweit sie die Marktmanipulation betreffen (d. h. unter weitestgehender Ausklammerung des Insiderstrafrechts, das häufig an gleicher Stelle geregelt ist). Das Auffinden der jeweiligen Strafnormen wurde insbesondere dadurch erleichtert, dass auf der Website der Europäischen Union – wie bei Richtlinien allgemein

326 Vgl. zum Phänomen des „Gold-Plating" in den Mitgliedstaaten etwa die Analyse von *Leidenmühler*, EuR 2019, 383 ff.
327 *Eser*, FS Frisch, 2013, S. 1441, 1443 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

üblich – unter der Rubrik „Nationale Umsetzung" für die jeweiligen Mitgliedstaaten die entsprechenden Umsetzungsgesetze unter Angabe der Fundstellen genannt sind. Auch wenn diese Hinweise nur in der jeweiligen Landessprache[328] verfügbar sind und je nach Mitgliedstaat unterschiedlich detailliert ausfallen,[329] stellen sie ein hilfreiches Instrument für eine erste Orientierung dar.

Belgien: In Belgien ist der Straftatbestand der Marktmanipulation als Teil des Nebenstrafrechts in Art. 39 des Finanzaufsichtsgesetzes geregelt.[330] Es handelt sich äußerlich um einen autonomen Straftatbestand, der allerdings den Wortlaut von Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung zu großen Teilen übernommen hat und im Höchstmaß eine Freiheitsstrafe von bis zu vier Jahren vorsieht. Besondere Erheblichkeitsschwellen sind nach dem Straftatbestand nicht vorausgesetzt; immerhin verlangt das Gesetz in subjektiver Hinsicht jedoch eine absichtliche Tatbestandsverwirklichung (« intentionnellement »). Strafschärfungen für besonders schwere Fälle sind ebenso wenig vorgesehen wie eine Anknüpfung an die berufliche Tätigkeit des Täters, sodass über die Mindestvorgaben der Richtlinie nicht hinausgegangen wurde.

Bulgarien: Bulgarien gehört zu den wenigen Mitgliedstaaten, die bis vor einigen Jahren noch keinen eigenen Straftatbestand der Marktmanipulation kannten.[331] Nunmehr befindet sich eine entsprechende Strafnorm in Art. 260в des Strafgesetzbuchs (*Наказателен кодекс*). Es handelt sich um einen autonomen Straftatbestand, der weitgehend an den Wortlaut von Art. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie angelehnt ist und im Höchstmaß eine Freiheitsstrafe von bis zu vier Jahren vorsieht. Das Gesetz erfordert in objektiver Hinsicht erhebliche schädliche Auswirkungen („значителни вредни последици"). Weder sind Strafschärfungen für schwere Fälle noch eine Anknüpfung an die berufliche Tätigkeit des Täters

328 Die Website der Europäischen Union verfügt allerdings über das hilfreiche Werkzeug einer „maschinellen Übersetzung".

329 Während bei Frankreich (Stand Juni 2020) nur ein einziges Gesetz genannt wird, sind es im Falle von Portugal 48 und bei Deutschland immerhin elf verschiedene Gesetze (u. a. OWiG, WpHG, KWG, StGB, KAGB, 1. FiMaNoG, 2. FiMaNoG).

330 « Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers », geändert durch Gesetz vom 31.7.2017, Belgisches Staatsblatt v. 11.8.2017, S. 79443 ff.

331 Weitere Länder waren Österreich, die Slowakei und Slowenien, vgl. CESR, Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Driective [*sic!*] (MAD) (Ref. CESR/07-693), Dok. Nr. CESR/08-099, S. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

vorgesehen, sodass über die Mindestvorgaben der Richtlinie nicht hinausgegangen wurde.

Estland: In Estland ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation in § 398[1] des Strafgesetzbuchs (*karistusseadustik*) geregelt. Es handelt sich formal um einen autonomen Straftatbestand, in dem der Begriff der Marktmanipulation allerdings nicht näher definiert ist (was in Anbetracht der unmittelbaren Geltung von Art. 12 und Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung auch nicht erforderlich ist). Während die Marktmanipulation in ihrer Grundform lediglich mit Geldstrafe bis zu „300 fine units" bedroht ist, droht das Gesetz eine Freiheitsstrafe von bis zu vier Jahren an, wenn die Marktmanipulation von einem professionellen Marktteilnehmer[332] begangen wurde und zu einem erheblichen Schaden geführt hat.

Finnland: In Finnland befindet sich die Strafbestimmung der Marktmanipulation in Kapitel 51 § 3 und § 4 des finnischen Strafgesetzbuchs (*Rikoslaki* bzw. *Strafflag*). Es handelt sich mit Ausnahme von Definitionen um einen autonomen Straftatbestand. Der Grundtatbestand der Marktmanipulation (Kapitel 51 § 3) wird mit Freiheitsstrafe bis zu zwei Jahren bestraft. In schweren Fällen (in der schwedischen Sprachfassung – neben der finnischen die offizielle Gesetzesfassung – bezeichnet als "grov marknadsmanipulation") beträgt die Höchststrafe vier Jahre. Um einen solch schweren Fall handelt es sich, wenn entweder ein erheblicher ökonomischer Schaden verursacht wurde oder die Tat das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarkts erheblich beeinträchtigt und die Marktmanipulation als solche ebenfalls schwerwiegend ist. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass das finnische Strafgesetzbuch in Kapitel 51 § 2 bereits seit 2012 einen schweren Fall des Insiderhandels enthält, der u. a. dann verwirklicht ist, wenn der Täter bei der Tat seine besondere verantwortliche Stellung ausnutzt.[333] Für die Marktmanipulation ist ein vergleichbarer schwerer Fall allerdings nicht vorgesehen.

---

332 Vgl. § 398[1] Abs. 2 des estnischen Strafgesetzbuchs in der auf der Website des Staatsanzeigers (*Riigi Teataja*) veröffentlichten englischen Übersetzung: "by the manager of an issuer or its consolidation group or persons close thereto or employees thereof, an employee of a professional securities market participant or its consolidation group, a producer or distributor of investment recommendations, if this resulted in significant damage; or 2) by a group".

333 In der vom finnischen Justizministerium herausgegebenen unverbindlichen englischen Übersetzung wird das Verhalten wie folgt umschrieben: "If, in the abuse of insider information […] the offender commits the offence by abusing his or her particularly responsible position as an employee or representative of a securities registry, settlement organisation, securities broker, securities ex-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Frankreich: In Frankreich ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation als Teil des Nebenstrafrechts in Art. L465-3 des Währungs- und Finanzgesetzes (*code monétaire et financier*) geregelt. Es handelt sich um eine autonome Strafnorm. Das französische Strafrecht kennt in Art. 131-4 des *code pénal* bestimmte Abstufungen der zeitigen Freiheitsstrafe. Eine Höchststrafe von vier Jahren, wie in Art. 7 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie im Mindestmaß vorgeschrieben, ist diesem Stufensystem fremd. Deshalb wurde die nächsthöhere Stufe von fünf Jahren gewählt.[334] Schwere Fälle oder Schwellenwerte sind nicht vorgesehen.

Griechenland: In Griechenland ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation im Nebenstrafrecht geregelt.[335] Es handelt sich um eine autonome Strafnorm, die Absicht («με πρόθεση») voraussetzt und die Strafbarkeit an verschiedene, relativ stark verschachtelte Schwellenwerte knüpft. Der Grundtatbestand ist erst dann verwirklicht, wenn der Wert illegaler Transaktionen («αξία των παράνομων συναλλαγών») an einem Tag 250.000 Euro oder durchschnittlich 150.000 Euro übersteigt oder ein Vorteil oder Nutzen von 100.000 Euro gezogen wurde. In Art. 31 Abs. 2 des Gesetzes ist eine Qualifikation vorgesehen, wonach die Freiheitsstrafe bis zu zehn Jahre beträgt, wenn die illegalen Transaktionen Schwellenwerte von insgesamt über fünf Millionen Euro oder durchschnittlich 500.000 Euro überschreiten, der Gewinn oder Schaden höher als 500.000 Euro sind oder der Täter in Ausübung seines Berufes gehandelt («κατ' επάγγελμα») und einen Gewinn von 250.000 Euro erzielt oder einen Verlust in entsprechender Höhe vermieden hat.

Irland: Irland hat sich im Gegensatz zum Vereinigten Königreich an der Annahme und Anwendung der Marktmissbrauchsrichtlinie beteiligt[336] und die Strafbestimmung in Form eines *Statutory Instrument No. 346 of 2016* als Verordnung erlassen.[337] Bei dem in *Section 7* geregelten Straf-

---

change, the issuer of the security or a corporation belonging to the same group, or on commission by one of the above […] and the abuse of insider information is aggravated also when assessed as a whole, the offender shall be sentenced for aggravated abuse of insider information to imprisonment for at least four months and at most four years."

334 *Leblois-Happe/Frinchaboy*, in Satzger (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, 2020, S. 217, 251 mit Blick auf Insidergeschäfte.

335 Art. 31 des Gesetzes Nr. 4443/2016, Staatsanzeiger (*Εφημερίδα της Κυβερνήσεως*) v. 9.12.2016, S. 9793.

336 Vgl. Erwägungsgrund 30 der Marktmissbrauchsrichtlinie.

337 *European Union (Market Abuse) Regulations 2016*.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tatbestand der Marktmanipulation handelt es sich um eine autonome Strafnorm, die zu großen Teilen an den Wortlaut von Art. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie angelehnt ist. Es sind keine Erheblichkeitsschwellen oder sonstige Wesentlichkeitsgrenzen vorgesehen. Nach der Ursprungsversion des Statutory Instrument war eine Höchststrafe von lediglich drei Jahren angeordnet, was mit der vierjährigen Mindesthöchststrafe gem. Art. 7 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie nicht vereinbar war. Allerdings wurde bereits im Jahr 2017 eine Änderungsverordnung in Form des *Statutory Instrument No. 11 of 2017* verkündet, wonach auf die strafrechtliche Sanktionierung der Abschnitt 1368 des *Companies Act 2014* Anwendung findet.[338] Infolge dieser Änderung beträgt die angedrohte Höchststrafe nun zehn Jahre.[339]

Italien: In Italien ist der Straftatbestand als Teil des Nebenstrafrechts in Art. 185 des *testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* geregelt, der vereinfacht auch als *testo unico della finanza* (abgekürzt als TUF) bezeichnet wird.[340] Es handelt sich um eine autonome Strafnorm, die im Vergleich zur Umsetzung in vielen anderen Mitgliedstaaten auffällig kompakt formuliert ist. Nach dem Grundtatbestand des Art. 185 Abs. 1 TUF wird mit Freiheitsstrafe bis zu sechs Jahren und mit Geldstrafe bis zu fünf Millionen Euro bestraft, wer falsche Informationen verbreitet oder simulierte Transaktionen oder andere Kunstgriffe vornimmt, die konkret geeignet sind, den Kurs von Finanzinstrumenten erheblich zu verändern.[341] Schwellenwerte oder schwere Fälle sind nicht vorgesehen.

Kroatien: In Kroatien befindet sich der Straftatbestand des Kapitalmarktmissbrauchs (*zlouporaba tržišta kapitala*) in Art. 260 des Strafgesetzbuchs (*Kazneni zakon*). Es handelt sich um eine autonome Strafnorm,

---

338 *European Union (Market Abuse) (Amendment) Regulations 2017*.

339 Im Kommissionsbericht COM(2020) 99 final wird auf S. 8 ein (namentlich nicht genannter) Mitgliedstaat erwähnt, der seiner Umsetzungspflicht hinsichtlich der vierjährigen Mindesthöchststrafe nicht nachgekommen ist. Aufgrund der auf zehn Jahre geänderten Höchststrafe kann Irland hier eigentlich nicht gemeint gewesen sein. Ein anderer Mitgliedstaat, in dem eine geringere Höchststrafe als vier Jahre angedroht waren, konnte im Rahmen dieses Rechtsvergleichs allerdings nicht ermittelt werden.

340 Die Anwendung des in Art. 501 des *Codice penale* sowie in Art. 2637 des *Codice civile* geregelten Tatbestands des *aggiotaggio* ist seit 2005 beschränkt auf nicht an einer Börse notierte Wertpapiere, sodass für alle in den Börsenhandel einbezogenen Wertpapiere ausschließlich Art. 185 TUF einschlägig ist.

341 «Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifizi concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari […]».

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

die am Wortlaut von Art. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie orientiert ist. Schwellenwerte oder schwere Fälle sind nicht vorgesehen. Die Freiheitsstrafe beträgt im Grundfall bis zu fünf und bei einem großen Vermögensgewinn oder einem großen verursachten Schaden bis zu acht Jahre.[342]

Lettland: In Lettland ist die Marktmanipulation in Abschnitt 193[2] des Strafgesetzbuchs (*Kriminālliikums*) geregelt. Es handelt sich um einen vergleichsweise knapp formulierten autonomen Straftatbestand, der neben der Marktmanipulation auch den Insiderhandel umfasst.[343] Voraussetzung für die Strafbarkeit sind *serious consequences* („smagas sekas"). Der lettische Gesetzgeber wählte für die Konkretisierung einen im europäischen Vergleich sehr innovativen Weg, indem er in Abschnitt 24 Abs. 3 des Ausführungsgesetzes zum Strafgesetzbuch bestimmte, dass diese *serious consequences* dann vorliegen, wenn (u. a.) der erzielte Gewinn oder vermiedene Verlust oder das Transaktionsvolumen das Fünfzigfache des in Lettland geltenden monatlichen Mindestlohns überschreiten.[344]

Litauen: In Litauen findet sich der Straftatbestand in Art. 218 des Strafgesetzbuchs (*Lietuvos Respublikos baudžiamasis kodeksas*). Es handelt sich um eine autonome Strafnorm, die mit einer angedrohten Freiheitsstrafe von bis zu vier Jahren die europäischen Mindestvorgaben umgesetzt hat.

---

342 Vgl. Art. 260 Abs. 2 des kroatischen Strafgesetzbuchs.

343 Abschnitt 193.[2] des lettischen Strafgesetzbuchs lautet in der von offizieller Seite bereitgestellten englischen Übersetzung:
"Illegal Use of Internal Information and Manipulations in Financial Markets
(1) For a person who commits illegal use of internal information in financial markets, recommending to another person or encouraging another person to engage in illegal use of internal information in financial markets, as well as for manipulations in financial markets, if serious consequences have been caused thereby, the applicable punishment is the deprivation of liberty for a period of up to four years or temporary deprivation of liberty, or community service, or a fine.
(2) For a person who commits the criminal offence provided for in Paragraph one of this Section, if it has been committed by an organised group, the applicable punishment is deprivation of liberty for a period of two and up to ten years, with or without probationary supervision for a period up to three years."

344 Vgl. Abschnitt 24 Abs. 3 des Gesetzes über das Verfahren zum Inkrafttreten und zur Anwendung des Strafrechts in der englischen Übersetzung: "Liability for the criminal offence provided for in Section 193.[2] of the Criminal Law [Anm. des *Verfassers*: Gemeint ist das lettische Strafgesetzbuch] that has caused serious consequences shall apply if the gained profit, the prevented losses, the total scope of the submitted orders, the value of the used financial instruments or spot commodity contracts, or the total amount of the used means at the time of committing the criminal offence exceeds the total of fifty minimum monthly wages specified in the Republic of Latvia at that time."

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Als Wesentlichkeitsschwelle verlangt der Tatbestand, dass der Täter einen erheblichen Vermögensschaden vermieden oder einen erheblichen Vermögensgewinn erzielt oder dem Emittenten oder einem anderen Marktteilnehmer einen erheblichen Vermögensschaden zugefügt oder ernsthafte Auswirkungen auf Wertpapiere oder das Finanzsystem verursacht hat.[345]

Luxemburg: In Luxemburg ist der Straftatbestand in Art. 23 und 24 des Gesetzes über den Marktmissbrauch enthalten.[346] Die in Art. 23 enthaltene Definition der Marktmanipulation deckt sich weitgehend mit Art. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie. Die maximale Freiheitsstrafe beträgt gem. Art. 24 vier Jahre. Schwellenwerte sind ebenso wenig vorgesehen wie schwere Fälle.

Malta: Wie auch einige andere Mitgliedstaaten hat Malta mit dem *Prevention of Financial Markets Abuse Act* ein spezielles Gesetz erlassen. Die in Art. 8 dieses Gesetzes enthaltene Definition der Marktmanipulation ist eng an Art. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie angelehnt. Art. 24 Abs. 5 des Gesetzes droht neben Geldstrafe Freiheitsstrafe bis zu sechs Jahren an. Schwellenwerte oder schwere Fälle sind nicht vorgesehen.

Niederlande: Der niederländische Gesetzgeber hat sich bei der Umsetzung einer stark ausgeprägten Verweisungstechnik bedient, die gewisse Ähnlichkeiten zur deutschen Gesetzgebungsmethodik aufweist. Durch Artikel 3 des Gesetzes vom 15.7.2016[347] wurde das niederländische Wirtschaftsstrafgesetzbuch (*Wet op de economische delicten*) wie folgt geändert: In Art. 1 Nr. 1, der eine Aufzählung der Taten enthält, die unter den Begriff der Wirtschaftsdelikte ("economische delicten") fallen, wurden die vorherigen Verweisungen auf Art. 5:56 ff. des Finanzaufsichtsgesetzes (*Wet op het financieel toezicht*) gestrichen und durch Verweisungen auf Art. 14 und 15 der Marktmissbrauchsverordnung ersetzt. Gem. Art. 2 des Wirtschaftsstrafgesetzbuchs stellen diese Taten bei vorsätzlicher Begehung Straftaten ("misdrijven") dar, die gem. Art. 6 Abs. 1 Nr. 1 des Wirtschaftsstrafgesetzbuchs mit Freiheitsstrafe bis zu sechs Jahren bestraft werden. Besondere Schwellenwerte oder schwere Fälle sind nicht vorgesehen.

---

345 In der englischen Übersetzung von Art. 218: "avoids major property damage or obtains major property benefit for own benefit or for the benefit of other persons or incurs major property damage to the issuer or another market participant or causes serious consequences for the market in financial instruments and/or the financial system".

346 Gesetz vom 23.12.2016, Amtsblatt des Großherzogtums Luxemburg Teil A, Nr. 279.

347 *Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden* Nr. 297.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Österreich: Österreich zählte zu den wenigen Ländern, in denen die Marktmanipulation bis 2016 nicht mit Kriminalstrafe bedroht war. In aus Deutschland heraus geführten Ermittlungsverfahren hatte dies manchmal zur Folge, dass Rechtshilfeersuchen – insbesondere zur Durchsuchung von Wohn- und Geschäftsräumen – in Österreich nicht zur Ausführung gelangen konnten.[348] Vor dem Hintergrund des auslieferungsrechtlichen Erfordernisses der beiderseitigen Strafbarkeit behalf man sich allerdings auch damit, die Tat als *gewerbsmäßigen schweren Betrug* nach §§ 146, 147 Abs. 3, 148 2. Fall ÖStGB zu bewerten.[349] Im Zuge der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie wurde die strafrechtliche Sanktionierung der Marktmanipulation in Österreich 2016 in § 48n des Börsegesetzes mit der Hochstufung von einer Verwaltungsstraftat zu einer „gerichtlich strafbaren" Marktmanipulation vollzogen.[350] Durch die Bezeichnung als „gerichtlich strafbare" Handlungen bzw. Taten erfolgte eine Abgrenzung zu Verwaltungsstraftaten, die von Verwaltungsgerichten kontrolliert werden. Nur „gerichtlich strafbare" Handlungen werden von der Staatsanwaltschaft angeklagt und von den ordentlichen Gerichten abgeurteilt.[351]

Nach der ab 2018 geltenden Neubekanntmachung des Börsegesetzes[352] befindet sich der Straftatbestand nun in § 164. Der autonom ausgestaltete Straftatbestand greift erst ab einem Schwellenwert, indem mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren bestraft wird, „wer unrechtmäßig um mehr als 1 Million Euro Geschäfte tätigt oder Handelsaufträge erteilt" und dadurch die im Einzelnen beschriebenen Manipulationshandlungen verwirklicht.

---

348 In einem 2014 von der Staatsanwaltschaft Stuttgart gegen einen österreichischen Staatsbürger wegen des Vorwurfs der Marktmanipulation eingeleiteten Ermittlungsverfahren war der *Verfasser* als Verteidiger tätig. Das Amtsgericht Stuttgart hatte einen Durchsuchungsbeschluss hinsichtlich der in Österreich belegenen Wohnung des Beschuldigten erlassen. Die sodann bei den österreichischen Behörden beantragte Amtshilfe auf Vollziehung der Durchsuchung scheiterte an der fehlenden Strafbarkeit in Österreich, was letztlich dazu führte, dass das Verfahren nicht länger verdeckt geführt wurde, sondern dem Beschuldigten der Vorwurf mit Anhörungsschreiben der Staatsanwaltschaft eröffnet wurde. Das Verfahren konnte bald darauf mit einem Strafbefehl beendet werden.

349 Zu den sich daraus ergebenden Fragen hinsichtlich des Spezialitätsgrundsatzes vgl. OLG Stuttgart, Beschl. v. 13.1.2012 – 5 Ws 45/11, NStZ-RR 2012, 175 f.

350 Österreichisches Bundesgesetzblatt Teil I, Nr. 76.

351 *Lagodny*, ZIS 2016, 672, 675.

352 Österreichisches Bundesgesetzblatt 2017 Teil I, Nr. 107.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Polen: In Polen ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation in Art. 183 des Gesetzes über den Handel mit Finanzinstrumenten[353] geregelt. Es handelt sich um eine Blankettnorm unter direktem Verweis auf die Marktmissbrauchsverordnung. Tatbestandsmäßig ist der Verstoß gegen Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung durch die Vornahme einer in Art. 12 beschriebenen Manipulationshandlung. Als Freiheitsstrafe sind im Höchstmaß fünf Jahre angedroht. Schwellenwerte oder besonders schwere Fälle sind nicht vorgesehen.

Portugal: In Portugal ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation in Art. 379 des Wertpapiergesetzes (*Código dos Valores Mobiliários*) geregelt.[354] Es handelt sich um eine autonome Strafnorm. Mit Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer falsche («falsas»), unvollständige («incompletas»), übertriebene («exageradas»), tendenziöse («tendenciosas») oder irreführende («enganosas») Informationen preisgibt, Geschäfte fiktiver Art tätigt oder andere betrügerische Praktiken anwendet, die geeignet sind, das ordnungsgemäße Funktionieren des Markts für Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente künstlich zu verändern. Sofern hierdurch eine künstliche Veränderung des ordnungsgemäßen Funktionierens des Markts verursacht oder hierzu beigetragen wird, stellt dies gem. Art. 379 Abs. 2 eine Qualifikation dar, die mit Freiheitsstrafe bis zu acht Jahren bedroht ist. Zusätzlich enthält Art. 379 Abs. 5 noch eine Vorgesetztenverantwortlichkeit, wonach Mitglieder des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans mit Freiheitsstrafe bis zu vier Jahren bestraft werden, wenn sie ihnen unterstellte Mitarbeiter nicht von der Begehung der in Absatz 1 beschriebenen Tat abhalten.

Rumänien: In Rumänien ergibt sich die Strafbarkeit der Marktmanipulation aus dem Gesetz Nr. 24/2017 über Emittenten von Finanzinstrumenten und Marktgeschäften.[355] Bei der Strafnorm des Art. 134 Abs. 5 handelt es sich um eine Blankettnorm, die auf die in Art. 120 des Gesetzes enthalte-

---

353 *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*, abrufbar auf der Suchmaske des Sejm („ISAP") unter Dziennik Ustaw (Gesetzblatt) 2005 Nr. 183 Titel 1538.

354 Geändert durch Gesetz Nr. 28/2017 vom 30.5.2017, *Diário da República* Teil I, S. 2613. Eine englische Übersetzung ist abrufbar über die Website der portugiesischen Finanzaufsichtsbehörde (*CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*) unter „National legislation".

355 *Legea Nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață*, *Monitorul Oficial* Teil I, Nr. 213 v. 29.3.2017. Eine englische Übersetzung ist abrufbar über die Website der rumänischen Finanzaufsichtsbehörde (*ASF - Autoritatea de Supraveghere Financiară*) unter „Primary Legislation".

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ne Definition der Marktmanipulation verweist. Als maximale Freiheitsstrafe bestimmt das Gesetz fünf Jahre.

Schweden: In Schweden ist der Straftatbestand als Teil des Nebenstrafrechts in Kapitel 2 § 4 des Gesetzes über Strafen für Marktmissbrauch auf dem Wertpapiermarkt geregelt.[356] Es handelt sich um einen autonomen Straftatbestand. Der Grundtatbestand sieht eine Freiheitsstrafe bis zu zwei Jahren vor. Wenn die Tat angesichts des Ausmaßes der Manipulation, der Position des Täters oder anderer Umstände schwerwiegend ist, beträgt die Strafe Freiheitsstrafe von mindestens sechs Monaten bis zu sechs Jahren. Umgekehrt bestimmt das Gesetz, das bei Geringfügigkeit Straffreiheit eintritt.

In Kapitel 3 § 2 enthält das Gesetz eine Verfahrensvorschrift, die bei der Diskussion in Deutschland Beachtung verdient und auf die an späterer Stelle zurückzukommen sein wird.[357] Danach sollte bei einer Marktmanipulation, die aus einzelnen Transaktionen besteht, die zu keiner Änderung des wirtschaftlichen Eigentums eines Finanzinstruments führen, eine Strafverfolgung nur eingeleitet werden, wenn sie aus allgemeiner Sicht gerechtfertigt ist. In der Gesetzesbegründung[358] wird hierzu erläutert, dass ungeachtet des Prinzips der Legalität, Vorhersehbarkeit und Gleichbehandlung ("kraven på legalitet, förutsebarhet i straffrättskipninge och allas likhet inför lagen") es Fälle geben kann, in denen eine Strafverfolgung nur auf strafwürdige Fälle von allgemeinem Interesse beschränkt werden sollte, während andere Fälle besser mit verwaltungsrechtlichen Sanktionen geahndet werden sollten.

Ein solcher Fall sei – unter bestimmten Bedingungen – der Handel mit sich selbst ("handel med sig själv"), der nicht zur Änderung des wirtschaftlichen Eigentums führe. Das Phänomen sei zwar objektiv feststellbar und werde auch in Anhang 1 der Marktmissbrauchsverordnung als Indikator genannt. Auch habe es bislang viele Verurteilungen wegen Eigenhandels gegeben. Jedoch sei das Vorgehen in mehreren Fällen aus anderen Motiven erfolgt als mit dem Ziel einer Irreführung oder Manipulation des Markts. Nicht selten sei der Handel mit sich selbst durch steuerliche Gründe motiviert gewesen. In derartigen Fällen sei die Strafwürdigkeit

356 *Lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden*, Gesetzsammlung (*Svensk författningssamling – SFS*) Nr. 2016:1307. Hierzu der kurze Überblick bei *Bastidas Venegas/Bergström*, in Ligeti/Tosza (Hrsg.), White Collar Crime, 2019, S. 111, 112.

357 Siehe unten S. 245 f.

358 *Regeringens proposition* 2016/17:22.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gering.[359] Auch wenn derartige Fälle nicht generell aus dem Bereich der Strafbarkeit ausgenommen werden sollten, sollte die Strafverfolgung auf solche Fälle beschränkt werden, bei denen dies aus allgemeiner Sicht gerechtfertigt ist. Hierzu müsse der Staatsanwaltschaft dann die Möglichkeit einer Ermessensentscheidung eingeräumt werden.[360]

Slowakei: In der Slowakei ist die Marktmanipulation in § 265a des Strafgesetzbuchs von 2005 (*Trestný zákon*) geregelt. Es handelt sich um eine autonome Strafnorm, die im Grundtatbestand Freiheitsstrafe bis zu vier Jahre androht. Schwellenwerte sind ebenso wenig vorgesehen wie besondere subjektive Merkmale. Die Strafnorm enthält drei Qualifikationstatbestände, die u. a. nach unterschiedlichen Schadenskategorien gestaffelt sind und im Höchstfall des § 265a Abs. 5 einen Strafrahmen von sieben bis zu zwölf Jahren Freiheitsstrafe vorsehen.[361] Diese gestaffelten Strafschärfungen wurden nahezu wortgleich aus dem Insiderstraftatbestand des § 265 des slowakischen Strafgesetzbuchs übernommen, der dort bereits seit 2005 geregelt ist und derartige Qualifikationen von Anfang an vorsah.[362]

Slowenien: Auch in Slowenien ist der Straftatbestand als Art. 239 des Strafgesetzbuchs (*Kazenski zakonik*) im Kernstrafrecht verankert. Es handelt sich um eine autonome Strafnorm, die im Grundtatbestand eine Freiheitsstrafe von drei Jahren androht. Sofern ein großer Vermögensschaden verursacht oder ein großer Vermögensgewinn erzielt wurde und der Täter mit entsprechender Absicht handelte, beträgt die Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahre, vgl. Art. 239 Abs. 2 des Strafgesetzbuchs. Schwellenwerte sind nicht vorgesehen.

---

359 Regierungsbegründung 2016/17:22, S. 108: ”straffvärdet i sådana fall anses vara relativt lågt”.

360 Regierungsbegründung 2016/17:22, S. 108: ”Åklagaren måste då ges viss möjlighet till en skönsmässig bedömning”.

361 Größerer Schaden („väčšiu škodu“) gem. § 265a Abs. 3 Buchst. a; erheblicher Schaden („značnú škodu“) gem. § 265a Abs. 4; Großschaden („škodu veľkého rozsahu“) gem. § 265a Abs. 5 Buchst. a. Die Strafnorm in Tschechien verwendet ein ähnliches Stufenmodell, welches allerdings nicht auf den verursachten Schaden, sondern auf den erzielten Vorteil abstellt, vgl. unten S. 130.

362 Allerdings kennt der Insiderstraftatbestand des § 265 nur zwei Strafschärfungen, während bei der strafbaren Marktmanipulation in § 265a Abs. 4 des slowakischen Strafgesetzbuchs noch eine Zwischenstufe mit einem Strafrahmen von vier bis zu zehn Jahren Freiheitsstrafe vorgesehen ist, wenn der Täter einen erheblichen Schaden verursacht.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Spanien: In Spanien ist der Straftatbestand in Art. 284 des *Código Penal* geregelt.[363] Die Vorschrift wurde angesichts eines von der Europäischen Kommission eingeleiteten Vertragsverletzungsverfahrens durch das Gesetz 1/2019 reformiert.[364] Es handelt sich um eine autonome Strafnorm. Sofern die Marktmanipulation nicht unter Anwendung von Gewalt, Drohungen, Täuschung oder anderen Kunstgriffen verübt wird,[365] sondern es sich um informationsgestützte oder handelsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 284 Abs. 1 UAbs. 2 und Abs. 3 *Código Penal* handelt, ist die Strafbarkeit an verschiedene Erheblichkeitsschwellen geknüpft. Schon unter der früheren Fassung von Art. 284 Abs. 2 war ein Schwellenwert von 300.000 Euro vorgesehen.[366] Nunmehr muss nach der geänderten Gesetzesfassung entweder der Vorteil («beneficio») oder der Schaden («perjuicio») größer sein als 250.000 Euro oder müssen die eingesetzten Mittel («fondos empleados») zwei Millionen Euro übersteigen oder müssen schwerwiegende Auswirkungen auf die Marktintegrität («grave impacto en la integridad del mercado») vorliegen.[367]

---

363 Eine rechtsvergleichende Darstellung der in Spanien zuvor geltenden Fassung des Art. 284 *Codigo Penal* mit dem damaligen deutschen Straftatbestand des § 38 WpHG enthält die 2015 fertiggestellte Dissertation von *Blumenberg*, Marktmanipulation und Compliance. Eine Untersuchung unter Berücksichtigung des deutschen und des spanischen Rechts, S. 88 ff. Ein wesentlicher Unterschied bestand schon unter der früheren Rechtslage darin, dass nach spanischem Strafrecht auch eine Strafbarkeit juristischer Personen vorgesehen war.

364 Vgl. Präambel, Nr. II, *Boletín oficial del Estado* v. 21.2.2019 Sec. I, S. 16698. In dieser Präambel wird das von der Norm geschützte Rechtsgut beschrieben als die Integrität der Märkte und der auf ihnen handelnden Investoren (S. 16699: «El bien jurídico protegido no se configura tanto en atención al contenido patrimonial o al propio orden socioeconómico, como a la integridad de los mercados y la confianza de los inversores que actúan en ellos.»). Zu dieser Gesetzesänderung die Analyse von *Doval Pais*, Estudios Penales y Criminológicos 2020, 113 ff., der das Gesetz als überhastet, simplifizierend und unzureichend beurteilt.

365 Art. 284 Abs. 1 UAbs. 1 *Código Penal*: «Empleando violencia, amenaza, engaño o cualquier otro artificio».

366 Von einem Teil der damaligen spanischen Lehre wurde dieser Schwellenwert als objektive Bedingung der Strafbarkeit («condición objetiva de punibilidad») verstanden, vgl. die Nachweise bei *Estrada i Cuadras*, InDret 1.2014, 23 (m. w. N. in Fn. 51). Nach der Gesetzesänderung wird der Fortbestand dieser Einstufung angezweifelt; vielmehr müssten die maßgeblichen Schwellen vom Vorsatz des Täters umfasst sein, vgl. *Feijoo Sánchez*, La Ley Penal 2019, Bd. 138.

367 Zu diesen komplizierten Abstufungen *Doval Pais*, Estudios Penales y Criminológicos 2020, 113, 148 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die Freiheitsstrafe beträgt bis zu sechs Jahre. Nach der Strafzumessungsbestimmung des Art. 284 Abs. 2 und Abs. 3 *Código Penal* wird die Strafe in der oberen Hälfte verhängt, wenn der Täter die missbräuchlichen Praktiken gewohnheitsmäßig vornimmt, der erzielte Nutzen, der vermiedene Verlust oder der verursachte Schaden von erheblicher Bedeutung («notoria importancia») sind oder wenn der Täter ein Angestellter oder Beschäftigter eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens, eines Kreditinstituts, einer Aufsichts- oder Regulierungsbehörde oder eines Leitungsgremiums von geregelten Märkten oder Handelsplätzen ist.[368]

Tschechien: In der Tschechischen Republik ist das Strafgesetzbuch (*trestní zákoník*) die einzige Quelle von Straftatbeständen; ein Nebenstrafrecht existiert nicht.[369] Das 2009 grundlegend erneuerte tschechische Strafgesetzbuch enthielt bereits bei seiner Einführung in § 250 einen Straftatbestand der Marktmanipulation, der im Zuge der Anpassungen an das europäische Marktmissbrauchsregime nur geringfügigen Änderungen unterlag.[370] Es handelt sich um eine autonome Strafnorm, die im Grundtatbestand Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahre androht. Der Tatbestand setzt die Absicht voraus, den Preis zu beeinflussen. Schwellenwerte sind nicht vorgesehen. Jedoch steigt die Strafdrohung in Abhängigkeit vom erlangten Vorteil. Sie beträgt acht Jahre, wenn der Vorteil bedeutend ist (§ 250 Abs. 2) und steigt auf bis zu zehn Jahre, wenn der Täter aus der Tat einen Vorteil großen Ausmaßes erlangt (§ 250 Abs. 3).[371]

Ungarn: In Ungarn ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation in Art. 411 des Strafgesetzbuchs (*Büntető Törvénykönyvről*) geregelt. Es handelt sich um eine autonome Strafnorm, die im Grundtatbestand eine Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren androht. Schwellenwerte sind nicht vorgesehen. Die Strafe beträgt bis zu fünf Jahre, wenn der Täter Teil einer Verschwörung oder Amtsträger ist oder als Organ oder Beschäftigter eines Unternehmens im Finanzsektor handelt, wobei die ungarische Strafnorm im Unterschied zur deutschen Gesetzeslage nicht mit einem Oberbegriff operiert, sondern über ein Dutzend verschiedene Branchenzweige

368 Hierzu *Doval Pais*, Estudios Penales y Criminológicos 2020, 113, 170 f.

369 Vgl. die Anmerkung von *Altmann*, S. 33, zur Übersetzung des Strafgesetzbuchs der Tschechischen Republik (Fundstellennachweis in folgender Fn. 370).

370 Zum tschechischen Strafgesetzbuch nach dem Stand vom 1.10.2017 haben *Sieber/Albrecht* eine von *Altmann* angefertigte deutsche Übersetzung mit einem informativen Einführungstext von *Válková/Kuchta/Bohata* herausgegeben. Der Tatbestand des § 250 wurde nach dem 1.10.2017 noch mehrfach in Randbereichen geändert.

371 Zum strukturell ähnlichen Stufenmodell in der Slowakei s. o. Fn. 361.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aufzählt.[372] Anders als in Deutschland ist eine entsprechende Abstufung der Strafrahmen übrigens auch beim strafbaren Insiderhandel (Art. 410 des ungarischen Strafgesetzbuchs) vorgesehen.

Zypern: In Zypern ist die Strafbarkeit der Marktmanipulation in Art. 9 f. des Gesetzes über strafrechtliche Sanktionen wegen Marktmissbrauchs geregelt. Es handelt sich um einen autonomen Straftatbestand. Die weitgehend unverändert aus Art. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie übernommene Definition der Marktmanipulation ist in Art. 9 Abs. 2 des Gesetzes enthalten. Gem. Art. 9 Abs. 1 stellt die vorsätzlich begangene Marktmanipulation in den in Art. 10 des Gesetzes bestimmten schweren Fällen eine Straftat dar. Um derart schwerwiegende Fälle von Marktmanipulation handelt es sich bei ernsthaften («σοβαρός») Auswirkungen auf die Marktintegrität, bei einem – nicht näher quantifizierten – hohen («υψηλή») tatsächlichen oder potenziellen Gewinn oder vermiedenen Verlust, bei einem hohen Ausmaß des am Markt verursachten Schadens, bei einem hohen Ausmaß der Änderung des Wertes des Finanzinstruments sowie schließlich dann, wenn die Manipulation von einer Person begangen wird, die im Finanzsektor oder in einer Aufsichts- oder Regulierungsbehörde beschäftigt ist oder arbeitet. Nach Art. 11 des Gesetzes beträgt die angedrohte Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahre.

Exkurs – **Schweiz**: Die Schweiz ist weder Mitgliedstaat der Europäischen Union noch des Europäischen Wirtschaftsraums, der nachfolgend separat untersucht wird. Sie soll deshalb an dieser Stelle in einem kurzen Exkurs behandelt werden.

In der Schweiz wurde das Verbot von Kursmanipulationen auf Bundesebene 1997 ursprünglich im Kernstrafrecht in Art. 161bis des schweizerischen Strafgesetzbuchs eingeführt.[373] Anlass für die Gesetzesnovelle

372 Vgl. Art. 411 Abs. 4 des ungarischen Strafgesetzbuchs in der Übersetzung des ungarischen Justizministeriums: "A person who commits the criminal offence specified in paragraph (1) a) in a criminal conspiracy, b) as a public officer, c) as an officer or employee of a financial institution, investment firm, commodity exchange service provider, investment fund manager, venture capital fund manager, an organisation pursuing the activities of an exchange, a central securities depository or central counterparty, insurance company, reinsurance company, independent insurance broker, voluntary mutual insurance fund, private pension fund, institution for occupational retirement provision or a regulated real estate investment company shall be punished by imprisonment for up to five years."

373 Aufgrund des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (*Börsengesetz – BEHG*) vom 24.3.1995, Bundesblatt 1995, 419 ff.; *Sethe,* Liber amicorum Donatsch, 2012, S. 613, 614.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

war insbesondere das Ziel, über eine Grundlage für die Gewährung von Rechtshilfe an die USA zu verfügen. Hierauf war die praktische Wirkung zunächst beschränkt. Im Jahr 2013 wurde der Straftatbestand der Kursmanipulation als Art. 40a des schweizerischen Börsengesetzes (BEHG) praktisch unverändert in das Nebenstrafrecht überführt und mit einem aufsichtsrechtlichen Verbot der Marktmanipulation (Art. 33f BEHG) ergänzt. Auch diesem Tatbestand wurde eine „faktische Bedeutungslosigkeit" attestiert.[374] Nach einer weiteren Gesetzesänderung ist die Strafbarkeit heute in Art. 155 des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG) geregelt.[375]

Es handelt sich um einen autonomen Straftatbestand. Nach dem Grundtatbestand des Art. 155 Abs. 1 FinfraG wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft, wer in der Absicht, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen, um daraus für sich oder für einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen, wider besseren Wissens falsche oder irreführende Informationen verbreitet oder Käufe und Verkäufe von solchen Effekten tätigt, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen. Im Vergleich zu Deutschland sticht die Häufung subjektiver Tatbestandsmerkmale (Absicht, wider besseren Wissens) ins Auge.[376]

Die Strafvorschrift sieht eine schwellenwertabhängige Qualifikation vor, indem gem. Art. 155 Abs. 2 FinfraG mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe bestraft wird, wer durch die Verwirklichung des Grundtatbestandes einen „Vermögensvorteil" von mehr als einer Million Franken erzielt. Nach der in der Schweiz geltenden Dichotomie der Verbrechen und Vergehen[377] folgt aus dieser Strafdrohung, dass es sich um eine Verbrechensqualifikation handelt, womit die qualifizierte Kursmanipulation eine taugliche Vortat zur Geldwäscherei gem. Art. 305bis StGB darstellt.[378] In der Gesetzesbegründung heißt es insofern ausdrücklich, dass dieser Be-

374 *Pflaum/Wohlers*, GesKR 2013, 523, 529.

375 Zu diesem Tatbestand vgl. die Dissertation von *Hanslin*, Markt- und Kursmanipulation, 2017, S. 91 ff.

376 *Pflaum/Wohlers*, GesKR 2013, 523, 526 zur Vorgängervorschrift des Art. 40a BEHG.

377 In der Schweiz erfolgt die Abgrenzung zwischen Vergehen und Verbrechen in Abhängigkeit von der angedrohten Höchststrafe, wobei die Grenze gem. Art. 10 des Schweizerischen Strafgesetzbuchs bei einer Höchststrafe von drei Jahren liegt.

378 *Pflaum/Wohlers*, GesKR 2013, 523, 528 zur Vorgängervorschrift des Art. 40a BEHG.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

trag „aus Gründen der Rechtssicherheit ins Gesetz aufgenommen" worden sei. Zudem ist im Vergleich zu Deutschland die in der Gesetzesbegründung getroffene Aussage bemerkenswert, „ein tieferer Betrag wäre dem Unrechtsgehalt der Tat nicht angemessen" gewesen.[379]

4. Zum Vergleich: Die Strafnormen in den Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR)

Der unmittelbare Einfluss des europäischen Marktmissbrauchsregimes ist nicht auf die soeben untersuchten EU-Mitgliedstaaten beschränkt. Er erstreckt sich darüber hinaus auch auf Island, Liechtenstein und Norwegen, die mit der EU durch das Abkommen über den europäischen Wirtschaftsraum (EWR) eng verbunden sind und sich zur Übernahme zahlreicher EU-Rechtsakte (sog. *acquis*) in ihr nationales Recht verpflichtet haben,[380] um am Binnenmarkt teilnehmen zu können. Hierzu gehörte bereits die erste Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003,[381] was die schon bestehende enge Ausgestaltung der nationalen Marktmissbrauchsvorschriften am EU-Recht in den drei EWR-Mitgliedstaaten erklärt.

Im Jahr 2019 fasste der EWR-Ausschuss den Beschluss zur Übernahme der Marktmissbrauchsverordnung.[382] Nicht davon umfasst war die Marktmissbrauchsrichtlinie, da strafrechtliche Sanktionen nicht unter das EWR-Abkommen fallen.[383] Somit lag die Ausgestaltung von Strafnormen weiterhin allein in der nationalen Entscheidungsmacht von Island, Liechtenstein und Norwegen. Es soll hier deshalb untersucht werden, ob die verbleibende strafrechtliche Gestaltungshoheit der jeweiligen nationalen

379 Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31.8.2011, BBl 2011 6873, 6907.

380 Die Einzelheiten des Übernahmeverfahrens sind beschrieben bei *Isaksen*, The Process of Incorporating EU Acts into the EEA Agreement, in Müller/W. Schroeder (Hrsg.), 25 Jahre Europäischer Wirtschaftsraum, 2020, S. 53 ff.

381 Vgl. hierzu auch das wichtige Urteil des EFTA-Gerichtshofs v. 4.2.2020 – E-5/19, Rz. 1.

382 Beschluss Nr. 259/2019 v. 25.10.2019.

383 Vgl. Bericht der norwegischen Expertenkommission v. 23.6.2017, Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff, NOU – Norges offentlige utredninger 2017: 14, Ziff. 11.4.2., S. 100; Bericht und Antrag der Regierung an Landtag des Fürstentums Liechtenstein betreffend den Erlass eines Gesetzes zur Durchführung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (EWR-Marktmissbrauchsverordnungs-Durchführungsgesetz; EWR-MDG) sowie die Abänderung weiterer Gesetze, BuA 7/2017, S. 18.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Normgeber in Island, Liechtenstein und Norwegen vollkommen andere Strafrechtsmodelle hervorgebracht hat.

Island: Island ist für diese Untersuchung auch deshalb von besonderem Interesse, weil der Vorwurf der strafbaren Marktmanipulation bei der strafrechtlichen Aufarbeitung der Finanzkrise ab 2008 in keinem anderen europäischen Land eine vergleichbar starke Rolle gespielt und zu derart empfindlichen Haftstrafen geführt haben dürfte.[384] Die damaligen Marktmanipulationen sollen insbesondere im künstlichen Aufblähen der eigenen Börsenkurse der betroffenen Banken und in Scheingeschäften bestanden haben. Daneben erfolgten die Verurteilungen auch wegen Insiderverstößen und wegen des dem deutschen § 266 StGB nachempfundenen Untreuetatbestands gem. Art. 249 des isländischen Strafgesetzbuchs.[385]

Der Straftatbestand der Marktmanipulation ist geregelt in Art. 146 des isländischen Wertpapierhandelsgesetzes (*Lög um verðbréfaviðskipti*).[386] Es handelt sich um eine Blankettnorm ohne autonomen Unrechtskern, die den Verstoß gegen das in Art. 117 desselben Gesetzes niedergelegte Marktmanipulationsverbot mit Geldstrafe oder Freiheitsstrafe bis zu sechs Jahren sanktioniert. Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 117 ist recht eng an die Formulierungen der ersten Marktmissbrauchsrichtlinie angelehnt. Die aufgrund der Übernahme der Marktmissbrauchsverordnung in das isländische Recht zuletzt erfolgten Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes hatten keine direkten Änderungen des Straftatbestands zur Folge. Strafschärfungen sind ebenso wenig vorgesehen wie Schwellenwerte oder Erheblichkeitsschwellen.

Liechtenstein: In Liechtenstein ist der Straftatbestand in Art. 7 des EWR-Marktmissbrauchsverordnung-Durchführungsgesetzes geregelt.[387] Es handelt sich um eine autonome Strafnorm. Die Beschreibung der tatbestandsmäßigen Handlungen wurde großenteils wortgleich aus Art. 12

384 Vgl. hierzu schon S. 89 f. sowie *Gunnarsson/Stefánsson*, European Business Organization Law Review 21 (2020), 415, 427 ff. mit einer detaillierten Darstellung der Kasuistik, die zur höchsten Einzelstrafe von immerhin fünfeinhalb Jahren Freiheitsstrafe führte.

385 Vgl. *Gunnarsson/Stefánsson*, European Business Organization Law Review 21 (2020), 415, 420.

386 Das Gesetz Nr. 108 v. 26.6.2007 wurde mehrfach geändert; die zuletzt geänderte konsolidierte Fassung findet sich in der Gesetzsammlung (*Lagasafn*) Ausgabe 151b vom 13.4.2021.

387 Gesetz v. 5.3.2020 zur Durchführung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (EWR-Marktmissbrauchsverordnung-Durchführungsgesetz; EWR-MDG), Liechtensteinisches Landesgesetzblatt Nr. 155 v. 28.4.2020.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Abs. 1 und Abs. 2 der Marktmissbrauchsverordnung übernommen. Gegenüber der früheren Rechtslage, nach der die Marktmanipulation lediglich eine „Übertretung" darstellte, erfolgte durch das neue Gesetz eine „zweifache Verschärfung".[388] Nach dem Grundtatbestand wird „wegen Vergehens" mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren bestraft, wer die Tathandlungen „auch nur grob fahrlässig" begeht. Nach dem Qualifikationstatbestand des Art. 7 Abs. 2 wird „wegen Verbrechens" mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren bestraft, wenn die Tat „vorsätzlich begangen und dadurch ein 75.000 Franken übersteigender Vermögensvorteil verschafft wird." Obwohl die Marktmissbrauchsrichtlinie für die EWR-Mitgliedstaaten nicht verbindlich ist, setzte sich die liechtensteinische Regierung auch mit den in der Marktmissbrauchsrichtlinie genannten schwerwiegenden Fällen auseinander und entschied sich dafür, das „Qualifikationskriterium" des tatsächlich erzielten Vermögensvorteils beizubehalten, das sich „bewährt" habe.[389]

Norwegen: Das norwegische Wertpapierhandelsgesetz enthielt schon vor der Übernahme der Marktmissbrauchsverordnung in nationales Recht Strafvorschriften, die über die – für Norwegen ohnehin nicht verbindlichen – Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie sowohl hinsichtlich der Strafrahmen als auch der Strafbarkeitsbedingungen hinausgingen. Ein im Zusammenhang mit der Übernahme der Marktmissbrauchsverordnung eingesetztes Expertengremium schlug vor, deshalb an den bereits bestehenden Regelungen festzuhalten.[390] Folglich enthält das im Juni 2019 verkündete Gesetz zur Änderung des norwegischen Wertpapierhandelsgesetzes,[391] das nach einer Übergangszeit im März 2021 in Kraft trat, hinsichtlich der Strafbarkeit der Marktmanipulation nur redaktionelle Änderungen. Die als Blankett ausgestaltete Strafvorschrift befindet sich nunmehr in § 21-15

388 So die Begründung der Regierung (vgl. oben Fn. 383), BuA Nr. 7/2017, S. 32 f.

389 BuA Nr. 7/2017, S. 33.

390 Vgl. NOU – Norges offentlige utredninger 2017: 14, Nye regler om markedsmisbruk – sanksjoner og straff. Gjennomføring av markedsmisbruksforordningen og gjennomgang av verdipapirhandellovens regler om sanksjoner og straff. Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 22. mai 2015. Avgitt til Finansdepartementet 23. juni 2017 (Neue Regeln zu Marktmissbrauch – Sanktionen und Strafen. Umsetzung der Marktmissbrauchsverordnung und Überprüfung der Sanktions- und Strafvorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes. Bericht eines am 22. Mai 2015 durch königlichen Beschluss eingesetzten Ausschusses. Eingereicht beim Finanzministerium am 23. Juni 2017), Ziff. 11.4.8.11.

391 Gesetz v. 21.6.2019 Nr. 41, Lov om endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmisbruk, tilsyn og sanksjoner).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

des Wertpapierhandelsgesetzes. Danach wird mit Geld- oder Freiheitsstrafe bis zu sechs Jahren bestraft, wer vorsätzlich oder auch nur fahrlässig («forsettlig eller uaktsomt») gegen Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung verstößt. Besondere Schwellenwerte oder Strafschärfungen sind nicht vorgesehen.

Wie sich gezeigt hat, sind bei der Ausgestaltung der Strafnormen im Vergleich zu den übrigen EU-Mitgliedstaaten keine größeren strukturellen Unterschiede zu beobachten. Die fehlende Verbindlichkeit und Umsetzungspflicht der Marktmissbrauchsrichtlinie hat in den drei EWR-Mitgliedstaaten keinesfalls zu einer Straflosigkeit geführt. Vielmehr sind die Strafnormen in den EWR-Mitgliedstaaten tendenziell sogar schärfer formuliert als in manch anderen EU-Mitgliedstaaten, die sich auf eine Umsetzung des Mindestumfangs der Marktmissbrauchsrichtlinie beschränkt haben, wie dies beispielsweise durch die Fahrlässigkeitsstrafbarkeit in Liechtenstein und Norwegen deutlich wird. Hieraus wird man allerdings noch keine Rückschlüsse auf eine fehlende Notwendigkeit der strafrechtlichen Umsetzungsvorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie insgesamt ziehen können.

5. Grundmuster im Vergleich zur deutschen Umsetzungslösung

Zunächst ist festzuhalten, dass in den Straftatbeständen der EU- und EWR-Mitgliedstaaten ungeachtet aller Unterschiede im Detail bestimmte sich wiederholende Grundmuster zutage getreten sind. Hierdurch zeigt sich das Phänomen der „Wiederkehr von Rechtsfiguren“[392], wonach für die Bewältigung eines bestimmten Rechtsproblems häufig nur eine begrenzte Zahl von Lösungsmöglichkeiten zur Verfügung steht.

Das eingangs formulierte Fragenprogramm lässt sich zusammenfassend wie folgt beantworten, wobei die Fragen zur besseren Übersicht noch einmal kursiv wiederholt werden:

> *Ist der Tatbestand der strafbaren Marktmanipulation in Anlehnung an die in Deutschland übliche Unterscheidung zwischen dem Kernstrafrecht und dem Nebenstrafrecht im strafrechtlichen Hauptgesetz des jeweiligen Mitgliedstaates (Code pénal, Criminal Code, Código Penal etc.) oder an anderer Stelle geregelt?*

392 So der Titel des bekannten Kurzbeitrags des österreichischen Romanisten und Rechtsphilosophen *Mayer-Maly* in JZ 1971, 1.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Es konnten elf EU-Mitgliedstaaten identifiziert werden, in denen die Strafbestimmung Teil des strafrechtlichen Hauptgesetzes ist. In den übrigen 14 EU-Mitgliedstaaten sind die Strafnormen meist im jeweiligen Kapitalmarktgesetz oder in eigens geschaffenen Spezialgesetzen verankert. Somit hält sich der Standort der Strafnorm in den verschiedenen mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen in etwa die Waage.

Handelt es sich um eine Blankettnorm oder um einen autonomen Tatbestand mit eigenem strafrechtlichen Unrechtskern?

22 EU-Mitgliedstaaten haben mehr oder weniger autonome Straftatbestände geschaffen. Lediglich drei Mitgliedstaaten (die Niederlande, Polen und mit Einschränkungen Rumänien) haben sich einer deutlich ausgeprägten Methode der Blankettgesetzgebung bedient. Eine vergleichbar stark auf die Spitze getriebene Verweisungstechnik wie in Deutschland konnte in keinem anderem Mitgliedstaat beobachtet werden.

Wird die Strafbarkeit durch quantitative Schwellenwerte oder andere materielle Erheblichkeitsschwellen eingeschränkt?

Die deutliche Mehrheit (20) der EU-Mitgliedstaaten hat ebenso wie Deutschland von definierten Schwellenwerten oder Erheblichkeitsgrenzen abgesehen. Demgegenüber haben manche Mitgliedstaaten – Griechenland, Lettland, Österreich, Spanien – die Strafbarkeitsgrenze durch feste Schwellenwerte bestimmt. Dabei wurde in Lettland mit dem Anknüpfen an das Fünfzigfache des monatlichen Mindestlohnes ein aus deutscher Sicht besonders ungewöhnlicher Ansatz gewählt. In Österreich beginnt der Bereich der gerichtlich strafbaren Marktmanipulation überhaupt erst dann, wenn der Täter „um mehr als 1 Million Euro“ Geschäfte tätigt oder Handelsaufträge erteilt. Auch in der Schweiz bildet derselbe Schwellenwert die Grenze zur Verbrechensqualifikation, die allerdings „nur“ mit einer Höchststrafe von fünf Jahren sanktioniert wird. In anderen Mitgliedstaaten wird vom Tatbestand eine Erheblichkeit des Schadens oder des erzielten Gewinns vorausgesetzt, betragsmäßig indes nicht näher spezifiziert.

Das Merkmal der Preiseinwirkung, welches in Deutschland die objektive Grenze zwischen Straftat und Ordnungswidrigkeit markiert, ist in dieser Form in keinem anderen Mitgliedstaat anzutreffen. Man kann die Preiseinwirkung im europäischen Vergleich deshalb auch als deutschen Sonderweg bezeichnen. Diese Singularität ist für sich genommen natürlich kein Kriterium für einen „gelungenen“ Straftatbestand. Auf der anderen Seite ist aber festzuhalten, dass das Abgrenzungskriterium der Preiseinwirkung bislang keinerlei Strahlkraft auf andere Rechtsordnungen entfal-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ten konnte. Jedenfalls hielt es bei der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in nationales Strafrecht offenbar kein weiterer EU-Mitgliedstaat für angezeigt, sich an dem deutschen Konzept der Preiseinwirkung zu orientieren oder die Preiseinwirkung gar als „Legal Transplant" in die eigene Strafrechtsnorm zu übernehmen. Vielmehr haben sich andere EU-Mitgliedstaaten meist dazu entschieden, im Bereich des subjektiven Tatbestands erhöhte Anforderungen aufzustellen.

Wie hoch ist die obere Strafrahmengrenze? Sieht das Strafgesetz Strafschärfungen vor, etwa wenn der Täter in einer bestimmten beruflichen Eigenschaft handelt?

Fast ein Drittel der EU-Mitgliedstaaten (7) hat sich dafür entschieden, die (auch für den Fall von Strafschärfungen angedrohte) Maximalstrafe bei den von der Richtlinie vorgegebenen vier Jahren zu belassen. In weiteren sieben Mitgliedstaaten beträgt die Höchststrafe fünf Jahre und in vier Mitgliedstaaten sechs Jahre. Die in Deutschland für den Fall der Verbrechensqualifikation angedrohte Höchststrafe von zehn Jahren liegt im Vergleich am oberen Ende. Sie stellt aber keinen Einzelfall dar, weil die Strafobergrenze immerhin in vier weiteren Mitgliedstaaten ebenfalls bei zehn Jahren (teils sogar darüber hinaus) liegt.

Strafschärfungen sind in elf Mitgliedstaaten vorgesehen, wobei sich die Modelle teils deutlich unterscheiden. So beträgt in Finnland die für schwere Marktmanipulation angedrohte Freiheitsstrafe „lediglich" vier Jahre (statt „nur" zwei Jahre bei der einfachen Marktmanipulation). Die in der Schweiz vorgesehene Verbrechensqualifikation ist mit lediglich fünf Jahren Höchststrafe bedroht (in Deutschland ist dieses Strafmaß schon im Grundtatbestand angedroht). In der Slowakei sind für Großschadensereignisse am oberen Ende bis zu zwölf Jahre Freiheitsstrafe vorgesehen.

Die Begehung der Straftat in Ausübung einer beruflichen Tätigkeit wird (neben Deutschland) von Estland, Griechenland, Spanien und Zypern zum Anknüpfungspunkt für besondere strafrechtliche Folgen gewählt. Auch hier sind wieder deutliche Unterschiede zu beobachten. In Spanien ist die Begehung anlässlich der beruflichen Tätigkeit ein Strafzumessungsgesichtspunkt. Demgegenüber werden in Estland überhaupt nur diejenigen Taten mit Freiheitsstrafe (von „lediglich" bis zu vier Jahren) bedroht, die bandenmäßig oder von beruflich im Kapitalmarkt tätigen Personen begangen werden. Während es sich bei diesen Merkmalen in Estland also gewissermaßen um eine „Eingangsschwelle" handelt, verwirklichen vergleichbare Umstände nach deutschem Strafrecht die Merkmale der Ver-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

brechensqualifikation und führen zu einer Strafdrohung von bis zu zehn Jahren.

Insgesamt zeigen sich somit schon bei den abstrakten Strafdrohungen deutliche Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten. Dies deckt sich mit bisherigen rechtsvergleichenden Untersuchungen zu europäisch harmonisierten Straftatbeständen[393] und bestätigt die gegen das Konzept der Mindesthöchststrafen grundsätzlich erhobene Kritik[394] jedenfalls zum Teil.

Da (auch nach den Erfahrungen des *Verfassers*) schon innerhalb Deutschlands bei der Strafverfolgung und bei der Strafzumessung mitunter deutliche Unterschiede zu beobachten sind[395] (z. B. in Form von „Strafgefällen" zwischen dem Norden und dem Süden Deutschlands), liegt die Vermutung nahe, dass in der Rechtswirklichkeit die Unterschiede innerhalb Europas noch sehr viel größer ausfallen werden. Dieser Befund stellt freilich keine größere Überraschung dar, da eine einheitliche Obergrenze der Strafdrohung wenig Aussagekraft für die im konkreten Einzelfall zu erwartende Rechtsfolge hat.[396] Der Unterschied ist für sich genommen auch noch kein Beleg dafür, dass das Projekt einer strafrechtlichen Harmonisierung der Marktmanipulation grundsätzlich fehlgeschlagen wäre. Er verdeutlicht allerdings, dass dieser Aspekt noch erheblicher vergleichender Grundlagenforschung harrt.

---

393 Vgl. hierzu die Darstellung der Bandbreite unterschiedlicher Strafrahmen in den Mitgliedstaaten durch *Linder*, Auswertung der ergänzenden Untersuchungen, in Satzger (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, 2020, S. 615 ff.

394 Vgl. hierzu die Nachweise in Fn. 256.

395 So beschäftigte sich erst im Jahr 2018 der 72. Deutsche Juristentag mit der Notwendigkeit eines neuen Strafzumessungsrechts, hierzu m. w. N. *Kaspar*, Sentencing Guidelines versus freies tatrichterliches Ermessen – Brauchen wir ein neues Strafzumessungsrecht? Gutachten C zum 72. Deutschen Juristentag, 2018; empirisch wurden die regionalen Unterschiede zuletzt bestätigt in der Erhebung von *Grundies*, in Hermann/Pöge (Hrsg.), Kriminalsoziologie, 2018, S. 295, 313 f.

396 Vgl. *de Bondt*, EuCLR 2014, 147, 150: "There are no internationally accepted standards on the links between in abstracto sanctions found in the criminal codes and in concreto sanctions imposed in a specific case. Even where in abstracto sanctions are the same, there is no guarantee that the in concreto sanctions will also be the same."; *Zimmermann*, in Satzger (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, 2020, S. 577, 599 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

E. Der heutige Grundtatbestand gem. § 119 Abs. 1 WpHG

Im folgenden Abschnitt werden die charakteristischen Deliktsstrukturen des Grundtatbestands gem. § 119 Abs. 1 WpHG in ihrem Zusammenspiel mit dem materiellen Marktmanipulationsverbot der Marktmissbrauchsverordnung nachgezeichnet. Dem praxisorientierten Ansatz dieser Arbeit folgend werden dabei Fallkonstellationen in den Blick genommen, die sich in der Strafrechtswirklichkeit als besonders relevant erwiesen haben. Dies bringt es mit sich, dass hier keine auf restlose Vollständigkeit bedachte Beschreibung aller Einzelheiten oder theoretisch denkbarer Verästelungen gem. Art. 12 der Marktmissbrauchsrichtlinie angestrebt werden soll. Weder wäre dies für die Darstellung der strafrechtlichen Zusammenhänge erforderlich noch verspräche es einen besonderen Erkenntnisgewinn, zumal diese Aufgabe bereits von verschiedenen Kommentaren,[397] Handbüchern[398] und Monografien[399] in Angriff genommen wurde, auf die an dieser Stelle verwiesen werden kann.

I. Tathandlung: Begehung einer Marktmanipulation im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung

Nach § 119 Abs. 1 WpHG wird mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft, wer eine in § 120 Abs. 2 Nr. 3 WpHG oder in § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG bezeichnete vorsätzliche Handlung begeht und dadurch auf die in § 119 Abs. 1 Nr. 1 bis Nr. 4 WpHG näher bezeichneten Preise oder Referenzwerte einwirkt.

Die Tathandlung wird in § 119 Abs. 1 WpHG nicht selbst umschrieben. Stattdessen verweist der Straftatbestand insofern auf die Bußgeldnormen nach § 120 Abs. 2 Nr. 3 oder Abs. 15 Nr. 2 WpHG. Bei dem letztgenann-

397 Vgl. exemplarisch die Kommentierungen zu Art. 12 und Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung von *Mülbert* in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019 mit Besprechung von *Richter*, ZWH 2020, 121 f.; *Schmolke* in Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, 2018. Aus der englischsprachigen Kommentarliteratur insb. *Reisberg* in Ventoruzzo/Mock (Hrsg.), Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide, 2017.

398 *A. Meyer/Veil/Rönnau* (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2018.

399 Zuletzt insb. *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken gem. Art. 12 MAR, 2020.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tem Bußgeldtatbestand besteht die Tathandlung auch nicht in einer Tätigkeitsbeschreibung, sondern in einer Wertung, nämlich in einem Verstoß gegen das in Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung normierte Verbot der Marktmanipulation. Während in Art. 15 das Verbot der Marktmanipulation und des Versuchs hierzu ausgesprochen wird, ergibt sich aus der Definitionsnorm des Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung, was dort unter einer Marktmanipulation verstanden wird. Somit sind die Art. 12 und Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung von zentraler Bedeutung für den Straftatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG. Sie erst füllen ihn mit Inhalt aus.

Die Verzahnung des europäischen Verordnungsrechts mit dem nationalen Recht wird rechtstechnisch auf zweierlei Weise bewirkt, wobei es auf den genauen Wortlaut der beiden in Bezug genommenen Bußgeldnormen ankommt: Nach § 120 Abs. 2 Nr. 3 WpHG handelt ordnungswidrig, wer vorsätzlich oder leichtfertig „entgegen" § 25 WpHG in Verbindung mit Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung eine Marktmanipulation begeht. Demgegenüber handelt nach § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG ordnungswidrig, wer gegen die Marktmissbrauchsverordnung „verstößt", indem er vorsätzlich oder leichtfertig entgegen Art. 15 eine Marktmanipulation begeht.

Beim Wortlautvergleich der beiden Bußgeldtatbestände fällt auf, dass lediglich § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG voraussetzt, dass die tatbestandsmäßige Handlung einen Verstoß gegen die Marktmissbrauchsverordnung darstellt. Dieser Unterschied ist dadurch bedingt, dass die in § 25 WpHG genannten Waren und Zahlungsmittel nicht vom Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung erfasst sind. Vielmehr wird die entsprechende Geltung der Art. 15 und Art. 12 Abs. 1 bis 4 der Marktmissbrauchsverordnung erst durch die ausdrückliche Anordnung des deutschen Gesetzgebers nach § 25 WpHG auf Waren und ausländische Zahlungsmittel erstreckt.[400] Somit können marktmanipulative Handlungen in Bezug auf Waren und ausländische Zahlungsmittel zwar gegen § 25 WpHG verstoßen und damit den Bußgeldtatbestand des § 120 Abs. 2 Nr. 3 WpHG verwirklichen. Gleichwohl stellen derartige Handlungen aus sich selbst heraus keinen Verstoß gegen Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung dar.[401] Diesem

400 Eine dem § 25 WpHG vergleichbare Regelung enthielt nach alter Rechtslage bereits § 20a Abs. 4 WpHG. Im Zuge des 1. FiMaNoG trat diese Regelung an die Stelle des § 12 WpHG, vgl. hierzu BT-Drs. 18/7482, S. 60.

401 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 120 WpHG Rz. 107.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Umstand hat der Gesetzgeber durch die Formulierung von § 120 Abs. 2 Nr. 3 WpHG Rechnung getragen.

Im Übrigen hat die vom Gesetzgeber in § 120 Abs. 15 WpHG sinngemäß gewählte Formulierung eines „Verstoßes gegen die Marktmissbrauchsverordnung" keine eigenständige strafbarkeitsbegrenzende Funktion. Sie ist „nicht als ein zusätzliches und eigenständiges Tatbestandsmerkmal zu verstehen", sondern sie dient „ersichtlich der Klarstellung, dass es sich (nunmehr) um europarechtliche Verhaltensgebote und -verbote und nicht (mehr) um solche des nationalen Rechts handelt".[402]

1. Sachlich beschränkter Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung

Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 12 und 15 der Marktmissbrauchsverordnung schwebt nicht in einem Vakuum. Es ist eingebettet in einen komplexen Rahmen aus tatbestandlichen Anwendungsvoraussetzungen. Der Bundesgerichtshof hat insoweit bereits in seiner ersten Entscheidung nach dem 1. FiMaNoG festgehalten, dass hierzu „insbesondere die in Art. 2 und 3 MAR enthaltenen allgemeinen Regelungen zum Geltungsbereich der Verbote und zu weiteren Begriffsbestimmungen sowie die Ausnahmevorschriften der Art. 5 und 6 MAR" gehören. Ohne Einbeziehung dieser Bestimmungen, die das verbotene Verhalten umgrenzen, wäre die Verweisung auf die Marktmissbrauchsverordnung „inhaltslos", befand der Bundesgerichtshof in seiner Entscheidung weiter.[403]

Der sachliche Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung wird nach Maßgabe von in Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 im Grundsatz an zwei kumulativ erforderliche Voraussetzungen geknüpft: Zum einen muss es sich bei dem betreffenden Produkt um ein Finanzinstrument handeln. Zum anderen muss dieses Finanzinstrument an einem der aufgeführten Handelsplätze (geregelter Markt, multilaterales Handelssystem, organisiertes Handelssystem) zugelassen sein oder gehandelt werden oder sich zumindest auf den Wert eines solchen Finanzinstruments auswirken oder von

402 BGH, Beschl. v. 8.8.2018 – 2 StR 210/16, Rz. 16 (juris) zu §§ 38, 39 WpHG i. d. F. d. 1. FiMaNoG; *M. Bergmann/Vogt*, NZWiSt 2017, 149 ff.; a. A. *Bülte/N. Müller*, NZG 2017, 205, 208 f.

403 BGH, Beschl. v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, BGHSt 62, 13, 20 (Rz. 20). Vgl. auch *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 49: Vorgelagert ist der (weite) Anwendungsbereich von Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsverordnung zu prüfen.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ihm abhängen.[404] In den folgenden (Unter-)Absätzen erfolgt eine Erweiterung dieses Grundsatzes um verschiedene Einzelkonstellationen. Handlungen betreffend Versteigerungen von Emissionszertifikaten werden vollständig von der Marktmissbrauchsverordnung (Art. 2 Abs. 1 UAbs. 2) erfasst. Zusätzlich wird die Geltung der Marktmissbrauchsverordnung partiell auf Waren-Spot-Kontrakte und Handlungen in Bezug auf Referenzwerte erstreckt (Art. 2 Abs. 2).[405]

Aus dieser Beschränkung des sachlichen Anwendungsbereichs folgt, dass die Marktmissbrauchsverordnung keine universelle Geltung für sämtliche Handelsplätze und für sämtliche Wirtschaftsgüter beansprucht. So wäre beispielsweise eine „Manipulation" des Gebrauchtwagenhandels auf Online-Plattformen wie eBay[406] nicht vom Verbot des Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung erfasst – weder handelt es sich bei den Gebrauchtwagen um Finanzinstrumente noch ist eBay ein von der Marktmissbrauchsverordnung erfasster Handelsplatz. Von solch offenkundigen Beispielen abgesehen, zeigt sich die Notwendigkeit für eine sorgfältige Prüfung der Anwendungsvoraussetzungen (neben der rasant wachsenden Bedeutung der derzeit noch weitgehend unregulierten sog. Krypto-Assets[407]) namentlich am Beispiel des Energiegroßhandels. Im deutschen Energiegroßhandel werden Insiderverstöße und Marktmanipulation von der Bundesnetzagentur aufgrund strukturell sehr ähnlicher Verbotsnormen verfolgt.[408] Da die Verbotstatbestände zu wesentlichen Teilen deckungsgleich mit denen der Marktmissbrauchsverordnung formuliert sind, könnte ein

---

404 *Kumpan/Misterek*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 2 VO (EU) 596/2014 Rz. 1.

405 Ebd., Rz. 2.

406 Beispiel nach *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 39.

407 In einem Bericht der ESMA zu "Trends, Risks and Vulnerabilities" v. 17.3.2021, Dok. Nr. ESMA50-165-1524, S. 53 werden Krypto-Assets beschrieben als "mostly outside regulation and characterised by extreme price volatility, creating risks to investor protection. Most CA-trading platforms are unregulated and prone to market manipulation and operational flaws." Krypto-Assets fallen (noch) nicht unter den Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung, da sie keine Finanzinstrumente darstellen, hierzu etwa *Börner*, NZWiSt 2018, 48, 51. Die Europäische Kommission hat im September 2020 allerdings einen Verordnungsvorschlag (COM(2020) 593 final) betreffend Krypto-Assets vorgelegt, der in Art. 80 auch eine Verbot der Marktmanipulation enthält.

408 Um im Energiegroßhandel die Marktintegrität zu verbessern, wurde – schon drei Jahre vor der Marktmissbrauchsverordnung – durch die Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 ein unionsweites Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation statuiert, vgl. Art. 3 und Art. 5 der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

und dieselbe Handlung einen tateinheitlich begangenen Verstoß sowohl gegen die Marktmissbrauchsverordnung als auch gegen die Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 darstellen, sofern sich der Anwendungsbereich beider Verordnungen überschneidet.[409]

Um derartige Überschneidungen und etwaige Kompetenzkonflikte der jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden zu vermeiden, bestimmt die Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 hinsichtlich ihres Geltungsbereichs in Art. 1 Abs. 2, dass sie für den Handel mit Energiegroßhandelsprodukten gilt. Dabei wird ausdrücklich festgelegt, dass die in Art. 3 und Art. 5 enthaltenen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation nicht für solche Energiegroßhandelsprodukte gelten, die (gleichzeitig) Finanzinstrumente sind. Für derartige Finanzinstrumente folgen die entsprechenden Verbote aus der Marktmissbrauchsverordnung.

a) Finanzinstrumente

Der Begriff des Finanzinstruments bestimmt sich nach der Legaldefinition des Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchsverordnung. Diese De-

---

über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts (englisch: Regulation on Wholesale Energy Market Integrity and Transparency, REMIT).

409 Auch die marktmanipulativen Verhaltensweisen im Energiegroßhandel ähneln denen im Finanzsektor, wie durch folgende Pressemeldung der Bundesnetzagentur vom 20.2.2019 verdeutlicht wird, die über die Homepage der Bundesnetzagentur abrufbar ist: „Die Bundesnetzagentur hat in einem Fall von Marktmanipulation auf dem Gasmarkt Bußgelder gegen Uniper Global Commodities SE (Uniper) in Höhe von 150.000 Euro und gegen zwei Händler in Höhe von 1.500 Euro und 2.000 Euro verhängt. […] Die Marktmanipulation wurde an der Gashandelsplattform PEGAS vorgenommen. Die Marktgebietsverantwortliche NetConnectGermany (NCG) nutzt diese Plattform, um den kurzfristigen Regelenergiebedarf zu decken. Im Oktober 2016 platzierten zwei Händler von Uniper an der PEGAS Kauf- und Verkaufsgebote in einer Art, die es ihnen ermöglichte, andere Marktteilnehmer gezielt vom Handel mit NCG auszuschließen. Hierzu agierten sie zeitgleich auf beiden Seiten des Orderbuches, wobei auf der einen Seite eine sogenannte Eisbergorder genutzt wurde, um andere Marktteilnehmer solange zu blockieren, bis das Geschäft mit NCG zustande kam. Das führte dazu, dass andere Marktteilnehmer kein günstigeres Angebot abgeben konnten, obwohl sie dies beabsichtigten. NCG wurde über die Angebotssituation getäuscht. Die Energiebörse Powernext SA, Betreiberin der PEGAS, sowie ein betroffener Marktteilnehmer hatten das manipulative Handelsverhalten in fünf Fällen gegenüber der Bundesnetzagentur angezeigt. Einen weiteren Fall hat die Bundesnetzagentur bei der Datenauswertung aufgedeckt.“

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

finition ist freilich nicht aus sich selbst heraus verständlich.[410] Danach bezeichnet der Begriff „Finanzinstrument" ein Finanzinstrument im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 der zweiten Finanzmarktrichtlinie, die auch als MiFID II-Richtlinie bekannt ist.[411] Die Begriffsbestimmung erfolgt somit nicht unmittelbar in der Marktmissbrauchsverordnung, sondern erst in der zweiten Finanzmarktrichtlinie. Als Grund für diese umständliche Verweisungstechnik, die auch bei den meisten anderen der in Art. 3 der Marktmissbrauchsverordnung enthaltenen (angeblichen) „Begriffsbestimmungen" zu beobachten ist, wird die vom europäischen Normgeber beabsichtigte Schaffung eines möglichst einheitlichen Kapitalmarktrechts genannt.[412] Da die zweite Finanzmarktrichtlinie gem. Art. 288 Abs. 3 AEUV allerdings keine unmittelbare Geltung beansprucht, sondern eines mitgliedstaatlichen Umsetzungsakts bedarf, erscheint es konzeptionell fragwürdig und alles andere als selbstverständlich, ob zur Vereinheitlichung der zentralen Begriffsbestimmungen ausgerechnet eine Richtlinie den passenden Rahmen bietet.[413]

Ungeachtet dieser normtheoretischen Frage erfolgt die Bestimmung des Begriffs der Finanzinstrumente auch in Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 der zweiten Finanzmarktrichtlinie lediglich insoweit, als dort auf die „in Anhang I Abschnitt C genannten Instrumente" verwiesen wird. An der genannten Stelle sind dann unter der Überschrift „Finanzinstrumente" insgesamt elf verschiedene Typen von Kapitalmarktprodukten aufgeführt. Zu diesen

---

410 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 15.

411 Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU. In Anlehnung an die Anfangsbuchstaben der englischen Bezeichnung (Directive on Markets in Financial Instruments) ist auch die Bezeichnung MiFID II-Richtlinie sehr gebräuchlich. Der Vorgänger war die erste Finanzmarktrichtlinie (Richtlinie 2004/39/EG v. 21.4.2004, sog. MiFID I-Richtlinie, hierzu *Hirschberg*, AG 2006, 398 ff.). Aufgrund der (nachträglich verlängerten) Übergangsvorschrift des Art. 39 Abs. 4 der Marktmissbrauchsverordnung bezogen sich die Verweisungen bis zum 3.1.2018 auf die erste Finanzmarktrichtlinie und waren nach Maßgabe der Entsprechungstabelle in Anhang IV der zweiten Finanzmarktrichtlinie zu lesen.

412 *Kumpan/Misterek*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 3 VO (EU) 596/2014 Rz. 1.

413 Gegen solche Zweifel könnte man argumentieren, dass die Begriffsbestimmungen auch in der Richtlinie aus sich selbst heraus verständlich sind und daher keines weiteren Umsetzungsakts bedürfen. Zwingend ist dieser Einwand aber jedenfalls dann nicht, wenn die Definition ihrerseits auf weitere Teile der Richtlinie verweist.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kapitalmarktprodukten gehören etwa „übertragbare Wertpapiere“ (Nr. 1) oder „Geldmarktinstrumente“ (Nr. 2), aber auch „alle anderen Derivatekontrakte“ (Nr. 4) oder bestimmte „Emissionszertifikate“ (Nr. 11). Der in Nr. 1 genannte Begriff der „übertragbaren Wertpapiere“ wird dann seinerseits wieder in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 der zweiten Finanzmarktrichtlinie definiert als die Kategorien von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, wie Aktien, Schuldverschreibungen und alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird.

Diese Sezierung ließe sich auch für die anderen der in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie genannten Finanzinstrumente fortsetzen, würde damit aber den Rahmen dieser Arbeit sprengen und keinen unmittelbaren strafrechtlichen Erkenntnisgewinn versprechen. Für die Zwecke dieser Darstellung reicht die Feststellung, dass der Begriff der Finanzinstrumente eine Vielzahl unterschiedlicher Kapitalmarktprodukte erfasst und die Marktmissbrauchsverordnung somit einen denkbar weiten Anwendungsbereich hat. Der Sinn dieses weiten Begriffsverständnisses wird in der „Zukunftsfestigkeit“ gesehen, um mit der hohen Innovationsfreude des Kapitalmarkts Schritt zu halten und die Ausnutzung unberechtigter Informationsasymmetrien mittels neuer innovativer Finanzprodukte zu verhindern.[414]

b) Handelsplätze

Die Finanzinstrumente müssen ferner in einer Beziehung zu einem der in Art. 2 Abs. 1 und Abs. 2 der Marktmissbrauchsverordnung genannten Handelsplätze stehen. Bei diesen Handelsplätzen kann es sich um die Formen des geregelten Marktes,[415] der multilateralen Handelssysteme[416]

414 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 22.

415 Vgl. Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchsverordnung. Der Begriff des geregelten Markts ist definiert in Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 Richtlinie 2014/65/EU.

416 Vgl. Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 Nr. 2 der Marktmissbrauchsverordnung. Der Begriff des multilateralen Handelssystems (MTF) ist definiert in Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 Richtlinie 2014/65/EU.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sowie der organisierten Handelssysteme[417] handeln.[418] Erforderlich ist (lediglich), dass die jeweiligen Finanzinstrumente allgemein auf diesen Handelsplätzen zum Handel zugelassen sind (so insbesondere im Falle des geregelten Marktes) oder tatsächlich gehandelt werden (so im Falle der multilateralen und der organsierten Handelssysteme). Ist diese Voraussetzung für das jeweilige Finanzinstrument ganz allgemein erfüllt, so gilt die Marktmissbrauchsverordnung gem. Art. 2 Abs. 3 unabhängig davon, ob auch das konkrete Geschäft, der konkrete Auftrag oder die konkrete Handlung auf einem der genannten Handelsplätze getätigt wurden. Vielmehr kann der konkrete Handel mit Finanzinstrumenten auch außerhalb der genannten Handelsplätze erfolgen, z. B. im Wege des Telefonhandels oder als sog. OTC-Geschäft (*over the counter*). Hieran zeigt sich, dass die Marktmissbrauchsverordnung auf einen möglichst weiten Anwendungsbereich abzielt und dieser nicht vom konkreten Handlungsort abhängig ist.[419]

Im Zusammenhang mit den Handelsplätzen verdient das Segment des sog. Freiverkehrs (vgl. § 48 BörsG) besondere Beachtung. Beim Freiverkehr handelt es sich um eine für die Strafrechtspraxis bedeutsame Besonderheit des Börsenhandels in Deutschland.[420] Wie aus einer von der BaFin zuletzt im Jahresbericht 2018 offengelegten Differenzierung nach Börsensegmenten hervorgeht, betrug der Anteil der mutmaßlichen Marktmanipulationen im Freiverkehr 72 Prozent gegenüber Marktmanipulationssachverhalten im regulierten Markt mit einem Wert von 28 Prozent.[421]

---

417 Vgl. Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 Nr. 3 der Marktmissbrauchsverordnung. Der Begriff des organisierten Handelssystems (OTF) ist definiert in Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 Richtlinie 2014/65/EU.

418 Vgl. auch die Definition des Handelsplatzes in Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 Richtlinie 2014/65/EU, wonach der Begriff Handelsplatz einen geregelten Markt, ein multilaterales Handelssystem oder ein organisiertes Handelssystem beschreibt.

419 *Kumpan/Misterek*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 2 VO (EU) 596/2014 Rz. 31.

420 Monografisch zum Freiverkehr *Beer*, Die Verantwortung des Börsenträgers bei der Gestaltung alternativer Marktsegmente. Ein Beitrag zur Diskussion über Selbstregulierung und privatrechtliche Rechtsetzung am Beispiel sogenannter Mittelstandsmärkte im Freiverkehr, 2018; *Fink*, Der Freiverkehr. Die rechtliche Organisation des Handelssegments Freiverkehr an deutschen Börsen, 2013; *Schweppe*, Hybride Regulierung des Freiverkehrs. Aspekte einer europarechtswidrigen börsen- und wertpapierhandelsrechtlichen Regulierung des Freiverkehrs in Bezug auf das Ziel der Schaffung eines integrierten Finanzbinnenmarktes, 2013.

421 BaFin, Jahresbericht 2018, S. 132. Der Jahresbericht 2019 enthält keine entsprechende Differenzierung nach Börsensegmenten.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Auch nach den praktischen Erfahrungen des *Verfassers* wurde und wird eine bedeutende – wenn nicht sogar die überwiegende – Anzahl der Strafverfahren wegen Marktmanipulation in Freiverkehrswerten durchgeführt.[422] Der Grund, warum der Freiverkehr seit jeher eine gewisse Anziehungskraft auf Marktmanipulationsakteure entfaltet, mag zum einen damit zusammenhängen, dass die vergleichsweise geringe Marktkapitalisierung und das geringere Handelsaufkommen[423] zu leichteren Möglichkeiten einer Kursbeeinflussung führen können.[424] Zum anderen dürfte er auch der relativen Intransparenz von Freiverkehrswerten geschuldet sein.[425] Wie es nämlich der Name schon andeutet, gelten für den Freiverkehr deutlich geringere (Transparenz-)Anforderungen als beispielsweise für den regulierten Markt.

Bis zum 1. FiMaNoG war die Strafbarkeit des Insiderhandels und der Marktmanipulation im Freiverkehr vollkommen unbestritten, wie auch zahlreiche Strafverfahren und rechtskräftige Verurteilungen belegen.[426] Die Strafbarkeit ergab sich dabei aus einem unmissverständlichen Normbefehl des deutschen Gesetzgebers, da der Freiverkehr im Normtext der das Strafrechtsblankett ausfüllenden §§ 12, 20a WpHG ausdrücklich ge-

---

422 So gut wie allen der in Fn. 515 nachgewiesenen Entscheidungen lagen Freiverkehrskonstellationen zugrunde.

423 Vgl. schon BaFin, Jahresbericht 2007, S. 174: „Manipulationen finden vor allem in wenig liquiden Aktien im Freiverkehr statt. Hingegen ist der Anteil an Manipulationen im regulierten Markt weiter rückläufig. Damit zeigt sich erneut, dass liquide Märkte den besten Schutz vor Manipulationen bieten."; ferner BaFin, Jahresbericht 2009, S. 181: Bei Insideranalysen spielte Freiverkehr „kaum eine Rolle"; BaFin, Jahresbericht 2010, S. 194: „Der Trend, vor allem im Freiverkehr zu manipulieren, hat sich 2010 nochmals verstärkt".

424 Vgl. hierzu auch die Erläuterungen unten S. 178.

425 Beim Insiderhandel hat der Freiverkehr tendenziell untergeordnete Bedeutung. Hier geht es dem Täter auch nicht um eine Kursbeeinflussung, sondern um das schlichte Ausnutzen von Informationsvorsprüngen in Form von Insidertatsachen. Ein ganz anderer Grund für die verstärkte Beobachtung von Insiderverstößen in großen Standardwerten kann freilich auch damit zusammenhängen, dass die von der Aufsicht eingesetzten automatischen Analyseverfahren anhand des *data minings* zur Aufdeckung möglicher Insiderverstöße ganz besonders gut bei Finanzinstrumenten mit sehr hohem Handelsaufkommen funktionieren, etwa bei Aktien von DAX-Unternehmen, vgl. schon BaFin, Jahresbericht 2004, S. 186.

426 Vgl. neben BGH, Beschl. v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, WM 2016, 1022 etwa das (unveröffentlichte) Urteil des LG Frankfurt am Main v. 25.2.2014 im sog. Frick-Komplex, Az. 5/28 KLs – 7521 Js 230590/12 (12/13).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nannt war.[427] Nach den umfassenden Änderungen durch das 1. FiMaNoG fand der Freiverkehr in den deutschen Verweisungsketten hingegen bis zur Anpassung von § 48 Abs. 3 BörsG durch das 2. FiMaNoG (und damit für einen Zeitraum von eineinhalb Jahren) keine ausdrückliche Erwähnung mehr. Dennoch sollten Marktmanipulation und Insiderhandel im Freiverkehr nach Auffassung von Aufsicht und Ermittlungsbehörden auch in diesem Zeitraum weiterhin nach den Straf- und Bußgeldtatbeständen des WpHG geahndet werden können. Vonseiten der Aufsicht und einiger Staatsanwaltschaften wurde insoweit argumentiert, dass es sich beim Freiverkehr um ein multilaterales Handelssystem (MTF) handele und dadurch gem. Art. 2 Abs. 1 Buchst. b die Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsverordnung eröffnet sei.

Diese Auffassung wurde in dem bundesweit wohl ersten Strafverfahren unter Geltung der neuen Rechtslage vom *Verfasser* in Zweifel gezogen. Zugrunde lag eine vermeintlich im Dezember 2017 begangene Marktmanipulation im Freiverkehrssegment der Stuttgarter Börse; angeklagt war der neue Verbrechenstatbestand. Die Verteidigung argumentierte gegen die von der Anklage behauptete Strafbarkeit, dass eine vollständige Synchronisierung des Freiverkehrs mit dem europäischen Konzept des multilateralen Handelssystems nicht schon durch das 1. FiMaNoG, sondern vermutlich aufgrund eines gesetzgeberischen Versehens erst mit langer zeitlicher Verzögerung durch das 2. FiMaNoG hergestellt wurde[428] und in der Zwischenzeit das Analogieverbot einer Strafbarkeit entgegenstehe.[429] Ferner sei zu berücksichtigen, dass der Unterschied zwischen Freiverkehr und multilateralen Handelssystemen durch die (erst) durch das 2. FiMaNoG vorgenommene Anpassung des § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG bestätigt wurde. Denn nach der in § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG angeordneten gesetzgeberischen Fiktion *gilt* der Freiverkehr als multilaterales Handelssystem. Diese

427 § 12 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a. F. lautete bereits bei seinem erstmaligen Inkrafttreten 1994 auszugsweise wie folgt: „Insiderpapiere sind Wertpapiere, die […] an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den Freiverkehr einbezogen sind, oder […]". Eine vergleichbare Formulierung enthielt auch § 20a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG: „oder in den Freiverkehr einbezogen".

428 Indem durch Art. 8 Nr. 29 des 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 eine gesetzliche Regelung in § 48 BörsG aufgenommen wurde, nach welcher der Freiverkehr als ein MTF gelten soll. Diese Regelung trat jedoch erst am 3.1.2018 in Kraft. Nach dem seither gültigen § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG „gilt" der Freiverkehr als multilaterales Handelssystem.

429 Vgl. auch den nach rechtskräftiger Verfahrensbeendigung veröffentlichten Beitrag von *Richter*, NZG 2020, 210 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gesetzgeberische Fiktion durch das 2. FiMaNoG sei aber erst nach dem vorgeworfenen Tatzeitpunkt in Kraft gesetzt worden.[430]

In dem konkreten Strafverfahren, in dem weder das Schöffengericht noch das von der Staatsanwaltschaft angerufene Berufungsgericht auf die von der Staatsanwaltschaft beantragte bedingte Freiheitsstrafe erkannten, sondern lediglich zu einer moderaten Geldbuße wegen einer Ordnungswidrigkeit in Form einer leichtfertig begangenen Marktmanipulation verurteilten, konnte diese Frage offen bleiben.[431] Der Grund hierfür lag aus Sicht des Gerichts vermutlich darin, dass die betreffende Aktie nicht nur im Freiverkehr gehandelt wurde, sondern auch für den Handel im geregelten Markt zugelassen war. Aufgrund der somit bereits über Art. 2 Abs. 1 Buchst. a der Marktmissbrauchsverordnung hergestellten Anwendbarkeit spielte die Frage, ob daneben auch eine Anwendbarkeit über den Weg des multilateralen Handelssystems gem. Art. 2 Abs. 1 Buchst. b eröffnet war, keine entscheidungserhebliche Rolle mehr.

Eine stark zunehmende Bedeutung haben in den letzten Jahren schließlich alternative Handelsplätze wie Quotrix und Tradegate erlangt. So war Tradegate nach einer aktuellen Erhebung der BaFin im Jahr 2020 gemessen am Handelsvolumen hinter Xetra der zweitwichtigste Handelsplatz in Deutschland.[432] Diese alternativen Handelsplätze richten sich in erster Linie an Privatanleger, denen dort über einfach zu bedienende „Trading-Apps“, die von „Neo-Brokern“ entwickelt wurden, die zweifelhafte Möglichkeit eines Gratishandels suggeriert wird.[433] Diese Handelsplätze sind meist durch das Handelsmodell des Market-Making charakterisiert. Bei Market-Makern handelt es sich um Marktakteure, die Wertpapiere unter Einsatz eigenen Kapitals für eigene Rechnung an- und verkaufen und

430 Wegen weiterer Einzelheiten vgl. *Richter*, NZG 2020, 210 ff.

431 Die schriftlichen Urteilsgründe sind in Anhang 2 wiedergegeben. Sie verhielten sich zur Frage der Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsverordnung nicht ausdrücklich, AG Frankfurt am Main, Urt. v. 13.5.2019 – 914 Ls- 7521 Js 210950/18 sowie nachfolgend LG Frankfurt am Main, Urt. v. 30.10.2019 – 5/32 Ns – 7521 Js 210950/18 (67/18).

432 Die tabellarische Aufstellung der BaFin ist wiedergegeben in der Antwort der Bundesregierung v. 25.2.2021 auf eine kleine Anfrage von Abgeordneten und der Fraktion der FDP, BT-Drs. 19/27080, S. 3.

433 Zwar mag der Handel an sich gebührenfrei sein. Dafür sind aber die Transaktionskosten in Form der vom Market-Maker gestellten Spreads – insb. außerhalb der klassischen Handelszeiten – deutlich höher, vgl. *Mannweiler/Hock*, Der dunkle Markt, FAZ v. 4.6.2021, S. 23. Zur Rolle der „Neo-Broker“ vgl. *Frölich/Lembach*, BaFin Journal Juni 2021, 24 ff. sowie zuletzt *Sajnovits*, ZGR 2021, 804, 826 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

hierfür Preise in Form von Geld- und Briefkursen stellen.[434] Durch den Auftritt unter einem Börsenmantel – im Falle von Quotrix unter dem Dach der Börse Düsseldorf, im Falle von Tradegate unter einer eigenen Börsenzulassung – wird erfolgreich versucht, die Reputation einer Börse auf das eigene Handelssystem zu übertragen.[435]

2. Definition der Marktmanipulation in Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung

Während Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung lediglich das Verbot der Marktmanipulation ausspricht, nimmt Art. 12 die eigentliche Begriffsbestimmung vor. Obschon in diesem Zusammenhang mitunter von einer „Basisdefinition" die Rede ist,[436] sollte diese Beschreibung nicht dahingehend missverstanden werden, als liege dem in Art. 12 verwendeten Begriff der Marktmanipulation ein ganz bestimmter Archetyp zugrunde und als handele es sich um eine in sich abgeschlossene „Globaldefinition". Vielmehr führt Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung verschiedene, sich teilweise überlappende, Konzepte und Erscheinungsformen der Marktmanipulation in einer „definitorischen Liste" zusammen.[437]

So werden in Art. 12 Abs. 1 in den Buchst. a bis d vier verschiedene Tatvarianten normiert, wobei Buchst. a und Buchst. c wiederum in je zwei Untervarianten aufgespaltet sind.[438] Auch wenn von gewichtigen Teilen des Schrifttums die Notwendigkeit für eine sorgfältige Abgrenzung dieser verschiedenen Tatvarianten betont wird,[439] wird eine exakte Trennung nicht immer möglich sein. Deshalb können einige der gängigen

434 Zum Begriff und zur Ökonomie des Market-Making vgl. eingehend *Müller-Lankow*, Market-Making. Eine aufsichtsrechtliche Analyse des Market-Makings im Rahmen multilateraler und bilateraler Systeme, 2018, S. 29 ff.

435 So schon kurz nach dem Markteintritt von Quotrix nachzulesen bei *Riehm/Petermann/Orwat* u. a., E-Commerce in Deutschland. Eine kritische Bestandsaufnahme zum elektronischen Handel, 2003, S. 258.

436 Vgl. etwa *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 12 VO (EU) 596/2014 Rz. 1.

437 So ausdrücklich *Schmolke*, in Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Vor Art. 12 Rz. 8.

438 Demzufolge spricht etwa *Pananis* zutreffend von verschiedenen „Basistatbeständen" in der Mehrzahl, vgl. *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 55.

439 Vgl. *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 12 VO Nr. 596/2014 Rz. 50.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Manipulationspraktiken gegen mehrere Tatvarianten verstoßen.[440] Derartige Unschärfen im Randbereich sind in der Marktmissbrauchsverordnung konzeptionell angelegt. Der Rechtsbegriff der Marktmanipulation wurde ganz bewusst weit und offen gefasst, um etwaige Umgehungsversuche zu verhindern und sich neu herausbildende Verhaltensweisen zu umfassen.[441] Der damit zwangsläufig einhergehenden Gefahr einer „Überinklusion"[442] von Verhaltensweisen mit zweifelhafter Schädlichkeit ist im Rahmen der Normauslegung zu begegnen.

Da der verschachtelte Normtext selbst nach mehrmaliger Lektüre nur schwer verständlich ist,[443] werden zur besseren Lesbarkeit im Folgenden nicht sämtliche in Art. 12 aufgeführten Varianten wiedergegeben. Wenn in Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung etwa abgestellt wird auf den Preis „eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts", so ist es für die Zwecke dieser Darstellung ausreichend, lediglich den Preis eines Finanzinstruments aufzuführen.

Die erste Tatvariante (Buchst. a) umfasst jede Handlung – namentlich den Abschluss eines Geschäfts sowie die Erteilung eines Handelsauftrags –, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist (so im Falle der Untervariante gem. Buchst. i) oder durch die ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente erzielt wird oder bei der dies wahrscheinlich ist (so im Falle der Untervariante gem. Buchst. ii), sofern die handelnde Person nicht nachweist, dass die Handlung legitime Gründe hat und im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis gemäß Art. 13 der Marktmissbrauchsverordnung steht.

Art. 12 Abs. 1 Buchst. b erfasst als Auffangtatbestand[444] „jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung an Finanzmärkten", die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder For-

---

440 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 112.

441 Vgl. Erwägungsgrund 38 der Marktmissbrauchsverordnung; *Schmolke*, in Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Vor Art. 12 Rz. 1.

442 Ebd., Rz. 9.

443 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 109: „kompliziert und wenig anwenderfreundlich".

444 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 12 VO (EU) 596/2014 Rz. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

men der Täuschung den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente beeinflusst oder hierzu geeignet ist.

Nach der dritten Tatvariante (Buchst. c) umfasst die Marktmanipulation die Verbreitung von Informationen über die Medien, die – tatsächlich oder wahrscheinlich – falsche oder irreführende Signale über Angebot, Nachfrage oder den Kurs eines Finanzinstruments geben oder die ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen. Hierzu gehört auch die Verbreitung von Gerüchten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.

Schließlich erfasst die vierte Tatvariante (Buchst. d) in Reaktion auf den Skandal um die jahrelange Manipulation des LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) die Manipulation von Referenzwerten.[445]

Sodann werden in Art. 12 Abs. 2 der Marktmissbrauchsverordnung fünf verschiedene Arten von „Handlungen" aufgeführt, die als Marktmanipulation „gelten". Während diese Handlungen nach verbreiteter Auffassung verbindliche Konkretisierungen[446] bzw. Regelbeispiele[447] beschreiben, sollen sie nach anderer Auffassung selbständige Manipulationstatbestände mit einem über Art. 12 Abs. 1 hinausgehenden Regelungsgehalt darstellen.[448] Ausweislich der in Erwägungsgrund 38 genannten Zielsetzung handelt es sich um eine nicht erschöpfende Aufzählung von „Beispiele[n] bestimmter missbräuchlicher Strategien", die angesichts der zunehmenden Automatisierung im Zuge aller zur Verfügung stehenden Handelsmethoden – einschließlich des algorithmischen Handels und des Hochfrequenzhandels – angewandt werden können.

Art. 12 Abs. 3 wiederum verweist „für die Anwendung von Absatz 1 Buchstaben a und b" (mithin nicht für die in Buchst. c und d genannten Tatvarianten) auf Anhang I der Marktmissbrauchsrichtlinie. Dieser Anhang I nennt in Teil A „in nicht erschöpfender Aufzählung" verschiedene Indikatoren für manipulatives Handeln durch Aussenden falscher

445 Hierzu monografisch die Augsburger Dissertation von *Brosig*, Benchmark-Manipulation, 2018.

446 *Saliger*, in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kapitel 6.1 Rz. 96.

447 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 158. Differenzierend *Schmolke*, in Klöhn (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Art. 12 Rz. 305: Statt Regelbeispiel sei die Bezeichnung als zwingendes Beispiel treffender.

448 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 95; *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 56, Rz. 130.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

oder irreführender Signale und durch Herbeiführen bestimmter Kurse im Sinne von Art. 12 Abs. 1 Buchst. a der Marktmissbrauchsverordnung. Teil B nennt Indikatoren für manipulatives Handeln durch Vorspiegelung falscher Tatsachen sowie durch sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung im Sinne von Art. 12 Abs. 1 Buchst. b.

Zur weiteren Präzisierung dieser in Anhang I festgelegten Indikatoren wurde der Kommission in Art. 12 Abs. 5 der Marktmissbrauchsverordnung die Befugnis zum Erlass eines delegierten Rechtsaktes übertragen. Die Kommission hat von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht mit der Delegierten VO (EU) 2016/522, die ihrerseits in einem (weiteren) „Anhang II" zahlreiche Manipulationspraktiken festlegt, um die jeweiligen Indikatoren näher zu bestimmen bzw. zu präzisieren.[449] Dieser Delegierten Verordnung wird für die Auslegung der Tatbestände jedenfalls rechtspraktisch eine ähnliche Wirkung zugeschrieben wie der früheren MaKonV, mit der eine Konkretisierung des § 20a WpHG a. F. erreicht werden sollte.[450] Allerdings ist daran zu erinnern, dass sich aus der deutschen Strafnorm keine Verweisung auf die Delegierte Verordnung 2016/522 ergibt, sodass den dort genannten Praktiken allenfalls indizielle Bedeutung zukommen kann.[451] Im Grunde sollte es sich deshalb von selbst verstehen, dass durch den bloßen Verweis auf die Marktmissbrauchsverordnung der Text einer hiervon zu trennenden eigenständigen Norm des Unionsrechts – die als sog. „Level II-Maßnahme" im Vergleich zur Marktmissbrauchsverordnung auch eine geringere demokratische Legitimation hat – nicht zum Bestandteil des deutschen Strafgesetzes werden konnte. Dennoch ist in der Aufsichtspraxis der BaFin gelegentlich die entgegengesetzte Beobachtung zu machen, indem die BaFin in Strafanzeigen den Sachverhalt nicht unter die einzelnen Tatbestandsmerkmale von Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung subsumiert, sondern direkt auf der Ebene der Delegierten Verordnung 2016/522 argumentiert – obwohl es sich hierbei gerade nicht um verbindliche Tatbestandskonkretisierungen handelt.

---

449 Während in Art. 12 Abs. 5 der Marktmissbrauchsverordnung die Formulierung „zur Präzisierung" verwendet wird, heißt es in Anhang II der Delegierten-VO (EU) 2016/522 „zur näheren Bestimmung".

450 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 109.

451 Zutreffend *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 Rz. 49; a. A. aber wohl *Hoffmann*, Lamfalussy-Verfahren und Strafrecht, 2021, S. 218 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Exemplarische Veranschaulichung der Marktmanipulation anhand praxisrelevanter Erscheinungsformen

Im Folgenden werden bestimmte Tatvarianten gem. Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung anhand von Fallgruppen veranschaulicht, die (auch nach der Beobachtung des *Verfassers*) in den letzten Jahren besonders häufig Gegenstand von Strafverfahren waren. Dabei wird in Anlehnung an eine aus der Ökonomie[452] stammende Systematisierung zwischen den Erscheinungsformen der informationsgestützten und der handelsgestützten Marktmanipulation unterschieden.[453]

---

452 Als Beleg wird häufig ein 1992 erschienener Aufsatz der Ökonomen *Allen* und *Gale* zitiert, die die unter dem *Securities Exchange Act of 1934* etablierte Unterscheidung zwischen „action-based manipulation" und „information-based manipulation" um die Erscheinungsform der „trade-based manipulation" erweitern: "However, there is a third category of manipulation that is much more difficult to eradicate. We refer to this third category as trade-based manipulation. It occurs when a trader attempts to manipulate a stock simply by buying and then selling, without taking any publicly observable actions to alter the value of the firm or releasing false information to change the price.", *Allen/Gale*, Review of Financial Studies 1992, 503, 505. Die handelsgestützte (*trade-based*) Marktmanipulation war allerdings schon vor diesem Beitrag Gegenstand vertiefter Diskussion, vgl. *Fischel/Ross*, Harvard Law Review 1991, 503, 512 ff.

453 Daneben ist noch die Kategorie der sog. handlungsgestützten (*action based*) Marktmanipulation etabliert, auf die hier angesichts ihrer begrenzten praktischen Bedeutung allerdings nicht in eigenem Kapitel eingegangen werden kann. Bei der handlungsgestützten Marktmanipulation verfolgt der Täter das Ziel, den inneren Wert des Finanzinstruments zu beeinflussen. Ein makabres Anschauungsbeispiel aus jüngerer Zeit ist der im April 2017 verübte Bombenanschlag auf den Mannschaftsbus von Borussia Dortmund (des einzigen Bundesligavereins mit einer Aktiennotierung): Kurz vor dem Anschlag auf den Mannschaftsbus hatte sich der Angeklagte mit Put-Optionsscheinen, CFDs sowie Knock-Out Produkten eingedeckt, mit denen er auf einen sinkenden Aktienkurs infolge des Anschlags spekulierte. Bei diesen Produkten waren aufgrund der großen Hebelwirkung bei geringem Einsatz hohe Gewinne möglich, gleichzeitig bestand aber auch ein hohes Risiko eines Totalverlusts. Tatsächlich wurde der Aktienkurs durch die Tat allerdings nicht in erheblichem Maße beeinflusst und der Angeklagte konnte nur geringe Gewinne erzielen, da bei keinem der Optionsscheine der sog. *Strike* erreicht wurde, d. h. der vorher festgelegte Wert des Kurses der Aktie, der erforderlich ist, um bei Optionsscheinen in die Gewinnzone zu gelangen, vgl. LG Dortmund, Urt. v. 27.11.2018 – 39 Ks-400 Js 206/17-15/17, Rz. 35 und 64 (juris). Der Angeklagte wurde vom Gericht wegen versuchten Mordes in neunundzwanzig tateinheitlich zusammentreffenden Fällen in Tateinheit mit Herbeiführen einer Sprengstoffexplosion sowie in Tateinheit mit gefährlicher Körperverletzung in zwei tateinheitlich zusammentreffen-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Diese Kategorisierung war bereits unter der früheren Rechtslage weit verbreitet.[454] Auch unter Geltung der Marktmissbrauchsverordnung wird an ihr – ungeachtet vereinzelt geäußerter Zweifel[455] – nicht nur in der Wissenschaft[456] und Lehre,[457] sondern vor allem auch von der Finanzaufsicht[458] und der Rechtsprechung[459] festgehalten, wie auch im europäischen Ausland.[460]

Handelsgestützte und informationsgestützte Marktmanipulation unterscheiden sich insbesondere durch den Grad der Unmittelbarkeit einer Börsenkursbeeinflussung: Während bei der handelsgestützten Marktmanipulation der in Rede stehende Handel selbst schon unmittelbare Auswirkungen auf den Börsenkurs haben kann, ist die informationsgestützte Marktmanipulation in der Regel auf eine mittelbare Beeinflussung gerichtet, indem das Handelsverhalten der übrigen Marktteilnehmer durch die jeweiligen Informationen beeinflusst werden soll.

---

den Fällen zu einer Freiheitsstrafe von vierzehn Jahren verurteilt. Der Vorwurf der Marktmanipulation spielte in dem Verfahren keine Rolle. Vgl. zu diesem Fall und der Frage seiner Subsumtion unter die Marktmissbrauchsverordnung eingehend *Köpferl/Wegner*, WM 2017, 1924 ff.

454 *Fleischer*, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag 2002, F 119.

455 Namentlich *Schmolke*, AG 2016, 434, 441. Aus dem ausländischen Schrifttum ist insbesondere auf die Kritik einer geringen Unterscheidungskraft von *Bergþórsson*, What Is Market Manipulation?, 2018, S. 84 ff. zu verweisen.

456 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vor Art. 12 VO Nr. 596/2014 Rz. 56; *Rübenstahl/Tsambikakis,* in Münchener Anwaltshandbuch Verteidigung in Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 3. Aufl. 2020, § 23 Rz. 109.

457 *Nestler*, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, 2017, Rz. 657.

458 Vgl. zuletzt die in BaFin, Jahresbericht 2018, S. 132 und BaFin, Jahresbericht 2019, S. 92 ff. vorgenommene Differenzierung.

459 Namentlich im Zusammenhang mit der Bestimmung des erlangten Etwas i. S. v. § 73 Abs. 1 StGB, vgl. BGH, Beschl. v. 14.10.2020 – 5 StR 229/19, JZ 2021, 577, 578 (Rz. 4 ff.) mit Besprechung von *Trüg*, JZ 2021, 560 ff.

460 Vgl. ohne Anspruch auf Vollständigkeit *Knuts*, Kursmanipulation på värdepappersmarknaden, 2010, S. 221 ff., der neben der informationsgestützten Marktmanipulation die Kategorie der marktmachtbasierten Manipulation bildet (Finnland); *Sieder*, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, 2019, S. 192 f. (s. a. Fn. 1419 – Österreich); *Pflaum/Wohlers*, GesKR 2013, 523, 525 (Schweiz); *Estrada i Cuadras*, InDret, 1.2014, 16 (Spanien).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

a) Erscheinungsformen der handelsgestützten Marktmanipulation

Die Begehungsform der handelsgestützten Marktmanipulation wird in Art. 12 Abs. 1 Buchst. a der Marktmissbrauchsverordnung adressiert. Hierbei nutzt der Manipulationsakteur die vielfältigen technischen und organisatorischen Möglichkeiten zur Kursbeeinflussung im Wege des Wertpapierhandels. Die Marktmissbrauchsverordnung beschreibt dies u. a. mit den Worten, dass durch den Abschluss eines Geschäfts oder durch die Erteilung eines Handelsauftrags falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gegeben oder ein anormales oder künstliches Kursniveau gesichert werden.[461]

Als theoretisches Fundament der handelsgestützten Marktmanipulation wird zum Teil das Idealmodell eines perfekten polypolistischen Marktes angesehen, bei dem ein normaler und natürlicher Gleichgewichtspreis im

461 Der in der deutschen Sprachfassung des Verordnungstexts zu beobachtenden begrifflichen Differenzierung zwischen „Preis" (Abs. 1 Buchst. a sub. i) und „Kursniveau" (Abs. 1 Buchst. a sub. ii) möchte man prima facie entnehmen, dass offenbar zwei verschiedene Dinge gemeint sein sollen. Diesem Verständnis widerspricht allerdings die Tatsache, dass in den anderen Sprachfassungen durchweg eine einheitliche Begriffsverwendung zu beobachten ist, etwa in der englischen Fassung (*price*), ebenso in der französischen (*le cours*), italienischen (*prezzo*), spanischen (*precio*) sowie der niederländischen (*koers*). Gleichwohl in manchen Darstellungen ein nachvollziehbares wissenschaftliches Interesse an einer Auslegung unter Berücksichtigung unterschiedlicher Sprachfassungen anklingt (vgl. etwa *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 57), würde dem deutschen Normadressaten, der bei einem Verstoß gegen die Marktmissbrauchsverordnungen eine Strafbarkeit zu befürchten hat, zu viel abverlangt werden, wenn man von ihm ernsthaft erwarten wollte, beim Durchdringen der komplizierten Verweisungskaskaden auch noch die unterschiedlichen Sprachfassungen zu Rate zu ziehen. Zur Problematik der Sprachenvielfalt und den denkbaren Lösungsansätzen in Hinblick auf das Analogieverbot *Greco*, GA 2016, 138 ff. (Teil 1), 195 ff. (Teil 2), und insb. 205 ff., nach dem letztlich nur die Sprache des Tätigkeitsorts entscheidend sein kann. Nach dem Vorschlag von *Langheld*, Vielsprachige Normenverbindlichkeit im Europäischen Strafrecht, 2016, S. 156 ff. sind die Bestimmung des Norminhalts und die Beurteilung ihrer Vorhersehbarkeit durch einen Betroffenen zu trennen. Während der Inhalt in einer Betrachtung ex post anhand aller Sprachfassungen bestimmt werden soll, soll die Frage der Vorhersehbarkeit ex ante anhand der Sprachfassung(-en) zu ermitteln sein, die der Betroffene verstehen kann.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

freien Spiel von Angebot und Nachfrage gebildet wird.[462] Im Rahmen dieser Arbeit können die ökonomischen und verhaltenstheoretischen Grundlagen der (handelsgestützten) Marktmanipulation zwar nicht näher diskutiert werden. In der Praxis wird dieses Modell jedoch insofern bestätigt, als handelsgestützte Marktmanipulationen häufig dort zu beobachten sind, wo Märkte mehr oder weniger stark von diesem Idealtypus abweichen, mithin bei kleinen Werten und auf Börsenplätzen mit verhältnismäßig wenigen Teilnehmern.

Praktisch bedeutsame Phänomene der handelsgestützten Marktmanipulation waren in der Vergangenheit Geschäfte, die auf einer Absprache zwischen mehreren Personen beruhen (sog. Pre-Arranged Trades oder Matched-Orders). Von der BaFin wird diese Form der Marktmanipulation wie folgt definiert: „Ein abgesprochenes Geschäft liegt vor, wenn gegenläufige Aufträge zu im Wesentlichen gleichen Stückzahlen und Preisen von verschiedenen Parteien erteilt werden, die sich zuvor darüber abgesprochen haben, es sei denn, diese Geschäfte wurden im Einklang mit den jeweiligen Marktbestimmungen rechtzeitig angekündigt."[463]

Neben Aufträgen, die auf Absprachen verschiedener Personen beruhen, beschäftigen die Staatsanwaltschaften und Gerichte auch immer wieder Sachverhaltskonstellationen, bei denen lediglich ein Akteur in Erscheinung tritt und gewissermaßen „mit sich selbst" handelt. Hierfür wird die Bezeichnung „Insichgeschäft" oder auch „Wash-Sale"[464] gebraucht. Bei diesen Absprachen „mit sich selbst" steht nach der Definition durch die BaFin „die gleiche Person sowohl auf der Kauf- als auch der Verkaufsseite der Transaktion. Es kommt bei dem Wertpapiergeschäft zu keinem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers."[465]

Unter Zugrundelegung der Definitionen der BaFin unterscheiden sich die abgesprochenen Geschäfte und Insichgeschäfte in objektiver Hinsicht demnach in erster Linie durch die Zahl der beteiligten Personen: Bei

462 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 51.

463 *Meurer*, BaFin Journal April 2015, 14, 15; eine ähnliche Definition von Wash Trades findet sich zuletzt im BaFin Jahresbericht 2019, S. 94.

464 Bei der Verwendung dieser und anderer englischer Begrifflichkeiten sollte man sich immer der Gefahr bewusst sein, „die Auslegungs- und Anwendungsarbeit mit dem gesetzlichen Tatbestand durch eine pseudorationale Begriffsjurisprudenz mit englischen, teilweise hohlen Schlagwörtern aus der Brokersprache zu ersetzen", vgl. *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 49.

465 *Meurer*, BaFin Journal April 2015, 14, 15.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

einem abgesprochenen Geschäft sind zwei (oder auch mehr) Personen beteiligt, bei einem Wash-Sale lediglich eine Person. In subjektiver Hinsicht besteht der Unterschied typischerweise in der den Geschäften zugrundeliegenden Motivation: Während abgesprochene Geschäfte recht oft eine Preisbeeinflussung bezwecken, sind Wash-Sales in vielen Fällen rein steuerlich motiviert. Die näheren Einzelheiten werden in den nachfolgenden Unterabschnitten dargestellt.

Das Verbot von abgesprochenen Geschäften und Wash-Sales wird von der BaFin mit der Erwägung begründet, dass hierdurch

> „in unzulässiger Art und Weise in den Preisfindungsprozess an der Börse eingegriffen wird. Dem Markt wird das irreführende Signal gegeben, dass das dabei entstehende Geschäft das Ergebnis einer marktmäßigen Zusammenführung von unabhängigem Angebot und Nachfrage ist. Bei abgesprochenen Geschäften beziehungsweise Wash-Sales werden die jeweiligen Orders aber gerade nicht von unabhängig agierenden Anlegern erteilt. Vielmehr steuern eine oder mehrere Personen in Absprache das Zustandekommen eines Börsengeschäfts und des damit verbundenen Börsenpreises, ohne dass dies dem Markt vorher transparent wird. Diese Manipulationen führen mitunter dazu, dass der Eindruck eines aktiven und liquiden Marktes entsteht. Andere Anleger, die darauf vertrauen, dass Börsenpreise durch das freie Spiel von wirtschaftlich motivierter Nachfrage und Angebot unabhängig handelnder Marktteilnehmer entstehen, werden getäuscht.“[466]

Aus den BaFin Jahresberichten folgt, dass abgesprochene Geschäfte und Insichgeschäfte in den vergangenen Jahren – auch nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung – für einen ganz erheblichen Anteil der von der BaFin bearbeiteten Marktmissbrauchsanalysen standen.[467] Auch

466 *Meurer*, BaFin Journal April 2015, 14 f.

467 BaFin, Jahresbericht 2015, S. 231: „Insgesamt 135 – und damit mehr als die Hälfte der neu eingeleiteten förmlichen Untersuchungen – beruhten auf Abgaben der Handelsüberwachungsstellen der deutschen Börsen (Vorjahr: 130). Dabei handelte es sich überwiegend um handelsgestützte Manipulationen, wie etwa Referenzmarktmanipulationen, Insichgeschäfte und abgesprochene Geschäfte.“; BaFin, Jahresbericht 2016, S. 175: „81 der insgesamt 103 positiven Marktmanipulationsanalysen beschäftigten sich mit vorgetäuschten Aktivitäten wie etwa Insichgeschäften oder abgesprochene[n] Geschäften“; BaFin, Jahresbericht 2017, S. 131: „149 der insgesamt 181 positiven Marktmanipulationsanalysen beschäftigten sich mit vorgetäuschten Aktivitäten wie etwa Insichgeschäften und abgesprochenen Geschäften“.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

in anderen europäischen Rechtsordnungen (namentlich in Schweden[468]) werden Wash-Sales beobachtet und verfolgt.[469]

Die verhältnismäßig hohen Fallzahlen in der Verfolgungspraxis der BaFin sind möglicherweise auch darauf zurückzuführen, dass Wash-Sales und Pre-Arranged Trades von den zur kontinuierlichen elektronischen Überwachung des Börsenhandels eingesetzten Algorithmen verhältnismäßig einfach identifiziert werden können. Wenn an einem Börsenplatz in einem wenig gehandelten Nebenwert zwei Aufträge zu im Wesentlichen gleichen Stückzahlen und Preisen gegenseitig zur Ausführung gelangen, besteht aufgrund der elektronischen Abwicklung eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit dafür, dass die zur Erkennung und automatischen Meldung von derartigen Fallkonstellationen entsprechend programmierten Überwachungsmechanismen ausgelöst werden. Diese automatisierten Meldungen führen dann regelmäßig zu einer näheren Überprüfung durch die Compliance-Abteilung der Depotbank oder der zuständigen Handelsüberwachungsstelle. Sie resultieren im Zweifel in einer Verdachtsmeldung an die BaFin,[470] was die hohen Fallzahlen in der Aufsichtspraxis der BaFin

468 In seiner 2017 fertiggestellten Dissertationsschrift bescheinigt *Bergþórsson* dem Phänomen der Wash-Trades nach einer Rechtsprechungsauswertung besondere Bedeutung in Schweden: "Out of the 37 cases that were analysed from Sweden 20 of them dealt with wash trades, where the defendants either traded between two of their own accounts or between their own account and another account they controlled.", vgl. *Bergþórsson*, What Is Market Manipulation?, 2018, S. 191. Auch nach Geltung des neuen Marktmissbrauchsregimes wurde dieser Befund wenig später durch einen Bericht der schwedischen Finanzaufsicht (*Finansinspektionen - FI*) v. 20.6.2018 bestätigt. Danach wurde seitens der FI nach Einführung der neuen Marktmissbrauchsvorschriften in erster Linie gegen den Handel von Privatpersonen mit kleinen Mengen und den Handel von Privatpersonen mit sich selbst interveniert, vgl. Finansinspektionen, Marknadsmissbruk 2017–2018, Dok. Nr. 5, S. 3.

469 In einer von der niederländischen Aufsichtsbehörde (*Autoriteit Financiële Markten* – AFM) herausgegebenen Auslegungshilfe aus dem Jahr 2017 wird das Phänomen von Wash-Trades anhand von zwei „real-life examples" erläutert, vgl. AFM, Interpretations of market manipulation. Real-life examples, S. 14 f.

470 In einem Verfahren, in dem der *Verfasser* als Verteidiger tätig war (das Urteil ist in Anhang 2 wiedergegeben), sind diese Zusammenhänge in der Verdachtsanzeige durch die Compliance-Abteilung der Depotbank vom 15.12.2017 recht anschaulich beschrieben: „Die in unserem Institut seit 03.07.2016 eingesetzten Überwachungsreports wiesen die o.g. Geschäfte mit dem Verdachtsmuster ‚wash-trading' als auffällig aus. Er könnte somit sein, dass die o.g. Orders als sich gegenüberstehende Orders und als abgesprochen bzw. aufgrund der Personenidentität des Auftraggebers als ‚quasi mit sich selbst abgesprochen' erteilt wurden. Die Entscheidung des Compliance-Beauftragten lautet auf Abgabe

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

erklären kann. Dies führt dann wiederum dazu, dass (mit einem gewissen zeitlichen Abstand, der durch die Dauer des Strafverfahrens bedingt ist) vergleichsweise viele Gerichtsentscheidungen zu Wash-Sales und Pre-Arranged Trades zu finden sind. Einige besonders wichtige werden nachfolgend dargestellt.

aa) Abgesprochene Geschäfte (*Pre-Arranged Trades*)

Der Bundesgerichtshof hatte in seinem Urteil vom 27.11.2013 über einen Sachverhalt zu entscheiden, in dem die Geschäfte zwischen mehreren Personen abgesprochen waren.[471] Nach den landgerichtlichen Feststellungen erteilte der Angeklagte „am 3. April 2009 in der Absicht, sich finanzielle Liquidität für den Erwerb sonstiger Aktien zu verschaffen, einen Verkaufsauftrag über 22.000 Aktien der R. AG zu einem Verkaufslimit von 4,55 €. Ein Geschäftspartner des Angeklagten erteilte am selben Tag aufgrund einer zwischen beiden zuvor getroffenen Vereinbarung einen Kaufauftrag mit einem Kauflimit von 4,55 €, zunächst über 14.000 und unmittelbar darauf über weitere 8.000 Stück der betreffenden Aktien."[472] Bei den zugrunde liegenden Wertpapieren, die in der Entscheidung lediglich als Aktien der „R. AG" bezeichnet wurden, dürfte es sich um Aktien der Resprop

---

einer Verdachtsanzeige gemäß Artikel 16 Absatz 1 und 2 der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) aus folgenden Gründen: Es kam zu einem vollständigen Matching (auch gleiche Stückzahl) an der Börse Stuttgart […]. Ein Matching ist immer ungünstig und kann ein Indiz für eine pre-arranged-Situation bzw. einen wash-Trade sein. Der o.g. Umsatz über Nominal 2.000 St. war der einzige Tagesumsatz an der Börse Stuttgart."

471 Nach den vom Bundesgerichtshof wiedergegebenen landgerichtlichen Feststellungen wurden die Geschäfte ausdrücklich als „sog. matched orders bzw. prearranged trades" bezeichnet, vgl. BGH, Urt. v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80, 82 (Rz. 2).

472 Ebd., (Rz. 3); vgl. ferner Beschl. v. 4.11.2020 – 2 StR 32/20, Rz. 3 (juris), dem ebenfalls ein Fall von „prearranged orders" zugrunde lag: „Der Angeklagte und der rechtskräftig Verurteilte S. gaben an 13 Handelstagen zwischen dem 13. und dem 29. Januar 2010 im bewussten und gewollten Zusammenwirken 152 wechselseitig abgestimmte Kauf- und Verkaufsaufträge ab (prearranged orders) betreffend Aktien der zuvor praktisch nicht gehandelten, seit 13. Januar 2010 im Handelssystem Xetra am Handelsplatz Börse Frankfurt notierten T. AG. Diese führten zu 208 […] Geschäftsabschlüssen zwischen den beiden. Sie schufen so ein künstliches Handelsvolumen und beeinflussten so den Börsenkurs der Aktie. Der Angeklagte nutzte hierzu teils sein eigenes Depot, teils ein weiteres Depot, für das er Vollmacht hatte."

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Immobilien AG gehandelt haben. Dies war ein illiquider Kleinstwert, zu dem im Tatzeitpunkt keine auf tatsächlicher Nachfrage beruhenden Preise existierten.[473]

Nach Beurteilung durch den Bundesgerichtshof waren die von dem Angeklagten erteilten Verkaufs- bzw. Kaufaufträge und die auf dieser Grundlage abgeschlossen Geschäfte „geeignet, irreführende Signale für den Börsenpreis eines Finanzinstruments" im Sinne der zum Tatzeitpunkt geltenden Fassung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG zu geben.[474] Ein irreführendes Signal liege vor, wenn es geeignet ist, „einen verständigen, d. h. börsenkundigen und mit dem Markt des betroffenen Finanzinstruments vertrauten, Anleger zu täuschen".[475] In die Beurteilung der Marktverhältnisse seien alle Umstände einzubeziehen, „die auf die Preisbildung einwirken, also insbesondere die Angebotslage, die Nachfrageseite, das Umsatzvolumen, die zeitliche Abfolge der getätigten Umsätze sowie allgemein die Marktliquidität".[476] Durch die abgesprochenen Geschäfte sei der Eindruck vermittelt worden, „dass der Preis sich jeweils börsenmäßig aufgrund von Angebot und Nachfrage frei gebildet habe", wodurch „ein verständiger Marktteilnehmer über die zutreffenden wirtschaftlichen Verhältnisse in dem betreffenden Markt in die Irre geführt werden" konnte.[477]

bb) Insichgeschäfte (*Wash-Sales*)

Für die strafrechtliche Erfassung von Insichgeschäften (Wash-Sales) hat ein Revisionsurteil des Oberlandesgerichts Stuttgart vom 4.10.2011 maßgebliche Bedeutung erlangt. In dem zugrundeliegenden Sachverhalt hatte sich der allein handelnde Angeklagte gleichzeitig verschiedener Depots bedient.[478] Technisch muss man sich das so vorstellen, dass der Akteur

473 Das erstinstanzliche Urteil des Landgerichts Düsseldorf vom 7.9.2012 ist unveröffentlicht. Weitere Hinweise zum Sachverhalt finden sich jedoch in einem Artikel von *Hoyer*, Börsenmanipulation: Tief im Börsensumpf, Wirtschaftswoche v. 15.4.2011. Zu einem ebenfalls die Resprop Immobilien AG betreffenden Parallelsachverhalt mit weiteren Beschuldigten vgl. BaFin, Jahresbericht 2012, S. 189.

474 BGH, Urt. v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80, 86 (Rz. 12).

475 Ebd., (Rz. 13).

476 Ebd.

477 Ebd., (Rz. 14).

478 Sein ursprünglich mitangeklagter Lebenspartner war vom Amtsgericht erstinstanzlich freigesprochen worden, weil nicht festgestellt werden konnte, dass er „in irgendeiner Weise an den Geschäften des Angeklagten" beteiligt war oder

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

am Computer für jedes Depot ein unterschiedliches Bildschirmfenster öffnet und sich gleichzeitig in die verschiedenen Depots einloggt, für die er entweder formal verfügungsberechtigt ist oder auf die er (etwa bei Familienangehörigen oder Lebensgefährten) faktisch zugreifen kann. Dies erfordert weder eine besonders ausgeklügelte Vorgehensweise noch eine besondere kriminelle Energie; es dürfte nicht wenige Nutzer geben, die am Computer mehrere Fenster von verschiedenen Anwendungen gleichzeitig geöffnet haben.

In der Entscheidung des Oberlandesgerichts Stuttgart heißt es insoweit, dass der Angeklagte nicht nur über ein eigenes Wertpapierdepot verfügte, sondern auch „die Verfügungsberechtigung über das ebenfalls bei der BW Bank unterhaltene Wertpapierdepot seines Lebenspartners" inne hatte. Weiter wird mitgeteilt, dass der Angeklagte „aufeinander abgestimmte, nahezu zeitgleich erteilte Kauf- und Verkaufaufträge für in diesen beiden Wertpapierdepots gehaltene Aktien der Maternus-Kliniken AG, der DB Real Estate AG[479] sowie der Westgrund AG an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse in Stuttgart, an der Frankfurter Wertpapierbörse und im elektronischen Handelssystem der Deutschen Börse AG, Xetra, ab[gab], die jeweils mit den vom Angeklagten N. angegeben[en] Limitpreisen zur Ausführung kamen." Dabei kamen die Kursfeststellungen „durchgehend allein aufgrund der Ausführung der spiegelbildlich deckungsgleichen Aufträge des Angeklagten N., der wechselnd für das eine Depot als Käufer und das andere als Verkäufer der Aktien agierte, entsprechend seinen Limitangaben zustande."[480]

„von den konkret getätigten Geschäften des Angeklagten" Kenntnis hatte, vgl. AG Stuttgart, Urt. v. 28.10.2010, 35 Cs 151 Js 36956/09, S. 6 (unveröffentlicht).

479 Die DR Real Estate (WKN 557700; ISIN DE0005577001) wurde – offenbar aufgrund eines sich durch den ganzen Instanzenzug ziehenden Tippfehlers – im Verfahren fälschlicherweise als „DB Real Estate AG" (Hervorhebung nur hier) bezeichnet. Im BaFin Jahresbericht 2010, S. 205 wird die Aktie mit dem richtigen Namen wiedergegeben.

480 OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11, Rz. 3 f. (juris). Eine ähnliche Sachverhaltskonstellation lag einem Urteil des Amtsgerichts München (in welchem das Amtsgericht – rechtskräftig – auf Freispruch erkannte) zugrunde. Nach den Feststellungen erteilte der Angeklagte „über das Depot der [X-GmbH] bei der Kreissparkasse Köln […] insgesamt 42 Kaufaufträge über Aktien der Allgäuer Brauhaus AG. Unmittelbar nach Erteilung der Kaufaufträge erteilte der Angeklagte sodann im eigenen Namen jeweils korrespondierende Verkaufsaufträge über sein Depot bei der Kreissparkasse Köln […]. Dabei wurden die Kauf- und Verkaufsaufträge vom Angeklagten mit jeweils übereinstimmender Handelsnominale und Orderlimitierung versehen, sodass – wie vom Angeklagten beabsichtigt – die aufeinander abgestimmten Orders an der Wertpapierbör-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Das Oberlandesgericht hielt diese Transaktionen für geeignet, „einen verständigen Marktteilnehmer über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse auf dem jeweiligen Markt, die Marktgerechtigkeit des entsprechenden Angebots und der entsprechenden Nachfrage sowie den marktgerechten Preis und die Marktliquidität" zu täuschen.[481] Das Oberlandesgericht Stuttgart argumentierte im Ansatz, dass die Vorschrift des § 3 Abs. 2 Nr. 2 MaKonV „ausdrücklich solche Aufträge oder Geschäfte als irreführende Signale gebend [qualifiziert], die zu im Wesentlichen gleichen Stückzahlen und Preisen von verschiedenen Parteien, die sich abgesprochen haben, erteilt werden."[482] Nach dem Oberlandesgericht könne es dem Unrechtsgehalt einer Absprache verschiedener Parteien durchaus entsprechen, wenn ein allein handelnder Börsenakteur über mehrere Depots verfügungsberechtigt ist und zwischen diesen Depots hin und her handelt.[483]

Der Mehrzahl von „Insichgeschäften" dürften derartige Konstellationen zugrunde liegen, in denen die handelnden Marktteilnehmer über mehrere Wertpapierdepots verfügungsberechtigt sind und die Aufträge zwischen verschiedenen Wertpapierdepots abwickeln. Vielfach sind sich die Akteure auch bewusst, dass der Handel zwischen den beiden betroffenen Depots stattfindet. Dies ist mitunter gerade beabsichtigt, wenn etwa zugunsten von Angehörigen Wertpapiere in deren Depots umgeschichtet werden sollen.

Gelegentlich gibt es aber auch Fälle, in denen sich der Akteur nicht unterschiedlicher Depots bedient, sondern in denen sich der „Handel mit sich selbst" in einem einzigen Depot vollzieht, ohne dass sich der Marktakteur darüber im Klaren ist.[484] Zunächst mag die Vorstellung, ein einzelner Marktteilnehmer könne in ein und demselben Depot mit sich selbst handeln, indem er ein Wertpapier „an sich selbst" verkauft und im gleichen Moment wieder „von sich selbst" zurückkauft, beinahe schizophren erscheinen. Jedoch erklärt sich dieses faktisch bestehende strafrechtliche Risiko eines „Handels mit sich selbst" durch die Besonderheiten des computerisierten Handels, der den früher vorherrschenden Parketthandel mehr oder weniger vollständig abgelöst hat: Die an den Computerbörsen

---

se in München jeweils gegeneinander ausgeführt werden konnten.", vgl. AG München, Urt. v. 3.9.2015 – 1123 Cs 405 Js 224158/14, S. 3 (unveröffentlicht).

481 OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11, Rz. 15 (juris).

482 Ebd.

483 Ebd.

484 Ein derartiger Sachverhalt lag dem in Anhang 2 abgedruckten Urteil des Schöffengerichts Frankfurt am Main v. 13.5.2019 – 914 Ls -7521 Js 210950/18 zugrunde.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

etablierten Handelsalgorithmen führen Kauf- und Verkaufsaufträge vollautomatisch zusammen und bringen sie unter Beachtung der börslichen Preisfindungsregeln gegeneinander zur Ausführung.[485] Für den Algorithmus relevant sind dabei nur der Limitpreis und die Ordergröße, d. h. die Anzahl der Wertpapiere. Die Identität der ordererteilenden Person ist demgegenüber unerheblich.[486] Ein „Handel mit sich selbst", mithin eine Ausführung von Kauf- und Verkaufsorder desselben Marktteilnehmers, findet folglich immer dann statt, wenn der Marktteilnehmer sowohl Kaufaufträge als auch Verkaufsaufträge für dasselbe Wertpapier erteilt hat und diese nach den Börsenregeln gegeneinander ausgeführt werden können. Dies ist der Fall, wenn der Limitpreis der Kauforder mindestens so hoch ist wie der Limitpreis der Verkaufsorder und keine anderen Orders im Orderbuch vorliegen, die aufgrund der Börsenregeln vorrangig zu bedienen sind.[487]

Moderne vollelektronische Börsen können einen derartigen „Handel mit sich selbst" durch technische Vorkehrungen recht einfach unterbinden, indem eine Order automatisch storniert oder gar nicht erst in das Orderbuch aufgenommen wird, wenn eine gegenläufige Order desselben Handelsteilnehmers vorliegt und beide Orders gegeneinander ausgeführt werden können.[488] Diese – in der Praxis als „Self Match Prevention" bekannten[489] – Vorkehrungen werden aber offenbar von kleineren und technisch weniger fortschrittlichen Börsen noch nicht durchgehend angeboten.[490] Dieses technische Defizit erscheint in gewisser Weise paradox. Denn immerhin setzen dieselben Börsenplätze hochwirksame Überwachungsalgorithmen ein, die bei jedem Insichgeschäft eine automatisierte Warnmeldung produzieren, die mit einer recht hohen Wahrscheinlichkeit zu einer Verdachtsanzeige bei der BaFin führt. Hier hat die statistische

485 *Wahrenburg*, unveröffentlichte „Gutachterliche Stellungnahme zu Fragen des Börsenhandels" vom 12.8.2018, S. 1. Die gutachterliche Stellungnahme wurde in einem Verfahren vor dem Amtsgericht Frankfurt am Main, in dem der *Verfasser* als Verteidiger tätig war (siehe hierzu das Urteil in Anhang 2), auf Bitten der Verteidigung erstellt.

486 Ebd., S. 1.

487 Ebd.

488 Ebd., S. 8.

489 Vgl. § 76 Abs. 1 Nr. 2 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 23.11.2020: „Im Fortlaufenden Handel mit untertägigen Auktionen können […] Limit Orders […] mit der Ausführungsbedingung Self-Match-Prevention (SMP) eingegeben werden […]".

490 Vgl. *Wahrenburg*, unveröffentlichte „Gutachterliche Stellungnahme zu Fragen des Börsenhandels" vom 12.8.2018, S. 9.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Auswertung der BaFin-Jahresberichte bereits gezeigt, dass in den letzten Jahren die überwiegende Zahl der Verdachtsanzeigen mutmaßliche Insichgeschäfte sowie abgesprochene Geschäfte betraf.[491]

Diese technologischen Rahmenbedingungen könnten jedenfalls mitursächlich sein für regelmäßig anzutreffende Fallgestaltungen, in denen das Handelsverhalten des jeweiligen Marktakteurs allein steuerlich motiviert ist. Es handelt sich hierbei um Konstellationen, in denen Anleger (häufig auch Vermögensverwalter, die im Interesse ihrer Kunden tätig werden) einzelne Wertpapiere verkaufen und unmittelbar darauf zum gleichen Preis zurückkaufen, um steuerliche Verluste zu realisieren. Die durch den Verkauf realisierten Verluste können sodann mit Gewinnen aus anderen Aktiengeschäften verrechnet werden und senken so die effektive Steuerlast. In diesem Zusammenhang spielt die als Quellensteuer erhobene Kapitalertragssteuer auf realisierte Kursgewinne (auch bezeichnet als Abgeltungssteuer) eine wichtige Rolle: Verkauft ein Anleger eine Aktienposition mit Gewinn, so behält die Bank die auf den Gewinn entfallende Abgeltungssteuer ein und führt sie an das Finanzamt ab. Nun wäre es unbillig, wenn lediglich die Gewinne besteuert, die Verluste steuerlich aber außer Acht bleiben würden. Deshalb sieht § 20 Abs. 6 EStG die Möglichkeit vor, realisierte Aktiengewinne und Aktienverluste innerhalb eines Kalenderjahres miteinander zu verrechnen. Zur Verrechnung reicht es nicht aus, wenn der Aktienkurs seit dem Erwerb lediglich „auf dem Papier" gefallen ist. Kursverluste können nur dann mit Kursgewinnen verrechnet werden, wenn der Verlust tatsächlich realisiert, d. h. wenn die Aktie mit Verlust verkauft wurde.

In der Praxis kommt es häufig vor, dass ein Anleger die Aktie trotz eines momentanen Kursverlustes langfristig in seinem Depot halten möchte – etwa wenn er an eine künftige positive Wertentwicklung und das sog. „Kurspotential" der Aktie glaubt – und trotzdem ein Interesse daran hat, den momentanen Kursverlust für die steuerliche Verrechnungsmöglichkeit zu nutzen. In derartigen Fällen ist es dem Anleger unbenommen, eine Aktie, die er zur Geltendmachung der steuerlichen Verrechnung zunächst verkaufen muss, sofort nach dem Verkauf wieder in sein Depot zurückkaufen.[492] Aus diesem Grund kommt es – insbesondere gegen Jahresende – immer wieder vor, dass Banken und Vermögensverwalter Aktien für einen

491 Siehe oben S. 43.

492 Zur Frage, ob der taggleiche Veräußerungs- und Erwerbsvorgang einen Missbrauch von rechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten gem. § 42 AO darstellen kann vgl. BFH, Urt. v. 8.3.2017 – IX R 5/16 m. Anm. *Gehrmann*, wistra 2017, 449 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

kurzen Zeitraum für ihre Kunden verkaufen und direkt wieder über die Börse zurückkaufen.[493]

Bei großen Standardwerten, die am Tag tausendfach gehandelt werden, treten hierbei keine Besonderheiten auf: Der Anleger verkauft seine Aktie an einen beliebigen Käufer und kauft eine Aktie der gleichen Gattung direkt danach von einem beliebigen Verkäufer zurück. Wenn es sich bei den betreffenden Wertpapieren jedoch um kleinere Werte mit geringem Handelsvolumen handelt und die Transaktion an einer Regionalbörse abgewickelt wird, stehen je nach Orderlimitierung die Chancen nicht schlecht, dass ein Anleger oder ein Vermögensverwalter unwissentlich mit sich selbst handelt. Sofern ein derartiger „Handel mit sich selbst" von den Überwachungsalgorithmen aufgegriffen wird und zur Einleitung eines Ermittlungsverfahrens führt, ist die Bekanntgabe des Vorwurfs der Marktmanipulation für die Betroffenen oftmals nicht nachzuvollziehen. Einem besonderen Risiko unterliegen hierbei Vermögensverwalter, die einzig und allein eine steuerliche Optimierung der von ihnen betreuten Kundendepots bezwecken.[494] Sofern sie für ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen tätig sind, laufen sie ständig Gefahr, von der Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG erfasst zu werden. Auf dieses besondere Strafbarkeitsrisiko ist an späterer Stelle zurückzukommen.[495]

Um die Risiken einer Verfolgung wegen Marktmanipulation zu minimieren, bedienen sich professionelle Marktteilnehmer für die Durchführung von Wertpapiertransaktionen teilweise der speziellen Funktionalität

493 Vgl. hierzu auch folgendes Fallbeispiel aus dem BaFin Jahresbericht 2012, S. 188: „Der Mitarbeiter einer Landesbank hatte in seiner Eigenschaft als leitender Vermögensverwalter Verfügungsvollmacht über zwölf Kundendepots. Er konnte damit selbstständig und ohne Einzelanweisung Geschäfte für seine Kunden ausführen. Am 22., 28. und 30. Dezember 2009 erteilte der Vermögensverwalter für diese Kundendepots 17 aufeinander abgestimmte gegenläufige Kauf- und Verkaufsaufträge bezüglich der Aktienanleihe HSBC T+B 09/10 DBK. Um die gegenseitige Ausführung der Orders zu erreichen, erteilte er die Orders in kurzen zeitlichen Abständen und versah sie mit sofort gegeneinander ausführbaren Handelslimiten und Nominalen. Dies führte dazu, dass an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse in acht Fällen Börsenpreise festgestellt wurden, die ohne die gegenläufigen Ordererteilungen nicht zustande gekommen wären. Die Handelsüberwachungsstelle der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse informierte die BaFin über das auffällige Handelsverhalten des Vermögensverwalters. Die BaFin erstattete Anzeige bei der Staatsanwaltschaft Stuttgart."

494 Im Jahr 2015 sah sich die BaFin sogar zu einem ausdrücklichen Warnhinweis an Vermögensverwalter veranlasst, vgl. *Meurer*, BaFin Journal April 2015, 14, 15.

495 Vgl. hierzu unten S. 201.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sog. „Cross-Request". Es handelt sich hierbei um eine optionale technische Funktion auf der Eingabemaske. In einem Leitfaden der Terminbörse Eurex, in dem diese Funktionalität erstmals zum Einsatz kam, ist zu lesen, dass ein auf einer Absprache beruhendes Geschäft im Allgemeinen zwar unzulässig ist. Allerdings dürfe ein solches Geschäft durchgeführt werden, wenn es vorher durch einen Cross-Request angezeigt worden sei.[496]

Seit 2011 sind Cross-Requests auch im Xetra-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse möglich.[497] Zur Legitimität von Cross-Requests wird angeführt, dass bei Geschäften zwischen wirtschaftlich identischen Personen keine Marktmanipulation vorliege, wenn „die (wirtschaftliche) Identität den Marktteilnehmern im Einklang mit den gesetzlichen Regelungen und einschlägigen Marktbestimmungen (etwa den Handelsbedingungen der Eurex zu ‚Cross Trades'/‚Crossings' oder ‚Pre-Arranged-Trades') im Voraus offengelegt und so vollständige Transparenz hergestellt" werde und von

496 Ziff. 1.2.3 Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich, Stand 1.3.2001: „Cross- und Pre-Arranged-Trades (1) Aufträge und Quotes, die denselben Kontrakt oder eine systemseitig unterstützte Kombination von Kontrakten betreffen, dürfen, wenn sie sich sofort ausführbar gegenüberstünden, weder wissentlich von einem Börsenteilnehmer (Cross-Trade) noch nach vorheriger Absprache von zwei unterschiedlichen Börsenteilnehmern (Pre-Arranged-Trade) eingegeben werden, es sei denn, die Voraussetzungen nach Absatz 2 sind erfüllt. Dies gilt auch für die Eingabe von Aufträgen als Teil eines Quotes. (2) Ein Cross-Trade oder ein Pre-Arranged-Trade ist zulässig, wenn der Käufer vor der Eingabe seines Auftrags oder Quotes einen Cross-Request eingegeben hat […]".

497 Vgl. Frankfurter Wertpapierbörse, Xetra-Rundschreiben 016/11 v. 7.2.2011, S. 2: „Bisher sind Crossings sowie vorher abgesprochene Geschäfte unter den im Regelwerk der FWB festgelegten Voraussetzungen im Xetra-Orderbuch nicht erlaubt. Zu einem Crossing kann es beabsichtigt oder unbeabsichtigt kommen. Mit Xetra Release 12.0 wird ein Cross Request analog zu der Funktionalität eingeführt, die bereits im Terminhandel an der Eurex existiert. Durch den Cross Request werden alle Teilnehmer darüber informiert, dass ein Crossing oder ein vorher abgesprochenes Geschäft über das Xetra-Orderbuch ausgeführt werden soll. Innerhalb einer im Regelwerk zu definierenden Zeitspanne darf der Eingeber des Cross Request die entsprechenden Orders, die zum Crossing bzw. zu dem vorher abgesprochenen Geschäft führen, eingeben. Dabei ist jedoch nicht gewährleistet, dass diese Orders auch tatsächlich gegeneinander ausgeführt werden. Jeder andere Teilnehmer, der mittels Cross Request informiert wurde, kann Orders in das Orderbuch einstellen, die dann gegen die für das Crossing vorgesehenen Orders ausgeführt werden können. Mit Einführung des Cross Request führt auch die Ausführung von Orders desselben Teilnehmers immer zu einem Börsenpreis. Beabsichtigte Crossings und vorher abgesprochene Geschäfte ohne die vorherige Eingabe eines Cross Request bleiben weiterhin verboten."

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dem Geschäft kein falsches oder irreführendes Geschäft ausgehe.[498] Diese Begründung erscheint jedoch zweifelhaft. Denn faktisch ist die einzige Informationsquelle von Marktteilnehmern über angekündigte Cross-Requests das Orderbuch. Dort wird die Information, dass es sich um einen Cross Trade handelt, aber nur für wenige Sekunden angezeigt. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie von anderen Marktteilnehmern überhaupt wahrgenommen werden kann, ist deshalb praktisch mit null anzusetzen.[499]

In der Sache handelt es sich bei der Cross-Request-Funktionalität eher um eine technische Vorkehrung, mit der die Gefahr von systemseitig generierten automatischen Verdachtsmeldungen ausgeschlossen wird. Bei zwei zu wirtschaftlich gleichen Bedingungen abgeschlossenen Geschäften löst der Überwachungsalgorithmus in einem Fall einen Alarm in Form einer Verdachtsmeldung aus, während er im anderen Fall stumm bleibt. Da es neben den Verdachtsmeldungen faktisch wenig andere Erkenntnisquellen für die Überwachungsstellen und für die BaFin geben dürfte, wird das Risiko strafrechtlicher Verfolgung wegen Marktmanipulation hierdurch im Ergebnis neutralisiert.[500]

---

498 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 12 VO Nr. 596/2014 Rz. 101.

499 *Wahrenburg*, unveröffentlichte „Gutachterliche Stellungnahme zu Fragen des Börsenhandels“ vom 12.8.2018, S. 4.

500 Es kann an dieser Stelle nur darüber spekuliert werden, ob manch fragwürdige Cum-Ex-Geschäfte, welche – abhängig von den gewählten hochkomplexen Gestaltungsvarianten – mitunter deutliche Elemente von Pre-Arranged Trades und Wash-Sales aufweisen, ohne den Einsatz dieser Cross-Requests und das „Ausschalten“ der automatisierten Warnungen überhaupt hätten durchgeführt werden können. Was die Gemeinsamkeiten von Cum-Ex-Geschäften mit Wash-Sales angeht, ist die Bewertung durch die ESMA zurückhaltend, vgl. ESMA, Final Report on Cum/Ex, Cum/Cum and withholding tax reclaim schemes, Dok. Nr. ESMA70-155-10272, S. 30: “the trading behaviour […] shows circular trading patterns undertaken for the purpose of eventually netting positions (potentially unfolding and unwinding even months later) and hedging risks in the meantime. In that sense, at a glance the scheme resembles wash trades carried out to increase the volumes and attract investors leveraging on the fictitious increased liquidity (while no actual transfer of ownership takes place), but a deeper analysis shows a substantial difference in their nature and that none of the elements found in wash trades are actually present in the multiple WHT reclaim schemes”. Es erscheint aber gleichwohl fragwürdig, warum die Aufsicht einerseits in einem noch so unbedeutenden Insichgeschäft eine Marktmanipulation erkennen wollte und gleichzeitig über Jahre hinweg offenbar keinen Anlass sah, dem millionenfachen Hin- und Her-Handeln von Aktien um den Dividendenstichtag unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation grundsätzlich nachzugehen. *Zollweg*, langjähriger Leiter der Handelsüberwachungs-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Erscheinungsformen der informationsgestützten Marktmanipulation

Die informationsgestützte Marktmanipulation ist nach Art. 12 Abs. 1 Buchst. c und Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung verboten.[501] Wie es der Name schon vermuten lässt, wird diese Manipulationsform durch Informationen als spezifisches Manipulationsmittel geprägt.[502] Die informationsgestützte Marktmanipulation zielt in der Regel auf eine mittelbare Beeinflussung des Börsenkurses, indem das Handelsverhalten der Marktteilnehmer durch die Verbreitung von Informationen oder Gerüchten beeinflusst wird. Im Unterschied zu den Begehungsvarianten der handelsgestützten Marktmanipulation verlangt der Normtext in Art. 12 Abs. 1 Buchst. c der Marktmissbrauchsverordnung eine subjektive Komponente, indem die Person, die die Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren. Gemessen an den bisher zu beobachtenden Fallkonstellationen dürfte die informationsgestützte Marktmanipulation vor allem für den Qualifikationstatbestand der gewerbs- oder bandenmäßigen Begehung (§ 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG) Bedeutung erlangen. Insbesondere das Qualifikationsmerkmal der Gewerbsmäßigkeit dürfte in vielen der unter der bisherigen Rechtslage abgeurteil-

stelle der Frankfurter Wertpapierbörse und der Eurex Deutschland wurde in diesem Zusammenhang wie folgt zitiert: „Natürlich konnten wir rund um die Dividendenstichtage auffällig hohes Handelsvolumen beobachten, hatten aber einen Maulkorb angelegt bekommen und durften die nicht melden. Per Gesetz. Verbot der Zusammenarbeit mit den Steuerbehörden. Paragraph 10 Absatz 3 Börsengesetz. Verschwiegenheitspflicht. Wir haben das immer wieder kritisiert, aber es wurde bis heute nicht aufgegriffen.“, vgl. *Mohr*, Warum Halunken an der Börse so selten auffallen, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung v. 7.3.2021, S. 28. Der vermutete Anteil von Cum-Ex-Gestaltungen am XETRA-Tagesumsatz um den Dividendenstichtag ist signifikant, vgl. *Buettner/Holzmann/Kreidl/Scholz*, International Tax and Public Finance 2020, 1425, 1440 ff. Zur Qualifizierung von Cum/Ex- und Cum/Cum-Geschäften als Marktmissbrauch vgl. den gleichnamigen Beitrag von *Merkt*, ZBB 2021, 162 ff. sowie *ders.*, FAZ v. 22.5.2021, S. 28; gegen eine derartige Einordnung mit grundsätzlichen Einwänden jüngst *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2022, 353, 355 ff.

501 Auch der Bundesgerichtshof bediente sich in seinem Beschluss zur Unrechtskontinuität zwischen alter und neuer Rechtslage in Folge des 1. FiMaNoG ausdrücklich der Bezeichnung „informationsgestützte Manipulation“, BGH, Beschl. v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, BGHSt 62, 13, 15 (Rz. 5).

502 *Schmolke*, AG 2016, 434, 442.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ten Sachverhaltskonstellationen vorgelegen haben.[503] Hierauf ist später zurückzukommen.[504]

aa) Aktienpushs durch öffentliche Empfehlungen (*Scalping*)

Eine für die Praxis bedeutsame Erscheinungsform informationsgestützter Marktmanipulation sind Empfehlungen in Börsenbriefen oder in vermeintlich journalistischen Beiträgen, bei denen nicht offengelegt wird, dass der Empfehlende sich zuvor selbst mit entsprechenden Positionen eingedeckt hat. Für dieses Phänomen von „Aktienpushs", das in der Praxis in einer ganzen Bandbreite verschiedener Gestaltungsvarianten zu beobachten ist, findet auch das Schlagwort des „Scalping"[505] häufige Verwendung. Idiomatisch kann dieser Begriff als „das Fell über die Ohren ziehen" übersetzt werden.[506] Insbesondere zu den Hochzeiten des Neuen Marktes suchten manch selbsternannte „Aktiengurus" eine möglichst breite öffentliche Aufmerksamkeit und setzten ihre öffentliche Bekanntheit gezielt ein, etwa durch Auftritte in speziellen TV-Formaten. Dabei empfahlen sie Aktien, die sie selbst zuvor erworben hatten und die infolge ihrer Empfehlung in der Regel anstiegen. Eine unrühmliche Rolle spielten hierbei auch in die Kampagnen eingebundene Börsenjournalisten, die in den verheißungsvollen Chor einstimmten.[507]

---

503 Siehe auch *C. Schröder*, WM 2011, 769: „Verhaltensweisen […] die man als gewerbs- und bandenmäßige Marktmanipulationen bezeichnen kann."

504 Vgl. unten S. 215 f.

505 In der Literatur ist die Einstufung des Scalping unter die Begehungsweise der informationsgestützten Marktmanipulation teilweise uneinheitlich. Ebenso wie die hier vorgenommene Einstufung u. a. *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 23; tendenziell auch *Saliger*, in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kapitel 6.1 Rz. 181. Für eine Einstufung als handlungsgestützte Marktmanipulation demgegenüber etwa *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 169 f.

506 *Vogel*, NStZ 2004, 252 (Fn. 4).

507 Nach einem Zeitungsbericht handelte es sich in einem Ermittlungskomplex der Staatsanwaltschaft München wegen Marktmanipulation „bei den meisten der 30 Beschuldigten […] um Journalisten. Rechnet man die Verbreitung ihrer Medien zusammen, erreichten diese Autoren mehr als eine Million Leser.", *Deckstein/Grill/C. Pauly*, Bullshit mit Bildchen, Der Spiegel, Ausgabe 46/2010 v. 14.11.2010, S. 90.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die strafrechtliche Behandlung des „Scalpings" war bis zu einem Urteil des Bundesgerichtshofs vom 6.11.2003 umstritten. Die Kursmanipulation gem. §§ 20a, 38 WpHG war erst ab dem 1.7.2002 verboten und strafbewehrt[508] und kam somit erst ab diesem Zeitpunkt als Grundlage einer strafrechtlichen Sanktionierung in Betracht. Zuvor wurde vielfach angenommen, dass das „Scalping" den Tatbestand eines verbotenen Insidergeschäfts nach den §§ 13 Abs. 1 Nr. 3, 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a. F. erfülle, indem im Wissen des Täters, dass er die selbst erworbenen Aktien anschließend empfehlen würde, eine „selbst geschaffene" Insidertatsache gesehen wurde.[509]

Nach anderer Auffassung, der sich 2003 auch der Bundesgerichtshof anschloss, sollte das Scalping hingegen den Tatbestand des Kursbetrugs gemäß § 88 BörsG erfüllen.[510] Im Gegensatz zur Vorinstanz, welche den Angeklagten – ehemals stellvertretender Chefredakteur des Branchenmagazins „Der Aktionär" – noch wegen verbotener Insiderverstöße zu einer Bewährungsstrafe verurteilt hatte,[511] entschied der Bundesgerichtshof, dass

508 Vgl. oben S. 80 ff. zur Einführung von §§ 20a, 38 WpHG durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz.

509 So namentlich in einer Anklage der Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main vom November 1998 gegen den Börsenjournalisten Egbert Prior, dem es „bedingt durch sein bestimmtes Auftreten in der Sendung 3-sat-Börse und seine wirtschaftlichen Erfolge gelungen [war], eine ihn teilweise kulthaft verehrende Anhängerschar von Kleinanlegern für den Erwerb der von ihm empfohlenen Werte zu motivieren". LG Frankfurt am Main, Beschl. v. 9.11.1999 – 5/2 KLs 92 Js 23140.2/98 (P 2/98), NJW 2000, 301. Das Landgericht teilte im Grundsatz zwar die rechtliche Bewertung der Anklage, lehnte die Eröffnung des Hauptverfahrens aber gleichwohl aus tatsächlichen Gründen ab, ebd., 301. Die hiergegen erhobene sofortige Beschwerde der Staatsanwaltschaft wurde vom Oberlandesgericht Frankfurt am Main verworfen, wobei ausdrücklich offengelassen wurde, ob „der als ‚Scalping' bezeichnete Kauf von Wertpapieren in Kenntnis der bevorstehenden Abgabe einer diese Wertpapiere betreffende Bewertung oder Empfehlung zum Zwecke der Ausnutzung des dadurch verursachten Kursgewinns" gemäß §§ 38 Abs. 1 Nr. 1, 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG strafbar ist, vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 15.3.2000 – 1 Ws 22/00, Rz. 2 (juris).

510 *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 2000, S. 235 f.; *Schwark*, Börsengesetz, 2. Aufl. 1994, § 88 Rz. 8; *M. Weber*, NZG 2000, 113, 124 ff.; wohl auch *C. Schröder*, Aktienhandel und Strafrecht, 1994, S. 66 ff.

511 LG Stuttgart, Urt. v. 30.8.2002 – 6 KLs 150 Js 77452/00 (juris). Der Effekt der Empfehlungen wurde vom Landgericht Stuttgart wie folgt beschrieben: „Die Anlageempfehlung eines sogenannten ‚Börsengurus' […] bewirkten damals bei den Anlegern einen sogenannten ‚Lemming-Effekt', d. h. wenn von diesen Personen eine Anlageempfehlung über die Medien (Zeitschriften, Hotlines, Fernsehen) abgegeben wurde, konnte mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlich-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

das „Scalping" kein Insidergeschäft im Sinne der §§ 13, 14 WpHG darstellte. Vielmehr liege eine den marktmanipulativen Handlungen zuzuordnende „sonstige Täuschung" im Sinne von § 88 Nr. 2 BörsG bzw. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG vor.[512] Da die Empfehlungen keinem anderen Zweck dienten, als sich daran anschließende Kurssteigerungen zu bewirken und diese sodann auszunutzen, spielte die Frage ihrer inhaltlichen Richtigkeit für den Bundesgerichtshof keine Rolle. So sah der Bundesgerichtshof in einer solchermaßen motivierten Empfehlung „auch dann eine verbotene Kurs- und Marktpreismanipulation, wenn die Empfehlung nach fachmännischem Urteil sachlich gerechtfertigt wäre".[513]

Nachdem mit dieser Entscheidung die Strafbarkeit des Scalpings im Grundsatz geklärt war, scheuten viele Manipulationsakteure das direkte Scheinwerferlicht der Öffentlichkeit und gingen über zu einem aufwändigen und arbeitsteiligen Vorgehen im Verborgenen. In einem ersten Schritt wurde typischerweise eine bis dahin vollkommen unbekannte Aktiengesellschaft im Freiverkehrssegment gelistet. Es handelte sich zumeist um Kleinstwerte, deren Kurse sich im Centbereich bewegten (Pennystocks) und an denen die Akteure – häufig über zwischengeschaltete Firmen – einen Großteil der Aktienpositionen hielten. Sodann organisierten die Beteiligten für diese Aktien über Börsenbriefe, Foreneinträge oder andere Medien konzertierte Empfehlungskampagnen, wobei die durch die eigenen Positionen bedingten Interessenkonflikte nicht adäquat offengelegt wurden. Den so bewirkten Kursanstieg nutzten die Beteiligten dazu, ihre eigenen Positionen mit erheblichen Gewinnen zu verkaufen.[514] Nach dem Ende der Kampagnen fielen die Kurse wieder zurück auf das Anfangsniveau. Die düpierten Privatanleger blieben auf den wertlosen Papieren sitzen.[515]

---

keit davon ausgegangen werden, dass zumindest die Privat- und Kleinanleger in ihrer Gier nach schnellen Gewinnen dieser Kaufempfehlung nahezu blind folgten.", Rz. 10.

512 BGH, Urt. v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 377 ff. Die Einordnung des Scalping als Marktmanipulation begründete der Bundesgerichtshof auch unter ausdrücklichem Hinweis auf die europäische Marktmissbrauchsrichtlinie.

513 Ebd., 2. Leitsatz.

514 Vgl. exemplarisch die im Beschluss des BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13 unter Rz. 3 ff. mitgeteilten Feststellungen des Landgerichts Stuttgart (insoweit nicht abgedruckt in BGHSt 59, 105). Unter den drei Angeklagten befand sich erneut ein Börsenjournalist, der schon einige Jahre zuvor verurteilt worden war (vgl. bereits Fn. 511).

515 Derartige Grundmuster lagen – mit Abwandlungen – einer Reihe von Anklagen zugrunde, die in den letzten Jahren aus einem von der Frankfurter Schwer-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Um die gewünschte Steigerung des Aktienkurses zu erzielen, war es nicht damit getan, Kaufempfehlungen blindlings und unaufgefordert als „Spam" an beliebige E-Mail-Adressaten zu verschicken. Die Empfehlungskampagnen verlangten eine sorgfältige Planung, die sich in der Regel über mehrere Monate oder gar Jahre erstreckte, wobei der betriebene Aufwand durchaus als bemerkenswert bezeichnet werden kann. Kompliziert war beispielsweise die Identifizierung einer hinreichenden Anzahl von potentiellen E-Mail-Adressaten, die sich für Aktienempfehlungen überhaupt empfänglich zeigen und die unaufgefordert zugesandten E-Mails nicht einfach als „Spam" löschen würden.[516] Zu diesem Zweck wurden zunächst mehr oder weniger seriöse Webseiten erschaffen und im Internet in speziellen Aktionärsforen beworben, auf denen Anleger sich für kostenlose Börseninformationen unter Angabe ihrer E-Mail-Adresse registrieren konnten. Sodann wurden an diese dort registrierten Anleger im Rahmen eines vermeintlichen Probeabonnements unaufgefordert sog. Börsenbriefe versendet, deren Autoren und vorgebliche Anlageexperten freilich reine Phantasieexistenzen waren. Um die vermeintliche Wertigkeit der Börsenempfehlungen zu erhöhen, wurde mitunter suggeriert, als sei der regelmäßige Bezug der Börsenbriefe kostenpflichtig und als seien die dort genannten Empfehlungen nur einem handverlesenen und privilegierten Kreis vorbehalten.[517]

---

punktstaatsanwaltschaft für Wirtschaftsstrafsachen durchgeführten Ermittlungskomplex gegen eine Vielzahl von Beschuldigten resultierten und die zu einer nennenswerten Zahl von Verurteilungen mit (nur zum Teil noch bewährungsfähigen) Haftstrafen führten, vgl. etwa LG Frankfurt am Main, Urt. v. 25.2.2014 – 5/28 KLs 7521 Js 230590/12 (12/13); Urt. v. 24.11.2015 – 5/29 KLs – 7521 Js 234497/14 (5/15) (vgl. hierzu den Verwerfungsbeschluss des BGH v. 8.8.2018 – 2 StR 210/16); Urt. v. 17.4.2018 – 5/26 KLs – 7521 Js 218809/11 (16/15); Urt. v. 2.5.2019 – 5/12 KLs 7521 Js 211504/14 (9/16) (Urteile jeweils nicht veröffentlicht). Eine vergleichbare Konstellation lag auch einer Anklage der Staatsanwaltschaft München I, (die ebenso wie die Frankfurter Staatsanwaltschaft umfangreiche Ermittlungen gegen eine Vielzahl von Beschuldigten durchführte) vom 23.7.2019 zugrunde (Az. 401 Js 213125/12), vgl. hierzu Spiegel-online v. 17.6.2020, Gericht verurteilt Börsenspekulant zu dreieinhalb Jahren Haft.

516 In diesem Zusammenhang sind in den Vereinigten Staaten Fälle bekannt geworden, in denen die Täter die Datenbanken von Großbanken einzig mit dem Ziel infiltrierten, an die E-Mail-Adressen der Bankkunden zu gelangen, um sodann an diese E-Mail-Adressen Aktienempfehlungen zu schicken, vgl. *Neyret*, Stock Market Cybercrime. Definition, Cases and Perspectives, 2020, unter Ziff. 4.1.2.

517 Obwohl die hohen vermeintlichen Bezugspreise ursprünglich nur als Fassade gedacht waren, fanden sich zum eigenen Erstaunen der Initiatoren nicht wenige

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die Empfehlungskampagnen für die meist vollkommen unbekannten Pennystocks liefen nicht selten drehbuchartig über einen längeren Zeitraum.[518] Um die Ermittlungen zu erschweren, wurden die „Redaktionsbüros" ins Ausland verlagert und die E-Mails über ausländische und insbesondere osteuropäische Server versendet. Auf dem Höhepunkt der so erzeugten Kursblase verkauften die Hintermänner die von ihnen selbst gehaltenen Aktien mit erheblichen Kursgewinnen an die hoffnungsfrohen Kleinaktionäre. Nach dem Abverkauf der Aktien erfolgte ein Kursabsturz auf das Ursprungsniveau von wenigen Cent und die Seiten wurden vom Netz genommen.[519]

bb) Aktivistische Leerverkäufer (*Short-Attacken*)

Auch bestimmte Arten von „Leerverkaufsattacken" durch Hedge-Fonds werden unter dem Aspekt des Scalpings bzw. der (informationsgestützten) Marktmanipulation erörtert. Wie schon oben unter Kapitel C angedeutet, handelt es sich bei derartigen Manipulationsmustern keinesfalls um ein gänzlich neues Phänomen.[520] Insbesondere durch die zahlreichen spekta-

---

Anleger zur Zahlung von erheblichen Jahresgebühren von bis zu 2.000 Euro bereit, sodass sich der Vertrieb der Börsenbriefe zu einem eigenen Geschäftszweig entwickeln konnte. Dies führte dazu, dass in einer im Sommer 2020 fertiggestellten Anklageschrift der Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main neben dem Vorwurf der Marktmanipulation (nach alter Rechtslage) auch der Vorwurf des gewerbsmäßigen Betrugs zum Nachteil von nicht weniger als 500 Börsenbrief-Abonnenten erhoben wurde. Das Verfahren wurde freilich noch vor Beginn einer Hauptverhandlung nach § 153a StPO eingestellt.

518 In weniger ausgeklügelten Handlungsmustern wurde gezielt der Eindruck erweckt, als seien vertrauliche Informationen nur durch ein Missgeschick an den jeweiligen Empfänger gelangt, beispielsweise durch vermeintlich fehlgeleitete Faxsendungen oder scheinbar versehentlich weitergeleitete E-Mails.

519 In einem unveröffentlichten Vernehmungsprotokoll findet sich folgende Beschreibung der Methode: „Wir haben dann dort dieses neue System entwickelt: Börsenbrief machen, Aktie bewerben, Kampagne zuende, sofort Webseite abschalten; dass der Ermittlungsdruck nicht so groß ist und dass es für die Ermittler schwieriger ist, überhaupt irgendetwas davon rauszubekommen."

520 Vgl. allerdings *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 51. Tatsächlich betraf schon die erste Entscheidung des Reichsgerichts zu Art. 249d Ziff. 2 HGB einen Angeklagten, der „bei Abfassung und Übersendung des Artikels von der Absicht geleitet gewesen [ist], dessen Inhalt zum Einwirkung auf den Kurs der Aktien des Norddeutschen Lloyd zur Kenntnis des Publikums zu bringen; und das Vorhandensein der betrügerischen Absicht ist auf Grund der Thatsache ange-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

kulären Wendungen des Wirecard-Skandals standen Leerverkaufsattacken zuletzt aber gleichwohl in einem besonderen Fokus.[521] In den wiederholten Leerverkaufsattacken auf die Wirecard-Aktie sah die BaFin (ebenso wie auch Teile des Schrifttums) Marktmanipulationsakteure am Werk. In der Folge ergriff sie die beispiellose Maßnahme eines zweimonatigen Leerverkaufsverbots über Aktien der Wirecard AG.[522] Darüber hinaus erstattete die BaFin sogar Strafanzeige gegen zwei Journalisten der Financial Times,[523] die mit den Leerverkäufern gemeinsame Sache gemacht haben sollen, deren Recherchen in Wahrheit aber entscheidenden Anteil am Einsturz des „Kartenhauses"[524] hatten.

Leerverkäufer „wetten" auf fallende Kurse. Phänomenologisch lassen sich verschiedene Handlungsmuster beobachten. Ohne Rücksicht auf Vollständigkeit[525] kann man beispielsweise differenzieren zwischen Leerverkäufern, die eine eher abwartende (passive) Rolle einnehmen und solchen,

---

nommen, daß er zur Zeit der Übersendung des Artikels in einer Spekulation über einen bedeutenden Betrag dieser à la baisse engagiert gewesen ist, das von ihm beabsichtigte Sinken des Kurses daher für ihn einen Vermögensvorteil, für den Gegenkontrahenten dagegen einen Vermögensschaden herbeiführen mußte.", RG, Urt. des III. Strafsenats v. 19.5.1892 – 1411/92, RGSt 23, 137, 139. In neuerer Zeit wurde im BaFin Jahresbericht 2004, S. 196 ein Sachverhalt betreffend eine „Studie" über die Sixt AG beschrieben, der 2003 für einige Schlagzeilen sorgte. Beim Verfasser dieser Studie handelt es sich um den illustren Spekulanten und Hedge-Fonds Manager Florian Homm. Homm war nach dem 2007 erfolgten Zusammenbruch des von ihm verwalteten Absolute Capital Management Fonds sogar von den US-Behörden zur Fahndung ausgeschrieben und wurde deswegen 2013 während eines Besuchs der Uffizien in Florenz verhaftet. Zur Auslieferung an die USA kam es freilich nicht, weil Homm nach Ablauf der zulässigen Höchstdauer aus der italienischen Auslieferungshaft entlassen werden musste und nach Deutschland zurückkehren konnte.

521 Auch im Zusammenhang mit der strafrechtlichen Aufarbeitung von Cum-Ex-Strukturen sehen sich Leerverkaufsgestaltungen einem zweifelhaften Ruf ausgesetzt, vgl. hierzu oben Fn. 500.

522 BaFin, Allgemeinverfügung WA 25-Wp 5700-2019/0002 v. 18.2.2019, vgl. hierzu ausführlich *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313 ff. sowie zuletzt *dies.*, ZBB 2021, 149 ff., wonach die tatbestandlichen Voraussetzungen für das Wirecard-Leerverkaufsverbot nicht gegeben waren.

523 Manager magazin v. 17.4.2019, Verdacht auf Marktmanipulation. Wirecard-Affäre - Finanzaufsicht Bafin zeigt FT-Journalisten an.

524 Die Berichterstattung in der Financial Times begann unter der bezeichnenden Überschrift „The House of Wirecard", vgl. *McCrum*, FT v. 27.4.2015.

525 Wegen weiterer Einzelheiten wird verwiesen auf die monografischen Darstellungen von *Frömel*, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020 sowie *Sieder*, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, 2019.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

die „aktivistisch" versuchen, die für angemessen gehaltene oder erwartete Kursreaktion am Markt durch die Verbreitung von – in der Regel negativen – Informationen über einen Emittenten zu beschleunigen.[526] Nur die letztgenannte Gruppe der aktivistischen Leerverkäufer soll nachfolgend betrachtet werden.[527] Typischerweise analysieren diese Akteure in einem ersten Schritt Aktien verschiedenster Emittenten, die ihrer Ansicht nach vom Markt zu hoch bewertet werden, um sodann in diesen Aktien Leerverkaufspositionen einzugehen.

Die europäische Leerverkaufsverordnung[528] definiert einen Leerverkauf als den Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, vgl. Art. 2 Abs. 1 Buchst. b. Der Verkäufer verpflichtet sich durch den Leerverkauf somit zur Lieferung und Übertragung von Wertpapieren, die er sich zur Erfüllung seiner vertraglichen Pflichten erst anderswo noch besorgen muss. Hierbei kommen unterschiedliche vertragliche Gestaltungen zur Anwendung. Je nachdem, ob der Leerverkäufer zur Sicherstellung seiner Lieferverpflichtung ein sog. Deckungsgeschäft eingegangen ist, lässt sich zwischen gedeckten und ungedeckten („covered" und „naked") Leerverkäufen unterscheiden, wobei nach Art. 12 Abs. 1 der Leerverkaufsverordnung ungedeckte Leerverkäufe von Aktien verboten sind.[529] Neben diesen eher klassischen Leerverkaufsstrukturen kommen eine Vielzahl von Finanzderivaten zum Einsatz, mit denen die Effekte wirtschaftlich nachgebildet oder sogar potenziert werden können. Im finanzwirtschaftlichen Sprachgebrauch werden solche derivativen Strukturen auch als „synthetisch" bezeichnet.[530]

In der Phase zwischen dem Abschluss entsprechender Verkaufspositionen und vor der Beschaffung der Wertpapiere am Markt erfolgt die Verbreitung der negativen „Research Reports". Die Reports bzw. Berichte,

---

526 *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 56; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 309; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, 2019, S. 222.

527 Zur Frage, unter welchen Voraussetzungen bereits ein Leerverkauf „an sich" (d. h. ohne eingeleitete Begleitmaßnahmen) den Tatbestand der Marktmanipulation verwirklichen kann vgl. *Trüg*, NJW 2009, 3202 ff.

528 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. L 86 v. 24.3.2012, 1.

529 *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 310; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754 f.

530 Dabei meint synthetisch in diesem Zusammenhang so viel wie Nachbildung bzw. Kopie des „natürlichen" Originals, woraus sich der begriffliche Gegensatz zwischen „natürlichen" und „synthetischen" Finanzinstrumenten erklärt, vgl. *Reiner*, Derivative Finanzinstrumente im Recht, 2002, S. 7 (Fn. 35).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

die von den Börsenmedien nicht selten ungeprüft oder gar reißerisch aufgegriffen werden und hierdurch ihre Wirkung vervielfachen, führen oft zu massiven Kurseinbrüchen.[531] Diese Kurseinbrüche werden dann genutzt, um sich zur Erfüllung der Lieferverpflichtungen aus dem Leeverkauf günstig mit Aktien einzudecken.[532] Der wirtschaftliche Gewinn des Leerverkäufers besteht in der Differenz aus Verkaufserlös und Einkaufspreis (der idealiter infolge der Informationskampagne stark gefallen ist) abzüglich der Kosten für etwaige Deckungsgeschäfte.[533]

Ziel von Short-Attacken ist mithin das Herbeiführen eines (kurzfristigen) Kurssturzes, während es bei Aktienpushs in Form des Scalping in der Regel darum geht, den Aktienkurs anzuheizen und in die Höhe zu treiben. Ein weiterer struktureller Unterschied zwischen Aktienpushs und Short-Attacken besteht in der Qualität und Verbreitung der betroffenen Wertpapiere. Aktienpushs beziehen sich in der Regel auf Kleinstwerte meist unbekannter Aktiengesellschaften ohne nennenswerten operativen Geschäftsbetrieb und mit einer geringen Marktkapitalisierung. Diese Aktien werden meist im Freiverkehrssegment mit der denkbar geringsten Regulierungsdichte gehandelt. Aufgrund des niedrigen absoluten Handelsvolumens kann der Kurs bei derartigen Pennystocks schon dann signifikant steigen, wenn nur einige Aktionäre die Aktien in ihr Depot aufnehmen.[534] Demgegenüber versprechen Leerverkaufsattacken nur dann Aussicht auf Erfolg, wenn hinreichend viele Aktionäre vorhanden sind, die aufgrund der negativen Research-Berichte zu einem spontanen Verkauf ihrer Aktien beeinflusst werden können. Bei einem unbedeutenden Nebenwert würde eine Short-Attacke demgegenüber verpuffen, da es schlicht nicht genügend Aktionäre gibt, die sich zu einem Verkauf veranlasst sehen könnten. Folg-

531 Nach einer Verlautbarung der BaFin verzeichneten die Aktien betroffener Emittenten „teilweise binnen Sekunden nach Veröffentlichung der Stellungnahmen Kurseinbrüche von mehr als 30 Prozent“, *Gillert*, BaFin Journal Mai 2017, 26. Die Research Reports sind in der Regel sehr umfangreich, sodass kein Mensch sie innerhalb von Sekunden lesen kann. Teilweise wird diese bemerkenswert schnelle Marktreaktion auch darauf zurückgeführt, dass einige Börsenalgorithmen darauf programmiert sind, im Falle der Veröffentlichung von negativen Nachrichten die Positionen sofort zu verkaufen, vgl. etwa *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 519 (Fn. 9); *Frömel*, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 41; *Siciliano/Ventoruzzo*, ECFR 2020, 386, 388 f.

532 Im Börsenjargon spricht man von einem „Glattziehen“ der Short-Positionen.

533 *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 487.

534 Vgl. schon oben S. 148.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

lich stehen im Fokus von Leerverkaufsakteuren etablierte Unternehmen mit einer verhältnismäßig großen Marktkapitalisierung.[535]

Während die Strafbarkeit der „klassischen" Variante des Scalpings in Form von Aktienpushs durch verschiedene höchstrichterliche Entscheidungen konturiert wird,[536] finden sich keine veröffentlichten Entscheidungen zu Short-Attacken, obwohl in der Wirtschaftspresse immer wieder über die Einleitung entsprechender staatsanwaltschaftlicher Ermittlungsverfahren berichtet wird. Die Ursache, warum die meisten dieser Strafverfahren bislang offenbar nicht zu Anklagen oder gar Verurteilungen geführt haben,[537] dürfte – neben den ungeklärten materiellen Tatbestandsvoraussetzungen – auch dem Umstand geschuldet sein, dass die Short-Seller in der Regel nicht aus Deutschland heraus operieren.[538] Sie sind für

535 Abgesehen von Wirecard, das freilich nicht zu den vermeintlichen „Opfern" gehören dürfte, waren von Short-Attacken in den letzten Jahren etwa betroffen die Unternehmen Aurelius, Ströer (zu Ströer werden weitere Details beschrieben bei *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 518 f.), ProSiebenSat. 1 Media und zuletzt Grenke. Die jeweiligen Research-Berichte sind im Internet leicht auffindbar. *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1132, berichten von einer „Finanzindustrie aus Analysten, Hedgefonds und Kanzleien" in den USA, die mit Leerverkaufsattacken versucht, die Kurse von börsennotierten Unternehmen zum Fallen zu bringen.

536 BGH, Urt. v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373; Beschl. v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105; Beschl. v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, WM 2016, 1022; Beschl. v. 8.8.2018 – 2 StR 210/16 (juris); OLG München, Beschl. v. 3.3.2011 – 2 Ws 87/11, NZG 2011, 1228.

537 Dieses Bild wird bestätigt im Jahresbericht der BaFin von 2018, in dem es auf S. 135 heißt: „Eine Strafanzeige der BaFin wegen informationsgestützter Marktmanipulation führte dazu, dass nun erstmals ein Akteur derartiger Short-Attacken bestraft werden soll. Beim AG München liegt ein Antrag der zuständigen Staatsanwaltschaft gegen den Verantwortlichen für eine negative Stellungnahme zur Wirecard AG, die während einer solchen Short-Attacke veröffentlicht worden war, auf einen Strafbefehl über 36.000 Euro. Die Staatsanwaltschaft sah es als erwiesen an, dass Teile der Stellungnahme unrichtig bzw. unvollständig und somit irreführend gewesen waren. […] Der Strafbefehl wurde noch nicht erlassen." Nach Erlass des Strafbefehls und dem daraufhin eingelegten Einspruch des Beschuldigten wurde das Verfahren zwischenzeitlich gem. § 153a StPO eingestellt, vgl. *Poltz*, Strafverfahren gegen Wirecard-Kritiker wird eingestellt, Reuters v. 11.5.2020.

538 Hier zeigt sich ein weiterer struktureller Unterschied zwischen Aktienpushs und Leerverkaufsattacken: Bei Leerverkaufsattacken richten sich die Research-Berichte an professionelle und institutionelle Investoren auf der ganzen Welt. Sie werden deshalb auf Englisch publiziert und müssen keinen näheren Bezug zu Deutschland aufweisen. Demgegenüber sind bei Aktienpushs deutschsprachige Kleinanleger das Zielpublikum, weshalb die „Börsenbriefe" von sprachge-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

die deutschen Ermittlungsbehörden somit schlicht nicht greifbar. Etwaige Absprachen zwischen Short-Sellern und Analysten, die einen Ermittlungsansatz bieten könnten, lassen sich so kaum nachweisen.[539]

Von diesen rein tatsächlichen Schwierigkeiten abgesehen, ist die Strafwürdigkeit von Leerverkaufsattacken auch in der Sache keinesfalls unumstritten. Zu Recht wird auf die tendenziell positiven und – in der Terminologie der Allokationstheorie – „wohlfahrtsfördernden" Effekte von Leerverkäufen und auf die Aufklärungsmaßnahmen von aktivistischen Short-Sellern hingewiesen. Sie leisten durch die Verbreitung von kursrelevanten negativen Informationen einen Beitrag zur Markteffizienz und spielen damit auch eine wichtige Rolle mit Blick auf effiziente Kapitalmärkte und gute Corporate Governance.[540] Dementsprechend gilt es auch als „durchaus verdienstvoll, wenn der Short Seller wie ein Staatsanwalt

---

wandten Muttersprachlern auf Deutsch verfasst werden müssen. Schon hierin kann für die Ermittlungsbehörden ein erster Ermittlungsansatz liegen.

539 *O'Donnell*, Germany's long, lonely campaign: Battling Wirecard's short sellers, Reuters v. 16.7.2020 beschreibt die ergebnislosen Ermittlungsansätze im Wege der Rechtshilfe wie folgt: "On May 12, 2016, Bafin sent its report to Munich prosecutors, outlining the case against a ‚network of suspects' involved in market manipulation. […] It followed up a few days later, forwarding an email from Wirecard's lawyers to prosecutors that accused short sellers of ‚acting as a pack' against the company. […] A few months later, Munich's state prosecutors asked UK's Financial Conduct Authority for assistance in investigating the British suspects named in Bafin's report, but they didn't get far. In an internal memo from February 2017, an official at Munich's state prosecutors recorded the results of his conversation with FCA officials. Stephan Necknig wrote they had told him the Germans had relied on 'trading behaviour of the suspects as well as anonymous tips by email about their alleged connections with the Zatarra report,' which will 'not be sufficient for a search warrant.' In addition, the FCA told him it did not have the power to ask for a search warrant and would have to rely on other agencies. Necknig wrote he saw no clear way to pursue the investigation. 'I did not see a chance of getting legal assistance from the United Kingdom, neither to carry out home searches nor to interrogate suspects or take over the prosecution,' he wrote. 'Seeking legal assistance from Israel or the USA seemed to make even less sense.' In an email to Reuters, Necknig confirmed the assessment he had laid out in the memo and said he did not attempt to pursue further investigation in the United Kingdom."

540 *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 311; *Mülbert*, ZHR 2018, 105, 109 f.; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 296; *Siciliano/Ventoruzzo*, ECFR 2020, 386, 414 f.; *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 138.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ermittelt […] Er soll dann auch seinen Informationsvorsprung als Gewinn durch Short Selling einstreichen dürfen."[541]

Einigkeit dürfte jedenfalls insoweit bestehen, als eine Marktmanipulation dann vorliegen kann, wenn die im Research-Bericht oder in sonstigen Medien verbreiteten Informationen wissentlich unwahre Angaben enthalten.[542] Ungeklärt ist hingegen, ob eine Marktmanipulation auch in Betracht kommt, wenn die in den Berichten verbreiteten Informationen zutreffen oder auf nachvollziehbaren Analysen oder Bewertungen beruhen. Teilweise in Anlehnung an die Grundsatzentscheidung des Bundesgerichtshofs zur klassischen Form des Scalpings[543] gehen namhafte Stimmen davon aus, dass auch bei inhaltlicher Richtigkeit der Berichte eine Marktmanipulation vorliegen kann, solange nicht gleichzeitig offengelegt wurde, dass zuvor Positionen in dem betreffenden Finanzinstrument eingegangen wurden.[544] Diese Auffassung begegnet allerdings Zweifeln.[545] Nicht zuletzt sollte die Causa Wirecard Anlass geben, die Appelle für eine Bekämpfung von Leerverkaufsattacken mit den Mitteln des Strafrechts kritisch zu reflektieren.

cc) Unrichtige und unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen

Als praxisrelevante Erscheinungsform informationsgestützter Marktmanipulation sind schließlich sog. Ad-hoc-Mitteilungen zu nennen, die in den letzten Jahren Anlass für eine ganze Reihe von Strafverfahren waren. Bei Ad-hoc-Mitteilungen handelt es sich um gesetzlich vorgeschriebene Pflichtmitteilungen, mit denen Wertpapieremittenten sie unmittelbar betreffende Insiderinformationen der Öffentlichkeit bekannt geben. Während diese Veröffentlichungspflicht ihre gesetzliche Grundlage heute in

541 *Möllers*, NZG 2018, 649, 650; zustimmend *Sieder*, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, 2019, S. 38 ff.

542 *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 59; *Frömel*, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 73; *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 317.

543 Für die klassische Form des Scalpings in Form des „Hochjubelns" von Aktien hatte der Bundesgerichtshof bereits 2003 klargestellt, dass es für die Strafbarkeit maßgeblich auf die fehlende Offenlegung der Interessenkonflikte ankommt, wohingegen die inhaltliche Richtigkeit der Empfehlung unbeachtlich ist, s. o. Fn. 513.

544 *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 318; *Mülbert*, ZHR 2018, 105, 108; *Saliger,* in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kapitel 6.1 Rz. 180.

545 Vgl. *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 138.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Art. 17 der Marktmissbrauchsverordnung findet, war sie unter der alten Rechtslage in § 15 WpHG a. F. normiert.[546] Im Zusammenhang mit der Marktmanipulation lässt sich phänomenologisch differenzieren zwischen der aktiven Verbreitung von unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen einerseits und unterlassenen Ad-hoc-Mitteilungen andererseits.

Im Grundsatz ist nicht zweifelhaft, dass die Verbreitung unrichtiger Ad-hoc-Mitteilungen den Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation verwirklichen kann. Insbesondere zu den Hochzeiten des Neuen Marktes führten Ad-hoc-Mitteilungen mit teils frei erfundenen Inhalten zu einer Reihe von Skandalen und zu mitunter empfindlichen Haftstrafen wegen Kursbetrugs.[547] Im Unterschied zu anderen Formen der informationsgestützten Marktmanipulation (etwa des Scalpings) erfolgt die Manipulation bei Ad-hoc-Mitteilungen nicht von „außen" durch unternehmensfremde Dritte, sondern von „innen". Da es sich um eine „Chefsache" handelt, ist in der Regel meist auch die oberste Führungsebene betroffen. Ob es sich um eine Ad-hoc-Mitteilung im eigentlichen Sinne oder um eine sonstige vom Unternehmen lancierte Pressemitteilung handelt, ist für die Frage der Strafbarkeit nebensächlich.[548]

Sehr viel unübersichtlicher ist die Strafrechtslage demgegenüber in denjenigen Fällen, in denen eine an sich gebotene Ad-hoc-Mitteilung unterlassen wurde. Vor dem 1. FiMaNoG war es unter dem früheren § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG a. F. ausdrücklich verboten, bewertungserhebliche

---

546 Der ursprüngliche Gesetzestext von § 15 WpHG in der Fassung des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes vom 26.7.1994 (BGBl. I, 1749) lautete auszugsweise wie folgt: „Der Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, muß unverzüglich eine neue Tatsache veröffentlichen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, oder im Fall zugelassener Schuldverschreibungen die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, beeinträchtigen kann. Das Bundesaufsichtsamt kann den Emittenten auf Antrag von der Veröffentlichungspflicht befreien, wenn die Veröffentlichung der Tatsache geeignet ist, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden."

547 Namentlich die Verurteilung des Gründers der früheren Comroad AG wegen mehrfachen Kursbetrugs und Insiderhandels zu einer Gesamtfreiheitsstrafe von sieben Jahren durch das LG München I, Urt. v. 21.11.2002 – 6 KLs 305 Js 34066/02, NStZ 2004, 291.

548 So lag der Verurteilung des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der IKB wegen Marktmanipulation durch das Landgericht Düsseldorf die Herausgabe einer Pressemitteilung zugrunde, vgl. Nachweis in Fn. 229.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

„Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen". Ein fast wortgleiches Verbot enthielt bereits die Vorgängervorschrift des § 88 Nr. 1 BörsG seit der 1986 erfolgten Änderung des Normtextes. Aus dem in beiden Vorgängernormen verwendeten Merkmal des Verschweigens folgte nach damals ganz h. M. ein Unterlassungstatbestand,[549] wobei (lediglich) die systematische Verortung in den Kategorien der „echten"[550] und „unechten"[551] Unterlassungsdelikte umstritten war.[552]

Diese gesetzlich vorgesehene Unterlassungsstrafbarkeit führte zu mehreren Ermittlungsverfahren gegen Führungskräfte von bekannten Aktiengesellschaften wegen des Vorwurfs, vermeintlich ad-hoc-pflichtige Umstände dem Markt verspätet oder überhaupt nicht kommuniziert zu haben.[553] Besondere Aufmerksamkeit erlangte die im September 2019 erhobene und ein Jahr später vom Landgericht Braunschweig unverändert zur Hauptverhandlung zugelassene Anklage gegen den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Volkswagen AG. Dieser soll „trotz Kenntnis von dem Einbau einer unzulässigen Abschalteinrichtung […] in etwa 500.000 Fahrzeugen auf dem US-amerikanischen Markt und des sich seit Frühjahr 2015 abzeichnenden erheblichen finanziellen Risikos durch Schadensersatzforderungen und Strafzahlungen in den USA […] seiner Verpflichtung zur ‚Ad-hoc-Mitteilung' nach dem Wertpapierhandelsgesetz nicht rechtzeitig

549 Vgl. zu § 88 BörsG etwa *Fichtner*, Die börsen- und depotrechtlichen Strafvorschriften und ihr Verhältnis zu den Eigentums- und Vermögensdelikten des StGB, 1993, S. 65 f.; *Möhrenschlager*, wistra 1983, 17, 18; *C. Schröder*, Aktienhandel und Strafrecht, 1994, S. 66 ff. Zu § 20a WpHG etwa *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), 2006, S. 266 ff.; *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 20a WpHG Rz. 98; *Wodsak*, Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen, 2006, S. 21 ff.; *Seminara*, FS Tiedemann, 2008, S. 1085, 1102 (rechtsvergleichend mit Italien).

550 *Hohnel*, in ders. (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 2013, § 39 WpHG Rz. 34; *Mock/Stoll/Eufinger*, in Kölner Kommentar WpHG, 2. Aufl. 2014, § 20a WpHG Rz. 165; *C. Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl. 2015, S. 153 (Fn. 44); *Theile*, in Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht, 2017, § 38 WpHG a. F. Rz. 124.

551 So tendenziell *Bernsmann*, FS Christian Richter II, 2006, S. 51.

552 Vermittelnd *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 38 WpHG Rz. 80: „formal echtes, materiell unechtes bzw. ihm ähnliches […] Unterlassungsdelikt".

553 Vgl. *Vaupel/Oppenauer*, AG 2019, 502. Es ist öffentlich bekannt, dass vom Vorwurf der Marktmanipulation durch verspätete oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen neben der Volkswagen AG die Metro AG und die Deutsche Börse AG betroffen waren. Mit Ausnahme der Volkswagen AG ist aber scheinbar keine Anklage erhoben worden.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nachgekommen sein."[554] Obwohl die Anklage erst im Herbst 2019 – lange nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung – erhoben wurde, hat die strafrechtliche Beurteilung des Vorwurfs aufgrund der speziellen Übergangsvorschrift des § 137 WpHG nach der zum Tatzeitpunkt geltenden Rechtslage unter §§ 20a, 38 WpHG a. F. zu erfolgen.[555]

Nach geltender Rechtslage findet das frühere Tatbestandsmerkmal des Verschweigens demgegenüber weder in Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung noch in § 119 WpHG Erwähnung. Gemäß § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG handelt zwar ordnungswidrig, wer entgegen Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 oder Art. 17 Abs. 2 UAbs. 1 S. 1 der Marktmissbrauchsverordnung eine Insiderinformation nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig bekannt gibt. Die Bußgeldnorm des § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG wird vom Blankett-Straftatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG aber gerade nicht in Bezug genommen. Für die wohl h. M. folgt daraus der Wegfall eines echten Unterlassungstatbestands und damit die Straflosigkeit von entgegen bestehenden Offenlegungspflichten unterlassenen Ad-hoc-Mitteilungen.[556] Beim Hinzutreten der weiteren Voraus-

554 Das Strafverfahren gegen zwei Mitbeschuldigte wurde im Mai 2020 gegen Zahlung von jeweils 4,5 Millionen Euro an die Staatskasse eingestellt, vgl. LG Braunschweig, Pressemitteilung v. 24.9.2020. Nach der Zulassung der Anklage wurde das Strafverfahren wegen des Verdachts der Marktmanipulation im Hinblick auf die Straferwartung im parallel angeklagten sogenannten „NOx-Verfahren" auf den Antrag der Staatsanwaltschaft Braunschweig mit Beschluss vom 14.01.2021 gem. § 154 StPO vorläufig eingestellt, vgl. *dass.*, Pressemitteilung v. 15.1.2021.

555 Vgl. jedoch die abweichende Einschätzung von *Günther*, in Bergmann (Hrsg.), Europäisiertes Kapitalmarktstrafrecht, 2020, S. 103. Im Schrifttum wird erörtert, ob § 137 WpHG lediglich die Schließung einer – seinerzeit lebhaft diskutierten, vgl. Fn. 266 – Strafbarkeitslücke oder allgemein die Aufrechterhaltung von entkriminalisiertem Verhalten bezweckte, vgl. *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 137 WpHG Rz. 5. Im Hinblick auf diese Diskussion wird von *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 122 (Fn. 428) argumentiert, dass es „für die rückwirkende Beseitigung einer vermeintlichen Straffreiheit des Unterlassens vor dem 3. 7. 2016 an jedem Rechtfertigungsgrund fehlte". Zur Vereinbarkeit dieser Übergangsvorschrift mit übergeordnetem Verfassungsrecht und europäischem Recht vgl. kritisch *Hammen*, WM 2019, 341, 349 f.; *Rückert*, NStZ 2020, 391, 395 f.

556 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 117; *Rückert*, NStZ 2020, 391, 395; *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 64 und Rz. 170; a. A. *Brand/Hotz*, NZG 2017, 976, 983. Eine Strafbarkeit wird im Ergebnis mit beachtlichen Argumenten bejaht von *Hohn*, in

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

setzungen des § 13 StGB wird eine unechte Unterlassungsstrafbarkeit hingegen im Allgemeinen für denkbar gehalten.[557] Dies soll namentlich dann der Fall sein können, wenn der Täter durch aktives Tun irrtümlich falsche Informationen verbreitet und es nach Aufklärung seines diesbezüglichen Irrtums vorsätzlich unterlässt, die falschen Angaben zu korrigieren.[558]

II. Taterfolg: Einwirken auf den Börsenpreis

Der vom Tatbestand des § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG vorausgesetzte Erfolg besteht in einer Einwirkung auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments.[559] Dieser Einwirkungserfolg findet in Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung keine Erwähnung. Es handelt sich um eine vom deutschen Strafgesetzgeber autonom geschaffene Tatbestandsvoraussetzung. Nach einer verbreiteten Lesart dient der Taterfolg der Preiseinwirkung auch dazu, die von der Pönalisierungspflicht in Art. 5 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie erfassten schweren Fälle zu umgrenzen.[560] Wie nachfolgend gezeigt wird, muss diese Funktion angesichts der in der Praxis zu beobachtenden Marginalisierungstendenzen hinsichtlich der Preiseinwirkung sowie der Einführung einer Versuchsstrafbarkeit relativiert werden.

Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 122 und Rz. 148 f. sowie von *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 126. *Hohn* und *Pananis* ziehen hierfür zwar § 13 StGB heran. Im Unterschied zur wohl h. M. sehen sie die Garantenpflicht aber bereits in der sich aus Art. 17 der Marktmissbrauchsrichtlinie ergebenden Veröffentlichungspflicht als gegeben an. Sie kommen damit zum Ergebnis, dass „Konstellationen, die der früheren Verschweigensalternative des § 38 Abs. 2 iVm § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Alt. 2 aF unterfielen, welche als echtes Unterlassungsdelikt ausgestaltet war, im Zuge der Neufassung der Verbotsbestimmungen durch das 1. FiMaNoG jedoch ersatzlos gestrichenen wurde, durch das neue Recht nach den Grundsätzen unechten Unterlassens iSd § 13 StGB erfasst werden“, *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 126.

557 Vgl. etwa *Vaupel/Oppenauer*, AG 2019, 502, 512; kritisch *Sajnovits/S. Wagner*, WM 2017, 1185, 1194 sowie *Park/S. Wagner*, wistra 2019, 306, 307.

558 *Böse*, wistra 2018, 22, 24 ff.

559 Im Folgenden werden aus Gründen der sprachlichen Vereinfachung die weiteren in § 119 Abs. 1 WpHG genannten Einwirkungsobjekte (Nr. 2: Preis eines Finanzinstruments; Nr. 3: Preis einer Ware) nicht einzeln aufgeführt; so auch schon oben die Beschränkung auf S. 145 f.

560 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 71.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Zustandekommen von Börsenpreisen

Da der Taterfolg in der Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis besteht, ist zunächst der Begriff des Börsenpreises zu erläutern. Insoweit entspricht es der allgemeinen Auffassung, dass für die Auslegung des Begriffs des Börsenpreises die Definition gem. § 24 BörsG maßgeblich ist.[561] Das Auseinanderdriften der von § 119 Abs. 1 WpHG in Bezug genommenen Gesetze in das WpHG einerseits und das BörsG andererseits ist der Gesetzgebungsgeschichte geschuldet, da die „Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis" schon im früheren § 88 BörsG Erwähnung fand (wenn auch seinerzeit noch als Merkmal des subjektiven Tatbestands).[562] Nach der etwas redundant erscheinenden Vorschrift des § 24 Abs. 1 S. 1 BörsG sind Börsenpreise solche Preise, die während der Börsenzeit an einer Börse festgestellt werden. Erfasst sind gem. § 24 Abs. 1 S. 2 BörsG auch Preise, die während der Börsenzeit im Freiverkehr an einer Wertpapierbörse festgestellt werden. § 24 Abs. 1 BörsG stellt mithin mehrfach ab auf den Börsenbegriff, der seinerseits in § 2 Abs. 1 BörsG definiert wird. Da für die Börse das Konzept des multilateralen Handels charakteristisch ist, können sich Abgrenzungsfragen zu bilateralen Preisbildungsmechanismen ergeben.[563] Hiervon betroffen sind etwa bestimmte Formen des Market-Making, bei denen die Anleger nicht mit- und untereinander handeln, sondern ausschließlich mit dem Market-Maker, d. h. bilateral.[564]

Hinsichtlich der Börsenpreisbildung bestimmt § 24 Abs. 2 BörsG lediglich, dass Börsenpreise ordnungsmäßig zustande kommen und der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen müssen. Insbesondere

---

561 So ausdrücklich BGH, Urt. v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80, 87 (Rz. 18); *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 24; *Waßmer*, in Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2022, § 119 WpHG Rz. 117. Um die Darstellung nicht zu überfrachten, soll der in Deutschland gesetzlich nicht definierte Begriff des Marktpreises im Folgenden ausgeklammert werden. Wegen weiterer Einzelheiten vgl. *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 198.

562 Vgl. hierzu den geschichtlichen Überblick oben S. 70 f.

563 Siehe schon Erwägungsgrund Nr. 6 der ersten Finanzmarktrichtlinie (MiFID I): „Die Begriffsbestimmungen sollten bilaterale Systeme ausschließen, bei denen eine Wertpapierfirma jedes Geschäft für eigene Rechnung tätigt und nicht als risikolose Gegenpartei zwischen Käufer und Verkäufer steht." Eine wortgleiche Formulierung findet sich heute auch in Erwägungsgrund 7 S. 2 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR).

564 Vgl. *Kumpan/Müller-Lankow*, WM 2017, 1777 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

müssen den Handelsteilnehmern Angebote zugänglich und die Annahme der Angebote möglich sein. Bei der Ermittlung des Börsenpreises können gem. § 24 Abs. 2 S. 3 BörsG auch Preise einer anderen Börse, eines organisierten Marktes mit Sitz im Ausland oder eines multilateralen Handelssystems berücksichtigt werden. Von diesen Rahmenbedingungen abgesehen trifft das BörsG keine weitergehenden Bestimmungen zur Kursbildung, sondern überlässt dies den jeweiligen Handelsplätzen, die hierzu und zu den verschiedenen Handelsmodellen detaillierte Regelungen in Form von Börsenordnungen erlassen haben.[565]

In der Börsenpraxis bilden sich die Kurse üblicherweise über das Orderbuch, welches das Verhältnis von Angebot und Nachfrage widerspiegelt, oder auch über sog. Market-Maker.[566] In beiden Varianten gibt es im Allgemeinen keinen Preis, zu dem ein interessierter Marktteilnehmer beliebig viele Wertpapiere sowohl kaufen als auch verkaufen könnte. Auf den ersten Blick scheint diese wenig überraschende Erkenntnis nicht in Einklang mit der Beobachtung zu stehen, dass in der medialen Berichterstattung über die Börsenkursentwicklung häufig ganz bestimmte Zahlenangaben gemacht werden.[567] Häufig bezeichnen derartige Kursangaben aber lediglich den zuletzt an einer Börse festgestellten Preis, auf den sich Käufer und Verkäufer geeinigt haben. Dies sind die in § 24 Abs. 1 S. 1 BörsG bzw. § 119 Abs. 1 WpHG genannten Börsenpreise. Wenngleich viele Investoren der historischen Kursentwicklung natürlich Augenmerk schenken, haben die in der Vergangenheit festgestellten Preise für die aktuelle Investitionsentscheidung tendenziell nur untergeordnete Bedeutung. Denn durch eine sich überschlagende Nachrichtenlage können festgestellte Preise durch das

565 Vgl. etwa die regelmäßig aktualisierte „Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse" mit detaillierten Bestimmungen zu unterschiedlichen Handelsmodellen (§§ 66 ff.) und zur jeweiligen Preisermittlung (§§ 87 ff.). Eine ausführlichere Beschreibung verschiedener Handelsmodelle findet sich bei *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 196 f.

566 *Kumpan/Müller-Lankow*, WM 2017, 1777 ff.; *Michel*, BaFin Journal Januar 2019, 25, 27 f.; *Müller-Lankow*, Market-Making. Eine aufsichtsrechtliche Analyse des Market-Makings im Rahmen multilateraler und bilateraler Systeme, 2018, S. 88.

567 Beispiel aus dem Wirtschaftsteil der Frankfurter Allgemeinen Zeitung v. 25.2.2021 anhand der GameStop-Aktie: „Nach seinem spektakulären Höhenrausch Ende Januar fiel der Preis von in der Spitze knapp 340 Dollar bis Mitte Februar auf 40 Dollar. Am Mittwochabend aber explodierte er ohne unmittelbar erkennbaren Anlass wieder und stieg um mehr als 100 Prozent. Am Donnerstag setzte sich die Rally mit Kursen von mehr als 130 Dollar fort."

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aktuelle Börsengeschehen und das momentane Verhältnis von Angebot und Nachfrage schon nach wenigen Augenblicken wieder überholt sein.

Ein erfahrener Anleger, der sich im Moment seiner Investitionsentscheidung einen Überblick über den aktuellen Börsenkurs verschaffen möchte, wird deshalb nicht in erster Linie auf die historischen Kurse (d. h. auf die gem. § 24 BörsG festgestellten Preise) achten. Stattdessen wird er sein Augenmerk in der Regel auf die aktuelle Spanne zwischen dem höchsten Kaufangebot (sog. Geldkurs, engl. *bid*) und dem niedrigsten Verkaufsangebot (sog. Briefkurs, engl. *ask*) richten. Die aktuellen Geld- und Briefkurse (*bid-ask*) können Anleger zahlreichen Quellen entnehmen. Professionelle Händler greifen meist auf kostenpflichtige Dienste spezialisierter Agenturen[568] zurück, über die sie einen vollständigen Einblick in das „Orderbuch" haben. Kleinanleger können demgegenüber öffentlich zugängliche Internetportale nutzen, in denen allerdings häufig nur die preislich jeweils besten Kauf- und Verkaufsorders angezeigt werden,[569] nicht jedoch die dazugehörige Menge und auch nicht die sog. Orderbuchtiefe, d. h. die weiteren Orders im Orderbuch. An vielen neuartigen Handelsplätzen, namentlich an dem unter Privatanlegern äußerst beliebten Handelsplatz Tradegate, ist für die Anleger lediglich der vom Market-Maker angebotene Geld- und Briefkurs sichtbar.

Den Unterschied bzw. die Spanne (*spread*) zwischen dem jeweils besten verbindlichen Geldkurs und dem Briefkurs bezeichnet man auch als Geld-Brief-Spanne (*bid-ask-spread*). Sie ist in der Praxis einer der wichtigsten Entscheidungsparameter für Investoren[570] und gilt auch in der Theorie

568 Marktführer sind die Nachrichtenagenturen Bloomberg und Thomson Reuters. Die Gebühren für einen einzelnen Benutzerzugang können sich auf weit mehr als zehntausend Euro jährlich belaufen.

569 In den meisten Internetportalen werden kostenlose Brief- und Geldkurse meist nur mit einer (in der Regel viertelstündigen) Verzögerung angezeigt. In der Börsenpraxis können dies „Welten" sein. Eine Ausnahme ist die Stuttgarter Börse, die für die dort gehandelten Wertpapiere kostenlose Informationen in Echtzeit (sog. real-time-Kurse) zur Verfügung stellt.

570 Dabei ist zu beachten, dass es neben den sichtbaren Geld- und Briefkursen, die allesamt auf sog. limitierten Orders beruhen, wonach (insb. zur Risikobegrenzung) der Kauf oder Verkauf nur bis zum festgelegten Limit möglich ist, noch zahlreiche professionelle Marktteilnehmer gibt, die den Markt ständig beobachten, um ggf. spontane und unlimitierte „Market Orders" zu erteilen. Der Unterschied ist anschaulich beschrieben im Standardwerk von *Harris*, Trading and Exchanges, 2003, S. 297: "The bid/ask spread is the price impatient traders pay for immediacy. Impatient traders buy at the ask price and sell at the bid price. The spread is the compensation dealers and limit order traders receive for offering immediacy. The spread is the most important factor that traders

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

als zentrale Bezugsgröße für die Funktionsfähigkeit von Wertpapiermärkten.[571] Je niedriger die Spanne, desto einheitlicher ist die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Werts eines Wertpapiers. Je mehr Marktteilnehmer eine Aktie kaufen oder verkaufen wollen, desto „enger" wird aufgrund der zahlreichen Verkaufs- und Kaufangebote die Geld-Brief-Spanne. Die Geld-Brief-Spanne wird mithin vielfach als zentraler Gradmesser für die Liquidität von Aktien angesehen.[572] Ungeachtet ihrer überragenden Bedeutung für erfahrene Anleger ist freilich darauf hinzuweisen, dass es sich bei der Geld-Brief-Spanne (dem *Spread*) gerade nicht um den Börsenpreis i. S. v. § 24 Abs. 1 S. 1 BörsG handelt. Vielmehr sind Börsenpreise nur die festgestellten (historischen) Preise.[573]

2. Konkretisierung der Einwirkungsvoraussetzungen durch Literatur und Rechtsprechung

Das Merkmal der „Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis" hat eine verhältnismäßig lange gesetzgeberische Tradition. Die „Einwirkung" war

---

consider when they decide whether to submit limit orders or market orders. When the spread is wide, immediacy is expensive, market order executions are costly, and limit order submission strategies are attractive. When the spread is narrow, immediacy is cheap, and market order strategies are attractive."

571 *Wolff*, Eine Intermarket-Analyse der Komponenten der Geld-Brief-Spanne, 2003, S. 5; eine Literaturübersicht der verschiedenen theoretischen Modelle und Deutungsmuster findet sich dort auf S. 52 ff.

572 Auch in der hier schon (in Fn. 291) zitierten Analyse von *Christensen/Hail/Leuz*, The Review of Financial Studies, 2016, 2885, 2887 war der Bid-Ask-Spread eine wichtige Bezugsgröße für die Messung von Marktliquidität; vgl. aus der aktuellen betriebswirtschaftlichen Forschung auch die Mannheimer Dissertation von *Johann*, Essays in Empirical Market Microstructure, 2019, S. 9: "The most widely used measures of liquidity are quoted and effective bid-ask spreads."

573 So bereits RG, Urt. d. I. Zivilsenats v. 23.1.1895 – Rev. I 345/94, RGZ 34, 117, 121 f.: „Nun pflegen aber an den Börsenplätzen nicht immer und namentlich nicht ausschließlich die wirklich erlangten (‚bezahlten') Durchschnittspreise notiert zu werden, sondern daneben oder ausschließlich die Durchschnitts- oder die höchsten und niedrigsten Sätze von Angebot und Nachfrage (‚Brief' und ‚Geld'). […] Diese Notierung bedeutet, dass für die Ware nur Nachfrage vorhanden war, und daß der Nachfragende selbst zu seinem höchsten (notierten) Gebote die Ware nicht erhalten hat. […] Es kann deshalb für diese Börsentage von einem Börsenpreise nicht die Rede sein."; ebenso BGH, Urt. v. 3.7.1990 – XI ZR 68/89 Rz. 13 (juris) sowie BGH, Urt. v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80, 88 (Rz. 19).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bereits vor der Reichsgründung in einigen deutschen Partikularstaaten Bestandteil handelsrechtlicher Strafbestimmungen und fand sich seit dem 1884 erfolgten Inkrafttreten von Art. 249d ADHGB ungeachtet mehrfacher Gesetzesänderungen ununterbrochen im jeweiligen Wortlaut der verschiedenen Normfassungen wieder.[574] Da die Einwirkung in all dieser Zeit Teil des subjektiven Tatbestands war, kreiste die Diskussion hinsichtlich ihrer Voraussetzungen jedoch eher um die Frage des erforderlichen Vorsatzgrades[575] als darum, was die Einwirkung inhaltlich charakterisierte. Dementsprechend findet sich zu den materiellen Anforderungen an das Merkmal der Einwirkung in damaligen Darstellungen nur wenig.[576] Meist hatte es sein Bewenden mit der Feststellung, dass die Einwirkung nicht auf den Preis bestimmter Waren oder Wertpapiere gerichtet sein musste, sondern es genügte, wenn an der Börse oder auf dem Markt im Allgemeinen eine (un-)günstige Stimmung hervorgerufen werden sollte.[577]

Nach Inkrafttreten von § 38 WpHG Abs. 1 Nr. 4 WpHG a. F. bestand aufgrund der systematischen Umbettung der Einwirkung in den objektiven Tatbestand ein stärkeres Bedürfnis für eine nähere inhaltliche Konkretisierung. Als Einwirkung wurde anfangs „jede Art von Einflussnahme" verstanden, die „in jeder Kursrichtung stattfinden [könne], d. h. ‚nach oben', ‚nach unten', aber auch ‚zur Seite'."[578] Nach einem Teil der Literatur sollte sich die Auslegung des Einwirkungsbegriffs an den Grundsätzen orientieren, die zu verschiedenen Tatbeständen des Kernstrafrechts entwickelt wurden, in denen das Merkmal des Einwirkens ebenfalls Verwendung fand.[579]

Demgegenüber plädierte *Vogel* für eine Anlehnung an das Merkmal der Kursbeeinflussung, welches im 1994 eingeführten Insiderrecht (§§ 13, 15 WpHG a. F.) bereits Verwendung fand. Eine Preiswirkung sollte danach „das (künstliche, d. h. gegen den Markttrend erfolgende) Erhöhen oder Erniedrigen, aber auch das (künstliche) Stabilisieren des Preises" erfassen.[580]

---

574 Vgl. zur geschichtlichen Entwicklung oben bei Fn. 124.

575 Vgl. die ausführliche Darstellung des Meinungsstands im Urteil des LG München I, Urt. v. 8.4.2003 – 4 KLs 305 Js 52373/00 unter D.I.1.c, wistra 2003, 436 f.

576 Vgl. aber die Nachweise bei *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 2000, S. 158.

577 Vgl. *Möhrenschlager*, wistra 1983, 17, 19; *Scheu*, Das Börsenstrafrecht und seine Reform, 1974, S. 19 mit weiteren Nachweisen aus dem älteren Schrifttum.

578 *Sorgenfrei*, wistra 2002, 321, 326 ff., 329.

579 Ebd., 326 m. w. N.

580 Vgl. erstmals *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 3. Aufl. 2003, § 20a WpHG Rz. 72 und Rz. 79 f. Ganz ähnlich (ohne Hinweis

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Aus dem Umkehrschluss zu den Insidervorschriften der §§ 13 und 15 WpHG, nach denen die Eignung der Kursbeeinflussung „erheblich" sein musste, folgte nach *Vogel* allerdings, dass die Preiseinwirkung bei der Marktmanipulation keine derartige Erheblichkeitsschwelle voraussetzt.[581] Der dadurch bedingten „Gefahr, dass das Erfordernis der Preiseinwirkung jede Begrenzungsfunktion verliert und die Gefährlichkeit des Verhaltens so weit absinkt, dass die Straf- bzw. Bußgelddrohung verfassungsrechtlich fragwürdig wird (Schuldangemessenheit und Verhältnismäßigkeit von Strafe und Geldbuße)", sollte nach *Vogel* durch eine Ausnahme von „völlig unerhebliche[n], bagatellhafte[n] Preisbeeinflussungen" im Wege der teleologischen Reduktion begegnet werden.[582]

In seinem Ende 2003 verkündeten Scalping-Urteil hatte der Bundesgerichtshof noch keinen Anlass, zu den materiellen Anforderungen an die Preiseinwirkung in grundsätzlicher Hinsicht Stellung zu beziehen. Dies erklärt sich möglicherweise auch dadurch, dass nach den landgerichtlichen Feststellungen keine größeren Zweifel daran bestanden haben dürften, dass auf die in Rede stehenden Aktienempfehlungen jeweils sichtbare Kurssteigerungen folgten. Stattdessen wies der Bundesgerichtshof in seinen „Segelanweisungen" für die neue Hauptverhandlung darauf hin, dass sich eine Kurseinwirkung hinreichend belegen lasse durch „Vergleiche von bisherigem Kursverlauf und Umsatz, die Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Papiers am konkreten Tag sowie die Ordergröße". Eine Befragung der Marktteilnehmer sei demgegenüber nicht veranlasst.[583] Mit diesen Klarstellungen dürfte der Bundesgerichtshof auf erste pessimistische Bewertungen des neuen Straftatbestands durch das Schrifttum und die Rechtsprechung reagiert haben, in denen erhebliche Nachweisschwierigkeiten prognostiziert wurden.[584] Dies zeigt sich auch durch die Bemerkung, dass an die Beurteilung der Kurseinwirkung „keine überspannten

---

auf *Vogel*) die Dissertation von *Arlt*, Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation, 2004, S. 187: „zum Steigen oder Fallen gebracht [oder] … auf demselben Niveau hält".

581 *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 3. Aufl. 2003, § 20a WpHG Rz. 72.

582 Ebd.

583 BGH, Urt. v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 384; ebenso Beschl. v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105, 117 (Rz. 42); Beschl. v. 25.7.2018 – 2 StR 353/16, Rz. 17 (juris).

584 Vgl. etwa *Park*, BB 2003, 1513, 1514 („außerordentlich schwierig"); *Tripmaker*, wistra 2002, 288, 292 („kaum zu beantworten"); LG München I, Urt. v. 8.4.2003 – 4 KLs 305 Js 52373/00, wistra 2003, 436, 438 („erfordert […] die einzelnen Anleger zu ermitteln und nach ihrer Motivation bei dem Erwerb der jeweiligen

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Anforderungen gestellt werden [dürfen], weil der Tatbestand des § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG ansonsten weitgehend leerliefe."[585]

In der Folge kam es zu einer gewissen Konsolidierung, sodass *Schönwälder* in seiner 2011 veröffentlichten Dissertation unter umfangreichen Quellenanalysen konstatierte, dass eine Preiseinwirkung „nach ganz herrschender Ansicht […] erst dann" vorliegt, wenn „sich der Marktpreis entsprechend der durch das Täterverhalten bestimmten Richtung gegen den Markttrend erhöht, erniedrigt oder stabilisiert".[586] Da der Wortlaut insoweit keinerlei Einschränkung vornehme, sei eine Erheblichkeitsschwelle weder vom Tatbestand vorausgesetzt noch sei mit Blick auf das geschützte kollektive Rechtsgut der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts eine teleologische Reduktion angezeigt. Geringfügige Einwirkungen könnten deshalb lediglich auf der Ebene der Strafzumessung oder strafprozessual auf der Ebene des § 153a StPO zu berücksichtigen sein.[587]

Etwa zur gleichen Zeit unterzog *Kudlich* die bis dahin „noch nicht vertieft behandelt[en]" Anforderungen an den Einwirkungserfolg bei der handelsgestützten Marktmanipulation einer genaueren Untersuchung.[588] *Kudlich* illustrierte seine Untersuchung anhand von Wash-Sales und Matched-Orders, „in denen die Manipulation gerade in der Durchführung eines Geschäftes besteht, das zu einem bestimmten Kurs abgeschlossen wird".[589] Sofern die „Aufträge unmittelbar gegeneinander ausgeführt werden und eine entsprechende Preisfeststellung gerade zu dem Kurs erfolgt, der dem abgesprochenen Geschäft ‚entspricht' [werde] unmittelbar durch das manipulative Handeln eine Preisfeststellung hervorgerufen, so dass auf den ersten Blick damit die Einwirkung auf den Börsenpreis erfolgt zu sein scheint."[590]

Diesem scheinbaren Ergebnis hielt *Kudlich* entgegen, dass sich ein Geschehen, welches „insgesamt als Straftat bewertet werden soll, nicht allein

---

Aktien zu forschen", „Tatnachweis aber erheblich erschwert"). Ebenso noch *Arlt*, Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation, 2004, S. 404 ff.

585 BGH, Urt. v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 384. Zu dieser Erwägung kritisch *Trüstedt*, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen, 2004, S. 126 (Fn. 413).

586 *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 198.

587 Ebd., S. 199.

588 *Kudlich*, wistra 2011, 361, 363. Vgl. zum Einwirkungserfolg speziell bei der handelsgestützten Marktmanipulation auch *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 217 f.

589 *Kudlich*, wistra 2011, 361, 362.

590 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

in den Verhaltensweisen erschöpfen darf, die als solche auch gerade erst die Ordnungswidrigkeit begründen." Erforderlich sei deshalb ein Erfolg, „der über die Durchführung des abgesprochenen Geschäftes zu einem bestimmten Kurs hinausgeht."[591] Dies setze voraus, dass (unbeteiligte) Dritte nach dieser Kursfeststellung weitere Geschäfte tätigen, bei denen die Kurse kausal auf dem durch das manipulative Geschäft hervorgerufenen Niveau beruhen.[592]

Beinahe zeitgleich traf das Oberlandesgericht Stuttgart eine hier schon mehrfach erwähnte Entscheidung[593] zu den Anforderungen an den Einwirkungserfolg bei der handelsgestützten Marktmanipulation in Form von Wash-Sales. Die Tatsache, dass das Oberlandesgericht die beachtliche Argumentation *Kudlichs* nicht berücksichtigte und im Ergebnis genau entgegengesetzt entschied, war offenbar einer zeitlichen Koinzidenz geschuldet.[594] In dem zugrundeliegenden Sachverhalt wollte der Angeklagte (lediglich) eingetretene Buchverluste zur steuerlichen Geltendmachung realisieren.[595] Hierzu gab er nahezu zeitgleich mehrere aufeinander abgestimmte, d. h. spiegelbildlich deckungsgleiche limitierte Kauf- und Verkaufsorders für verschiedene Aktienwerte ab, wobei er abwechselnd für das eine Depot als Käufer und das andere als Verkäufer der Aktien handelte. Die Orders des Angeklagten kamen jeweils mit den von ihm angegebenen Limitpreisen zur Ausführung und führten so zu entsprechenden Kursfeststellungen. Eine Besonderheit des Falles bestand darin, dass eine Beeinflussung des späteren Kursverlaufs der Aktien durch die Auftragsausführungen nicht feststellbar war und auch die weitere Entwicklung der Aktienpreise den marktüblichen Bewegungen entsprach. Im Unterschied zu anderen Manipulationsmustern erfolgte kein künstliches „Pushen" oder „Drücken" des Kurses. Vielmehr erfolgten die Kursfeststellungen zu marktüblichen Preisen.

Das Amtsgericht Stuttgart als Ausgangsinstanz sah durch das Verhalten des Angeklagten zwar das Verbot der Marktmanipulation gem. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG a. F. verletzt. Es vermochte aber keine tatsächliche Einwirkung auf den Börsenpreis zu erkennen und ahndete das Verhalten

591 *Kudlich*, wistra 2011, 361, 363.

592 Ebd., 364; zustimmend *Hohn,* in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 137.

593 OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11 (juris).

594 Die Entscheidung des Oberlandesgerichts datiert vom 4.10.2011, der Beitrag von *Kudlich* erschien in Heft 10 der wistra vom 15.10.2011.

595 Vgl. zu den zugrundeliegenden steuerlichen Motivationen bereits oben vor Fn. 493.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

des Angeklagten deshalb lediglich als Ordnungswidrigkeit gem. § 39 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a. F. Eine Einwirkung auf den Börsenpreis könne „nicht schon dann – wie von der Staatsanwaltschaft vertreten – angenommen werden, wenn es aufgrund der jeweiligen Ausführung der Orders zu einer Kursneufeststellung gekommen ist und es ohne die Orders zu dieser Zeit nicht zu einer neuen Kursfeststellung gekommen wäre." Denn eine solche Auslegung, so das Amtsgericht weiter, „würde zu erheblichen Wertungswidersprüchen führen und wäre mit dem Wortlaut und dem Gesamtsystem" der §§ 20a, 38, 39 WpHG „gänzlich unvereinbar."[596]

Das Oberlandesgericht widersprach diesem Normverständnis des Amtsgerichts ausdrücklich. Zwar sah es sich angesichts der unvollständigen amtsgerichtlichen Feststellungen nicht zu einer eigenen Überprüfung der Verwirklichung des Straftatbestands imstande. Allerdings schien dem Oberlandesgericht nach den Feststellungen „nicht völlig fernliegend", dass der Angeklagte „durch Abgabe von wechselseitig übereinstimmenden Kauf- und Verkaufsangeboten, die sich wegen der identischen Limitangaben ausführbar gegenüberstanden und einen erheblichen Anteil am Tagesumsatz der jeweiligen Aktie hatten, auf den Preis der Aktien eingewirkt hat."[597] Eine tatbestandsmäßige Handlung komme nicht erst mit der Vornahme eines Geschäfts in Betracht, sondern könne bereits in der Abgabe von abgestimmten Kauf- und Verkaufsorders liegen. Eine „daraus resultierende Kursfestsetzung, also die Bestimmung des Börsenpreises eines Wertpapiers, kann – unter Feststellung der Kausalität nach den oben genannten Kriterien – eine Preiseinwirkung darstellen." In dieser Fallgestaltung komme es nicht darauf an, „ob die Kursfestsetzung der Geschäftsdurchführung vorangeht oder – wovon das Amtsgericht ausgeht – die Folge der Durchführung eines Wertpapiergeschäftes ist".[598] Die vom Amtsgericht geäußerte Befürchtung eines Leerlaufens des Ordnungswidrigkeitstatbestands greife aufgrund der Besonderheiten des Einzelfalls nicht. Das Amtsgericht verkenne, „dass in Fällen mit liquide gehandelten Wertpapieren oder bei Aufträgen mit geringeren Aktienvolumina eine Preiseinwirkung nicht zwingend vorliegen muss und es dann bei einer bloßen Eignung im Sinne des Ordnungswidrigkeitstatbestands verbleibt."[599]

---

596 AG Stuttgart, Urt. v. 28.10.2010 – 35 Cs 151 Js 36956/09, S. 11 (unveröffentlicht).
597 OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11, Rz. 26 (juris).
598 Ebd.
599 Ebd., Rz. 28.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Im Ausgangspunkt bestätigte das Oberlandesgericht Stuttgart unter ausdrücklicher Bezugnahme auf *Vogel* die Definition der Preiseinwirkung. Erforderlich sei „ein künstliches, das heißt gegen die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse am Markt (‚Markttrend') erfolgendes Erhöhen, Erniedrigen oder auch nur Stabilisieren". Eine Preisänderung sei hingegen „nicht zwingend erforderlich".[600] Maßgeblich sei demnach, „dass die manipulative Handlung des Täters kausal ist für den fraglichen Preis eines Finanzinstrumentes".[601]

Das Oberlandesgericht bemerkte außerdem, dass das Gesetz keine Festlegung enthalte, welchen Preis „aus der Vielzahl von Börsen- oder Marktpreisen, die für ein Finanzinstrument erzielt werden", der Täter herbeiführen muss. Es genüge deshalb irgendein Börsen- oder Marktpreis, wenn er nur durch das Verhalten des Täters verursacht worden ist. Werde ein Finanzinstrument an verschiedenen Börsen oder Märkten gehandelt, so sei jeder einzelne der dort ermittelten Preise ein tauglicher Erfolg.[602] Insbesondere bedürfe es keiner Einwirkung auf den Schlusskurs, sondern es genüge die Einwirkung auf irgendeinen festgestellten Preis im laufenden Handel. Auch sei eine dauerhafte Beeinflussung des weiteren Kursverlaufs nach einer bereits erfolgten Einwirkung nicht erforderlich[603] und müsse die Einwirkung nach dem Gesetzeswortlaut nicht erheblich sein. Im Übrigen liege ein Bagatellfall nicht allein schon deswegen vor, weil es sich um Aktien mit geringem Stückpreis handelt und die mögliche Preiseinwirkung in absoluten Zahlen lediglich kleinere Differenzbeträge ausmacht.[604] Rechtsfehlerhaft sei schließlich die Annahme, dass die Manipulationshandlungen eine Auswirkung auf den weiteren Kursverlauf haben müssten. Auch die weitere Entwicklung des Kursverlaufs im marktüblichen Bereich spreche „nicht von vorne herein gegen eine tatsächliche Einwirkung, weil […] je nach Fallgestaltung die Einwirkung auf einen (Einzel-) Preis im Laufe des fortlaufenden Handels ausreichend sein kann."[605]

600 OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11, Rz. 21 (juris). So schon wörtlich die Kommentierung von *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 4. Aufl. 2006, § 38 WpHG Rz. 21.
601 OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11, Rz. 21 (juris).
602 Zur Kritik hieran vgl. unten S. 197 ff.
603 OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11, Rz. 23 (juris).
604 Ebd., Rz. 24.
605 Ebd., Rz. 27.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Diese von der Literatur tendenziell zustimmend aufgenommene[606] Entscheidung erlangte für die weitere Verfolgungspraxis maßgebliche Bedeutung. Der Bundesgerichtshof schloss sich ihr schon bei nächster Gelegenheit ausdrücklich an,[607] wobei er sich näher mit den Anforderungen an das Zustandekommen von Börsenpreisen gem. § 24 BörsG auseinandersetzte. Da die Preisfindung in elektronischen Handelssystemen „nur noch Protokollierung eines realen Transaktionspreises" sei, der „jedes gestaltende oder gar regelnde Moment" fehle, umfasse diese Definition auch Börsenpreise, die ihrerseits manipuliert seien.[608] Deshalb sei lediglich auf den Börsenpreis „im formellen Sinne, nicht aber darauf abzustellen, ob die inhaltlichen Anforderungen gemäß § 24 Abs. 2 BörsG erfüllt sind". Andernfalls sei zu befürchten, dass „besonders hartnäckig manipulierende Täter, die unter Umständen mehrere abgesprochene Geschäfte hintereinander tätigen, allenfalls für die erste Transaktion strafrechtlich belangt werden" könnten.[609] Der Einwirkungserfolg setze auch nicht voraus, dass „durch Dritte weitere Geschäfte getätigt wurden, bei denen die Preise kausal gerade auf dem durch die manipulativen Geschäfte hervorgerufenen Kursniveau beruhen." Es genüge, wenn aus der Vielzahl von Börsen- und Marktpreisen, die für ein Finanzinstrument erzielt werden, „auf irgendeinen Börsen- oder Marktpreis, demnach auch auf irgendeinen festgestellten Preis im laufenden Handel, der nicht notwendigerweise der Schlusskurs sein muss", eingewirkt werde. Dabei sei die Beeinflussung des weiteren Kursverlaufs nach einer bereits eingetretenen Beeinflussung ebenfalls nicht erforderlich.[610]

Diese Grundsätze wurden in den darauffolgenden Jahren vor allem mit Rücksicht auf die Fragen tatrichterlicher Überzeugungsbildung bei der Feststellung einer Preiseinwirkung näher konkretisiert. Hierbei gehe es „weder um die Anerkennung eines auf der Wahrscheinlichkeit eines

606 Vgl. *Gehrmann*, WM 2016, 542, 546, der allerdings darauf hinweist, dass Fallgestaltungen „mit extrem marktengen Papieren" zu entscheiden waren, in denen die Orders zu einem Kurs eingestellt wurden, der weit entfernt von dem „natürlichen" Kursniveau lag und außerdem in Fn. 48 die berechtigte rechtspolitische Frage aufwirft, ob Manipulationshandlungen, die lediglich zu einem einmaligen Kursausbruch führen, tatsächlich eine Gefährlichkeit aufweisen, die nach einer strafrechtlichen Reaktion verlangt; *Woodtli*, NZWiSt 2012, 51 ff.; ablehnend *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 137.

607 BGH, Urt. v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80, 87 (Rz. 18).

608 Ebd., 89 (Rz. 23).

609 Ebd.

610 Ebd., 90 f. (Rz. 24); ebenso Beschl. v. 4.11.2020 – 2 StR 32/20, Rz. 6 (juris).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

typischen Geschehensablaufs beruhenden Anscheinsbeweises […] noch um eine Feststellung ‚Pi mal Daumen' […]."[611] Rechtsfehlerfreie richterliche Überzeugung erfordere subjektive Gewissheit auf hinreichender Tatsachengrundlage, wobei die vom Tatgericht gezogenen Schlüsse möglich, jedoch nicht schlechterdings zwingend sein müssten. Deshalb bestehe auch in dem Bereich des Wertpapierhandels weiterhin „kein Anlass, zugunsten des Angeklagten Sachverhaltsvarianten zu unterstellen, für die es keinerlei Anhaltspunkte gibt."[612] Vielmehr seien „Vergleiche von bisherigem Kursverlauf und Umsatz, die Kurs- und Umsatzentwicklung der betreffenden Aktie vor und nach der manipulativen Handlung sowie die vorgenommenen Ordergrößen als Indizien" darzustellen und zu würdigen, um eine tatsächliche Kurseinwirkung hinreichend zu belegen.[613] In seiner bislang letzten Entscheidung hielt der Bundesgerichtshof an der bisherigen Rechtsprechung zum Einwirkungserfolg und zu den erforderlichen tatrichterlichen Feststellungen ausdrücklich fest.[614]

3. Isolierte Betrachtung einzelner Handelsplätze?

Lange Zeit war der Börsenhandel durch unterschiedliche Preisniveaus zwischen den verschiedenen Börsen geprägt.[615] In der Ära von Postkutschen dauerte die Nachrichtenübermittlung Tage oder Wochen, und auch noch lange nach der Erfindung von Telegraphie, Ticker[616] und Telefon

611 BGH, Beschl. v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, WM 2016, 1022, 1024.
612 BGH, Beschl. v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, WM 2016, 1022, 1024.
613 BGH, Beschl. v. 25.7.2018 – 2 StR 353/16, Rz. 17 (juris).
614 BGH, Beschl. v. 4.11.2020 – 2 StR 32/20, Rz. 6 (juris) = wistra 2021, 158.
615 *De la Vega* hat dieses Phänomen schon in der ersten bekannten Darstellung des Börsenwesens wie folgt beschrieben: «valiendo ordinariamente las [Acciones] de Zelanda 150 por ciento menos que las nuestras, 80 las de Incusa, 75 las de Orne, 30 las de Roterdam, y 70 las de Delef.» (Normalerweise sind die Aktien von Zeeland 150 Prozent weniger wert als unsere, 80 Prozent mehr als die von Enkhuizen, 75 Prozent mehr als die von Hoorn, 30 Prozent mehr als die von Rotterdam und 70 Prozent mehr als die von Delft.), *de la Vega*, Confusion de Confusiones, 1688, S. 94.
616 Der Ticker beruht auf der Erfindung von Edward Calahan, eines ehemaligen Chief Operators der Western Union Telegraphengesellschaft. Aufgrund seiner Erfindung liefen die Namen und Kurse der Gesellschaften abgekürzt auf dünnen Endlospapierrollen über den „Ticker", der seinen Namen den tickenden Geräuschen verdankt. An den charakteristischen Abkürzungen der Unternehmen hat sich bis heute wenig geändert. Zur Person Calahans vgl. den kurzen Nachruf in der New York Times v. 13.9.1912, S. 9.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

waren die Kurse nicht öffentlich einsehbar. Dementsprechend entwickelte sich eine eigene Gruppe von Händlern, die darauf spezialisiert war, die unterschiedlichen Preisniveaus der einzelnen Handelsplätze durch sog. Arbitragegeschäfte zu nutzen. Im Zuge der rasanten weltweiten Vernetzung durch die moderne Nachrichtentechnik haben sich diese Unterschiede in weiten Teilen aufgelöst. Heute können alle möglichen Informationen über Kontinente und Landesgrenzen hinweg in Echtzeit über den gesamten Globus übertragen werden. Auf der neuen Informationstechnik aufbauende Hochfrequenzhandelsmodelle stellen die Börsen heute vor Herausforderungen ganz eigener Art.[617]

Vor diesem Hintergrund ist die Annahme, dass es bei der Bestimmung des Einwirkungserfolgs nur auf die Verhältnisse an dem jeweiligen Börsenplatz ankomme,[618] nicht nur durch die tatsächlichen Verhältnisse an den Börsen überholt. Auch im Börsengesetz wurde der „digitalen Revolution" bereits vor mehreren Jahren Rechnung getragen: Im früheren Präsenzhandel war für die Preisfeststellung nur auf die Geschäftslage der einzelnen Börse abzustellen.[619] Diese frühere Rechtslage war durch die zunehmende Automatisierung des Börsenhandels nicht mehr zeitgemäß. Deshalb sollte die Preisfeststellung durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz den

617 Zu marktmissbräuchlichen Strategien im Hochfrequenzhandel vgl. den gleichnamigen Aufsatz von *Kasiske*, WM 2014, 1933 ff.

618 In diese Richtung interpretieren lässt sich OLG Stuttgart, Urt. v. 4.10.2011 – 2 Ss 65/11, Rz. 23 (juris). Ein jüngeres Anschauungsbeispiel ist die hier schon mehrfach erwähnte Anklage der Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main betreffend einen Wash-Sale an der Börse Stuttgart. Von dem in Rede stehenden Wertpapier wurden an dem fraglichen Tag der vorgeworfenen Tat an unterschiedlichen Handelsplätzen (Frankfurt, Stuttgart, Tradegate und Xetra) insgesamt fast 40.000 Stücke gehandelt. Die von dem Angeklagten an der Börse Stuttgart getätigte Transaktion über 2.000 Stücke hatte an diesen Gesamtumsätzen lediglich einen Anteil von etwas über 5 Prozent. Nach der Logik der Anklageschrift sollten diese weiteren Umsätze an den übrigen deutschen Handelsplätzen für die Bestimmung des Preiseinwirkungserfolgs jedoch keine Bedeutung haben, sondern sollten „allein die konkreten Verhältnisse an der Börse Stuttgart relevant" sein. Im Urteil (siehe Anhang 2) spielte diese Frage keine Rolle mehr, weil das Gericht keinen Vorsatz, sondern nur auf Leichtfertigkeit erkannte.

619 Vgl. § 29 Abs. 3 BörsG nach der Fassung des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes vom 26.7.1994 (BGBl. I, 1749, 1766): Als Börsenpreis ist derjenige Preis amtlich festzustellen, welcher der wirklichen Geschäftslage des Handels an der Börse entspricht. Der Kursmakler hat alle zum Zeitpunkt der Feststellung vorliegenden Aufträge bei ihrer Ausführung unter Beachtung der an der Börse bestehenden besonderen Regelungen gleichzubehandeln.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wirtschaftlichen Realitäten angepasst werden.[620] Infolge dieser Reform des Börsenrechts wurde in § 24 Abs. 2 S. 3 BörsG die Möglichkeit anerkannt, bei der Ermittlung des Börsenpreises auch andere sog. „Referenzmärkte" zu berücksichtigen.[621] Seitdem können Preise dieser Referenzmärkte als Referenzpreise „importiert" werden. Dem liegt die „Erwägung zugrunde, dass insbesondere an den Regionalbörsen und in ausländischen Wertpapieren die Liquidität oftmals so gering ist, dass eine allein aufgrund der jeweils bestehenden Auftragslage vor Ort erfolgende Preisermittlung eher zufällig wirken würde, weil es zu erheblichen Preisabweichungen vom Markt mit der größten Liquidität kommen kann."[622] Dementsprechend ist bei der Ermittlung einer Preiseinwirkung die isolierte Betrachtung einzelner (deutscher) Börsenplätze wirtschaftlich und normativ nicht mehr zeitgemäß.[623]

Bedeutung muss dies insbesondere bei der Feststellung von Preiseinwirkungen im Zusammenhang mit Wash-Sales haben. Nicht zuletzt aufgrund der Programmierung der Überwachungsalgorithmen führen Wash-Sales insbesondere dann zu einer Verdachtsmeldung, wenn an dem betreffenden Tag auf dem jeweiligen Börsenplatz keine weiteren Transaktionen in dem Papier stattgefunden haben. Im Handel von kleineren Nebenwerten (nicht zu verwechseln mit spekulativen Pennystocks) kann dies auf Regio-

620 Stellungnahme des Bundesrats, BT-Drs. 14/8017, S. 152: „Der Marktlage entsprechende Börsenpreise setzen jedoch voraus, dass sich die Preisermittlung in ausreichendem Maße an der vorhandenen Marktlage orientieren kann. Dazu muss gesetzlich sichergestellt werden, dass auch Referenzpreise anderer Börsen und außerbörslicher Handelssysteme bei der Preisermittlung berücksichtigt werden dürfen, wobei die außerbörslichen Handelssysteme einer am Anlegerschutz orientierten staatlichen oder vergleichbaren Aufsicht unterliegen müssen. Auf dieser Grundlage wird es möglich sein, die für die Ermittlung eines Börsenpreises vor allem bei marktengen Werten benötigte Liquidität von anderen Börsen und bestimmten außerbörslichen Handelssystemen zu ‚importieren' und rechnerisch zu einer Gesamtliquidität zusammenzuführen. Darüber hinaus trägt ein solcher ‚Preisimport' […] dazu bei, die Zersplitterung der Liquidität vor allem unter den deutschen Börsen und im Verhältnis der Börsen zu außerbörslichen Handelssystemen auszugleichen".

621 Vgl. § 24 Abs. 2 S. 3 BörsG: Bei der Ermittlung des Börsenpreises können auch Preise einer anderen Börse, eines organisierten Marktes mit Sitz im Ausland oder eines multilateralen Handelssystems im Sinne des § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 8 des Wertpapierhandelsgesetzes berücksichtigt werden.

622 *Kumpan*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 24 BörsG Rz. 34.

623 So seit der 7. Aufl. auch *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 75.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nalbörsen schnell der Fall sein. Bei der weiteren Prüfung des Sachverhalts sollte deshalb stärker berücksichtigt werden, ob an anderen Börsenplätzen (insb. XETRA) weitere Transaktionen zu vergleichbaren Preisen zu verzeichnen waren. Ist dies der Fall, hätte bei einer Gesamtmarktbetrachtung die Behauptung, dass durch die Transaktion an dem einzelnen Börsenplatz ein künstliches Kursniveau herbeigeführt worden sei, keine Grundlage mehr. In der Praxis der Marktmissbrauchsaufsicht wird dies allerdings noch nicht überall so gehandhabt.

4. Die Erosion des Einwirkungserfolgs bei der handelsgestützten Marktmanipulation

Bei den Anforderungen an den tatbestandlichen Preiseinwirkungserfolg zeigen sich im Bereich der handelsgestützten Marktmanipulation Tendenzen zu einer fortschreitenden Erosion. Paradigmatisch hierfür ist ein Normverständnis, nach dem schon jedes Mal dann, wenn es zu einer Preisfeststellung kommt, die von der Rechtsprechung herausgearbeiteten Einwirkungsmerkmale in Form der „Erhöhung, Absenkung oder Stabilisierung" erfüllt sein sollen und das Tatbestandsmerkmal des „Einwirkens" keines darüberhinausgehenden Nachweises mehr bedürfte.[624] Hiergegen wurde von *Pananis* zuletzt der berechtigte Einwand erhoben, dass dem erforderlichen Kausalitätsnachweis nicht schon durch den Umstand genügt wird, dass die Handelsaktivitäten überhaupt zu einer umsatzgetragenen Börsenpreisfeststellung führen: Entscheidend sei nicht die Feststellung eines umsatzgetragenen Börsenpreises, sondern die Feststellung, dass dieser Preis nicht den wirtschaftlichen Verhältnissen am Markt entspricht.[625]

Lehrbuchhaft zugespitzt wurde die Problematik der Preiseinwirkung in dem schon mehrfach erwähnten Strafverfahren, welches Anfang 2018 unter Geltung des neuen Marktmissbrauchsregimes aufgrund einer Strafanzeige der BaFin durch die Schwerpunktstaatsanwaltschaft für Wirtschaftsstrafsachen in Frankfurt am Main eingeleitet wurde. Dieses Verfahren hatte rein äußerlich die Besonderheit, dass es sich um den bundesweit

624 Hierauf lief – jedenfalls aus damaliger und heutiger Sicht des *Verfassers* – die Argumentation der Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main im Fall der nachfolgend geschilderten Verbrechensanklage hinaus. Vgl. auch *Waßmer*, in Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2022, § 119 WpHG Rz. 123.

625 So *Pananis* in MünchKomm-StGB, seit der 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 149; ähnlich *C. Schröder/Poller*, in Schröder (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, S. 255 (Rz. 543).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wohl ersten Fall gehandelt haben dürfte, in dem wegen der Tätigkeit des Beschuldigten für ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen Anklage wegen der neu eingeführten Verbrechensqualifikation erhoben wurde. Bei materieller Betrachtung wurde der Verbrechensvorwurf allerdings dadurch konterkariert, dass gemessen an den gängigen Maßstäben ein (gesteigertes) kriminelles Unrecht nicht ersichtlich war.

Der Anklage lag ein vergleichsweise geringes Gesamttransaktionsvolumen im Umfang von nur etwas mehr als 5.000 Euro zugrunde. Wie in solchen Fällen fast typisch, hatte der mit dem Verbrechensvorwurf konfrontierte Vermögensverwalter keine eigennützigen Motive verfolgt und aus der vorgeworfenen Tat keinen Profit geschlagen, sondern lediglich die steuerlichen Interessen seiner Kunden vor Augen.[626] Auch sonst war nicht ansatzweise ersichtlich, dass durch die vorgeworfene Tat irgendjemand einen Schaden erlitten hätte. Diese Gesamtumstände hätten vor dem 1. FiMaNoG wohl niemals zu einer Anklageerhebung geführt, sondern allenfalls zu einer Einstellung nach den Opportunitätsvorschriften der §§ 153 f. StPO. Es war allein den strafprozessual einschneidenden Folgen der neu eingeführten Verbrechensqualifikation geschuldet, dass das Verfahren ungeachtet seiner – auch von der Staatsanwaltschaft nicht in Abrede gestellten[627] – Geringfügigkeit nicht eingestellt werden konnte. So sah die Staatsanwaltschaft keine andere Möglichkeit zum Abschluss des Ermittlungsverfahrens, als Anklage zum Schöffengericht zu erheben.

Zur Vermeidung von Missverständnissen sei ausdrücklich klargestellt, dass der in Rede stehende Trend zur weiteren Nivellierung der Preiseinwirkung nicht schon in der äußerlichen Geringfügigkeit des vorgeworfenen Verhaltens und auch nicht in dem Missverhältnis zu dem mit dem Gerichtsverfahren verbundenen Aufwand gesehen wird. Die Erosionstendenz der Preiseinwirkung zeigt sich stattdessen darin, wie dieses Tatbestandsmerkmal nach der von der Anklage seinerzeit vertretenen Argumentation verwirklicht worden sein soll. Dem Verfahren lag eine Konstellation sog. Wash-Sales[628] zugrunde, in denen ein Vermögensverwalter für seine Kunden aus steuerlich motivierten Gründen Verluste aus dem Verkauf einer Aktienposition realisieren wollte. Zu diesem Zweck erteilte der Angeklagte am 1.12.2017 für das betroffene Kundendepot einen Verkaufsauftrag

626 Vgl. hierzu schon oben S. 167.

627 Die Anklage erfolgte in einem minder schweren Fall gem. § 38 Abs. 6 WpHG, was an der Einstufung als Verbrechen aber nichts änderte, vgl. § 12 Abs. 3 StGB.

628 Zu den dabei zu beobachtenden Besonderheiten vgl. im Einzelnen oben S. 162 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

über 2.000 Aktien eines bestimmten Emittenten zu einem Preis in Höhe von 2,53 Euro pro Aktie an der Börse Stuttgart. Diese limitierte Verkaufsorder wurde genau in der Mitte der zu diesem Zeitpunkt an der Börse Stuttgart zu beobachtenden Geld-Brief-Spanne platziert, die zu diesem Zeitpunkt bei 2,52 zu 2,54 Euro lag.[629] Da die Aktie Teil der langfristigen Anlagestrategie bleiben sollte, erteilte der Angeklagte etwas weniger als eine Minute später einen gegenläufigen Kaufauftrag mit gleicher Stückzahl, gleichem Preis pro Aktie und gleicher Vorgabe des Börsenplatzes. Beide Orders des Angeklagten wurden über die Depotbank an die Börse Stuttgart weitergeleitet, wo sie sich dann gegeneinander ausführbar gegenüberstanden und dementsprechend auch gegeneinander ausgeführt wurden, sodass der Angeklagte mit sich selbst gehandelt hatte.[630] Hierin sah die Staatsanwaltschaft (ebenso wie in der Folge das Schöffengericht und später auch das Landgericht) die Tathandlung einer Marktmanipulation verwirklicht.

Was die Frage des tatbestandsmäßigen Einwirkungserfolges angeht, wurde durch die gegenseitige Ausführung der beiden Orders an der Börse Stuttgart ein Preis von 2,53 Euro festgestellt. Hierbei handelte es sich an diesem Tag um die einzige Preisfeststellung. Diese Preisfeststellung sollte nach der Auffassung der Staatsanwaltschaft allen Anforderungen an einen tatbestandsmäßigen Einwirkungserfolg genügt haben. Die Staatsanwaltschaft sah sich in ihrer Auffassung nicht nur durch die Rechtsprechung des Oberlandesgerichts Stuttgart und des Bundesgerichtshofs bestärkt, sondern auch durch maßgebliche Stimmen in der Literatur. So hieß es in der Anklageschrift, dass der Straftatbestand nicht voraussetze, dass „sich der Preis des Finanzinstruments aufgrund des wash-sales verändert, also verringert oder erhöht hätte." Vielmehr trete der Einwirkungserfolg „schon dann ein, wenn – wie hier – die Ordererteilung überhaupt kausal für die Preisfeststellung war".[631] Zu berücksichtigen sei außerdem, dass es zur Bejahung des Taterfolgs „der Feststellung einer erheblichen Preiseinwirkung" ebenso wenig bedürfe wie „einer gewissen Dauer der Preiseinwirkung" und auch keine „Beeinflussung des weiteren Kursverlaufs" erforderlich sei. Schließlich seien „allein die konkreten Verhältnisse an der Börse Stuttgart

629 Es gab also verbindliche limitierte Kaufangebote für 2,52 Euro und verbindliche limitierte Verkaufsangebote für 2,54 Euro.

630 Warum es aufgrund der technischen Börsenusancen überhaupt zu einem derartigen Handel mit sich selbst kommen kann, wird oben auf S. 164 f. näher beschrieben.

631 Anklage der Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main v. 15.3.2018 – Az. 7521 Js 210950/18, S. 5.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

relevant“ und komme es nicht darauf an, welche Preise an anderen Börsen festgestellt wurden.[632]

Der von der Verteidigung im Zwischenverfahren beauftragte (hier bereits zitierte, vgl. oben S. 165) Sachverständige kam in seinem Gutachten „aus ökonomischer Sicht“ zu dem Ergebnis, dass rund um die fragliche Transaktion für ungefähr zweieinhalb Stunden eine unveränderte und konstante Angebots- und Nachfragesituation bestand:

> „In diesem Zeitraum konnte man die [Aktie] für 2,52 € verkaufen und für 2,54 € kaufen, so dass sich ein Mittelkurs von 2,53 € ergibt. Die Transaktion über 2000 Aktien hatte offenbar keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Marktsituation und den Marktpreis. Außerhalb dieses Zeitfensters (vor 13:30 und nach 16:07) zeigen die Geld- und Briefkurse geringfügige Schwankungen: Der Geldkurs schwankte im Tagesverlauf zwischen 2,506 und 2,54; der Briefkurs schwankte im Tagesverlauf zwischen 2,52 € und 2,58 €. Diese Schwankungen liegen entweder vor oder deutlich später als die in Frage stehende Transaktion. Daher ist davon auszugehen, dass diese Schwankungen andere Ursachen haben als die in Frage stehenden Order.“[633]

Der Sachverständige stellte außerdem fest, dass sich die beiden Orders „in Bezug auf ihre Preiseinwirkung neutralisiert“ hätten. Zwar sei jede Order einzeln prinzipiell geeignet gewesen, den Preis nach oben bzw. unten zu treiben. Da beide Orders jedoch das gleiche Volumen hatten, haben Sie die Preissituation am Markt nicht verändert im Vergleich zu der hypothetischen Situation, in der es diese Orders nicht gegeben hätte. Die nicht eingetretene Preiseinwirkung sei daran zu erkennen, dass sich die Preissituation im Orderbuch nicht verändert habe: Einem unveränderten Geldkurs von 2,52 Euro habe unverändert ein Briefkurs von 2,54 Euro gegenüber gestanden.[634]

Die Staatsanwaltschaft hielt dem entgegen, dass ohne die Manipulationshandlung des Beschuldigten überhaupt kein Preis entstanden wäre, weil zum Tatzeitpunkt keine weiteren Kauf- bzw. Verkaufsorders an der Stuttgarter Börse vorlagen. Allein schon „die Feststellung des genannten Preises entsprach demnach nicht den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen, weil der Angeschuldigte einen Preis schuf, zu dem sonst keine Ge-

632 Ebd., S. 6. Zur Kritik hieran vgl. oben S. 197 ff.

633 Vgl. *Wahrenburg*, unveröffentlichte „Gutachterliche Stellungnahme zu Fragen des Börsenhandels“ vom 12.8.2018, S. 24.

634 Vgl. Ebd., S. 29.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schäfte zustande gekommen wären."[635] Dies entspreche „auch der Rechtsprechung des BGH, wonach bei abgesprochenen Geschäften ‚bereits' dadurch auf den Börsenpreis einer Aktie eingewirkt wird, dass der von den Beteiligten abgesprochene Preis an der Börse festgesetzt wird". Der Einwand der Verteidigung, „die Rechtsprechung des BGH sei auf den vorliegenden Fall nicht übertragbar, weil der vom Beschuldigt[en] herbeigeführte Preis den ‚wahren wirtschaftlichen Verhältnissen' entsprach", sei außerdem ein „Zirkelschluss, weil damit im Ergebnis nur ausgeführt wird, dass der verfahrensgegenständliche Preis den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen entsprach, weil er diesen entsprach." Auch aus dem Umstand, dass der verfahrensgegenständliche Preis innerhalb der Geld-Brief-Spanne festgestellt wurde, folge nichts anderes. Durch die Geld-Brief-Spanne werde „allein bekanntgemacht, zu welchen Preisen Kauf- und Verkaufsorders vorliegen. Es handelt sich mithin gerade nicht um Börsenpreise." Auch liege „der ‚wahre' Preis eines Finanzinstruments auch nicht in der Mitte der Spanne, weil zu diesem Preis weder Angebot noch Nachfrage besteht. Ein Preis in der Mitte der Geld/Brief-Spanne wäre daher – unter Hinwegdenken der Orders des Angeschuldigten – gerade nicht zustande gekommen."[636]

Im konkreten Fall konnte letztlich offen bleiben, ob die Voraussetzungen einer Preiseinwirkung erfüllt waren. Denn das Schöffengericht erkannte – ebenso wie das auf die Berufung der Staatsanwaltschaft mit der Sache befasste Landgericht – schon im Ausgangspunkt nicht auf eine vorsätzliche, sondern lediglich auf eine leichtfertig begangene Ordnungswidrigkeit der Marktmanipulation gem. § 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG a. F. (= § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG n. F.). Nur auf der Ebene der Ordnungswidrigkeit sind sowohl leichtfertige als auch vorsätzliche Begehungsweisen tatbestandsmäßig.[637] Anders verhält sich dies auf der Ebene der Strafnorm: Hier verlangt § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ausdrücklich die „vorsätzliche" Begehung der Tathandlung, sodass eine nur leichtfertig begangene Ordnungswidrigkeit zur Verwirklichung des Straftatbestands nicht ausreicht. Man kann die Leichtfertigkeit deshalb in gewisser Weise auch als „subjektive Sollbruchstelle" im Übergang von der Ordnungswidrigkeit zum Straftatbestand bezeichnen. Da die Strafbarkeit schon aus diesem Grund

635 So die Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main in ihrer Erwiderung v. 31.10.2018 auf die Stellungnahme der Verteidigung im Zwischenverfahren, S. 8.

636 Ebd.

637 Vgl. die von § 119 Abs. 1 WpHG in Bezug genommenen Ordnungswidrigkeiten gem. § 120 Abs. 2 und Abs. 15 WpHG: „vorsätzlich oder leichtfertig".

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nicht gegeben war, musste sich das Gericht mit der Frage des Taterfolgs nicht mehr befassen, sodass sich auch das Urteil zur Problematik der Preiseinwirkung mit keiner Silbe verhält. Dies führt zur Frage der subjektiven Tatbestandsvoraussetzungen, die Gegenstand des nächsten Kapitels ist.

III. Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen

Auch in subjektiver Hinsicht ist die Entwicklung der Strafnorm gekennzeichnet durch ein stetiges Zurückschneiden von Tatbestandselementen und – damit gleichbedeutend – der Herabsetzung von Bestrafungsvoraussetzungen. Ursprünglich verlangte der Tatbestand des Art. 249d ADHGB, dass der Täter „in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken". Durch diese subjektive Inkongruenz erhielt der Tatbestand – gemessen an den heute etablierten Deliktskategorien – das Gepräge eines erfolgskupierten Delikts mit überschießender Innentendenz.[638]

Während der durch das EGStGB von 1974 erfolgte Wechsel von der betrügerischen Absicht zur Bereicherungsabsicht noch gesetzessystematischen Erwägungen geschuldet war,[639] wurde der Tatbestand im darauffolgenden Jahrzehnt durch die vollständige Aufgabe des Absichtsmerkmals gezielt „entsubjektiviert"[640], um „bei der ungewöhnlichen Häufung von subjektiven Merkmalen die Anforderungen zu senken".[641] Das danach noch verbleibende finale Element, welches durch die Formulierung „zur Einwirkung" zum Vorschein kam, erforderte nach damals wohl h. M. zwar keine Absicht, wohl aber sicheres Wissen in Form des dolus directus 2. Grades.[642] Die 2002 erfolgte Überführung des vollständig neu gefassten Straftatbestandes in § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG führte zu einer Aufgabe auch

638 Zur geschichtlichen Entwicklung des Absichtsbegriffs allgemein sowie zur Abgrenzung von erfolgskupierten gegenüber unvollkommen mehraktigen Delikten vgl. *Gehrig*, Der Absichtsbegriff in den Straftatbeständen des Besonderen Teils des StGB, 1986, S. 18 ff., 29 ff.

639 Hierzu im Einzelnen oben S. 72 f.

640 Formulierung von *Knauth*, NJW 1987, 28, 32.

641 BT-Drs. 10/318, S. 13.

642 Vgl. LG München I, Urt. v. 8.4.2003 – 4 KLs 305 Js 52373/00, wistra 2003, 436, 437. Das Landgericht München I folgte der von *Tripmaker*, wistra 2002, 288, 290 gezogenen Parallele zur Urkundenfälschung gem. § 267 Abs. 1 StGB, die durch die Formulierung „zur Täuschung im Rechtsverkehr" ebenfalls ein finales Element aufweist.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dieses finalen Elements. Seitdem besteht zwischen objektiven und subjektiven Tatbestandsmerkmalen eine vollständige Kongruenz.[643]

Nach heute ganz h. M. erfordert die Tatbestandsverwirklichung lediglich Eventualvorsatz.[644] Zwar wird namentlich von Praktikern darauf hingewiesen, dass sich bei manchen Handelsaktivitäten die materielle Verbotswidrigkeit erst aus der subjektiven Zielrichtung ergibt, weshalb schon *de lege lata* zur Abgrenzung eine Absicht erforderlich sei und bedingter Vorsatz nicht ausreiche.[645] Dieser Interpretation wurde durch den Bundesgerichtshof jedoch eine recht deutliche Absage erteilt, da der Gesetzgeber bei der Änderung von § 20a WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz bewusst auf das Absichtsmerkmal verzichtet habe.[646]

In diesem Zusammenhang wurde von *Waßmer* bemerkt, dass mit der Forderung nach einer Marktmanipulationsabsicht „eine ‚echte' Restriktion" nicht verbunden sei. Denn auch dann, wenn der Täter einer handelsgestützten Marktmanipulation als „Endziel" die steuerliche Verlustoptimierung verfolge, hätte jedenfalls das Oberlandesgericht Stuttgart eine Manipulationsabsicht bejaht, da das verfolgte Endziel „nur durch eine Marktmanipulation als ‚notwendiges Zwischenziel' […] zu erreichen" gewesen sei.[647] Grundsätzlich sei in Anlehnung an die Rechtsprechung zur Bereicherungsabsicht beim Betrug eine Einschränkung der Absichtsmerkmale vorstellbar, wonach keine Absicht vorliegt, wenn die Manipulation

---

643 In zwei frühen Entscheidungen wurde der neue Straftatbestand zwar als „erfolgsqualifizierter Tatbestand" beschrieben, vgl. LG München I, Urt. v. 21.11.2002 – 6 KLs 305 Js 34066/02, NStZ 2004, 291, 292 und BGH, Urt. v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 383. Mit dieser Beschreibung sollte aber ersichtlich nicht zum Ausdruck gebracht werden, dass – entsprechend § 18 StGB – hinsichtlich des verursachten Einwirkungserfolgs nun sogar bloße Fahrlässigkeit für die Tatbestandsverwirklichung genügen könnte.

644 *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 29; *Saliger,* in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kapitel 6.1 Rz. 261.

645 *Eggers*, BKR 2019, 421, 427 fordert am Beispiel sog. „Liquidity Provider" im Bereich von neutralen Handlungen Absicht; *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 152 (seit der 3. Aufl.); *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 86; *Trüg*, in Leitner/Rosenau (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2017, § 38 WpHG Rz. 183. So auch noch *Gehrmann*, in Schork/Groß (Hrsg.), Bankstrafrecht, 2013, Rz. 593; a. A. nunmehr allerdings *ders.*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 173.

646 BGH, Urt. v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80, 91 (Rz. 25).

647 *Waßmer*, HRRS 2014, 336, 340.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

„als peinliche oder lästige Folge" des Handelns hingenommen wird. Ebenso könne man „wie die Rechtsprechung zum Mordmerkmal der Habgier" fordern, dass „bei einer Gesamtbetrachtung die Absicht der Marktmanipulation ‚tatbeherrschend und damit bewusstseinsdominant' sein müsse". Allerdings stünden derartige Restriktionen im Widerspruch zum erklärten Willen des Gesetzgebers.[648] Somit sei zu konstatieren, dass die Motive des Marktteilnehmers aufgrund der „strengen europäischen Vorgaben und deren Umsetzung" letztlich irrelevant seien.[649] Wie die rechtsvergleichende Analyse gezeigt hat, erfolgt die Abgrenzung in nicht wenigen Mitgliedstaaten allerdings genau auf der subjektiven Ebene durch zusätzliche Absichtselemente, ohne dass die Europäische Kommission hieran etwas zu beanstanden hätte.[650] Jedenfalls *de lege ferenda* kann der Verzicht auf zusätzliche Absichtsmerkmale somit nicht unter Bezugnahme auf vermeintliche europäische Zwänge begründet werden.

Solange sich die Instanzgerichte aufgrund der höchstrichterlichen Maßgaben zu einem Rückgriff auf das Absichtsmerkmal außerstande sehen, steht in der Praxis die differenzierte Abgrenzung des Vorsatzes von der Fahrlässigkeitsstufe der Leichtfertigkeit im Fokus.[651] Während sich bei der Leichtfertigkeit besondere Abgrenzungsfragen typischerweise dann ergeben, wenn Leichtfertigkeit zur Erfüllung des Straftatbestands genügt,[652] erfolgt die Abgrenzung hier aus entgegengesetzter Perspektive: Leichtfertigkeit genügt lediglich für die Verwirklichung der Bußgeldtatbestände gem. § 120 Abs. 2 Nr. 3 und Abs. 15 Nr. 2 WpHG. Hingegen kennt das Gesetz bei Marktmanipulationsdelikten keine Leichtfertigkeitsstrafbarkeit. Auch die früher bei den Insiderdelikten durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz eingeführte Leichtfertigkeitsstrafbarkeit (§ 38 Abs. 4 WpHG a. F.) wurde im Zuge des 1. FiMaNoG wieder aufgegeben.[653] Selbst wenn also durch eine leichtfertige Handlung eine Preiseinwirkung verursacht

648 *Waßmer*, HRRS 2014, 336, 340.

649 Ebd.

650 Siehe oben bei Fn. 303.

651 Paradigma ist die bereits erwähnte und in Anhang 2 wiedergegebene Entscheidung des Schöffengerichts Frankfurt am Main v. 13.5.2019. Dem *Verfasser* wurde von zwei Verfahren vor dem Amtsgericht Stuttgart berichtet, in denen ebenfalls „nur" auf eine leichtfertige Ordnungswidrigkeit erkannt wurde.

652 Hierzu aus jüngerer Zeit insbesondere *Steinberg*, ZStW 131 (2019), 888 ff.; *v. Buttlar/Hammermaier*, ZBB 2017, 1 ff.

653 Übrig blieb nur eine Leichtfertigkeitsstrafbarkeit in § 119 Abs. 7 WpHG, der allerdings nur den Spezialfall von Insidergeschäften im Zusammenhang mit der Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikaten gem. § 119 Abs. 2 Nr. 1 WpHG betrifft.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

werden sollte, ist der Straftatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG nicht verwirklicht, sondern allenfalls eine Ordnungswidrigkeit. Aufgrund dieser unterschiedlichen Mechanismen kann in Strafverfahren, bei denen die Feststellung eines Einwirkungserfolgs wahrscheinlich erscheint, aus Sicht der Verteidigung ein erfolgversprechender Verteidigungsansatz darin liegen, den fehlenden Vorsatz und ein allenfalls leichtfertiges Handeln in den Fokus zu stellen.[654]

IV. Die neue Versuchsstrafbarkeit gem. § 119 Abs. 4 WpHG

Unter der bis 2016 geltenden Rechtslage war bei der strafbaren Marktmanipulation keine Versuchsstrafbarkeit vorgesehen. Anders verhielt es sich bei den Insiderdelikten, wo der Versuch seit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz von 2004 strafbar war.[655] Diese Strafbarkeit des versuchten Insiderdelikts bewertete *Gehrmann* in seiner Dissertation[656] überwiegend kritisch. Entsprechend seiner damaligen Prognose[657] konstatierte er zuletzt im Jahr 2020, dass bislang noch kein Strafverfahren wegen versuchten Insiderhandels bekannt geworden sei.[658]

Die durch das 1. FiMaNoG in § 38 Abs. 4 WpHG a. F. geregelte Versuchsstrafbarkeit der Marktmanipulation stellt somit eine echte materielle Neuerung der Rechtslage dar. Sie beruht letztlich auf Vorgaben des europäischen Marktmissbrauchsregimes, welches eine Pflicht zur strafrechtlichen Sanktionierung von Versuchshandlungen aufstellt. Gem. Art. 6

654 So verhielt es sich in dem in Anhang 2 wiedergegebenen Fall. Angeklagt war eine vorsätzliche Marktmanipulation in Form des Qualifikationstatbestands (§ 38 Abs. 5 Nr. 2 WpHG a. F. = § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG n. F.). Das Gericht konnte sich nicht von einem vorsätzlichen Handeln des Angeklagten überzeugen, sondern sah lediglich ein leichtfertiges Handeln als verwirklicht an. Da somit schon die erste Voraussetzung des Straftatbestands nicht gegeben war, konnte die schwierige Frage einer Preiseinwirkung in diesem Fall dahingestellt bleiben. Hierzu *Richter*, Marktmanipulation als Verbrechen – weniger wäre mehr, Börsen-Zeitung v. 21.12.2019, S. 9.

655 Nach der Vermutung von *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, 2009, S. 224, könnte sich der deutsche Gesetzgeber damals aufgrund vermeintlicher europäischer Vorgaben zur Einführung einer Versuchsstrafbarkeit „gezwungen gesehen" haben.

656 Ebd., S. 239 f.; *ders.*, wistra 2009, 334, 340.

657 *Gehrmann*, Das versuchte Insiderdelikt, 2009, S. 268.

658 *Ders.*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 187.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie hatten die Mitgliedstaaten durch entsprechende Maßnahmen „sicherzustellen, dass der Versuch, eine in […] Artikel 5 genannte Straftat zu begehen, unter Strafe gestellt wird." Begründet wird dies schlicht mit dem Postulat einer „negativen Wirkung, die versuchte Insider-Geschäfte und Marktmanipulation auf die Integrität der Finanzmärkte und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte haben".[659] Ein materielles Verbot des Versuchs der Marktmanipulation enthält auch Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung. In Erwägungsgrund 41 wird hierzu ausgeführt, dass ein Versuch vorliegen kann, wenn „die Aktivität begonnen, aber nicht vollendet wird, beispielsweise aufgrund technischen Versagens oder eines Handelsauftrags, der nicht ausgeführt wird."

Bei der Umsetzung der strafrechtlichen Sanktionierungspflicht des Versuchs differenzierte der deutsche Gesetzgeber im 1. FiMaNoG ursprünglich noch danach, ob es sich beim Bezugsobjekt der Manipulationshandlung um Finanzinstrumente (dann Versuchsstrafbarkeit) oder um Waren und ausländische Zahlungsmittel gem. § 25 WpHG (dann keine Versuchsstrafbarkeit) handelte, vgl. § 38 Abs. 4 WpHG a. F. Diese Differenzierung wurde aber schon durch das 2. FiMaNoG „aufgegeben, um insoweit ein einheitliches Sanktionsregime" zu erreichen.[660] Seitdem umfasst die nunmehr in § 119 Abs. 4 WpHG angeordnete Versuchsstrafbarkeit ohne Ausnahme sämtliche in § 119 WpHG genannten Tatbestandsvarianten der Marktmanipulation wie auch des Insiderhandels, womit der deutsche Gesetzgeber partiell über die europäischen Vorgaben hinausgegangen ist.

Als Hauptanwendungsfall für die Versuchsstrafbarkeit wird der fehlende Eintritt eines Einwirkungserfolgs oder die damit zusammenhängende Frage des Kausalitätsnachweises angesehen.[661] Anwendung könnte die Versuchsstrafbarkeit insbesondere in den in der Praxis nicht selten zu beobachtenden Fällen des Scalpings erlangen, in denen die Aktie noch vor dem „Push" vom Handel ausgesetzt wird, weil die BaFin von der laufenden „Empfehlungskampagne" Kenntnis erlangt.

Ein unmittelbares Ansetzen i. S. v. § 22 StGB soll bei der handelsgestützten Manipulation mit Erteilung des Handelsauftrags vorliegen; bei

---

659 Erwägungsgrund 13 der Marktmissbrauchsrichtlinie.

660 Begründung BT-Drs. 18/10936, S. 251.

661 *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 35; *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 239; *Pananis*, in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 270; *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 84.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der informationsgestützten Manipulation mit der Weitergabe der falschen oder irreführenden Information dergestalt, dass ohne weiteres Zutun mit deren Verbreitung zu rechnen sei.[662] Beachtung verdient in diesem Zusammenhang der Hinweis von *Böse/Jansen*, dass aufgrund der Ausgestaltung des Qualifikationstatbestands als Verbrechen „insoweit bereits die Verabredung zur gemeinsamen Tatbegehung oder die versuchte Anstiftung" gem. § 30 StGB strafbar ist.[663]

In der Literatur wird die Versuchsstrafbarkeit tendenziell positiv bewertet, da sie der Gefahr vorbeuge, dass „der Tatbestand aufgrund zu strenger Beweisanforderungen weitgehend leer läuft".[664] Ausgesprochen kritisch gegenüber der Ausgestaltung der Versuchsstrafbarkeit ist demgegenüber *Hohn*. Die unter der früheren Rechtslage gültige Aussage, dass eine Marktmanipulation nur bei dadurch verursachter Preiseinwirkung strafbar ist, treffe nach aktueller Rechtslage nicht mehr uneingeschränkt zu.[665] In der Praxis dürfte das Ausbleiben eines kausal verursachten Einwirkungserfolgs „die weit überwiegende Mehrzahl aller Versuchskonstellationen ausmachen". Damit entspreche „der typische Fall einer nur versuchten Marktmanipulation aber nahezu dem Tatbestand der jeweiligen Ordnungswidrigkeit." Der Versuch einer Marktmanipulation sei „objektiv nichts anderes als die Vornahme einer marktmanipulativen Handlung, die die Gefahr birgt, dass der Einwirkungserfolg eintritt."[666] Auch subjektiv bestünden nur geringe Unterschiede. Zwar müsse der „Täter der versuchten (strafbaren) Marktmanipulation die Vollendung und damit Verursachung und Eintritt des Einwirkungserfolgs mit in seinen Vorsatz aufnehmen, während sich der Vorsatz des Täters der entsprechenden Ordnungswidrigkeit auf die marktmanipulative Handlung beschränkt." Hieraus ergäben sich aber kaum über die Ordnungswidrigkeit hinausgehende Anforderungen, da „(auch) für Eintritt und Verursachung des Einwirkungserfolgs beding-

662 *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 35; *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 239.

663 *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 35.

664 Ebd., Rz. 27. Kritisch allerdings *Kudlich*, AG 2016, 459, 464, der eine „fast regelmäßig[e] Konkurrenz zwischen dem versuchten Straftatbestand und der vollendeten Ordnungswidrigkeit" prognostiziert.

665 *Hohn,* in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 133.

666 Ebd., Rz. 6.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ter Vorsatz genügt."[667] Somit stehe „allein das voluntative Element des den Einwirkungserfolg Hinnehmens oder sich mit dessen Eintritt Abfindens […] zwischen versuchter Straftat und Ordnungswidrigkeit." Auch im Übrigen vertrage sich die Versuchsstrafbarkeit „nicht so recht mit der Aussage des Gesetzgebers, der Einwirkungserfolg mache die Marktmanipulation schwerwiegend". Wenn „nur und erst der Einwirkungserfolg und damit ein erhöhtes Erfolgsunrecht" eine Pflicht zur Kriminalisierung auslöse, müsse „der Versuch als bloßes Gefährdungsdelikt diese Schwelle unterschreiten."[668]

Aufgrund der insoweit eindeutigen Richtlinienvorgabe zur strafrechtlichen Sanktionierung des Versuchs kann und soll an dieser Stelle keine Grundsatzdiskussion über die Sinnhaftigkeit oder Legitimität der in § 119 Abs. 4 WpHG angeordneten Versuchsstrafbarkeit geführt werden. Gleichwohl ist der Kritik von *Hohn* zuzugeben, dass die Strafbarkeit der bloß versuchten Marktmanipulation zu einer weiter fortschreitenden Erosion der Preiseinwirkungsvoraussetzungen beizutragen droht. So ist nicht vollkommen auszuschließen, dass manche Verfolgungsbehörde geneigt sein könnte, aufgrund eines absehbar schwierigen Nachweises einer Preiseinwirkung von Anfang an den leichteren Weg über die Ebene der Versuchsstrafbarkeit einzuschlagen.

Ähnliche Bestrebungen auf Seiten der Verfolgungsbehörden sind in der Praxis mitunter in Betrugskomplexen zu beobachten, in denen der Nachweis einer Irrtumserregung tatsächlichen Schwierigkeiten begegnet.[669] Zwar ist es dem Tatgericht nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs bei einer Anklage wegen einer vollendeten Tat nicht „ohne weiteres erlaubt […], die Beweiserhebung über den Taterfolg zu unterlassen und lediglich wegen Versuches zu verurteilen". Vielmehr hat das Tatgericht „die von der Anklage umfasste prozessuale Tat (§ 264 StPO) im Rahmen seiner gerichtlichen Kognitionspflicht" aufzuklären, wobei die richterliche Amtsaufklärungspflicht gebietet, „zur Erforschung der Wahrheit die Beweisaufnahme von Amts wegen auf alle Tatsachen und Beweismittel zu

667 *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 6.

668 Ebd.

669 Zu dieser Tendenz kritisch *Hamm*, FS Schünemann, 2014, S. 377, 387. Auch bei der Frage der Strafbarkeit von Manipulationen im Rahmen der Verteilung von postmortal gespendeten Lebern wichen verschiedene Staatsanwaltschaften angesichts von Nachweisproblemen auf die Versuchsstrafbarkeit aus, hierzu *Schroth*, NStZ 2013, 437, 442 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

erstrecken, die für die Entscheidung von Bedeutung sind."[670] Allerdings würde diese Rechtsprechung die Strafverfolgungsbehörden nicht daran hindern, die Verfolgung schon im Ausgangspunkt auf die Versuchsstrafbarkeit zu beschränken und nur wegen Versuchs zu ermitteln. Nicht gänzlich abwegig erscheint etwa die Vorstellung, dass eine ambitionierte Staatsanwaltschaft in einer fehlenden Ad-hoc-Mitteilung den Anfangsverdacht für eine versuchte Marktmanipulation durch Unterlassen sehen und ein entsprechendes Ermittlungsverfahren einleiten könnte.[671] Sollte es tatsächlich zu derartigen Bestrebungen kommen, wäre die mit der Preiseinwirkung vormals verbundene Filterfunktion gänzlich obsolet.

670 BGH, Beschl. v. 6.2.2013 – 1 StR 263/12, Rz. 13 (juris).

671 Zu den dann freilich ebenfalls zu überwindenden Fragen einer Unterlassungsstrafbarkeit vgl. die Darstellung oben (S. 184 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

F. Die neue Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 WpHG

Die in praktischer Hinsicht wichtigste materielle Neuerung besteht im Qualifikationstatbestand des § 119 Abs. 5 WpHG. Dieser sieht in Nr. 1 und Nr. 2 zwei unterschiedliche Qualifikationsvarianten vor, die auf sämtliche Formen der handels-, handlungs- und informationsgestützten Marktmanipulation Anwendung finden.[672] Für strafbare Insiderverstöße gilt die Qualifikation demgegenüber nicht.[673]

Einigkeit besteht insoweit, als die Qualifikation nicht auf europäischen Vorgaben beruht, sondern eine „richtlinienüberschießende" Umsetzung darstellt.[674] Hieran ist der nationale Gesetzgeber selbstredend nicht gehindert. Wie der Rechtsvergleich gezeigt hat, sind Strafschärfungen für schwerwiegende Normverstöße auch in einigen anderen europäischen Rechtsordnungen vorgesehen. Im Unterschied zu Deutschland knüpfen jedoch die meisten europäischen Rechtsordnungen die Verwirklichung eines schweren Falles an das Überschreiten einer bestimmten Schadens- oder Vorteilsschwelle und damit an ein besonderes Erfolgsunrecht. Der deutsche Gesetzgeber hat sich demgegenüber dafür entschieden, die Qualifikation von einem besonderen Handlungsunrecht abhängig zu machen: Gemäß § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG wird mit Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu zehn Jahren bestraft, wer die Marktmanipulation gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande begeht, die sich zur fortgesetzten Begehung solcher Taten verbunden hat. Die Qualifikationsvariante des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG ist nach ihrem Wortlaut sogar schon dann erfüllt, wenn der Täter einer Marktmanipulation in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt. In dieser Variante zeigt sich die Betonung des Handlungsunrechts gleich dreifach konzentriert („in Ausübung" – „Tätigkeit" – „handelt").

Die in § 119 Abs. 5 WpHG angeordnete Mindestfreiheitsstrafe von einem Jahr führt nach der in § 12 StGB geregelten Dichotomie der Straftaten zur Einordnung als Verbrechen, während der Grundtatbestand des

672 *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 153.
673 Zur Fragwürdigkeit dieser gesetzgeberischen Differenzierung vgl. unten S. 225.
674 *Szesny*, WiJ 2016, 215, 224 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

§ 119 Abs. 1 WpHG ein Vergehen darstellt. Eine derartige Heraufstufung der Deliktsnatur vom Vergehen im Grundtatbestand zum Verbrechen in der Qualifikation ist bei verschiedenen Straftatbeständen des Besonderen Teils des StGB zu beobachten. Paradigmatisch sind der gewerbsmäßige Bandenbetrug gem. § 263 Abs. 5 StGB, die gewerbs- und bandenmäßige Urkundenfälschung gem. § 267 Abs. 4 StGB sowie die gewerbsmäßige Bandenhehlerei gem. § 260a StGB.[675]

Neben der einem Verbrechensvorwurf inhärenten Symbolkraft, die nach der eigenen Beobachtung des *Verfassers* Beschuldigte keinesfalls unbeeindruckt lässt, hat die Einstufung als Verbrechen verschiedene materiell-rechtliche Konsequenzen. Hierzu gehören insbesondere die Strafbarkeit des Versuchs (§ 23 Abs. 1 StGB), die Strafbarkeit des Versuchs der Beteiligung (§ 30 StGB) und die Einbeziehung in den (ehemaligen) Vortatenkatalog der Geldwäsche (§ 261 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 StGB a. F.). Praktisch ergeben sich hieraus allerdings keine spürbaren Änderungen: Die Versuchsstrafbarkeit ist bereits allgemein in § 119 Abs. 4 WpHG angeordnet. Auch gewerbs- oder bandenmäßig begangene Straftaten nach § 119 WpHG waren (bereits seit 2011[676]) vom ehemaligen Geldwäschekatalog des § 261 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 Buchst. b StGB a. F. erfasst. Mit der ab März 2021 geltenden Reform des § 261 StGB ist bei der Geldwäsche der Vortatenkatalog ohnehin zugunsten eines sog. all-crimes-Ansatzes vollständig entfallen,[677] sodass nun selbst die einfache Marktmanipulation eine taugliche Vortat der Geldwäsche darstellt.

Praktisch weitaus gravierendere Folgen als im materiellen Bereich hat der Systemwechsel auf die Verbrechensebene demgegenüber in prozessualer Hinsicht. Abgesehen von besonders eingriffsintensiven strafprozessualen Ermittlungsmaßnahmen, die auf die Aufklärung von Verbrechen

675 Zur Kritik an der asynchronen Ausgestaltung der Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG mit diesen Qualifikationstatbeständen des Kernstrafrechts siehe unten bei Fn. 684.

676 Vgl. Art. 1 des Gesetzes zur Verbesserung der Bekämpfung der Geldwäsche und Steuerhinterziehung (Schwarzgeldbekämpfungsgesetz) vom 28.4.2011, BGBl. I, 676, hierzu *C. Schröder*, WM 2011, 769 ff. Eine echte Erweiterung war demnach nur in der Verbrechensvariante des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG gegeben, die über § 261 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 StGB a. F. als Vortat erfasst war.

677 Gesetz zur Verbesserung der strafrechtlichen Bekämpfung der Geldwäsche v. 9.3.2021, BGBl. I, 327; zu den sich aus dem neuen all-crimes-Ansatz des reformierten § 261 StGB ergebenden Praxisfolgen *Gazeas*, NJW 2021, 1041, 1043 ff. sowie *Gercke/Jahn/Paul*, StV 2021, 330, 331 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

beschränkt sind,[678] fällt in der Praxis besonders ins Gewicht, dass nach der Strafprozessordnung zahlreiche Möglichkeiten der Verfahrenseinstellung auf Vergehen beschränkt sind und bei einem Verbrechensvorwurf ausscheiden. Insbesondere die bei bagatellhaften Marktmanipulationsvorwürfen von den Staatsanwaltschaften regelmäßig vorgenommenen Einstellungen gem. §§ 153, 153a StPO scheiden bei einem Verbrechensvorwurf aus. Auch das Strafbefehlsverfahren (§ 407 Abs. 1 StPO) kommt nur bei Vergehen zu Anwendung.[679] Sofern die Staatsanwaltschaft also den hinreichenden Tatverdacht einer Verbrechensqualifikation bejaht, bleibt ihr nach dem Legalitätsprinzip und dem Anklagegrundsatz gem. § 170 Abs. 1 StPO nichts anderes übrig, als Anklage zu erheben, mögen die Tat oder deren Folgen auch noch so geringfügig sein und in keinem Verhältnis zu dem mit einem Gerichtsverfahren in öffentlicher Hauptverhandlung verbundenen Aufwand stehen.

Dieses enge strafprozessuale Verbrechenskorsett könnte perspektivisch wiederum zu Rückkoppelungen auf die Auslegung und das Normverständnis des materiellen Tatbestands führen. Denn bislang wurde der von der h. M. akzeptierte bewusste Verzicht auf Bagatellgrenzen ausdrücklich unter Verweis auf die strafprozessualen Einstellungsmöglichkeiten in Kauf genommen. Diese pragmatische Argumentation ist bei der Verbrechensvariante bis auf Weiteres versperrt. Die Praxis wird deshalb nach Wegen suchen, um Bagatellfälle durch eine restriktivere materielle Auslegung vom Anwendungsbereich der Strafnorm auszunehmen. Eine erste Bestätigung fand diese Prognose bei der gerichtlichen Premiere der Verbrechensqualifikation durch die oben bereits erwähnte sorgfältige Abgrenzung zwischen Eventualvorsatz und Leichtfertigkeit.[680]

I. Gewerbs- oder bandenmäßige Begehung gem. § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG

Bei den sonst aus dem Kernstrafrecht bekannten Verbrechensqualifikationen (§§ 260a, 263 Abs. 5, 267 Abs. 4 StGB) setzt der Tatbestand eine Ku-

678 In diesem Zusammenhang ist auch auf die Durchbrechung des Zeugnisverweigerungsrechts von Journalisten gem. § 53 Abs. 2 S. 2 StPO hinzuweisen, vgl. *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 169.

679 Wegen weiterer Einzelheiten der strafprozessualen Auswirkungen von § 119 Abs. 5 WpHG vgl. *Pauka/Link/Armenat*, WM 2017, 2092, 2095 f.

680 Vgl. das oben bereits erwähnte Urteil des AG Frankfurt am Main v. 13.5.2019 – 914 Ls -7521 Js 210950/18, abgedruckt in Anhang 2.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

mulation von bandenmäßiger und gewerbsmäßiger Begehung voraus. Ist nur eines der beiden Merkmale verwirklicht, stellt dies lediglich einen Strafschärfungsgrund in Form eines besonders schweren Falles dar (vgl. §§ 263 Abs. 3 Nr. 1, 267 Abs. 3 Nr. 1 StGB).[681] Die Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG weicht von diesem gesetzgeberischen Grundmuster ab, da es nach dem Wortlaut ausreicht, wenn nur eines der beiden Merkmale vorliegt. Wegen dieser asynchronen Ausgestaltung ist dem Gesetzgeber bereits starke und in der Sache berechtigte Kritik entgegengeschlagen.[682] Sie entzündete sich äußerlich vor allem daran, dass die Qualifikation ausweislich der Gesetzesbegründung[683] paradoxerweise „in Anlehnung an den Tatbestand" des § 263 Abs. 3 Nr. 1 StGB erfolgen sollte.[684]

In der Sache kann bei der Bestimmung der Gewerbsmäßigkeit ebenso wie beim Merkmal der bandenmäßigen Begehung auf die zum Kernstrafrecht entwickelten Kriterien zurückgegriffen werden.[685] Demnach liegt gewerbsmäßiges Handeln vor, wenn der Täter in der Absicht handelt, sich aus wiederholter Begehung eine fortlaufende Einnahmequelle von gewisser Dauer und einigem Umfang zu verschaffen.[686] Hier wird für § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG bereits prognostiziert, dass die gewerbsmäßige Begehung „bei einer Vielzahl von Taten die Verwirklichung der Qualifikation möglich erscheinen" lässt und deshalb „die Qualifikation zum Regelfall zu werden" droht.[687]

---

681 Im Falle der Qualifikation der § 146 Abs. 2, 152b Abs. 2 StGB liegt bereits beim Grundtatbestand ein Verbrechen vor.

682 Eine Ausnahme stellt *Poller* dar, NZWiSt 2017, 430, 434 („nicht angreifbar").

683 BT-Drs. 18/7482, S. 64.

684 *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 7 (Fn. 27): „Es ist nicht klar, ob der Gesetzgeber den Widerspruch seines Verweises auf § 263 StGB gesehen hat. Er kombiniert die geringeren Voraussetzungen des Abs. 3 mit der höheren Strafdrohung des Abs. 5, nennt in seinem Verweis aber weder Abs. 5, noch erklärt er die Gründe für die eigenartige Kombination."; *Saliger*, in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kapitel 6.1 Rz. 259 („systemwidrig"); *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 152.

685 Vgl. *Pananis*, in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 154.

686 *Küper/Zopfs*, Strafrecht Besonderer Teil, Definitionen mit Erläuterungen, 9. Aufl. 2015, S. 185.

687 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 152. Auch nach der Prognose von *Poller*, NZWiSt 2017, 430, 431 dürfte in der „Viel-, möglicherweise sogar […] Mehrzahl" von Marktmanipulationsfällen „aufgrund des dem Delikt innewohnenden Gewinnstrebens" das Merkmal der Gewerbsmäßigkeit erfüllt sein. Gleichwohl sei die

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die bandenmäßige Begehung setzt den Zusammenschluss von mindestens drei Personen voraus, die sich mit dem Willen verbunden haben, künftig für eine gewisse Dauer mehrere selbstständige, im Einzelnen noch ungewisse Straftaten des im Gesetz genannten Deliktstyps zu begehen, ohne dass ein – nach früherer Rechtsprechung teilweise für erforderlich gehaltener – „gefestigter Bandenwille" oder ein „Tätigwerden in einem übergeordneten Bandeninteresse" vorliegen muss.[688] Auch diese Voraussetzungen hätten der Sache nach in manchen der früheren Fälle von Scalping bejaht werden können.[689]

II. Tätigkeitsbezogene Begehung gem. § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG

Während § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG fest etablierte Qualifikationsmerkmale aus dem Kernstrafrecht verwendet, liegen § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG genuin kapitalmarktrechtliche Begriffe zugrunde. Die Variante wird deshalb mitunter auch als Sonderdelikt für „Kapitalmarktprofis" bezeichnet,[690] worauf an späterer Stelle zurückzukommen ist.

Anknüpfungspunkt für die Strafschärfung ist – in einer auffälligen Iteration von Tätigkeitsbeschreibungen – eine Handlung in Ausübung einer Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes. Dass die Aufzählung mit den inländischen Finanzaufsichtsbehörden beginnt, ist möglicherweise gesetzgeberischer Symbolik geschuldet.[691] Der Standort am Anfang der Aufzählung untermauert zum einen die Vorbildfunktion der staatlichen Finanzaufsicht. Zum anderen zeigt er auch, dass der gesetzgeberische Aktionismus und die harten Sanktionsdrohungen sich keinesfalls nur gegen die private Finanzwirtschaft richten, sondern auch die staatlichen Institutionen nicht verschont werden. Die eigentliche Bedeutung der Qualifikation liegt jedoch im Bereich

---

gesetzgeberische Ausgestaltung als Verbrechensqualifikation „nicht angreifbar" (S. 434).

688 BGH, Beschl. des Großen Senats für Strafsachen v. 22.3.2001 – GSSt 1/00, BGHSt 46, 321; zu den Kriterien ebenfalls *Küper/Zopfs*, Strafrecht Besonderer Teil, Definitionen mit Erläuterungen, 9. Aufl. 2015, S. 74 ff.

689 Vgl. *C. Schröder*, WM 2011, 769, 770.

690 *Eggers/Gehrmann/Szesny*, WiJ 2016, 123, 126; *Szesny*, WiJ 2016, 215, 217; zustimmend *Poller*, NZWiSt 2017, 430, 432.

691 Hierzu auch die Kritik bei Fn. 725.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Mit ihnen beginnt deshalb die folgende Darstellung.

1. Wertpapierdienstleistungsunternehmen

Nach der Begriffsbestimmung des § 2 Abs. 10 WpHG sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebendienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Hinter dieser Basisdefinition verbergen sich weitere Definitionskaskaden sowie zahlreiche Ausnahmeregelungen. Da bei einer vollständigen Aufzählung aller denkbaren Varianten allein die Wiedergabe des bloßen Normtextes mehrere Seiten beanspruchen würde, ohne dass damit für diese Untersuchung etwas gewonnen wäre, sollen hier ohne Anspruch auf Vollständigkeit lediglich die Grundstrukturen dargestellt werden. Wegen sämtlicher Detailfragen muss auf die einschlägigen Kommentierungen und aufsichtsrechtlichen Leitfäden verwiesen werden.

Der Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens besteht schon seit Inkrafttreten des WpHG und geht auf die frühere Wertpapierdienstleistungsrichtlinie[692] zurück – dort heißt es allerdings nur „Wertpapierfirma“ bzw. in der englischen Fassung „investment firm“. Danach wurde der Begriff stetig ausgedehnt. Nach der heutigen Definition des § 2 Abs. 10 WpHG umfasst er Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG tätige Unternehmen. Diese Kategorien werden ihrerseits in § 1 KWG definiert. Vorschnell wäre allerdings die Annahme, dass es sich bei jedem Kreditinstitut und Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des § 1 KWG automatisch auch um ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen handeln würde. Das für Wertpapierdienstleistungsunternehmen charakteristische Merkmal besteht vielmehr darin, dass sie Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen[693] erbringen, wobei diese Kategorien im umfangreichen Katalog des § 2 Abs. 8 und

692 Vgl. Art. 1 Nr. 2 der Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. L 141 v. 11.6.1993, 27.

693 Beim Inkrafttreten des WpHG war die Kategorie der Wertpapiernebendienstleistungen noch nicht erfasst, vgl. § 2 Abs. 4 WpHG in der Fassung des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes vom 26.7.1994 (BGBl. I, 1749).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Abs. 9 WpHG näher definiert werden. Hier gibt es wiederum starke materielle Überschneidungen zum KWG, indem viele Definitionen von Wertpapierdienstleistungen wortgleich auch im Katalog der Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen nach dem KWG enthalten sind, beispielsweise das Finanzkommissionsgeschäft,[694] das Emissionsgeschäft[695] oder die Finanzportfolioverwaltung.[696] Bei anderen Kategorien sind hingegen unterschiedliche Definitionen zu beobachten, wobei sich der Grund für die Differenzierung nicht auf den ersten Blick erschließt, wie etwa bei der Definition der Eigengeschäfte im KWG[697] und im WpHG.[698]

Ungeachtet aller Detailunterschiede kann somit festgehalten werden, dass es zwischen den regulierten Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten auf der einen und den Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf der anderen Seite zwar zahlreiche Überschneidungen gibt. Allerdings besteht kein Automatismus, sondern es ist im Einzelfall eine sorgfältige Prüfung erforderlich, ob die Merkmale eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens erfüllt sind. So wird zur Nachweisführung eine schlichte Abfrage der von der BaFin unterhaltenen Unternehmensdatenbank[699] nicht ausreichen, solange nicht auch das weitere in § 2 Abs. 10 WpHG genannte Begriffselement in Form der gewerbsmäßigen Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen in den Blick genommen wird.

Festzuhalten ist ebenfalls, dass die Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG nicht auf den allgemeinen Oberbegriff der „Finanzbranche" abstellt, der u. a. in § 1 Abs. 19 KWG und in § 2 Abs. 3 des Finanzkonglomerate-Aufsichtsgesetzes (FKAG) Verwendung findet. Der Begriff der Finanzbranche setzt sich zusammen aus der Banken- und Wertpapierdienst-

---

694 Vgl. einerseits § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 KWG und andererseits § 2 Abs. 8 Nr. 1 WpHG.

695 Vgl. einerseits § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG und andererseits § 2 Abs. 8 Nr. 5 WpHG.

696 Vgl. einerseits § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG und andererseits § 2 Abs. 8 Nr. 7 WpHG.

697 § 1 Abs. 1a S. 3 KWG: „Die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die nicht Eigenhandel im Sinne des § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 4 ist (Eigengeschäft) […]".

698 § 2 Abs. 8 S. 6 WpHG: „Als Wertpapierdienstleistung gilt auch die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die keine Dienstleistung für andere im Sinne des Satzes 1 Nr. 2 darstellt (Eigengeschäft)."

699 Die BaFin unterhält auf ihrer Website eine Unternehmensdatenbank, auf der man zu jedem erfassten Unternehmen die zugelassenen Tätigkeiten abrufen kann.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

leistungsbranche (die wiederum verschiedene Untergruppen bildet, § 1 Abs. 19 Nr. 1 KWG sowie § 2 Abs. 3 Nr. 1 FKAG) und aus der Versicherungsbranche (§ 1 Abs. 19 Nr. 2 KWG, § 2 Abs. 3 Nr. 2 FKAG). Da § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG nicht die gesamte Finanzbranche erfasst, sondern auf die Wertpapierdienstleistungsunternehmen beschränkt ist, wird in der Praxis auch der umfangreiche Katalog von gesetzlichen Ausnahmen Berücksichtigung finden müssen. Diese Ausnahmen können bereits auf der Ebene der einzelnen Definitionsmerkmale oder auch erst auf Rechtsfolgenebene einschlägig sein. So umfasst allein schon der Katalog des § 3 Abs. 1 WpHG derzeit 18 verschiedene Ausnahmetatbestände. Hinzu kommen zahlreiche weitere (Bereichs-)Ausnahmen nach § 2 KWG.

Im Übrigen unterliegen bedeutende Bereiche der Finanzbranche – wie etwa das gesamte private Versicherungswesen sowie weite Teile der Investmentbranche unter dem KAGB – von vorneherein nicht dem Aufsichtsregime des KWG, indem sie technisch nicht dem Institutsbegriff des KWG unterfallen (vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 3b ff. KWG).[700] Das muss wiederum dazu führen, dass diese Bereiche nicht unter die Gruppe der Wertpapierdienstleistungsunternehmen subsumiert werden können. Derartige (partielle) Ausnahmeregelungen wurden häufig in Hinblick auf den Anwendungsvorrang bestimmter Gesetze und auf damit einhergehende Zuständigkeitsabgrenzungen in der Aufsicht festgelegt (und nicht mit Rücksicht auf den Grad der operativen Tätigkeit im Wertpapierhandel). Dies kann mitunter zur Folge haben, dass eine ländliche Volksbank ohne Weiteres dem Qualifikationstatbestand des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG unterfällt, nicht jedoch spekulative und hochprofessionelle „Hedgefonds“ bzw. deren Kapitalverwaltungsgesellschaften unter dem Aufsichtsregime des KAGB, obwohl es sich bei diesen wohl eher um die vielbeschworenen „Kapitalmarktprofis“ handeln dürfte. Dass sich der Gesetzgeber der damit einhergehenden Wertungswidersprüche bewusst war, dürfte angesichts der mageren Gesetzesbegründung ausgeschlossen werden können. Vielmehr fällt auf, dass selbst die Bundesregierung im Gesetzgebungsverfahren von Mitarbeitern „aus dem Bereich des Finanzdienstleistungssektors“ sprach,[701] was begrifflich etwas anderes als den Wertpapierdienstleistungssektor bezeichnet.

---

700 Der Anwendungsbereich des KAGB ist wiederum nicht ausdrücklich bestimmt, sondern ergibt sich indirekt aus den Aufgabenzuweisungen an die BaFin, vgl. *Zetzsche*, in Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, 2019, § 2 KAGB Rz. 1.

701 BT-Drs. 18/11290, S. 17 unten (Gegenäußerung der Bundesregierung auf die Stellungnahme des Bundesrats).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Inländische Finanzaufsichtsbehörde

Was das Gesetz unter einer inländischen Finanzaufsichtsbehörde versteht, wird weder im WpHG noch im sonstigen Bundesrecht bestimmt. Wie eine Volltextsuche in den einschlägigen Gesetzesdatenbanken[702] zeigt, ist der Begriff „Finanzaufsichtsbehörde" in der deutschen Finanzmarktgesetzgebung ein Fremdkörper, während er in europäischen Normtexten durchaus häufige Verwendung findet.[703] Auch die Gesetzesmaterialien schweigen sich dazu aus, was der Gesetzgeber mit diesem Begriff gemeint wissen wollte.

Als gesichert dürfte gelten, dass es sich jedenfalls bei der BaFin um eine inländische Finanzaufsichtsbehörde handelt.[704] Das wird schon dann offenkundig, wenn man die amtliche Behördenbezeichnung in voller Länge ausschreibt (vgl. § 1 Abs. 1 S. 2 FinDAG). Auch die Bundesbank soll Finanzaufsichtsbehörde sein.[705] Einem Missverständnis unterliegt hingegen *Poller*, die in ihrer Apologie der Verbrechensqualifikation davon ausgeht, eine „inländische Aufsichtsbehörde" im Sinne des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG sei neben der BaFin auch die „EZB".[706] Ihre Annahme, bei der Europäischen Zentralbank (EZB) handele es sich um eine inländische Finanzaufsichtsbehörde im Sinne von § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG, ist unzutreffend. Der Umstand, dass die EZB ihren Sitz in Frankfurt am Main hat,[707] kann selbstredend nicht zu einer Einordnung als inländi-

---

702 Vgl. juris sowie die vom Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz und dem Bundesamt für Justiz unter „www.gesetze-im-internet.de" bereitgestellte Sammlung des aktuellen Bundesrechts.

703 Eine am 12.2.2021 bei juris unter dem Suchbegriff „Finanzaufsichtsbehörde" durchgeführte Vorschriftenabfrage ergab insgesamt 465 Treffer. Davon entfielen auf die Rubrik Europa 446 Treffer, auf den Bund 17 (davon zahlreiche Dubletten durch Verweise auf bereits außer Kraft getretene Gesetzesfassungen, z. B. § 38 Abs. 5 WpHG a. F.) und auf Länderebene je ein Treffer (Hessen und Rheinland-Pfalz).

704 Während *Szesny*, WiJ 2016, 215, 217 dies aus der Vorschrift des § 1 Abs. 5 KWG ableitet, wird von anderer Stelle auf § 6 Abs. 1 WpHG verwiesen, vgl. *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 34.

705 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 154.

706 *Poller*, NZWiSt 2017, 430, 432.

707 Vgl. hierzu schon das „Abkommen zwischen der Regierung der Bundesrepublik Deutschland und der Europäischen Zentralbank über den Sitz der Europäischen Zentralbank" vom 18.9.1998 und das dazu ergangene Zustimmungsgesetz vom 19.12.1998, BGBl. II, 2995. *Poller* stützt ihre Argumentation auch nicht

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sche Finanzaufsichtsbehörde führen. Für die Beschäftigten der EZB gelten vielmehr recht umfassende Immunitätsregelungen bezüglich der in amtlicher Eigenschaft vorgenommenen Handlungen,[708] weshalb die besonderen Strafbarkeitsrisiken des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG auf sie ohnehin keine Anwendung finden könnten.[709] Auch die ESMA mit Sitz in Paris unterfällt als Agentur des Unionsrechts[710] selbstverständlich nicht dem Begriff der inländischen Finanzaufsichtsbehörde.

Soweit ersichtlich, wird nirgends thematisiert, ob neben BaFin und Bundesbank auch das Bundesministerium der Finanzen eine inländische Finanzaufsichtsbehörde im Sinne des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG darstellt. Immerhin handelt es sich nicht nur um eine Oberste Bundesbehörde. Vielmehr bestimmt § 2 FinDAG sogar ausdrücklich, dass die BaFin der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen untersteht. Somit unterfällt auch das Bundesministerium der Finanzen dem Begriff der inländischen Finanzaufsichtsbehörde im Sinne von § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG. Nur am Rande ist darauf hinzuweisen, dass in einer Verwaltungsvorschrift des Landes Rheinland-Pfalz das dortige Finanzministerium ebenfalls wörtlich als Finanzaufsichtsbehörde angesehen wird.[711] Auch in § 15 Abs. 4 des hessischen Spielbankengesetzes[712] wird das (hessische) Ministerium der Finanzen als (oberste) Finanzaufsichtsbehörde bezeichnet.

---

auf den Sitz der EZB in Frankfurt, sondern (wie in Fn. 27 ihres Beitrags angedeutet wird) offenbar auf *Szesny*, WiJ 2016, 215, 217, der dort aber nicht argumentiert, dass es sich bei der EZB um eine inländische Finanzaufsichtsbehörde handeln würde.

708 Fachbereich Europa des Deutschen Bundestags, Ausarbeitung PE 6 - 3000 – 56/13 v. 16.5.2013, S. 3 f.

709 Gem. Art. 10 Abs. 2 des Sitzabkommens (vgl. Fn. 707) unterliegt die EZB „keiner hoheitlichen funktionalen Finanzmarktaufsicht deutscher Behörden". Auf andere Lebensbereiche erstrecken sich diese Immunitätsregelungen indes nicht. So konnte ein Frankfurter Oberstaatsanwalt (der nach haarsträubenden Korruptionsvorwürfen im Jahr 2020 aus dem Dienst entfernt wurde) vor einigen Jahren gegen zahlreiche EZB-Bedienstete ermitteln, weil sie als Patienten an vermeintlichen Abrechnungsbetrügereien ihrer behandelnden Frankfurter Hausärzte beteiligt gewesen sein sollen.

710 Zur Rechtsnatur der ESMA vgl. *Stolz*, Die demokratische Legitimation der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde und ihrer Rechtsakte, 2021, S. 35 ff.

711 Vgl. Ziffer 14.1.2.6.3 der Verwaltungsvorschrift zum Landestransparenzgesetz des Landes Rheinland-Pfalz (abrufbar über juris): „Die Finanzaufsichtsbehörden des Landes umfassen insbesondere das Ministerium der Finanzen und das für Wirtschaft zuständige Ministerium."

712 Hessisches GVBl. I 2007, 753.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Fraglich ist, ob die Börsenaufsichtsbehörden im Sinne von § 3 Abs. 1 BörsG, bei denen es sich meist um die Wirtschaftsministerien der Länder handelt, ebenfalls als Finanzaufsichtsbehörden im Sinne von § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG angesehen werden können. Eine derartige Einbeziehung könnte nicht schon mit der Argumentation ausgeschlossen werden, diese Ministerien hätten für die Marktintegrität keine hervorgehobene Bedeutung. Denn dieser Gedanke ließe sich auch auf jede kleine Volksbank und jeden unbedeutenden Vermögensverwalter übertragen, die ebenfalls keine größere Bedeutung für die Gesamtstabilität der Kapitalmärkte haben und die formal gleichwohl als Wertpapierdienstleistungsunternehmen angesehen werden. Gegen eine Einbeziehung der Börsenaufsichtsbehörden spricht allerdings – neben der historisch gewachsenen Trennung der Börsenaufsicht unter der Ägide der Länder und der Wertpapieraufsicht unter dem Dach der BaFin – der Gesetzeswortlaut. So ist den Börsenaufsichtsbehörden in § 3 BörsG eine eigene Vorschrift gewidmet und in § 8 BörsG wird eine enge Zusammenarbeit zwischen Börsenaufsichtsbehörden und der BaFin angeordnet. Schon dies zeigt, dass die Börsenaufsichtsbehörden begrifflich nicht mit Finanzaufsichtsbehörden gleichgesetzt werden können.

3. Börse oder Betreiber eines Handelsplatzes

Erfasst sind schließlich auch die Börsen und die Betreiber eines Handelsplatzes. Die maßgeblichen Begriffsbestimmungen finden sich in § 2 BörsG. In § 2 Abs. 1 BörsG werden Börsen definiert als teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts, die nach Maßgabe des BörsG multilaterale Systeme regeln und überwachen, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach nichtdiskretionären[713] Bestimmungen in einer Weise zusammenbringen oder das Zusammenbringen fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führt. Der Börsenbegriff wird in Wertpapierbörsen (§ 2 Abs. 2 BörsG) und Warenbörsen (§ 2 Abs. 3 BörsG) untergliedert. Die so

713 Dieser künstlich komplizierte Begriff ist eine „Errungenschaft" europäischer Normsetzung und wurde durch das 2. FiMaNoG eingeführt. Vorher hieß es im Gesetz schlicht „nach festgelegten Bestimmungen", vgl. § 2 Abs. 1 BörsG in der Fassung des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes v. 16.7.2007, BGBl. I, 1330, 1352.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

erfolgte Einbeziehung von Warenbörsen in den Börsenbegriff des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG ist letztlich konsequent, weil das Verbot der Marktmanipulation vom deutschen Gesetzgeber – über die europäischen Vorgaben hinaus – auch auf Waren erstreckt (vgl. § 25 Nr. 1 WpHG) und dem Straftatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG unterworfen wurde (vgl. § 119 Abs. 1 i. V . m. § 120 Abs. 2 Nr. 3 WpHG). Der Begriff der Handelsplätze wird schließlich in § 2 Abs. 5 BörsG definiert. Es handelt sich hierbei um einen Oberbegriff für Börsen, multilaterale Handelssysteme (§ 2 Abs. 6 BörsG) und organisierte Handelssysteme (§ 2 Abs. 7 BörsG).

Die Börsen bestehen gem. § 3 Abs. 1 S. 1 BörsG aus verschiedenen „Börsenorganen". Schon die Bezeichnung „Börsenorgan" zeigt, dass es sich hierbei um integrale Bestandteile der Börsen handelt, die damit auch vom Anwendungsbereich der Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG erfasst sind. Hierzu gehören namentlich die Handelsüberwachungsstellen (HÜSt), die für die Aufklärung von Marktmanipulationssachverhalten eine starke Bedeutung haben. Ihre gesetzliche Grundlage findet sich heute in § 7 BörsG. Die Handelsüberwachungsstelle hat Daten[714] über den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten sowie notwendige Ermittlungen durchzuführen. Hierfür stehen ihr die umfassenden Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde nach § 3 Abs. 4 S. 1 bis 5 BörsG sowie Übermittlungsbefugnisse an andere Stellen im In- und Ausland zu. Wenn sie Tatsachen feststellt, deren Kenntnis für die Verfolgung von Insider- oder Marktmanipulationsverstößen erforderlich ist, hat sie die BaFin hiervon unverzüglich zu unterrichten, § 7 Abs. 5 S. 4 und 5 BörsG.

4. Handlung in Ausübung der Tätigkeit

Der Qualifikationstatbestand setzt ferner voraus, dass der Täter „in Ausübung seiner Tätigkeit" für die in § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG genannten Institutionen „handelt". In dieser Aneinanderreihung von Tätigkeitsbeschreibungen liegt eine ausgeprägte Betonung auf dem Handlungsunrecht, wohingegen kein besonderes Erfolgsunrecht (wie etwa in Form eines Vorteils

714 Hierzu gehören namentlich die Aufzeichnung der in Art. 25 Abs. 2 der Finanzmarktverordnung (Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173 v. 12.6.2014, 84) genannten Daten für die Dauer von mindestens fünf Jahren.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

großen Ausmaßes) erforderlich ist. Da das Gesetz die Art der Tätigkeit nicht näher differenziert, soll im Grundsatz jede selbstständige und unselbstständige Tätigkeit für die in § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG genannten Institutionen erfasst sein.[715] Im Übrigen verhalten sich die Gesetzesmaterialien nicht dazu, wie der Gesetzgeber diese Tätigkeitsbeschreibungen verstanden wissen wollte. Neben reinen Strafwürdigkeitspostulaten steht dort lediglich, dass „das Ausnutzen von Informationen im Rahmen einer Tätigkeit mit Bezug zum Finanzmarkt als besonders strafwürdig angesehen"[716] wurde. Warum die Qualifikation dann trotz der besonderen Strafwürdigkeit des „Ausnutzen[s] von Informationen" ausgerechnet für den Insiderhandel nicht gilt, bleibt freilich offen.

Verschiedene Tatbestände des Kernstrafrechts erfordern ebenfalls einen Zusammenhang mit der Berufsausübung. Wenn in § 340 StGB vorausgesetzt wird, dass der Amtsträger die Körperverletzung „während der Ausübung seines Dienstes oder in Beziehung auf seinen Dienst" begeht, soll dadurch nach h. M. zum Ausdruck gebracht werden, dass ein sachlicher Zusammenhang zwischen der Körperverletzung und der Dienstausübung dergestalt bestehen muss, dass sich die Körperverletzung als Missbrauch der Amtsgewalt darstellt.[717] Hinzuweisen ist ebenfalls auf die im Sommer 2016 neu in das StGB eingefügten Vorschriften über die Bestechlichkeit und Bestechung im Gesundheitswesen gem. §§ 299a und 299b StGB,[718] die voraussetzen, dass der Täter „als Angehöriger" eines staatlich regulierten Heilberufs „im Zusammenhang mit der Ausübung seines Berufs" die im Gesetz näher beschriebene Tathandlung begeht. Hierdurch sollen rein private Handlungen ausgenommen werden.[719]

Ob sich derartige Abgrenzungen zwischen Privatem und Beruflichem trennscharf auf § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG übertragen lassen, erscheint indessen zweifelhaft. Im Ausgangspunkt zutreffend wird im Schrifttum

---

715 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 123.

716 BT-Drs. 18/7482, S. 64.

717 *Fischer*, StGB, 68. Aufl. 2021, § 340 Rz. 2.

718 Gesetz zur Bekämpfung der Korruption im Gesundheitswesen v. 30.5.2016, BGBl. I, 1254.

719 Angesichts der im Tatbestand aufgezählten heilberuflichen Entscheidungen, die im Rahmen der Unrechtsvereinbarung das Gegenstück des Vorteils bilden müssen und dadurch bereits privat motivierte Zuwendungen ausschließen, wird dies teilweise als redundant angesehen, vgl. *Dannecker/T. Schröder*, in Kindhäuser/Neumann/Paeffgen (Hrsg.), Strafgesetzbuch, 5. Aufl. 2017, § 299a StGB Rz. 114; *Rogall*, in SK-StGB, 9. Aufl. 2018, § 299a StGB Rz. 34.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

angenommen, dass ein (unmittelbarer) sachlich-funktionaler Zusammenhang zwischen dem beruflichen Aufgabenkreis und der Tatbegehung notwendig ist, wohingegen bloßes Handeln bei Gelegenheit nicht tatbestandsmäßig sein soll.[720] Nach diesen Maßstäben dürfte einerseits zwar klar sein, dass es an einem sachlich-funktionalen Zusammenhang mangelt, wenn ein Bankmitarbeiter nach Feierabend auf dem heimischen Computer auf eigene Rechnung Transaktionen abschließt. Unklar wird es aber schon dann, wenn er sich bei diesen Transaktionen „insiderähnlich" verhält, indem er Informationen oder Fertigkeiten[721] nutzt, die ihm aus dienstlichem Anlass bekannt geworden sind. Dass derartige Abgrenzungsfragen infolge der durch die Corona-Pandemie beschleunigten Vermischung von beruflicher und dienstlicher Sphäre („Homeoffice") künftig weniger komplex werden, erscheint als Wunschdenken. Schwierige Abgrenzungsfragen können sich auch dann stellen, wenn der Täter am beruflichen Arbeitsplatz tätig wird, dabei aber „auf eigene Rechnung" handelt.[722] Eine Überschreitung von intern eingeräumten Kompetenzen soll einem funktionalen Zusammenhang wiederum nicht entgegenstehen.[723]

Was demgegenüber die BaFin als Finanzaufsichtsbehörde betrifft, so ist schon ungeklärt, worin bei ihren Bediensteten ein sachlich-funktionaler Zusammenhang im Ausgangspunkt überhaupt bestehen kann. Der spekulative Handel mit Finanzinstrumenten gehört jedenfalls nicht zum gesetzlichen Aufgabenkreis der BaFin, sodass die Bediensteten während ihrer Arbeitszeit und in dienstlicher Eigenschaft wohl kaum nennenswert

720 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 124; *Rönnau/Wegner*, in Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 28 Rz. 87; *C. Schröder/Poller*, in Schröder (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, S. 259 (Rz. 558); *Trüg*, in Achenbach/Ransiek/Rönnau (Hrsg.), Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 5. Aufl. 2019, 10. Teil 2. Kapitel Rz. 60.

721 Die bloße Ausnutzung von beruflich erworbenen Fertigkeiten oder Kontakten reicht nicht, vgl. *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 154.

722 Vgl. *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 155: kein beruflicher Zusammenhang, „wenn nur gelegentlich der beruflichen Tätigkeit – etwa über den Bürorechner – auf eigene Rechnung Handelsaktivitäten in Form von pre-arranged trades durchgeführt werden"; *Szesny*, WiJ 2016, 215, 224: „Mitarbeiter der Eurex, der an seinem Arbeitsplatz-PC *wash sales* auf eigene Rechnung durchführt, unterfällt dem Verbrechenstatbestand" nicht.

723 *Pananis,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 155; *Szesny*, WiJ 2016, 215, 224.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

mit Wertpapieren handeln dürften.[724] Sollten nun ausgerechnet BaFin-Bedienstete „nur" deswegen vom Anwendungsbereich der Qualifikation ausgenommen sein, weil sie bemakelte Transaktionen nach Dienstschluss am heimischen Rechner und „auf eigene Rechnung" tätigen, dürfte dies für manche Marktteilnehmer Anlass für Zynismus sein. Es würde auch dem latenten Verdacht, dass die Finanzaufsichtsbehörden aus vornehmlich symbolischen Gründen in den Katalog des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG aufgenommen wurden, neue Nahrung geben.[725] Ob diesem Eindruck durch eine differenzierte Betrachtung des sachlich-funktionalen Zusammenhangs bei den in § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG genannten Institutionen entgegengewirkt werden kann, erscheint angesichts des Wortlauts jedoch zweifelhaft. Auch das bloße Ausnutzen von dienstlich erlangten Wissensvorsprüngen (etwa in Form von Meldungen über beabsichtigte Kapitalmaßnahmen, die der Behörde von Emittenten vorab mitzuteilen sind) dürfte regelmäßig in den genuinen Anwendungsbereich der Insiderverstöße fallen, die von der Qualifikation aber gerade nicht erfasst sind.

Der tatbestandliche funktionale Zusammenhang könnte allerdings beim Missbrauch von aufsichtsrechtlichen Werkzeugen gegeben sein, die der BaFin zur Verfügung stehen. So kommen als in den gesetzlichen Aufgabenbereich fallende Tathandlungen etwa behördliche Pressemeldungen, Warnungen oder sonstige amtliche Verlautbarungen in Betracht. Auch der widerrechtliche Erlass einer Allgemeinverfügung, durch welche die Begründung und die Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien eines bestimmten Emittenten verboten wird, wäre theoretisch denkbar.[726] Es bedarf keiner besonderen Vorstellungskraft, dass die berechtigte Sorge der Behördenmitarbeiter in Hinblick auf derartige latente Strafbarkeitsrisiken sich als Hemmschuh für eine effektive Aufsicht erweisen kann. Auch hieran zeigen sich die Defizite der Verbrechensqualifikation.

---

724 Angesichts des umfangreichen Handels mit Wirecard-Papieren, der in der Aufarbeitung des Skandals öffentlich bekannt geworden ist, könnte man freilich spotten, dass dies offenbar bei einigen Bediensteten der BaFin in Vergessenheit geraten sein muss.

725 Hierzu schon oben S. 217.

726 Bis zum Wirecard-Skandal hätte man derartige Szenarien für rein hypothetisch gehalten.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

5. Der Vorschein eines Professionsdelikts

Während es sich beim Grundtatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG anerkanntermaßen um ein Allgemeindelikt handelt,[727] wird im Schrifttum vereinzelt darauf hingewiesen, dass die Qualifikationsnorm des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG aufgrund der tätigkeitsbezogenen Ausgestaltung ein Sonderdelikt darstellt.[728] In der Sache ist dieser Hinweis zwar vollkommen zutreffend. Allerdings kommt durch die Beschreibung als Sonderdelikt nicht zum Ausdruck, dass mit der Qualifikation eine in den letzten Jahren auch schon anderswo zu beobachtende Tendenz zur Herausbildung eines eigens für bestimmte Branchen und Berufsgruppen geschaffenen Sonderstrafrechts verbunden ist. Diese Entwicklung hin zu einem Branchensonderstrafrecht macht die eher randständige Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG wiederum für Fragen des allgemeinen Strafrechts interessant.

Anstelle der allgemeinen Kategorie der Sonderdelikte (für die zu Beginn des letzten Jahrhunderts die Standes- und Berufsdelikte[729] wie auch die Unternehmerdelikte[730] noch häufig Synonyme waren) sollte zur begrifflichen Differenzierung eine Bezeichnung verwendet werden, welche die Entwicklung hin zu einem Branchensonderstrafrecht präziser zu beschreiben vermag. Hier könnte es sich anbieten, auf den wohl von *Saliger* geprägten Begriff der „Professionsdelikte" zurückzugreifen.[731] Da die Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG nach verbreitetem Verständnis an „Kapitalmarktprofis" gerichtet ist, weckt dies ohnehin gewisse semantische Assoziationen zu den Professionsdelikten.

Nach der Beschreibung von *Saliger* ist für Professionsdelikte typisch, dass sie „nicht in nennenswertem Umfang in Erscheinung treten. Ihnen eignet vor allem eine symbolische Bedeutung."[732] Kennzeichnend für Professionsdelikte ist die Kriminalisierung von enttäuschtem Vertrauen, welches der Profession entgegengebracht wird.[733] In dieser Bestrafung für enttäuschte Erwartungen zeigen sich gewisse phänomenologische Ähnlich-

727 Vgl. statt aller *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 158.
728 Vgl. *Böse/S. Jansen*, in Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 119 WpHG Rz. 34; *Szesny*, WiJ 2016, 215, 217.
729 Vgl. *Langer*, Das Sonderverbrechen, 1972, S. 23 f.
730 *Frank*, ZStW 37 (1916), 28 ff.
731 *Saliger*, in Alexy (Hrsg.), Juristische Grundlagenforschung, 2005, S. 138; *ders.*, FS Kargl, 2015, S. 493, 503.
732 *Ders.*, in Alexy (Hrsg.), Juristische Grundlagenforschung, 2005, S. 138.
733 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

keiten zur kriminologischen Kategorie der Berufsstraftaten (*occupational crime*). Hierunter versteht die Kriminologie solche Delikte, die „von Personen im Staatsdienst, im Geschäftsleben oder in freien Berufen, und zwar innerhalb ihrer Berufsrollen, begangen werden" und bei denen „die institutionalisierten Erwartungen verletzt [werden], die an die Berufsrollen geknüpft werden".[734] Allerdings setzt der Tatbestand bei Berufsstraftaten (im kriminologischen Sinne des *occupational crime*) häufig keinen ausdrücklichen Bezug zur beruflichen Tätigkeit voraus. So wird die Unterschlagung oder Untreue zwar häufig am Arbeitsplatz begangen; trotzdem erfordern die entsprechenden Tatbestände nach ihrem Wortlaut keinen ausdrücklichen Tätigkeitsbezug.

Zu den Professionsdelikten konstatierte der Strafrechtsausschuss der Bundesrechtsanwaltskammer noch 2015, dass dieser Bereich vom „Gesetzgeber bislang nur zurückhaltend unter Strafe gestellt" worden sei.[735] Als Belege angeführt wurden seinerzeit die für Rechtsanwälte geltenden Tatbestände des Parteiverrats (§ 356 StGB) und der Gebührenüberhebung (§ 352 StGB) sowie für Richter die Rechtsbeugung (§ 339 StGB).[736] Auch die für die Abschlussprüfer geltende Strafnorm des § 332 HGB kann in diesem Zusammenhang genannt werden. Als Professionsdelikte werden mitunter auch die Korruptionstatbestände für den Bereich der Heilberufe gem. §§ 299a f. StGB bezeichnet, wenngleich diese Bezeichnung nicht unumstritten ist.[737] Auch die in diesem Zusammenhang die 2017 neu eingeführten[738] Tatbestände über die Strafbarkeit der Manipulation bei den „Sport-Profis" (zur Definition vgl. § 265d Abs. 5 StGB), bei denen es sich um gesetzgeberisches „Neuland"[739] mit „fast ausschließlich symbolische[r] Funktion"[740] handelt und die ebenfalls Ausdruck einer zunehmenden Kriminalisierung beruflicher Betätigung sind, müssen in diesem Zusammen-

---

734 So bereits *H. J. Schneider*, Kriminologie, 2. Aufl. 1977, S. 92.

735 Vgl. Strafrechtsausschuss der Bundesrechtsanwaltskammer, Stellungnahme Nr. 40/2015 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Bekämpfung der Korruption im Gesundheitswesen vom 21.10.2015, S. 7 (Berichterstatter war neben *Dierlamm* und *Matt* auch *Saliger*).

736 Ebd.

737 Gegen diese Einstufung *Kubiciel*, MedR 2016, 1, 2.

738 Einundfünfzigstes Gesetz zur Änderung des Strafgesetzbuches – Strafbarkeit von Sportwettbetrug und der Manipulation von berufssportlichen Wettbewerben v. 11.4.2017, BGBl. I, 815; zu den Abgrenzungsfragen im Zusammenhang mit dem Tatbestandsmerkmal „berufssportlich" *Rübenstahl*, JR 2017, 264 ff u. 333, 335 f.

739 *Nuzinger/Rübenstahl/Bittmann*, WiJ 2016, 34 (zum Referentenentwurf).

740 *Fischer,* StGB, 68. Aufl. 2021, § 265d Rz. 3.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

hang genannt werden. Auf den jüngst neu eingeführten Qualifikationstatbestand der Geldwäsche gem. § 261 Abs. 4 StGB, der für die Verpflichteten nach § 2 GwG gilt und damit ebenfalls Anzeichen eines Professionsdelikts trägt, wird weiter unten eingegangen.[741]

Was ansonsten die Verbreitung von Professionsdelikten im Bereich des Finanzmarktstrafrechts betrifft, so dürfte als gesichert gelten, dass die in einer verhältnismäßig langen gesetzgeberischen Tradition stehenden[742] sog. Regulierungsdelikte[743] keine Professionsdelikte darstellen. Sie richten sich an die Allgemeinheit und sind überwiegend nicht als Sonderdelikte ausgestaltet.[744] Es handelt sich um Straftatbestände, die eine strafrechtlich sanktionierte Marktzugangskontrolle zu den regulierten Teilbereichen der Finanzbranche in Form von (durchweg strafbewehrten) Tätigkeitsverboten mit Erlaubnisvorbehalten vorsehen (§§ 339 KAGB, 54 KWG, 331 VAG und 63 ZAG). Danach macht sich strafbar, wer erlaubnispflichtige Geschäfte ohne die entsprechende Erlaubnis betreibt. Da die Tatbestände nur den Markteintritt zur Branche regulieren und sich noch nicht dazu verhalten, wie die Tätigkeit innerhalb des jeweiligen Branchenzweigs auszuüben ist, handelt es sich nicht um branchenspezifisches Sonderstrafrecht.[745]

Ein deutliches Anzeichen für die Herausbildung eines Professionsdelikts stellt demgegenüber die im Jahr 2013 durch das sog. Trennbankengesetz eingeführte Strafvorschrift des § 54a KWG dar. Nach dieser Vorschrift wird bestraft, wer entgegen gesetzlicher Anforderungen nicht dafür Sorge trägt, dass „sein" Institut über bestimmte Strategien, Prozesse, Verfahren, Funktionen oder Konzepte verfügt und hierdurch eine Bestandsgefährdung des

741 Siehe sogleich S. 232.

742 *Richter*, in Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, 2019, Vor §§ 339 KAGB Rz. 8.

743 Gleichbedeutend ist die auf *Altenhain* zurückgehende Bezeichnung der Regulierungsverstöße, vgl. *Altenhain*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 20 Überschrift vor Rz. 6.

744 Vgl. den Überblick über den Meinungsstand bei *Richter*, in Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, 2019, § 339 KAGB Rz. 30 f. sowie *ders.*, in Luz u. a. (Hrsg.), ZAG, 2019, § 63 ZAG Rz. 17.

745 Auch die vergleichbaren Tatbestände des Kernstrafrechts (unerlaubte Veranstaltung eines Glücksspiels gem. § 284 StGB, unerlaubte Veranstaltung einer Lotterie gem. § 287 StGB) werden vielfach als Allgemeindelikte verstanden, vgl. *Krehl* in Leipziger Kommentar StGB, 12. Aufl., § 287 Rz. 28 m. w. N. zum Meinungsstand in Fn. 105. Für die Tätigkeit innerhalb der Branche wurden einige spezielle Straftatbestände geschaffen, die einzelne, mit bestimmten Geschäftstypen verbundene Gefahren aufgreifen, wie etwa die unbefugte Verwertung oder Offenbarung von Informationen über Millionenkredite (§§ 55a f. KWG).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Instituts herbeiführt. Die Vorschrift richtet sich nur an die in § 25c KWG genannten Geschäftsleiter,[746] weshalb im Gesetzgebungsverfahren die Sorge vor der Kriminalisierung eines ganzen Berufsstands für „berufliches Versagen" geäußert wurde.[747]

Sofern als eigentliches Proprium von Professionsdelikten die Enttäuschung eines bestimmten Vertrauens angesehen wird, müsste gegen die Einordnung von § 54a KWG als Professionsdelikt freilich eingewendet werden, dass der Strafgrund nicht in der Enttäuschung von Vertrauen liegen kann, welches der Berufsstand vermeintlich genießt. Motiv für die Schaffung der Strafnorm dürfte vielmehr das genaue Gegenteil gewesen sein, nämlich ein ausgeprägtes Misstrauen gegenüber der Bankenbranche. Der Strafgrund liegt somit nicht darin, dass „Banker" das in sie gesetzte Vertrauen enttäuscht haben. Stattdessen wurden die Sanktionsdrohungen gerade deshalb ausgesprochen, weil der Gesetzgeber nach den Nahtod-Erfahrungen der gerade erst überstandenen Finanzkrise offenbar weiter mit dem Schlimmsten rechnete und in der Lage sein sollte, wenigstens für die Zukunft mit den Mitteln des Strafrechts zu reagieren. Dies spricht letztlich gegen die Kategorisierung von § 54a KWG als Professionsdelikt.

Ein experimentelles Branchensonderstrafrecht eigener Art findet sich darüber hinaus im Bereich der Verbotsnorm des § 3 Abs. 2 und Abs. 3 KWG. Nach dieser sehr unübersichtlichen und verschachtelten Vorschrift sind bestimmte als besonders risikobehaftet angesehene Geschäfte verboten. Eine strafrechtliche Flankierung des Verbots dieser Geschäfte erfolgt durch § 54 Abs. 1 Nr. 1 KWG.[748] Allerdings gilt dieses Verbot nicht schlechterdings, sondern lediglich für solche CRR-Kreditinstitute, die die in § 3 Abs. 2 S. 1 KWG genannten Schwellenwerte überschreiten.[749] Alle anderen CRR-Kreditinstitute, die unter den Schwellenwerten liegen, dürfen solche risikobehafteten Geschäfte weiterhin in unbegrenztem Umfang betreiben.[750] Dies gilt namentlich für bestimmte Formen von Derivaten, vor deren Gefahren *Warren Buffet* schon vor der Finanzkrise mit für ihn

---

746 *Gehlen*, Die Strafbarkeit von Geschäftsleitern nach § 54a KWG, 2017, S. 181.

747 Dagegen dezidiert *C. Schröder*, WM 2014, 100 ff.

748 Vgl. hierzu etwa *Reichling,* in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 54 KWG S. 38 ff.

749 Von den deutlich über 1.000 CRR-Kreditinstituten in Deutschland sind hiervon nur eine Handvoll betroffen. Der Begriff des CRR-Kreditinstituts wird definiert in § 1 Abs. 3d KWG. Das Kürzel CRR steht für *Capital Requirements Regulation*, hierzu oben Fn. 219.

750 Dies hat zur Folge, dass die Strafdrohung nicht nur auf die Kategorie von CRR-Kreditinstituten beschränkt ist, sondern sich ihr Anwendungsbereich auch

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

typischer Scharfzüngigkeit warnte.[751] Für den Adressatenkreis der theoretisch denkbaren Täter bedeutet dies, dass nicht nur ein Branchenbezug in Form verbotener Arten von Kreditgeschäften besteht, sondern eine Beschränkung auf die Mitarbeiter einer Handvoll von CRR-Kreditinstituten vorgenommen wird.[752] Auch hier war die Verbotsvorschrift des § 3 Abs. 2 KWG nicht durch einen besonderen Vertrauensvorschuss gegenüber einer Berufsgruppe motiviert, sondern vielmehr durch die Furcht vor dem Phänomen des „too big to fail" und dem damit verbundenen faktischen Erpressungspotential in Hinblick auf staatliche Bankenrettungen („bail outs"). In Hinblick darauf birgt die Beschreibung als Professionsdelikt das Risiko von Missverständnissen.

Anzeichen eines Professionsdelikts sind auch im jüngst reformierten Geldwäschetatbestand des § 261 StGB festzustellen. Dort ist nunmehr in § 261 Abs. 4 StGB ein neuer Qualifikationstatbestand vorgesehen, der ebenfalls an die Handlung in Ausübung eines Berufs anknüpft. Nach § 261 Abs. 4 StGB gilt ein im Vergleich zum Grundtatbestand von § 261 Abs. 1 StGB erhöhtes Mindeststrafmaß von drei Monaten Freiheitsstrafe, sofern die Tat von einem Verpflichteten nach § 2 GwG begangen wird. Damit entspricht der qualifizierte Strafrahmen dem des früheren Grundtatbestands.[753] Der Begriff des Verpflichteten bestimmt sich in § 2 Abs. 1 GwG nach einem umfangreichen Katalog, unter den beispielsweise Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute (vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 GwG), aber auch Rechtsanwälte in besonderer Eigenschaft (vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 10 GwG) fallen. Bei all diesen im Katalog des § 2 Abs. 1 GwG genannten Fällen wird ausdrücklich vorausgesetzt, dass eine Handlung „in Ausübung ihres Gewerbes oder Berufs" vorliegt. Auch hierin zeigen

---

innerhalb dieser Gruppe von vorneherein auf weniger als 1 Prozent aller CRR-Kreditinstitute (bzw. auf die für sie handelnden Personen) beschränkt.

751 Schon vor dem 2007 erfolgten Ausbruch der Weltfinanzkrise bezeichnete *Warren Buffet* in seinem jährlichen Brief an die Aktionäre Derivate als "time bombs, both for the parties that deal in them and the economic system", vgl. *Buffet*, Letter to the Shareholders, in Berkshire Hathaway Inc., 2002 Annual Report, S. 3, 13. Zu einiger Berühmtheit gebracht hat es seine Prophezeiung, Derivate seien "financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal" (ebd., S. 3, 15).

752 Im ohnehin spärlichen Schrifttum zu dieser exotisch anmutenden Strafnorm wird diese Beschränkung des Täterkreises nicht unter grundsätzlichen Aspekten thematisiert.

753 *Gazeas*, NJW 2021, 1041, 1042; kritisch gegenüber dem schon im Gesetzentwurf vorgesehenen Qualifikationstatbestand und der Anknüpfung an der Stellung des Verpflichteten WisteV, Stellungnahme v. 7.9.2020, S. 14 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sich gesetzgeberische Tendenzen, die Ausgestaltung von Straftatbeständen zunehmend mit bestimmten Erwartungen (oder Befürchtungen) an die Ausübung beruflicher Tätigkeiten zu verknüpfen. Es würde nicht zu weit gehen, wenn man bei der Interpretation dieser gesetzgeberischen Entwicklung, die am Beispiel des reformierten Geldwäschetatbestands zutage tritt, der Qualifikationsnorm des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG eine ggf. gewisse Vorbildrolle bescheinigen wollte. In dieses Deutungsmuster würde ebenfalls passen, dass Entwicklungen häufig an den Rändern einer Rechtsordnung ihren Anfang nehmen und dann erst mit einiger Verspätung das Zentrum – hier also das Kernstrafrecht – erreichen.[754]

Was abschließend die Einordnung der Qualifikationsnorm des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG in die Gruppe der Professionsdelikte betrifft, so muss für die im Tatbestand genannten Institutionen ein differenziertes Fazit gezogen werden. Ein besonderer Tätigkeitsbezug zur Finanzbranche wird zwar bei allen Institutionen vorausgesetzt, sodass die Norm zweifellos ein Branchensonderstrafrecht darstellt. Das für Professionsdelikte bislang wohl entscheidende Charakteristikum eines spezifischen Vertrauens qua Berufsstand können demgegenüber allenfalls die Finanzaufsichtsbehörden sowie die Börsen und ggf. die Handelsplatzbetreiber für sich in Anspruch nehmen. Demgegenüber müssen die meisten Wertpapierdienstleistungsunternehmen jedenfalls in der öffentlichen Wahrnehmung damit leben, dass ihnen kein ausgeprägter Vertrauensbonus, sondern tendenziell Misstrauen entgegengebracht wird. Durch die undifferenzierte Aufzählung der verschiedenen Institutionen birgt die Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG somit einen inhärenten Wertungswiderspruch in sich, der auch durch die Bezeichnung als Professionsdelikt nicht vollends aufgelöst werden kann.[755]

III. Legitimatorische Defizite der Verbrechensqualifikation

Die Legitimation der Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 WpHG sieht sich aus verschiedenen Richtungen Einwänden ausgesetzt. Was die vollkommen zutreffende Beobachtung der „richtlinienüberschießenden" Umsetzung durch den deutschen Gesetzgeber betrifft, so wird verschiedentlich angemerkt, dass die Schaffung einer Qualifikation in keiner

754 So *Vogel* in seinem bekannten Aufsatz in der FS Jakobs, 2007, S. 731 ff. Näher dazu unten im abschließenden Ausblick auf S. 258 ff.

755 Hierzu deshalb unten S. 237 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Weise durch europäische Vorgaben geboten war.[756] Soweit ersichtlich, beruhen die legitimatorischen Zweifel jedoch nicht schon allein auf diesen Umstand. Dies ist im Ergebnis auch richtig, weil dem nationalen Gesetzgeber eine richtlinienüberschießende Umsetzung für sich genommen nicht verwehrt ist. So wäre es letztlich auch inkonsequent, wenn man einerseits polemisieren wollte, dass der nationale Gesetzgeber als „Lakai von Brüssel"[757] zum bloßen Exekutivorgan europäischer Vorgaben degeneriert ist, gleichzeitig aber den deutschen Gesetzgeber dafür schelten wollte, von seinem verbleibenden gesetzgeberischen Gestaltungsspielraum durch eine überschießende Richtlinienumsetzung Gebrauch gemacht zu haben. Gleichwohl ist die richtlinienüberschießende Umsetzung symptomatisch für ein grundsätzlicheres Problem. Dieses besteht in der offenkundigen Unbekümmertheit, mit welcher der deutsche Gesetzgeber die Verbrechensqualifikation ohne tragfähiges Fundament eingeführt hat.

1. Meinungsstand

Die Literatur sieht die Legitimationsfrage überwiegend kritisch. So zweifelt *Saliger*, ob die gesetzgeberische Begründung ausreicht, um das hohe Strafmaß zu rechtfertigen.[758] *Theile* hält die in § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG „vorgenommene flächendeckende Gleichsetzung einer ganzen Branche mit Amtsträgern der BaFin" für „kaum legitimierbar".[759] Als „rechtspolitisch äußerst fragwürdig" wird die Qualifikation von *Trüg* beurteilt, nach dessen Einschätzung sie mit der floskelhaften Begründung des Gesetzgebers „in Anbetracht des hohen Eingriffsgehalts nicht zu rechtfertigen" sei.[760] Verfassungsrechtliche Bedenken machen *Pauka*, *Link* und *Armenat* in einem gemeinsamen Aufsatz geltend. Sie argumentieren zum einen, dass § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG „gegen das Willkürverbot" verstoße und „somit verfassungswidrig" sei, weil die Qualifikation nach der gesetzgeberischen Intention einerseits „an die bestehende Vorschrift des besonders

756 Vgl. nur *Eggers/Gehrmann/Szesny*, WiJ 2016, 123, 126.
757 So die Formulierung von *Schünemann*, StV 2003, 531, 533; *ders.*, ZIS 2009, 393.
758 *Saliger*, in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kapitel 6.1 Rz. 259.
759 *Theile*, in Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht, 2017, § 38 WpHG Rz. 78.
760 *Trüg*, in Leitner/Rosenau (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2017, § 38 WpHG Rz. 181; *ders.*, in Achenbach/Ransiek/Rönnau (Hrsg.), Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 5. Aufl. 2019, 10. Teil 2. Kapitel Rz. 60.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schweren Betrugs angelehnt" werden sollte, die jedoch andererseits gerade nicht als Qualifikationstatbestände, sondern als Regelbeispiele ausgestaltet sind. Hierin liege eine „Systemwidrigkeit", die „der Gesetzgeber zumindest [hätte] begründen" müssen. Verfassungswidrig sei die Norm deshalb, weil der Gesetzgeber „das nicht getan hat und auch kein plausibler Grund für die Ungleichbehandlung ersichtlich" sei.[761] Eine willkürliche Gleichbehandlung liege ferner darin, dass „die banden- oder gewerbsmäßige Begehung immerhin einen gesteigerten Unrechtsgehalt erkennen lässt – wenn auch keinen so hohen, dass dieser eine Verbrechensstrafbarkeit rechtfertigen würde –, während das bloße Handeln im Rahmen einer Tätigkeit im Finanzsektor in keiner Weise eine vergleichbare Unrechtssteigerung bewirkt."[762] Thematisiert wird ferner „ein Verstoß gegen den Bestimmtheitsgrundsatz, in Verbindung mit dem Schuldprinzip"; schließlich sei auch das strafrechtliche Übermaßverbot „weiterer Ansatzpunkt für einen Verfassungsverstoß".[763]

Ausgewogener ist die Bewertung von *Spoerr*. Er weist einerseits darauf hin, dass die prozessualen Folgen der Verbrechensqualifikation nicht nur „rechtspolitisch höchstproblematisch" sei, da sie eine „tat- und schuldangemessene Sanktionierung in Grenz- und Minderfällen" erschwere.[764] Gleichzeitig prognostiziert er aber, dass sich die „Überkriminalisierung" nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts als wahrscheinlich verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden darstellt, „solange und soweit es zu keiner Unverhältnismäßigkeit einer Mindeststrafe im Einzelfall kommt."[765] Als sehr beachtliche Lösung schlägt *Spoerr* vor, dass einem etwaigen Verstoß gegen das Willkürverbot „in verfassungskonformer Auslegung durch analoge Anwendung des § 119 Abs. 6 WpHG auf § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG" vorgebeugt werden soll.[766]

761 *Pauka/Link/Armenat*, WM 2017, 2092, 2096.
762 Ebd., 2096 f.
763 Ebd., 2097.
764 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 151; vgl. auch *Waßmer*, in Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2022, § 119 WpHG Rz. 136, wonach die Strafschärfung zwar „übertrieben" sei, sich aber „im Ergebnis […] noch im Rahmen der Einschätzungsprärogative des Gesetzgebers" bewege.
765 *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 152.
766 Ebd., Rz. 155.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Eine Gegenstimme zum Chor der Kritiker erhebt *Poller*, indem sie zur Verbrechensqualifikation ein weitgehend positives Fazit zieht.[767] Hinsichtlich der Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG bestehe „ein legitimes Interesse des Gesetzgebers", die Formen der gewerbs- oder bandenmäßigen Begehung „innerhalb seines Ermessens zu einem Qualifikationstatbestand zu erheben und nicht einem variablen Strafrahmen" in Form der Regelbeispielsmethode zu unterstellen. Ungeachtet der insoweit fehlgehenden Gesetzesbegründung sei die gesetzgeberische Entscheidung für die Qualifikation „deshalb nicht angreifbar".[768]

2. Die Ungereimtheiten des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG

Bei der Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG sieht *Poller* „bei der Frage nach der strafrechtlichen Legitimation" im Ausgangspunkt durchaus „Bedenken, da eine ganze Branche – namentlich die ‚Kapitalmarkprofis' – nun einem wesentlich höheren Strafbarkeitsrisiko unterfällt."[769] Gleichwohl relativiert *Poller* diese Bedenken sogleich mit der Begründung, dass die „strafrechtliche Anknüpfung an solche persönliche, berufsbezogene Merkmale […] nicht neu" sei, sondern „insbesondere Amtsträgern […] häufig ein besonderes strafrechtliches Risiko auferlegt" werde.[770] Hierdurch sollten „missbräuchliches Verhalten und korrupte Strukturen […] vermieden werden, um das Vertrauen der Allgemeinheit in die Lauterkeit der staatlichen Institutionen und in die in besonderem Pflichtverhältnis dazu stehenden Mitarbeiter aufrechtzuerhalten." *Poller* hält dieses „Argumentationsmuster" für übertragbar auf „Kapitalmarktprofis", die „in ihrer finanzmarktbezogenen Tätigkeit nicht nur leichten Zugang zu empfindlichen Informationen" hätten, sondern „ihre berufliche Position […] zur

767 *Poller*, NZWiSt 2017, 430 ff.; vgl. nun auch *C. Schröder/Poller*, in Schröder (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, S. 256 ff. (Rz. 549 ff.).

768 *Poller*, NZWiSt 2017, 430, 434.

769 Ebd.; *dies.*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation nach dem aktuellen europäischen Marktmissbrauchsrecht - Europarechtskonformität des 1. FimanoG?, 2017, S. 30. Ebenso *C. Schröder/Poller*, in Schröder (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, S. 259 (Rz. 557).

770 *Poller*, NZWiSt 2017, 430, 434. Kritischer wurde die Qualifikation von *Poller* noch in einer kurz zuvor erschienenen Untersuchung bewertet („im Ergebnis nicht zu überzeugen"), vgl. *dies.*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation nach dem aktuellen europäischen Marktmissbrauchsrecht - Europarechtskonformität des 1. FimanoG?, 2017, S. 31.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Einflussnahme auf Anleger oder ihre Fachexpertise für Marktmanipulationstaten ausnutzen" könnten, weshalb „auch ihnen […] in gewisser Weise eine besondere Pflichtenstellung gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern" zukomme.[771] Nach *Poller* führt der mit missbräuchlichen Verhaltensweisen einhergehende „Vertrauensverlust in die in § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG genannten Institutionen […] zu einem geminderten Vertrauen in das gesamte Kapitalmarktsystem." Letztlich könnten derartige Vertrauensmängel dazu führen, dass „Anleger nicht mehr investieren – mit gravierenden Folgen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts."[772] Deshalb sei auch die Qualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG „aus Vertrauens- und damit einhergehenden Funktionsschutzaspekten im Rahmen des gesetzgeberischen Ermessens […] nachvollziehbar" und legitimiert.[773] Letztlich liege die Entscheidung für die Ausgestaltung als Qualifikation allein im gesetzgeberischen Ermessen, die es nach *Poller* zu akzeptieren gilt.[774]

Mit dieser Apologie des Qualifikationstatbestands macht *Poller* es dem Gesetzgeber allerdings zu leicht. Die von *Poller* mehrfach bemühte Kategorie der vermeintlichen „Kapitalmarktprofis" lässt sich nicht ohne Weiteres mit den in § 11 Abs. 1 Nr. 2 StGB definierten Amtsträgern gleichsetzen. Schnittmengen zwischen dem gesetzlich festgelegten Begriff der Amtsträger und der diffusen Gruppe von „Kapitalmarktprofis" sind zwar im Bereich der Finanzaufsichtsbehörden denkbar, da zahlreiche BaFin-Bedienstete dem Amtsträgerbegriff unterfallen und gleichzeitig über besondere Kenntnisse des Kapitalmarkts verfügen. Was demgegenüber Wertpapierdienstleistungsunternehmen betrifft, so hat die Analyse dieses denkbar weiten Oberbegriffs bereits gezeigt, dass hiervon verschiedenste Unternehmen erfasst sind, wobei das Spektrum von der kleinen Volksbank bis hin zum hochspezialisierten Broker reichen kann. Angesichts dieser Bandbreite erscheint es ausgeschlossen, dass die fachlichen Fähigkeiten und Kapitalmarktkenntnisse bei allen Wertpapierdienstleistungsunternehmen gleichermaßen vorhanden sein sollen.

Noch schwerer wiegt jedoch der Einwand *Hohns*, warum ausgerechnet diese zumeist rein privatrechtlich organisierten Unternehmen als Garanten funktionierender Märkte angesehen werden sollten.[775] Eine derartige

771 *Poller*, NZWiSt 2017, 430, 434 f.
772 Ebd., 435.
773 Ebd.
774 Ebd., 436. Ebenso *C. Schröder/Poller*, in Schröder (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, S. 258 (Rz. 552).
775 *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

„Pflichtenstellung" können allenfalls die in § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG genannten Finanzaufsichtsbehörden haben. Hingegen gilt die Finanzindustrie – zumal in der öffentlichen Wahrnehmung und in populären Deutungsmustern – gemeinhin eher als Ursache des Problems von Vertrauensverlusten denn als Teil der Lösung. Es wäre deshalb höchst widersprüchlich, wenn die besondere Strafdrohung im Hinblick auf die Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit ihrer vermeintlich „besonderen Pflichtenstellung gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern"[776] begründet wird. Im Übrigen weist *Hohn* – der schon unabhängig von der konkreten Ausgestaltung der Qualifikation infrage stellt, „ob die Androhung einer Verbrechensstrafe bei marktmanipulativem Verhalten überhaupt unrechts- und schuldunangemessen sein kann"[777] – zutreffend darauf hin, dass nicht einmal das Kernstrafrecht „derart drastisch zwischen besonders Verpflichteten und solchen, die es nicht sind" unterscheidet.[778]

3. Verfassungsrechtliche Maßstäbe

Angesichts dieser Ungereimtheiten sind auch verfassungsrechtliche Zweifel an der Norm nicht ohne Weiteres von der Hand zu weisen.[779] Die Bedenken bestehen im Wesentlichen im Hinblick auf den Gleichheitssatz gem. Art. 3 Abs. 1 GG und auf die Grundsätze der Verhältnismäßigkeit und des Übermaßverbots, die ebenfalls Verfassungsrang haben. Allerdings muss aus der Sicht der Strafrechtspraxis davor gewarnt werden, zu große Hoffnungen in das Bestreben zu setzen, konkrete strafrechtliche Fragen anhand verfassungsrechtlicher Maßstäbe auflösen zu wollen.[780] Während das Strafrecht und die Strafrechtswissenschaft die Ausarbeitung der bestmöglichen Lösung zum Ziel haben, beschränkt sich das Verfassungsrecht

776 So ist aber *Poller*, NZWiSt 2017, 430, 435 zu verstehen, die bei den „Kapitalmarktprofis" an dieser Stelle nicht zwischen den verschiedenen Institutionen differenziert.

777 *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2020, § 21 Rz. 7.

778 Ebd.

779 *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl. 2020, 11. Kapitel Rz. 185.

780 Vgl. aus der jüngeren Strafrechtswissenschaft *Greco*, Verfassungskonformes oder legitimes Strafrecht? Zu den Grenzen einer verfassungsrechtlichen Orientierung der Strafrechtswissenschaft, in Brunhöber u. a. (Hrsg.), Strafrecht und Verfassung. 2. Symposium Junger Strafrechtlerinnen und Strafrechtler Berlin 2012, 2013, S. 13 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

auf die Festlegung der äußersten Grenzen des verfassungsrechtlich noch Zulässigen. Deshalb ist das Verfassungsrecht in der Prägung, die es durch die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts erfährt, gegenüber dem materiellen Strafrecht naturgemäß zurückhaltend. Abgesehen von dem harten verfassungsrechtlichen Gewährleistungskern (namentlich in Gestalt des Bestimmtheitsgebots gem. Art. 103 Abs. 2 GG[781]) lässt das Bundesverfassungsgericht wenig Neigung erkennen, konkrete Normen des materiellen Strafrechts an allgemeinen verfassungs- oder strafrechtlichen Prinzipien messen zu wollen.[782]

Bestätigt wurde diese Zurückhaltung erst kürzlich am Beispiel des *Ultima-Ratio*-Prinzips, das als strafrechtliches Allgemeingut in so gut wie keinem Lehrbuch fehlen dürfte. Selbst das Bundesverfassungsgericht hat in seinem ersten Abtreibungsurteil bereits bestätigt, dass der Gesetzgeber vom Mittel der Strafnorm als „ultima ratio im Instrumentarium des Gesetzgebers […] nur behutsam und zurückhaltend Gebrauch machen" darf.[783] Trotzdem wurde in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts noch nie ein Straftatbestand deswegen für verfassungswidrig erklärt, weil der Gesetzgeber zur Zweckerreichung mildere Mittel als ein Strafgesetz hätte wählen können. Zuletzt wurden in dem vielbeachteten konkreten Normenkontrollverfahren zur Überprüfung von § 10 des Rindfleischetikettierungsgesetzes die vom Bundesverfassungsgericht zunächst selbst geweckten[784] Erwartungen enttäuscht, das oberste deutsche Gericht werde „dem Gesetzgeber die Grenzen des Strafrechts aufzeigen"[785] oder sich hierzu jedenfalls „positionieren".[786] In der Entscheidung erklärte das Bundesverfassungsgericht zwar die Strafnorm des § 10 Abs. 1 und 3 des

781 Auch in Hinblick auf Art. 103 Abs. 2 GG fällt die Bilanz tatsächlich festgestellter Verfassungsverstöße aber nüchtern aus, vgl. ebenfalls *Greco*, ZIS 2018, 475 ff.

782 Deutlich offener zeigt sich das BVerfG bekanntlich für die Überprüfung strafprozessualer Eingriffsbefugnisse am Maßstab des Grundgesetzes und insbesondere der Grundrechte.

783 BVerfG, Urt. v. 25.2.1975 – 1 BvF 1/74 u. a., BVerfGE 39, 1, 47; Beschl. v. 10.4.1997 – 2 BvL 45/92, BVerfGE 96, 10, 25.

784 Diese Erwartung wurde dadurch geweckt, dass das BVerfG in einem Anhörungsschreiben an verschiedene Verbände ausdrücklich auch Fragen in Hinblick auf das ultima ratio Prinzip aufgeworfen hatte, hierzu etwa *Hamm*, NJW 2016, 1537 ff. sowie *Jahn/Brodowski*, ZStW 129 (2017), 363, 372 f.

785 Pointiert *Kempf*, AnwBl 2017, 34.

786 So die (auch nach dem Ausscheiden des ursprünglichen Berichterstatters *Herbert Landau* fortbestehende) Prognose von *Jahn/Brodowski*, JZ 2016, 969, 980.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Rindfleischetikettierungsgesetzes für nichtig, verhielt sich zur Frage des *Ultima-Ratio*-Prinzips jedoch mit keinem Wort.[787]

a) Gleichheitssatz

Der allgemeine Gleichheitssatz bindet in Gestalt der Rechtsetzungsgleichheit auch den Gesetzgeber selbst.[788] Er ist nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts verletzt, wenn der Gesetzgeber eine Gruppe von Normadressaten im Vergleich zu einer anderen Gruppe anders behandelt, obwohl zwischen beiden keine Unterschiede von solcher Art und solchem Gewicht bestehen, dass sie die ungleiche Behandlung rechtfertigen könnten. Die vom Gesetzgeber vorgenommene rechtliche Unterscheidung muss also in sachlichen Unterschieden eine ausreichende Stütze finden.[789]

Der Gleichheitssatz beansprucht – selbstverständlich – auch im Strafrecht Geltung.[790] Das Strafrecht ist allerdings in besonderem Maße auf die Individualität des Täters ausgerichtet und empfängt durch den Schuldgrundsatz sein bereichsspezifisches Vergleichsprinzip,[791] was in prinzipiellem Gegensatz zu vergleichenden Verallgemeinerungen steht.[792] Es ist deshalb nur folgerichtig, dass *Stächelin* den Gleichheitssatz in seiner 1997 angefertigten Dissertation „wohl als den schwächsten Grundrechtsmaßstab mit Blick auf die Strafgesetzgebung" bezeichnete.[793] Bestätigt wurde diese Beobachtung einige Jahre später von *Mellinghoff*, der dem Gleichheitssatz bescheinigte, im Strafrecht insgesamt „nur eine geringe Rolle zu spie-

787 BVerfG, Beschl. v. 21.9.2016 – 2 BvL 1/15, BVerfGE 143, 38 ff. Die festgestellten Verfassungsverstöße bestanden in der Verletzung von Art. 103 Abs. 2 i. V. m. Art. 104 Abs. 1 S. 1 GG sowie Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG. Hierzu aus lebensmittelstrafrechtlicher Sicht *Honstetter*, Die Ausgestaltung des lebensmittel(straf)rechtlichen Gesundheitsschutzes unter dem Einfluss europarechtlicher Vorgaben, 2019, S. 86 ff.

788 Vgl. schon BVerfG, Urt. v. 23.10.1951 – 2 BvG 1/51, BVerfGE, 14, 52; Nichtannahmebeschl. v. 5.7.2013 – 2 BvR 708/12, Rz. 26 (juris).

789 BVerfG, Urt. v. 17.11.1992 – 1 BvL 8/87, BVerfGE 87, 234, 255; Nichtannahmebeschl. v. 5.7.2013 – 2 BvR 708/12, Rz. 26 (juris).

790 *Heger*, ZIS 2011, 402 ff.

791 *Kirchhof*, in Maunz/Dürig (Begr.), Grundgesetz, 75. ErgLfg. September 2015, Art. 3 Abs. 1 GG Rz. 326.

792 *Mellinghoff*, in Mellinghoff/Palm (Hrsg.), Gleichheit im Verfassungsstaat, 2008, S. 147, 149.

793 *Stächelin*, Strafgesetzgebung im Verfassungsstaat, 1998, S. 110.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

len".[794] Von der Strafrechtspraxis wird freilich die durchaus berechtigte Frage aufgeworfen, warum es im Abgaben- und Besoldungsrecht „möglich sein [soll], die Tätigkeit des Gesetzgebers zu kontrollieren, aber ausgerechnet nicht im Strafrecht."[795] Wer Recht im Kontext betrachtet,[796] könnte eine Erklärung für die wenig ausgeprägte Bedeutung des Gleichheitssatzes für das Strafrecht auch in den individuellen fachlichen Hintergründen und – besonders im Fall von Hochschullehrern – in den spezifischen Forschungsinteressen der am Bundesverfassungsgericht tätigen Richter suchen. Hier sind „klassische" Strafrechtsbiografien die Ausnahme.[797]

Hoch sind die Hürden für die Annahme eines Verstoßes gegen den Gleichheitssatz jedenfalls auch in tatsächlicher Hinsicht: Das Bundesverfassungsgericht kann in ständiger Rechtsprechung „nur die Überschreitung äußerster Grenzen beanstanden und dem Gesetzgeber erst entgegentreten, wenn für eine von ihm getroffene Differenzierung sachlich einleuchtende Gründe schlechterdings nicht mehr erkennbar sind, so daß ihre Aufrechterhaltung als willkürlich beurteilt werden müßte."[798] So kann dem Gesetzgeber nicht entgegengehalten werden, dass eine andere Regelung möglicherweise zweckmäßiger oder gerechter wäre. Vielmehr kann ein Verstoß gegen Art. 3 Abs. 1 GG nur angenommen werden, wenn sich für eine tatbestandliche Differenzierung ein sachlich einleuchtender Grund nicht finden lässt.[799] Ebenso wenig kann nach dem BVerfG eine Strafrechtsnorm „deshalb als verfassungswidrig angesehen werden, weil bestimmte besonders gelagerte Sachverhalte, die einen entsprechenden Unrechtskern aufweisen, von ihr nicht erfasst werden."[800] Die Grenze könne allerdings „dort liegen, wo willkürlich nur eine Minderheit des strafwürdigen Verhaltens herausgegriffen und mit Strafe bedroht wird."[801]

---

794 *Mellinghoff*, in Mellinghoff/Palm (Hrsg.), Gleichheit im Verfassungsstaat, 2008, S. 147, 148.

795 *J. Pauly*, StraFo 2016, 491, 496.

796 Zur Kontextualisierung als Aufgabe der Rechtswissenschaft vgl. den gleichnamigen Aufsatz von *Lepsius*, JZ 2019, 793 ff.; die Kontextualisierung einer Rechtsprechungsänderung wird anhand des Wechsels einer BGH-Strafsenatsbesetzung exemplarisch verdeutlicht bei *Norouzi*, HRRS 2021, 255, 260 f.

797 Für lange Zeit war der ehemalige Vizepräsident des Bundesverfassungsgerichts Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Winfried Hassemer der einzige Strafrechtsprofessor, der je Richter am höchsten deutschen Gericht wurde. Gegenwärtig ist mit Prof. Dr. Henning Radtke wieder ein Strafrechtsprofessor im Ersten Senat vertreten.

798 BVerfG, Beschl. v. 17.1.1979 – 1 BvL 25/77, BVerfGE 50, 142, 162 ff.

799 BVerfG, Beschl. v. 17.1.1978 – 1 BvL 13/76, BVerfGE 47, 109, 124.

800 BVerfG, Beschl. v. 17.1.1979 – 1 BvL 25/77, BVerfGE 50, 142, 166.

801 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Nach diesen Maßstäben sind die Grenzen des breiten gesetzgeberischen Ermessens bei § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG noch nicht überschritten. Die von der Qualifikationsnorm in Bezug genommenen Institutionen haben ungeachtet aller Lückenhaftigkeit einen unmittelbaren inhaltlichen Bezug zum Gegenstand der Strafnorm. Ihre Verwendung im Straftatbestand mag zwar wenig durchdacht sein. Die Willkürschwelle ist hiermit aber noch nicht erreicht.[802] Sofern täterindividuelle Aspekte bei § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG in den Hintergrund treten, indem die Qualifikation nur an eine bestimmte Gruppenzugehörigkeit anknüpft und weitere täterindividuelle Eigenschaften ausgeblendet werden, verdeutlicht dies letztlich nur das stetige Spannungsverhältnis zwischen gesetzlicher Bestimmtheit einerseits und materieller Gleichheit andererseits.

b) Verhältnismäßigkeit und Übermaßverbot

Verfassungsrechtlich begründete Bedenken am Qualifikationstatbestand des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG werden auch in Hinblick auf die Grundsätze der Verhältnismäßigkeit und des Übermaßverbots geltend gemacht.[803] Im Grundsatz ist der große gesetzgeberische Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers unbestritten, wobei einschränkend darauf hingewiesen wird, dass die Möglichkeiten des Gesetzgebers selbstverständlich nicht beliebig sein können.[804]

Denkbare Grenzen des gesetzgeberischen Spielraums hat *Pauly* an einem Beispiel illustriert, wonach niemand akzeptieren würde, wenn „der Gesetzgeber Verbrechenstatbestände wie Raub oder Mord zur Ordnungswidrigkeit machen und umgekehrt Verstöße gegen Parkvorschriften zum Verbrechen erklären“ würde.[805] Bei diesem Szenario handelt es sich freilich nur auf den ersten Blick um eine realitätsferne Überspitzung. Denn tatsächlich drohte ein ähnliches Dilemma durch die Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG bereits schon bei der gerichtlichen Premiere der Verbrechensqualifikation einzutreten, wie das in Anhang 2 abgedruckte Urteil des Schöffengerichts Frankfurt am Main erahnen lässt. Hier konn-

802 A. A. *Pauka/Link/Armenat*, WM 2017, 2092, 2096 f.
803 Ebd., 2097 f.
804 So aus Sicht eines regelmäßig mit Verfassungsfragen befassten Revisionsverteidigers *J. Pauly* in seinem gleichnamigen Beitrag zu Rügemöglichkeiten von Verfassungsverstößen in der Revision, StraFo 2016, 491, 496.
805 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

te sich der Beschuldigte, dem von der Anklage die Verwirklichung der Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG zur Last gelegt wurde,[806] letztlich glücklich schätzen, nur wegen einer leichtfertig begangenen Ordnungswidrigkeit zu einer moderat erscheinenden Geldbuße von 1.000 Euro verurteilt worden zu sein. Hätte das Gericht hingegen nicht nur auf Leichtfertigkeit erkannt, sondern Eventualvorsatz festgestellt und dann ebenso wie die Anklage auch das Vorliegen einer Preiseinwirkung bejaht, hätte die gesetzliche Mindeststrafe – bei äußerlich in keiner Weise verändertem Tatgeschehen – wohl in einer (zur Bewährung ausgesetzten) sechsmonatigen Freiheitsstrafe bestanden. Hinzugekommen wäre für den Angeklagten dann in der Folge aller Voraussicht nach ein mehrjähriges Tätigkeitsverbot, das im Falle einer Verurteilung wegen einer Straftat gem. § 119 WpHG aus § 6 der WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung[807] resultiert. Die Sanktionsschere zwischen einer „bloßen" bußgeldrechtlichen Ahndung und einer Bestrafung als Verbrecher sowie das weitere berufliche Schicksal des Angeklagten entschieden sich somit an der Grenze zwischen Leichtfertigkeit und Eventualvorsatz. Schon in diesem ersten Praxisfall zeigte sich also die innere Unwucht der Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG.

Sicherlich sollten aus einem Einzelfall keine allgemeinen Rückschlüsse darauf gezogen werden, ob die Qualifikation den Anforderungen des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes noch genügt. Vielmehr liegt es in der Natur der Sache, dass Straftatbestände verschiedene Begehungsweisen erfassen, die erhebliche Unterschiede in Bezug auf die Art und das Maß der Gefährdung der geschützten Rechtsgüter sowie in Bezug auf den individuellen Unrechts- und Schuldgehalt aufweisen können. Der beschriebene Praxisfall illustriert aber immerhin sehr deutlich, dass bestimmte tatbestandliche Begehungsweisen ein so geringes Maß an Unrecht erreichen können, dass die für die Qualifikation angedrohten Rechtsfolgen im Hinblick auf die Freiheitsrechte des Betroffenen und im Verhältnis zu seiner individuellen Schuld in Konflikt mit dem verfassungsrechtlich fundierten Übermaßverbot treten können.

---

806 Obwohl die Gesetzesnummerierung in der Anklage und dem Urteil aufgrund der Tatzeit noch nach § 38 WpHG erfolgten, wird hier zu Vereinfachungszwecken die aktuelle Nummerierung verwendet.

807 § 6 dieser Verordnung sieht vor, dass die erforderliche Zuverlässigkeit nach § 87 WpHG in der Regel bei demjenigen zu verneinen ist, der in den letzten fünf Jahren wegen eines Verbrechens oder aufgrund des § 119 WpHG verurteilt worden ist.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Was die grundsätzliche Entscheidung des Gesetzgebers betrifft, einen Tatbestand als Verbrechen oder als Vergehen auszugestalten, lassen sich wichtige Fixpunkte zur Beurteilung derartiger Auswahlentscheidungen nach verfassungsrechtlichen Maßstäben dem sog. „Mundraub-Beschluss" des Bundesverfassungsgerichts entnehmen. Dieser in einem konkreten Normenkontrollverfahren ergangene Beschluss aus dem Jahr 1979[808] betraf die im Zuge der Strafrechtsreform erfolgte Aufhebung der früheren Trias von Verbrechen, Vergehen und Übertretungen zugunsten der heutigen Dichotomie von Verbrechen und Vergehen. Die Übertretung gem. § 370 Abs. 1 Nr. 5 StGB a. F. (sog. Mundraub) als Sonderform[809] des Diebstahls oder der Unterschlagung wurde im Zuge der Strafrechtsreform gestrichen, sodass sich die Ahndung der relevanten Verhaltensweisen fortan nach der allgemeinen Strafnorm des § 242 StGB i. V. m. § 248a StGB richtete. Das Bundesverfassungsgericht stellte fest, dass der Gesetzgeber „von Verfassungs wegen nicht verpflichtet [ist], die Regelung des Diebstahls geringwertiger Sachen aus dem Strafrecht herauszunehmen und etwa in das Ordnungswidrigkeitenrecht zu verlagern." Ebenso wenig nötige die Verfassung den Gesetzgeber dazu, den Mundraub „angesichts des verhältnismäßig geringen Unrechtsgehalts […] wieder als mindere Deliktsart – etwa als Übertretung – zu qualifizieren und damit seine Aufstufung zum Vergehen rückgängig zu machen."[810] Diese Entscheidung betraf die Grenzziehung zwischen Vergehen und Ordnungswidrigkeiten (bzw. Übertretungen) und damit die Untergrenze des Spektrums strafrechtlich relevanter Verhaltensweisen. Die dahinterliegende Argumentation lässt sich aber ohne Weiteres auch auf das andere Ende des Spektrums der Strafgesetzgebung übertragen, wo sich der Gesetzgeber die Frage stellen muss, ob er der Ausgestaltung einer Strafvorschrift als Verbrechen oder Vergehen den Vorzug gibt. Danach ist die Entscheidung des Gesetzgebers, bestimmte Begehungsformen als Verbrechen auszugestalten, für sich genommen nach den vom Bundesverfassungsgericht entwickelten verfassungsrechtlichen Maßstäben nicht zu beanstanden.

Dessen ungeachtet zeigt sich in der Praxis, dass mit einer Wiederkehr der schon unter der früheren Rechtslage des § 38 WpHG a. F. geäußerten – und zwischenzeitlich für „überwunden" geglaubten – Zweifel in Hinblick auf die Wahrung der Verhältnismäßigkeit zu rechnen ist. Diese Zweifel

808 BVerfG, Beschl. v. 17.1.1979 – 2 BvL 12/77, BVerfGE 50, 205.
809 *Schwarz/Dreher,* StGB, 30. Aufl. 1968, § 370 Rz. 5.
810 BVerfG, Beschl. v. 17.1.1979 – 2 BvL 12/77, Rz. 33 (juris) = BVerfGE 50, 205, 213.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

betrafen vor allem das Fehlen einer Erheblichkeitsschwelle hinsichtlich der tatbestandlich geforderten Preiseinwirkung. So sah etwa *Vogel* bei einer wörtlichen Handhabung des § 38 WpHG a. F. die Gefahr, dass bei geringfügigen Preiseinwirkungen das Erfolgserfordernis jede Begrenzungsfunktion verlieren und die Gefährlichkeit des Verhaltens soweit absinken könnte, dass die Strafandrohung mit Blick auf die Schuldangemessenheit und den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz verfassungsrechtlich fragwürdig würde.[811] Vor dem 1. FiMaNoG wurde deshalb von einem maßgeblichen Teil der Literatur vorgeschlagen, bagatellhafte Preisbeeinflussungen im Wege der teleologischen Reduktion vom Tatbestand auszunehmen.[812] Die Anerkennung einer materiell-rechtlichen Bagatellgrenze wurde von der herrschenden Meinung allerdings in Hinblick auf die Einstellungsmöglichkeiten nach den strafprozessualen Opportunitätsvorschriften der §§ 153, 153a StPO abgelehnt.[813] Hierin spiegelten sich die vom Bundesverfassungsgericht bereits in seiner Mundraub-Entscheidung aufgezeigten Möglichkeiten wider, einem (geringen) Unrechtsgehalt bestimmter Straftaten entweder im Sinne einer „materiell-rechtliche[n] Lösung" durch Einfügung von Privilegierungstatbeständen oder durch die Begrenzung und Auflockerung des Verfolgungszwangs im Sinne einer „prozessuale[n] Lösung" zu begegnen.[814]

Es handelt sich bei diesen Lösungsalternativen übrigens nicht um eine auf Deutschland beschränkte Eigenheit. Wie sich in dem rechtsvergleichenden Überblick gezeigt hat, wurden in Schweden strukturell ähnliche Überlegungen angestellt. Dort wurde sogar eine Verfahrensvorschrift eingeführt, wonach bei einer Marktmanipulation, die aus einzelnen Transaktionen besteht, die zu keiner Änderung des wirtschaftlichen Eigentums eines Finanzinstruments führen, eine Strafverfolgung nur eingeleitet werden

811 *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 38 WpHG Rz. 51.

812 Ebd.; vgl. auch *Sorgenfrei*, in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl. 2013, §§ 20a, 38 Abs. 2, 39 Abs. 1, 2 WpHG Rz. 269 a. E.; *C. Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl. 2015, Rz. 586 ff.; *Theile*, in Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht, 2017, § 38 WpHG a. F. Rz. 144 a. E.

813 Siehe nur *Altenhain*, in Kölner Kommentar WpHG, 2. Aufl. 2014, § 38 WpHG Rz. 94; *Hohn*, in Momsen/Grützner (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht, 2013, Kapitel 6 Rz. 71; *Woodtli*, NZWiSt 2012, 51, 55.

814 BVerfG, Beschl. v. 17.1.1979 – 2 BvL 12/77, Rz. 34 (juris) = BVerfGE 50, 205, 213 f.; ebenso die „Cannabis-Entscheidung" des BVerfG, Beschl. v. 9.3.1994 – 2 BvL 43/92 u. a., BVerfGE 90, 145, 191.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sollte, wenn dies aus allgemeiner Sicht gerechtfertigt ist.[815] Der Grund, warum derartige Fragen gerade in Deutschland und Schweden diskutiert werden (von vergleichbar deutlich vernehmbaren Diskussionen in anderen Ländern hat der *Verfasser* nichts mitbekommen), dürfte auch darin bestehen, dass in beiden Ländern ein vergleichsweise starkes Augenmerk auf die Verfolgung von marktmissbrauchsrechtlicher „Kleinkriminalität" in Form von Wash-Sales gelegt wird. Das in diesem Bagatellbereich oftmals zu beobachtende geringe Unrechtsmaß führt dann unweigerlich zu Folgefragen in Blick auf die Verhältnismäßigkeit. Sofern sich demgegenüber die Verfolgungspraxis in anderen Ländern von vorneherein auf größere Fälle konzentriert (oder Bagatellfälle durch Schwellenwerte ohnehin vom Straftatbestand ausgenommen sind), besteht demgegenüber kein vergleichbares praktisches Bedürfnis, Fragen der Verhältnismäßigkeit aufzuwerfen.

Wie sich in der Praxis bereits gezeigt hat, stoßen die grundsätzlich gleichrangigen Ansätze zur Vermeidung potentiell unverhältnismäßiger Bestrafungen im Sinne einer „materiell-rechtlichen" und einer „prozessualen" Lösung bei der Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 WpHG durch das prozessuale Verbrechenskorsett an ihre Grenzen. Im Falle eines Verbrechensvorwurfs ist der Weg über die „prozessuale Lösung" versperrt. Auch die nachträgliche Einführung eines minder schweren Falles gem. § 119 Abs. 6 WpHG hat daran nichts geändert. Zwar sollte nach der gesetzgeberischen Begründung mit der Einführung eines minder schweren Falles „außergewöhnlich gelagerten Fallgestaltungen" Rechnung getragen werden, in denen eine „Anwendung des Strafrahmens des Absatz 5 unverhältnismäßig wäre".[816] Trotzdem kann der vom Gesetzgeber gewählte materiell-rechtliche Weg für Fälle mit bagatellhaftem Unrechts- und Schuldgehalt keine Abhilfe schaffen, die dem verfassungsrechtlichen Übermaßverbot gerecht würde: Die gesetzlich angeordnete Mindeststrafe beträgt weiterhin nicht weniger als sechs Monate Freiheitsstrafe. Auch eine „prozessuale Lösung" über die Opportunitätsvorschriften scheidet nach wie vor aus, weil sich auch bei der Annahme eines minder schweren Falles gem. § 12 Abs. 3 StGB am Verbrechenscharakter nichts ändert.

Somit liegt aus der Sicht des vom Verbrechensvorwurf Betroffenen die einzige Wohltat des minder schweren Falles darin, dass er statt einem ganzen Jahr Freiheitsstrafe nur die Hälfte zu befürchten hat. Dies wird von den Betroffenen, die mit dem sozialen Unwerturteil als „Verbrecher" ab-

815 Vgl. oben S. 127.

816 Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses v. 29.3.2017, BT-Drs. 18/11775, S. 389.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gestempelt werden, nur als schwacher Trost empfunden werden können. Hinzukommt die Aussicht auf ein von der BaFin im Hinblick auf ein strafgerichtlich festgestelltes Verbrechen verhängtes Berufsverbot, das während der gesamten Dauer eines Strafverfahrens wie ein zusätzliches Damoklesschwert über dem Betroffenen schwebt.[817] Die mit dem Verzicht auf materielle Erheblichkeitsschwellen bzw. Bagatellgrenzen einhergehende extensive Auslegung der Tatbestandsmerkmale kann deshalb nicht mehr mit dem Hinweis auf die prozessualen Einstellungsmöglichkeiten gerechtfertigt werden, solange der pragmatische Weg einer „strafprozessualen Lösung" über die §§ 153 f. StPO aufgrund des Verbrechenskorsetts versperrt bleibt.

4. Lösungswege

Zur Wahrung der Verhältnismäßigkeit und zur Vermeidung von Verstößen gegen das Verbot übermäßiger Bestrafungen sind verschiedene Lösungswege denkbar. Diese können einerseits in einer Gesetzesänderung und anderseits in einer restriktiveren Auslegung sowohl auf der Ebene des Grundtatbestands als auch auf der Ebene der Qualifikation bestehen.

a) Gesetzesänderung

Eine Gesetzesänderung ließe sich ohne größere Eingriffe in die bestehende Normstruktur vollziehen. Sofern der Gesetzgeber an der gesetzestechnischen Ausgestaltung als Qualifikationstatbestand festhalten wollte, wäre es ausreichend, den Strafrahmen an der Untergrenze auf sechs Monate abzusenken („Mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu zehn Jahren wird bestraft…"). Im Kernstrafrecht gäbe es hierfür viele Vorbilder, wie etwa die Diebstahlsqualifikation gem. § 244 Abs. 1 StGB. Genau so lautete im Übrigen auch § 108 Abs. 3 des Referentenentwurfs,[818] von dem sich der Gesetzgeber im weiteren Gesetzgebungsverlauf allerdings bewusst entfernt hatte.

---

817 Vgl. § 6 der WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung. Auch die übrigen Aufsichtsgesetze enthalten Bestimmungen, nach denen die Geschäftsleiter zuverlässig sein müssen. Schon der Verdacht auf Straftaten ist für die Aufsicht regelmäßig Anlass, die Zuverlässigkeit zu versagen.

818 Vgl. oben S. 98.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die Folge einer solchen minimalinvasiven Änderung wäre eine „Entschärfung" des Qualifikationstatbestands durch den Wegfall der Verbrechenseinstufung gem. § 12 Abs. 1 StGB. Hierdurch wäre es wie schon vor dem 1. FiMaNoG wieder möglich, etwaigen Grenzfällen auf der Ebene der strafprozessualen Einstellungsmöglichkeiten Rechnung zu tragen, ohne dass an der bestehenden Grundstruktur des Straftatbestandes etwas geändert werden müsste. Einzig bei der in § 119 Abs. 6 WpHG angedrohten Strafuntergrenze bei minder schweren Fällen wäre eine weitere kleine Folgeänderung veranlasst. Hier könnte die Strafdrohung von derzeit sechs Monaten Freiheitsstrafe auf beispielsweise drei Monate abgesenkt werden, um so die fortbestehende Unrechtsabstufung im Vergleich zum Grundtatbestand zum Ausdruck zu bringen. Sofern tätigkeitsbezogene Begehungsweisen ihrem Unrechtsgehalt nach auch hinter diesen Grenzen zurückbleiben, können Grenz- und Minderfälle wie zuvor strafprozessual erledigt werden. Der Vorschlag für eine derartige Gesetzesänderung ist indes nicht neu. Es wurde bereits im historischen Teil dieser Untersuchung dargestellt, dass der Bundesrat anlässlich des 2. FiMaNoG einen Vorschlag in ähnlicher Form unterbreitet hatte, der von der Bundesregierung seinerzeit bewusst nicht aufgegriffen wurde.[819]

Solange eine wünschenswerte Gesetzesänderung auf sich warten lässt, wird es Aufgabe der Strafrechtspraxis sein, einer Verletzung des Übermaßverbots durch eine restriktivere Gesetzesanwendung zu begegnen. Hierbei nötigt die Verbrechensqualifikation zu einer Neubestimmung der früheren Auslegungspraxis, unter der in den Grenzbereichen tatbestandsmäßigen Verhaltens bestimmte Unschärfen angesichts der prozessualen Einstellungsmöglichkeiten ohne spürbare Nebenwirkungen leicht in Kauf genommen werden konnten. Schon die Strafgerichte (und nicht erst das Bundesverfassungsgericht) haben daher in Fällen, in denen eine Auslegung im Hinblick auf die angedrohten Sanktionen zu einem unverhältnismäßigen Ergebnis führen würde, die Strafnorm verfassungskonform auszulegen und anzuwenden. Diese Selbstverständlichkeit hat das Bundesverfassungsgericht schon mehrfach ausdrücklich festgehalten.[820] Ebenso selbstverständlich muss im Bereich des materiellen Rechts das Revisionsgericht verfassungsrechtliche Vorgaben von sich aus beachten. Deshalb bedarf es auch unter dem Gesichtspunkt der Rechtswegerschöpfung oder der

819 Vgl. oben S. 105 f.

820 BVerfG, Beschl. v. 9.3.1994 – 2 BvL 43/92 u. a., Rz. 173 a. E. (juris) = BVerfGE 90, 145, 193.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Subsidiarität der Verfassungsbeschwerde keiner speziellen „Grundrechts-" oder „Verfassungsrüge".[821]

Anknüpfungspunkte für eine restriktive Auslegung bieten sich auf der Ebene des Grundtatbestands ebenso wie auf der Ebene der Qualifikation. In methodischer Hinsicht bestehen keine zwingenden Gründe, die beiden Auslegungsebenen in einem sich gegenseitig ausschließenden Alternativverhältnis zu verstehen. Da die Qualifikation die Verwirklichung des Grundtatbestands voraussetzt, liegt es auch für die nachfolgende Darstellung nahe, mit dem Grundtatbestand zu beginnen. Zwingend ist diese Reihenfolge indes nicht, da erst das rigide Rechtsfolgenregime der Qualifikation zu einer restriktiven Auslegung des Grundtatbestands nötigt, sodass bei der Auslegung zwischen Grundtatbestand und Qualifikation vielfache Wechselwirkungen bestehen.

b) Restriktives Verständnis des Grundtatbestands

Ein restriktives Verständnis des Grundtatbestands kann an verschiedenen Tatbestandsmerkmalen ansetzen. In objektiver Hinsicht könnte eine einschränkende Auslegung schon auf der Ebene von Art. 12 der Marktmissbrauchsverordnung beginnen. So wäre es auf der Ebene des europäischen Verordnungsrechts etwa denkbar, dem in Anhang I der Marktmissbrauchsverordnung ausdrücklich aufgeführten Hinweis, dass die dort genannten Indikatoren für manipulatives Handeln „für sich genommen nicht unbedingt als Marktmanipulation anzusehen sind", unter strafrechtlichen Aspekten künftig stärkere Beachtung zu schenken. Allerdings würde man das Pferd von hinten aufzäumen, wenn man europäisches Verordnungsrecht nur aus dem Grund einschränkend auslegen wollte, um hierdurch einen richtlinienüberschießenden deutschen Qualifikationstatbestand wieder „einzufangen", der im Übrigen in keinem anderen EU-Mitgliedstaat existiert.

Es erscheint deshalb methodisch vorzugswürdig und in der praktischen Umsetzung einfacher, wenn das deutsche Strafrecht darum bemüht ist, die gewissermaßen „hausgemachten" strafrechtlichen Probleme zunächst mit dem eigenen Instrumentarium zu lösen. Hierdurch ließen sich im Übrigen auch weitere Friktionen zwischen materiellem Marktmissbrauchsrecht

821 *Allgayer*, StraFo 2016, 486, 489.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

und Strafrecht bis hin zum Phänomen der „gespaltenen Auslegung“[822] vermeiden, die sich in den letzten Jahren durch eine gewisse Emanzipation vom strafrechtlichen Denken und in der „Abkehr von der strafrechtsdogmatischen Betrachtung“[823] andeuteten. So ließ aufhorchen, als vom Nachfolger *Vogels* im führenden WpHG-Kommentar eine Abkehr von der früheren „betont rechtsprinzipiell und -dogmatisch gekennzeichnete[n] strafrechtliche[n] Herangehensweise“[824] und stattdessen eine Auslegung der „Verhaltensgebote der MAR [...] im Lichte ihrer Zwecksetzung [...] und des Effektivitätsgebots (effet utile)“ vorgeschlagen wurde, ohne dass es aufgrund der „lediglich flankierenden strafrechtlichen Ahndung“ zu Einschränkungen „in ihrer Reichweite und Effektivität“ kommen dürfe.[825] Kompensiert wurde dieses Primat aufsichtsrechtlicher Effektivitätserwägungen durch die Anerkenntnis der Normspaltung, also der Frage, ob „Art. 12, 15 VO Nr. 596/2014 im straf- und bußgeldrechtlichen Zusammenhang anders (enger) ausgelegt werden kann als im nichtstrafrechtlichen Zusammenhang“,[826] während *Vogel* noch dafür plädiert hatte, die „Herangehensweisen einander anzunähern“.[827]

Als geeigneter Ansatzpunkt für eine restriktive Auslegung nach genuin strafrechtlichen Kriterien bietet sich somit in objektiver Hinsicht der Einwirkungserfolg an, während in subjektiver Hinsicht gesteigerte Anforderungen an den Vorsatzgrad erwogen werden könnten. Was den Einwirkungserfolg betrifft, ist in Erinnerung zu rufen, dass das derzeitige ausufernde Verständnis nicht Inhalt des Gesetzes selbst ist, sondern Folge der Auslegung durch die Strafgerichte. Wenn es die Strafgerichte vermochten, die tatbestandlichen Grenzen des Einwirkungserfolgs abzusenken, so sind sie nicht gehindert, diese Grenzen wieder anzuheben, wenn hierdurch ein ansonsten drohender Verstoß gegen das Übermaßverbot vermieden werden kann. So hält auch *Nestler* in ihrem Lehrbuch unter ausdrückli-

822 Hierzu namentlich der Über- und Rückblick m. w. N. bei *Cahn*, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 41 ff.

823 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vor Art. 12 VO Nr. 596/2014 Rz. 52.

824 Ebd.

825 Ebd., Rz. 51; siehe hierzu die kurze Besprechung von *Richter*, ZWH 2020, 121 f.

826 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Vor Art. 12 VO Nr. 596/2014 Rz. 51.

827 *Vogel*, in Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, Vor § 20a WpHG Rz. 25.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chem Hinweis „auf den ultima-ratio Gedanken“ die Überschreitung einer gewissen Bagatellschwelle für erforderlich.[828]

Im Übrigen kann der schon in § 108 Abs. 1 des Referentenentwurfs vorgesehene Einschub des Wörtchens „tatsächlich“, welcher sich in späteren Gesetzesfassungen freilich nicht wiederfindet, als Hinweis darauf verstanden werden, dass bestimmte Preiseinwirkungen, die lediglich „auf dem Papier“ stehen, vom Tatbestand ausgenommen werden sollen. Die Begründung des Referentenentwurfs verhielt sich zu den Motiven für diesen Einschub zwar nicht. Allerdings könnte das Erfordernis einer tatsächlichen Einwirkung insbesondere für handelsgestützte Marktmanipulationen einen Filterungseffekt haben, bei denen oftmals allein schon die Preisfeststellung mit einer Preiseinwirkung gleichgesetzt wird. Hier könnte eine weniger extensive Auslegung als bisher zu dem Ergebnis führen, dass eine Kursfestsetzung an der jeweiligen Börse allein nicht ausreicht, sondern darüber hinaus die Auswirkung auf den weiteren Kursverlauf unter Berücksichtigung des börsenplatzübergreifenden Marktgeschehens feststellbar ist. Andere Marktteilnehmer müssten nach dieser Auslegung nachweislich in ihrem Orderverhalten beeinflusst worden sein, indem sie sich etwa nachweislich dazu veranlasst gesehen haben, eigene Orders zu nicht marktgerechten und damit für sie nachteiligen Kursen zu erteilen.

Was eine restriktive Auslegung auf Ebene der subjektiven Tatbestandsmerkmale betrifft, so haben die Gerichte durch die sorgfältige Abgrenzung von Leichtfertigkeit und Eventualvorsatz bereits einen ersten Weg gewiesen. Aber selbst wenn sich das Vorliegen von Eventualvorsatz feststellen ließe, könnte der Ansatz für eine weitere Differenzierung darin bestehen, eine höhere Vorsatzstufe zu verlangen. In methodischer Hinsicht liegt es freilich näher, hierfür innerhalb des Qualifikationstatbestands am spezifischen tätigkeitsbezogenen Moment der Ausnutzung überlegenen Wissens oder überlegener Tatmittel anzusetzen, die nachfolgend dargestellt werden.

828 *Nestler*, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, 2017, Rz. 704; auch *Waßmer*, in Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 3. Aufl. 2022, Vor §§ 119-126 WpHG Rz. 51 plädiert für eine „die Verfassungskonformität wahrende restriktive Interpretation.“

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

c) Restriktives Verständnis der Verbrechensqualifikation

Eine restriktive Auslegung wird auch auf der Ebene der Qualifikationsmerkmale für möglich und erforderlich gehalten.[829] Einen methodischen Anknüpfungspunkt bietet die ansonsten wenig ergiebige Gesetzesbegründung durch die Erwägung, dass „das Ausnutzen von Informationen im Rahmen einer Tätigkeit mit Bezug zum Finanzmarkt als besonders strafwürdig angesehen" wird.[830] Wenn die Gesetzesbegründung hier auf ein Ausnutzen von Informationen abstellt, so verdeutlicht dies einerseits eine gesetzgeberische Inkonsequenz, da die für ein „Ausnutzen von Informationen" thematisch in erster Linie einschlägigen Insiderdelikte von der Qualifikation gerade nicht betroffen sind.[831] Die Formulierung zeigt auf der anderen Seite aber auch, dass nicht wenige Fälle, in denen die Marktmanipulation schon im Ansatz nicht auf Informationsvorsprüngen beruht, nach der gesetzgeberischen Intention u. U. nicht vom Tatbestand erfasst sein sollen. Hierin könnte in geeigneten Fällen ein Ansatzpunkt für eine teleologische Reduktion des Tatbestands liegen, woran insbesondere bei bestimmten Konstellationen der handelsgestützten Marktmanipulation zu denken wäre.

Hinsichtlich der sonstigen besonderen Manipulationsmöglichkeiten, die dem Täter gerade im Rahmen seiner Tätigkeit offenstehen, könnte ein besonderes Ausnutzungsmoment der beruflichen Stellung etwa darin gesehen werden, dass die Tätigkeit den Zugriff auf technische oder finanzielle Ressourcen ermöglicht, die dem normalen Anlegerpublikum verschlossen bleiben. Beispielhaft wäre an den Bankmitarbeiter zu denken, der die ihm zur Verfügung stehenden IT-Infrastruktur für bestimmte Geschäfte des Hochgeschwindigkeitshandels missbraucht oder die nur einem Geldinstitut mögliche Hebelwirkung für Gewinne im Rahmen kleinster Kursbewegungen ausnutzt. Ebenso könnte es ein erhöhtes Sanktionsbedürfnis rechtfertigen, wenn ein Vermögensverwalter die seinem Zugriff unterliegenden Kundendepots verwendet, um durch Skaleneffekte den Kurs zu seinen Gunsten zu manipulieren.

Diese Beispiele verdeutlichen im Übrigen noch einmal, dass das Ausnutzungselement bei Finanzaufsichtsbehörden einerseits und Wertpapierdienstleistungsunternehmen andererseits nach unterschiedlichen Maßstä-

829 *Saliger*, in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 5. Aufl. 2019, Kapitel 6.1 Rz. 259.
830 BT-Drs. 18/7482, S. 64.
831 Zu dieser Kritik schon oben S. 225.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ben beurteilt werden muss. Dies folgt schon aus ihren unterschiedlichen Tätigkeitsbereichen: Während Wertpapierdienstleistungsunternehmen aktiv am Marktgeschehen teilnehmen und die dort tätigen Mitarbeiter deshalb einem latent hohen Strafbarkeitsrisiko ausgesetzt sind, beschränkt sich die BaFin auf die reine Überwachung und Aufsicht des Marktgeschehens. Die Notwendigkeit einer Differenzierung zwischen den Wertpapierdienstleistungsunternehmen und der Finanzaufsicht zeigt sich in den Gesetzesmaterialien an anderer Stelle aber auch dadurch, dass die Aufgabe der Finanzaufsicht in „der Wahrung der Integrität der Finanzmärkte" gesehen wird.[832] Mithin dürfte ein den Finanzaufsichtsbehörden spezifisches Ausnutzungsmoment gegeben sein, wenn die Marktmanipulation mittels solcher Aufsichtsinstrumente begangen wurde, die vom Gesetzgeber speziell der Aufsicht an die Hand gegeben wurden. In subjektiver Hinsicht wären ebenfalls erhöhte Anforderungen erforderlich, um der laufenden Aufsicht die Furcht vor latenten Strafbarkeitsrisiken zu nehmen.

832 BT-Drs. 18/11290, S. 17 unten (Gegenäußerung der Bundesregierung auf die Stellungnahme des Bundesrats).

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

G. Das Kapitalmarktstrafrecht als Katalysator neuer Strafrechtsmodelle

An der Strafbarkeit der Marktmanipulation lässt sich eine bemerkenswerte Entwicklung beobachten. Handelte es sich bis zum Jahrtausendwechsel noch um ein Mauerblümchen des deutschen Nebenstrafrechts, entstand hieraus innerhalb weniger Jahre ein vollkommen europäisierter Straftatbestand mit erheblicher Praxisrelevanz. Als Teil eines europäisch geprägten Kapitalmarktstrafrechts hat dieser Straftatbestand für das deutsche Wirtschaftsstrafrecht insgesamt eine gewisse Schrittmacherfunktion übernommen.

Zwei ineinandergreifende Faktoren konnten als maßgebliche Treiber dieser rasanten Evolution identifiziert werden. Zum einen ist das Börsenstrafrecht seit jeher dadurch gekennzeichnet, dass es seine Entwicklungsimpulse Krisen verdankt. Wie der geschichtliche Abriss gezeigt hat, wurden fast alle größeren Gesetzgebungsentwicklungen durch Börsenkrisen angestoßen. Zu nennen sind hier insbesondere der Gründerkrach von 1873, die Krise des Neuen Marktes um die Jahrtausendwende und die Weltfinanzkrise von 2008. Man darf das Kapitalmarktstrafrecht deshalb getrost als kriseninduziertes Strafrecht bezeichnen. Angesichts der in immer kürzeren Abständen auftretenden Unsicherheiten an den Kapitalmärkten befindet sich das Kapitalmarktstrafrecht selbst im permanenten Krisenmodus, sodass es nicht leicht ist, mit seiner Entwicklung Schritt zu halten.

Zum anderen führte insbesondere die jüngste Weltfinanzkrise zu nachhaltigen Verschiebungen im Gefüge europäischer Normsetzungskompetenzen. Aufgrund der weltweiten Vernetzung der Kapitalmärkte waren die einzelnen Mitgliedstaaten zunehmend überfordert, ihre heimischen Finanzmärkte in Eigenregie zu stabilisieren, sodass die Europäische Union den Mitgliedstaaten durch finanzielle Unterstützungsmaßnahmen in bis dahin nicht gekanntem Ausmaß unter die Arme greifen musste. Diese Schützenhilfe gab es indes nicht ohne Gegenleistung. Vielmehr bestand die Europäische Union zur weiteren Krisenprävention auf weitreichenden Reformen der europäischen Finanzmarktarchitektur und auf entsprechenden Harmonisierungen der nationalen Rechtsvorschriften. Dies führte innerhalb kurzer Zeit zu einer Zunahme europäisch geprägter Finanzmarktgesetze bei einem gleichzeitigen Bedeutungsverlust nationaler Gesetzgebung.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Als Prototyp der hierdurch beschleunigten europäischen Normgebung bildete sich in kurzer Zeit die Kombination von unmittelbar geltendem Verordnungsrecht und umsetzungsbedürftigen Richtlinienvorgaben heraus. Dieses Grundmuster kennzeichnet auch das europäische Marktmissbrauchsregime. Obwohl die Hauptursache für die Finanzkrise von 2008 wohl nicht in den Defiziten des damaligen Kapitalmarktstrafrechts der Mitgliedstaaten zu sehen ist – jedenfalls nicht aus deutscher Perspektive –, zeigte sich alsbald der politische Wille der Europäischen Union, von den neugewonnenen strafrechtlichen Annexkompetenzen bei der nächsten sich bietenden Gelegenheit Gebrauch zu machen und das Kapitalmarktstrafrecht als eines der ersten Experimentierfelder zu nutzen. Der *Jescheck* Mitte des 20. Jahrhunderts noch „utopisch erscheinende Gedanke der internationalen Strafrechtsvereinheitlichung", dem *Jescheck* auf dem Gebiet der damaligen Montan-Union ein „zwar beschränktes, aber doch eben reales Feld zur praktischen Tat" prognostizierte,[833] ist somit im Fall des europäischen Marktmissbrauchsregimes Rechtswirklichkeit geworden.

Die strafrechtlichen Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie waren in Deutschland sowie in 25 weiteren EU-Mitgliedstaaten bis Juli 2016 in nationales Strafrecht umzusetzen. Zu den Unterschieden und Gemeinsamkeiten zwischen den von den Mitgliedstaaten hierbei gewählten Umsetzungslösungen liegen bislang noch keine Forschungsergebnisse vor. Deshalb erfolgte in dieser Untersuchung eine erste rechtsvergleichende Annäherung an die nationalstaatlichen Strafnormen in allen betroffenen EU-Mitgliedstaaten. Durch diesen Rechtsvergleich sollten strukturelle Unterschiede und wiederkehrende gesetzgeberische Grundmuster freigelegt werden. Auf einer Meta-Ebene wurden zudem die drei Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums betrachtet, die lediglich zur Übernahme der Marktmissbrauchsverordnung verpflichtet waren, nicht aber zur Umsetzung der strafrechtlichen Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie.

Der Rechtsvergleich konnte zum einen die Vermutung bestätigen, dass in der strafrechtlichen Ausgestaltung zwischen den EU-Mitgliedstaaten erhebliche konzeptionelle Unterschiede bestehen. Zum anderen legt er nahe, dass bei der Umsetzung bestimmte wiederkehrende Grundmuster auftreten.

Das der Marktmissbrauchsrichtlinie zugrundeliegende Konzept einer Mindesthöchststrafe kann die mitunter beträchtlichen Strafrahmenunterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten nicht vermeiden. Mögli-

833 *Jescheck*, Entwicklung, Aufgaben und Methoden der Strafrechtsvergleichung, 1955, insb. S. 33.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

cherweise ist dies aber auch gar nicht beabsichtigt, da den Mitgliedstaaten bewusst ein weiter Spielraum eingeräumt wurde, um jenseits der vorgeschriebenen Mindesthöchststrafe noch höhere Strafdrohungen zu normieren. Im europäischen Vergleich liegt Deutschland mit einer angedrohten Höchststrafe von zehn Jahren Freiheitsstrafe am oberen Ende des Spektrums. Dies ist auf den bei der Verbrechensqualifikation gem. § 119 Abs. 5 WpHG vorgesehenen Strafrahmen zurückzuführen.

Hinsichtlich der angewendeten Gesetzgebungstechnik sind zwischen den europäischen Mitgliedstaaten starke Unterschiede zu beobachten. Der Rechtsvergleich deutet darauf hin, dass die im deutschen Nebenstrafrecht weit verbreitete Methode der Blankettgesetzgebung von den übrigen Mitgliedstaaten eher zurückhaltend verwendet wurde. Zwar wird insoweit sicherlich kein bestimmtes Gesetzgebungsmodell eine naturgegebene Überlegenheit für sich beanspruchen dürfen. Wenn man aber den Blick über den Tellerrand richtet, könnte man zweifeln, warum die Methode der Blankettgesetzgebung offenbar nur von Deutschland mit einer derartigen Konsequenz zur vermeintlichen Blüte getrieben wurde. Die Unübersichtlichkeit der Verweisungskaskaden der deutschen Strafnorm ist keinesfalls nur theoretisch bedenklich. Gerade in der strafrechtlichen Praxis zeigt sich, dass den Beschuldigten die gesetzgeberische „Logik" des strafrechtlichen Blankettvorwurfs mitunter nur noch schwer vermittelt werden kann. Derartige Schwierigkeiten sind in der Praxis sogar dann zu beobachten, wenn die Beschuldigten als vermeintliche Experten selbst im Finanzsektor tätig sind. Die in der deutschen Kapitalmarktrechtswissenschaft diskutierte Methode einer „gespaltenen Auslegung" würde wahrscheinlich zu einer noch stärkeren Herausbildung eines Expertenstrafrechts beitragen, das nur noch von mehrsprachigen Glossatoren des Marktmissbrauchsrechts beherrscht wird.

Was das sog. „Enforcement" betrifft, hat die Auswertung der Jahresberichte der BaFin gezeigt, dass die deutsche Verfolgungsstatistik – auch im europäischen Vergleich – über Jahre beständig hoch war. Die Funktionsfähigkeit des „Verfolgungsverbundes" zwischen Aufsicht und Staatsanwaltschaften wird damit im Grundsatz belegt. Bei näherer Betrachtung zeigen sich in diesem Bild zuletzt jedoch auch Risse. Zum einen könnte sich die BaFin in Hinblick auf die bewusste Fokussierung auf die vermeintlich bedeutenden Fälle spätestens dann einem zunehmenden Rechtfertigungsdruck ausgesetzt sehen, wenn sich bei nächster Gelegenheit zeigen sollte, dass die BaFin Frühwarnsignalen nicht rechtzeitig nachgegangen ist. Zum anderen war in der Praxis oftmals noch nicht zu erkennen, dass die Konzentration auf die bedeutenden Sachverhalte der BaFin tatsächlich

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gelingt. Vielmehr traf das Risiko strafrechtlicher Verfolgung bislang oft noch die „kleinen Fische", die sich häufig aus bloßer Unkenntnis im Netz des Marktmissbrauchsrechts verheddern. Für diese Unwucht dürften auch die Eigenheiten und Defizite der elektronischen Handelsüberwachung mitursächlich sein. So können aufgrund einer Hypersensitivität der elektronischen Handelsüberwachung einerseits Wash-Sales in minimalem Umfang zum strafrechtlichen Verhängnis werden. Andererseits können die Überwachungssysteme durch buchstäblich „vorprogrammierte" Hintertüren womöglich vollkommen legal neutralisiert werden.

Entgegen früheren Befürchtungen hat sich die Strafnorm in ihrem Grundtatbestand in der Praxis als weitgehend handhabbar erwiesen. Dies wird nicht nur durch die absolute Verfolgungsstatistik belegt, sondern auch durch verschiedene höchstrichterliche Entscheidungen. Allerdings ist der Strafnorm eine fast automatische Neigung zu Überkriminalisierungen in dem Maße zu eigen, in dem die Anforderungen an die Preiseinwirkung abgesenkt werden. Schon unter der früheren Rechtslage wurde *de lege ferenda* die Aufgabe des Merkmals der tatsächlichen Preiseinwirkung vorgeschlagen.[834] Ursprünglich waren derartige Vorschläge oft von der Sorge um eine ansonsten bedeutungslos werdende Strafvorschrift getragen. So wurde etwa prognostiziert, dass die Feststellung einer Preiseinwirkung die Praxis vor nahezu unüberwindbare Hindernisse stellen und der Anwendungsbereich der Strafnorm deshalb leerlaufen würde. Derartige Vorhersagen sind nicht ansatzweise eingetreten. Vielmehr haben sich die Pole in den letzten zwei Jahrzehnten in vielen Bereichen fast vollständig in ihr Gegenteil verkehrt. So ist namentlich im Bereich der handelsgestützten Marktmanipulation eine Nivellierungstendenz zu beobachten, die zu einer fast vollständigen Entkernung des Merkmals der Preiseinwirkung geführt hat. Somit erweist sich auch die verbreitete Deutung, dass das Merkmal der Preiseinwirkung zur Umgrenzung der „schweren Fälle" im Sinne von Art. 5 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie dient, zunehmend als Trugschluss. Schließlich ist damit zu rechnen, dass die Einführung der Versuchsstrafbarkeit zu einer noch weiteren Erosion der Umgrenzungsfunktion der Preiseinwirkung führen wird.

Noch weitgehend ungeklärte Fragen wirft die durch das 1. FiMaNoG eingeführte Verbrechensqualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG auf. Hier zeigen sich die in den letzten Jahren auch bei anderen Strafnormen

834 *Arlt*, Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation, 2004, S. 404 ff.; *Schönwälder*, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, 2011, S. 372 ff., 378 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

zu beobachtenden Konturen eines kriminalpolitisch fragwürdigen Professionsdelikts. Auch nach der Einführung einer Strafmilderung für minder schwere Fälle (§ 119 Abs. 6 WpHG) kann die Verbrechensqualifikation insbesondere im Bereich der handelsgestützten Marktmanipulation zu unverhältnismäßigen Strafen führen. Diese Gefahr besteht deshalb, weil die strafrechtliche Behandlung von Bagatellfällen bislang nicht auf der Tatbestandsebene erfolgte. Stattdessen wurde der prozessualen Lösung über die Einstellung nach den Opportunitätsvorschriften der §§ 153 f. StPO der Vorzug gegeben. Dieser pragmatische Lösungsweg ist im Fall der Verbrechensqualifikation allerdings versperrt.

Solange dieser Zustand anhält und eine vorzugswürdige Änderung des Qualifikationstatbestands durch den Gesetzgeber auf sich warten lässt, zwingt das enge strafprozessuale Verbrechenskorsett in Grenzfällen zu einer restriktiven materiellen Neuausrichtung des Tatbestandsverständnisses. Insoweit könnte die Verbrechensqualifikation auch der Schlüssel für eine beschleunigte Klärung der allgemeineren Frage sein, welche Konturen das Erfordernis der Preiseinwirkung künftig haben muss. Hier dürfte es – auch im europäischen Rechtsvergleich – argumentativ immer schwieriger werden, auf materielle Erheblichkeitsschwellen oder Bagatellgrenzen zu verzichten. Auch würde es nicht überraschen, wenn die Praxis nach Wegen sucht, die subjektiven Anforderungen der Strafnorm in verfassungskonformer – perspektivisch vielleicht sogar in europäisch-rechtsvergleichender – Auslegung wieder anzuheben. Hiermit wäre in gewisser Weise eine Rückkehr zu den subjektiven Tatbestandskomponenten unter dem früheren Rechtszustand nach § 88 BörsG a. F. verbunden. Letztlich wird es der Strafrechtspraxis obliegen, etwaige Auswüchse der Verbrechensqualifikation nach rechtsstaatlichen und verfassungskonformen Prinzipien einzuhegen.

Der abschließende Ausblick, welche Folgerungen aus den hier gefundenen Ergebnissen für das Wirtschaftsstrafrecht insgesamt gezogen werden können, soll beginnen mit einer Rückbesinnung auf einen einflussreichen und hier schon mehrfach zitierten Aufsatz von *Joachim Vogel*, der vor bald 15 Jahren in der Festschrift für Jakobs erschienen ist. In diesem Aufsatz widmete sich *Vogel* der Frage, ob im Wertpapierhandelsstrafrecht ein neues Strafrechtsmodell zum Vorschein kommt.[835] Schon damals stellte *Vogel*

835 *Vogel*, FS Jakobs, 2007, S. 731 ff. Nach *Hefendehl*, FS Kindhäuser, 2019, S. 895 handelte es sich „um einen geradezu seherischen Beitrag"; er wurde auch von *Foffani*, in Tiedemann u. a. (Hrsg.), Die Verfassung moderner Strafrechtspflege – Erinnerungen an Joachim Vogel, 2016, S. 373, 376 ff. gewürdigt.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

am Anschauungsbeispiel des Wertpapierhandelsgesetzes die treffende Beobachtung auf, dass „das Neue […] häufig seinen Ausgangspunkt an den Rändern einer Ordnung, auch bei der Strafrechtsordnung [nimmt]".[836] *Vogel* stellte in diesem Zusammenhang fest, dass das Wertpapierhandelsstrafrecht von vornherein als internationalisiertes bzw. europäisiertes Strafrecht angelegt und auch seine Ausgestaltung zu erheblichen Teilen an den technokratisch-instrumentellen Sachverstand delegiert ist. Das Strafrecht werde nur als eines von mehreren Mitteln der Normdurchsetzung („law enforcement") verstanden, um die Adressaten der aufsichtsrechtlichen Gebote und Verbote zur regeltreuen „Compliance" anzuhalten.[837] Das strafrechtliche Verbot werde durch präventive Überwachungsmechanismen und durch repressives Ordnungswidrigkeitenrecht („administrative sanctions") unterhalb der Schwelle des Kriminalstrafrechts ergänzt und in einen einheitlichen Funktionszusammenhang gestellt. Dabei würden in erheblichem Umfang auch Private für strafrechtliche Präventionszwecke in die Pflicht genommen. Hierdurch verändere sich das traditionelle „Verständnis des Strafrechts und der Strafrechtspflege als einem prinzipiell eigenständigen und unverzichtbaren Element staatlich monopolisierter Hoheits- und Gewaltausübung jenseits des ökonomischen Paradigmas".[838]

Manche der damaligen Beobachtungen und Prognosen *Vogels* konnten in dieser Untersuchung bestätigt werden. Ganz offensichtlich ist dies etwa der Fall bei der weiteren Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts durch das reformierte europäische Marktmissbrauchsregime. Aber auch in der Qualifikationsnorm des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG kann ein Beleg für die zunehmende Inpflichtnahme Privater für strafrechtliche Präventionszwecke gesehen werden. Der Gesetzgeber versteht offenbar neben staatlichen Aufsichtsbehörden auch private Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Garanten für funktionierende Märkte und nimmt sie entsprechend in die strafrechtliche Pflicht. Im Übrigen ist der schleichende Übergang zwischen Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht strukturell seit jeher dadurch bedingt, dass der Straftatbestand lediglich eine um den Einwirkungserfolg qualifizierte Ordnungswidrigkeit darstellt. Noch mehr verschwimmen die Grenzen zwischen Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht angesichts der erheblichen Anhebung der Bußgeldrahmen auf bis zu 15 Prozent des

836 *Vogel*, FS Jakobs, 2007, S. 731.
837 Ebd., S. 731, 736; zustimmend *Richter*, in Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, 2019, Vor §§ 339 KAGB Rz. 10; *Wohlers*, ZStW 125 (2013), 443, 479 f.
838 *Vogel*, FS Jakobs, 2007, S. 731, 732.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

jährlichen Gesamtumsatzes sowie der öffentlichen Bekanntmachung von bestandskräftigen Maßnahmen und Sanktionen („naming and shaming") gem. §§ 123 ff. WpHG. Die zunehmende Vernetzung der früher noch wenig miteinander in Verbindung stehenden Mittel präventiver Rechtsdurchsetzung „ex ante" mit solchen der repressiven Rechtsdurchsetzung „ex post"[839] zeigt sich im WpHG auch an anderer Stelle. So ist die BaFin Aufsichtsbehörde und überwacht konkret-individuell die Einhaltung der Verbote und Gebote des WpHG mit entsprechender Anordnungskompetenz. Im Überwachungsstadium hat die BaFin Ermittlungsbefugnisse, die sich strafprozessualen Kompetenzen annähern, über welche die BaFin im Übrigen auch als Bußgeldbehörde (§ 121 WpHG) verfügt.

Auch der Vorgang der Strafgesetzgebung an sich steht durch die Europäisierung vor grundlegenden Veränderungen. Wurden strafrechtliche Reformvorhaben früher allein auf nationaler Ebene angestoßen und im Idealfall von eigens eingesetzten Gesetzgebungskommissionen im Dialog mit der Wissenschaft begleitet, so ist der deutsche Gesetzgebungsprozess im Falle der Umsetzung von Richtlinienvorgaben vielfach schon vorbestimmt. Nach der Beobachtung von *Korte* enthalten europäische Richtlinien gerade im Bereich des Strafrechts einen erheblichen Detailgrad und lassen nur „wenige Abweichungsmöglichkeiten" zu.[840] Eine erst im Stadium der nationalen Umsetzung gegen das Gesetzgebungsvorhaben in grundsätzlicher Hinsicht vorgebrachte Kritik wird auf nationaler Ebene naturgemäß kein Gehör mehr finden können. *Korte* bemerkte deshalb schon vor einigen Jahren im Gedenken an *Vogel*, dass die deutsche Wissenschaft Gefahr läuft, den Anschluss und den Einfluss zu verlieren, „wenn sie nicht bereits bei der Erarbeitung supra- und internationaler Rechtsinstrumente ihre Stimme erhebt".[841] Deshalb wäre es nach *Korte* „aus Sicht der Bundesregierung […] sehr zu begrüßen", wenn sich die deutsche Strafrechtswissenschaft frühzeitig und auch auf Englisch mit den Arbeiten auf europäischer (und internationaler) Ebene befassen würde.[842]

Schließlich wird der Austausch zwischen Gesetzgebung, Praxis und Strafrechtswissenschaft oft noch dadurch erschwert, dass die Federführung für die in den jeweiligen Finanzmarktgesetzen enthaltenen strafrechtli-

839 *Richter*, in Assmann/Wallach/Zetzsche (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, 2019, Vor §§ 339 KAGB Rz. 10 unter Bezugnahme auf *Vogel*, FS Jakobs, 2007, S. 731, 740.

840 *Korte*, in Tiedemann u. a. (Hrsg.), Die Verfassung moderner Strafrechtspflege – Erinnerungen an Joachim Vogel, 2016, S. 495, 497.

841 Ebd., 500.

842 Ebd.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chen Annextatbestände in der Regel beim Bundesfinanzministerium liegt. Hier beginnt die Misere aus Sicht des Strafrechts nicht selten damit, dass auch die strafrechtlichen Teile dieser Gesetzgebungsentwürfe vom Bundesfinanzministerium oder u. U. sogar von der BaFin erstellt werden. Dabei versteht es sich im Grunde von selbst, dass diese Stellen der Ministerialbürokratie nicht über den tiefen strafrechtlichen Sachverstand verfügen, der sich im Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz über Jahrzehnte angesammelt hat. Das ohnehin schon unerreichbare Ideal in sich kohärenter Gesetzeswerke rückt so in noch weitere Ferne. Die Folgen zeigen sich nicht nur dadurch, dass die einzelnen Straftatbestände in den strafrechtlichen Bezügen oft wenig durchdacht sind, sondern auch an einer fehlenden Ausgewogenheit der Sanktionsdrohungen im Vergleich zu anderen Lebensbereichen und zum Wirtschaftsstrafrecht insgesamt. So lässt auch die Verbrechensqualifikation des reformierten § 119 WpHG Augenmaß gegenüber dem strafrechtlichen Gesamtsystem vermissen. Angesichts der hier beschriebenen Zusammenhänge kommt es auch nicht von ungefähr, dass manche der – je nach Sichtweise innovativsten oder auch zweifelhaftesten – Tatbestände des Wirtschaftsstrafrechts aus jüngerer Zeit auf Initiativen des Finanzministeriums zurückgehen, für welche die strafrechtlichen Grundsatzdiskussionen keine größere Rolle gespielt haben dürften. Es sind somit nicht nur die europäischen Einflüsse, sondern auch die nationalen – fast disruptiven – Gesetzgebungsimpulse, die der Strafrechtsentwicklung insgesamt neue Richtungen weisen.

Es wäre zu einfach, angesichts dieses Befunds in Resignation zu verfallen und sich der Hoffnung auf eine bessere Vergangenheit in Gestalt eines Strafrechts liberaler Prägung hinzugeben. Vielmehr ist die Praxis gefordert, auch künftig Wege zu finden, um über das Ziel hinausschießende Straftatbestände nach rechtsstaatlichen Grundsätzen verfassungskonform zu korrigieren. Auch für die Strafrechtswissenschaft ergeben sich hier neue Forschungsgebiete und die Gelegenheit, eine noch im Werden befindliche Regelungsmaterie rechtsvergleichend zu systematisieren und am europäischen wie nationalen Gesetzgebungsprozess gestaltend teilzuhaben.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Anhang 1: Fassungen der Strafnormen

Artikel 249d ADHGB (1884)[843]
Mit Gefängniß bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu zehntausend Mark wird bestraft:
[…]
2. wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken;
[…]
Zugleich kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.
Sind mildernde Umstände vorhanden, so tritt ausschließlich die Geldstrafe ein. […]

§. 75 BörsenG (1896)[844]
Wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsen- oder Marktpreis von Waaren oder Werthpapieren einzuwirken, wird mit Gefängniß und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünfzehntausend Mark bestraft. Auch kann auf Verlust der bürgerlichen Ehrenrechte erkannt werden.
Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschließlich auf die Geldstrafe erkannt werden.
Die gleiche Strafe trifft denjenigen, welcher in betrügerischer Absicht wissentlich unrichtige Angaben in Prospekten (§. 38) oder in öffentlichen Kundgebungen macht, durch welche die Zeichnung oder der Ankauf oder Verkauf von Werthpapieren herbeigeführt werden soll.

§. 76 BörsenG (1896)[845]
Wer für Mittheilungen in der Presse, durch welche auf den Börsenpreis eingewirkt werden soll, Vortheile gewährt oder verspricht oder sich gewähren oder versprechen läßt, welche in auffälligem Mißverhältniß zu der Leistung stehen, wird mit Gefängniß bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu fünftausend Mark bestraft.

843 RGBl., 123, 167 f.
844 RGBl., 157, 174 f.
845 RGBl., 157, 175.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Die gleiche Strafe trifft denjenigen, der sich für die Unterlassung von Mittheilungen der bezeichneten Art Vortheile gewähren oder versprechen läßt.
Der Versuch ist strafbar.
Sind mildernde Umstände vorhanden, so kann ausschließlich auf die Geldstrafe erkannt werden.

E-§ 244 StGB[846]
Wer eine unwahre oder gröblich entstellte Behauptung aufstellt oder verbreitet, die auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einwirken kann, oder sonst ein hierzu geeignetes betrügerisches Mittel anwendet, um sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, wird mit Gefängnis bestraft.
[Qualifikationstatbestand für Kriegszeiten]

§ 88 BörsG (1974)[847]
(1) Wer in der Absicht, sich oder einen anderen zu bereichern,
1. auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Wertpapieren einzuwirken, oder
2. in Prospekten (§ 38) oder öffentlichen Mitteilungen, durch welche die Zeichnung oder der Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren herbeigeführt werden soll, unrichtige Angaben macht,

wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.
(2) Die Verjährung der Strafverfolgung richtet sich nach den Vorschriften des Strafgesetzbuches auch dann, wenn die Tat durch die Verbreitung von Druckschriften begangen wird.

§ 88 BörsG (1986)[848]
Wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Bezugsrechten oder Waren oder von Anteilen, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen,
1. unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung der Wertpapiere, Bezugsrechte, Waren oder Anteile erheblich sind,

846 Abgedruckt bei *Schubert/Regge* (Hrsg.), Quellen zur Reform des Straf- und Strafprozessrechts. Abt. II NS-Zeit (1933-1939), Entwurf eines Deutschen Strafgesetzbuchs (Fassung der §§ 1 – 489.) Zur Kabinettssitzung im Juni 1938. Teil 2 (S. 471).
847 BGBl. I, 469, 570.
848 BGBl. I, 721, 725.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt oder
2. sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet,

wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

§ 88 BörsG (1994)[849]

Wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Bezugsrechten, ausländischen Zahlungsmitteln, Waren, Anteilen, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen, oder von Derivaten im Sinne des § 2 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes

1. unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung der Wertpapiere, Bezugsrechte, ausländischen Zahlungsmittel, Waren, Anteile oder Derivate erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt oder
2. sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet,

wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

§ 38 WpHG (1994)[850]

Strafvorschriften

(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer

1. entgegen einem Verbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 oder Abs. 2 ein Insiderpapier erwirbt oder veräußert,
2. entgegen einem Verbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 eine Insidertatsache mitteilt oder zugänglich macht oder
3. entgegen einem Verbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 3 den Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers empfiehlt.

(2) Einem Verbot im Sinne des Absatzes 1 steht ein entsprechendes ausländisches Verbot gleich.

§ 88 BörsG (Neubekanntmachung 1998)[851]

Wer zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, Bezugsrechten, ausländischen Zahlungsmitteln, Waren, Anteilen, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren sollen, oder von Derivaten im Sinne des § 2 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes

849 BGBl. I 1749, 1769.
850 BGBl. I 1749, 1759.
851 BGBl. I, 2682, 2699.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung der Wertpapiere, Bezugsrechte, ausländischen Zahlungsmittel, Waren, Anteile oder Derivate erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt oder
2. sonstige auf Täuschung berechnete Mittel anwendet,

wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

§ 38 WpHG (2002)[852]

Strafvorschriften

(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer

1. entgegen einem Verbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 oder Abs. 2 ein Insiderpapier erwirbt oder veräußert,
2. entgegen einem Verbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 eine Insidertatsache mitteilt oder zugänglich macht oder
3. entgegen einem Verbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 3 den Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers empfiehlt oder
4. eine in § 39 Abs. 1 Nr. 1 oder 2 bezeichnete Handlung begeht und dadurch auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einwirkt.

(2) Einem Verbot im Sinne des Absatzes 1 Nr. 1 bis 3 oder des Absatzes 1 Nr. 4 in Verbindung mit § 39 Abs. 1 Nr. 1 oder 2 steht ein entsprechendes ausländisches Verbot gleich.

852 BGBl. I, 2010, 2037.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Anhang 2: Unveröffentlichte Urteile

Urteil des Amtsgerichts Frankfurt am Main v. 13.5.2019 – 914 Ls -7521 Js 210950/18:

Der Angeklagte wird wegen leichtfertiger Marktmanipulation zu einer Geldbuße i. H. v. 1.000 Euro verurteilt.

Er hat die Kosten des Verfahrens zu tragen.

Angewendete Vorschriften:

§ 39 Abs. 3d Nr. 2 Wertpapierhandelsgesetz in der zwischen dem 25.06.2017 bis 02.01.2018 gültigen Fassung i. V. m. Artikel 15, 12 Abs. 1 lit a) sublit i) VO(EU) Nr. 596/2014

Aus den Gründen:

II.

Der Angeklagte war zur Tatzeit Direktor der [X-AG], der die BaFin die Erlaubnis zur Erbringung von Finanzdienstleistungen u. a. in Form der Finanzportfolioverwaltung erteilt hatte. Die Gesellschaft machte von dieser Erlaubnis dadurch Gebrauch, dass sie […] Wertpapierdepots für eine größere Anzahl von Kunden verwaltete. Zu den Kunden der Gesellschaft zählten auch Y und Z, für die die X-AG ein bei der A-Bank AG unter der Nummer 123 geführtes Depot verwaltete.

Um für die Kunden […] Abgeltungssteuerverluste zu realisieren, nahm der Angeklagte folgende Transaktion vor: Am 01.12.2017, 15:31:06 Uhr erteilte er für das genannte Kundendepot zunächst einen Verkaufsauftrag für 2.000 Aktien der M. AG zum Preis von 2,53 EUR mit der Vorgabe, diesen an der Börse Stuttgart ausführen, wo diese Wertpapiere […] zum Handel in den Freiverkehr einbezogen waren. Sodann erteilte der Angeklagte um 15:31:59 Uhr, also rund 53 Sekunden später, einen gegenläufigen Kaufauftrag mit gleicher Stückzahl, gleichem Preis und gleicher Börsenplatzvorgabe.

Die beiden von der A-Bank AG über die B-Bank an die Börse Stuttgart weitergeleiteten Orders wurden um 15:32:02 Uhr gegeneinander ausgeführt, wobei ein Preis von 2,53 EUR festgestellt wurde. Der Angeklagte konnte nicht wissen, dass die beiden Aufträge gegeneinander ausgeführt werden würden. Er hat jedoch aus Unachtsamkeit diese Möglichkeit nicht erkannt. Weitere Preise wurden an diesem Tag an der Börse Stuttgart nicht festgestellt. Vor dem beschriebenen Geschäft war an der Börse Stuttgart zuletzt am 30.11.2017, 19:38:28 Uhr ein Preis von 2,50 EUR festgestellt worden.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

III.
[…] Der Angeklagte hat die äußeren Tatumstände so beschrieben, wie [sie] oben festgestellt wurden. Er hat dabei ausführlich die Hintergründe der von ihm getätigten Geschäfte zum Tatzeitpunkt erläutert.
Zunächst hat er grundsätzlich ausgeführt, dass die Praxis, Aktien zu verkaufen und anschließend sofort wieder zu kaufen, durchaus nicht unüblich sei. Er tätige derartige Verkauf-Kauf-Geschäfte insbesondere zum Jahresende, um Abgeltungssteuerverluste zu realisieren. Bei Aktien müssten realisierte Kursgewinne mit der Abgeltungssteuer versteuert werden. Verkaufe ein Anleger eine Aktienposition mit Gewinn, so behalte die Bank von diesem Gewinn sofort die Abgeltungssteuer in Höhe von 25% ein. Dadurch reduziere sich der Gewinn des Anlegers. Nun könne es aber sein, dass manche Aktien im Wert steigen, während andere Aktien fallen. Um zu vermeiden, dass lediglich die Gewinne besteuert, die Verluste steuerlich aber nicht berücksichtigt würden, erlaube es der Gesetzgeber, angefallene Aktiengewinne und Aktienverluste innerhalb eines Kalenderjahres miteinander zu verrechnen. Die Bank schreibe die zu viel bezahlte Abgeltungssteuer direkt wieder auf dem Konto des Kunden gut. Man könne einen Kursverlust nur dann mit einem Gewinn verrechnen, wenn man ihn durch den Verkauf der Aktie auch realisiert habe. Er halte es für völlig normal und branchenüblich, diese Verrechnungsmöglichkeit zu nutzen. Er sehe es sogar als seine Pflicht an, die Steuerlast seiner Kunden dementsprechend zu überwachen.
Auch ein relativ kurzer Zeitraum zwischen Verkauf und erneutem Ankauf entspreche der von seiner Firma verfolgten Anlagestrategie: Man investiere für die Kunden grundsätzlich nur in Aktien, von deren langfristiger Kurssteigerung man überzeugt sei. Habe man eine solche Aktie lediglich zur steuerlichen Verrechnung verkauft, kaufe man diese direkt wieder zurück, da ja die Aktie Teil des Portfolios bleiben solle.
Genau so sei er auch im Fall der M.-Aktien am 1. Dezember 2017 verfahren […].
Bei der Durchsicht der Kundendepots sei ihm zum Jahresende 2017 aufgefallen, dass der oben genannte Kunde im Jahr 2017 bereits Abgeltungssteuer auf realisierte Aktiengewinne bezahlt habe. Diese Gewinne hätten von Kurssteigerungen anderer Aktien - also nicht der M.-Aktie - hergerührt. Gleichzeitig habe sich eine Aktienposition über 2.000 Stück M.-Aktien im Wertpapierdepot des Kunden befunden, deren Kurs zwischenzeitlich gefallen sei. Durch einen Verkauf dieser 2.000 M.-Aktien sei es möglich gewesen, den realisierten Verlust zur steuerlichen Verrechnung mit den Gewinnen aus anderen Aktienpositionen zu nutzen. Daher habe er am 1. De-

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

zember 2017 zunächst eine Verkaufsorder der 2.000 M. Aktien abgegeben. Der Aktienkurs habe sich damals bei knapp über 2,50 € eingependelt. Da er zunächst 2.000 Stück Aktien über den Börsenplatz Stuttgart verkauft habe, habe der Gegenwert seines Verkaufsauftrages also ungefähr 5.000 Euro betragen. Durch den Verkauf sei so ein Verlust in Höhe von rund 1.000 Euro realisiert worden. Durch die beschriebene Verrechnungsmöglichkeit habe der Kunde eine direkte Steuerrückzahlung in Höhe von rund 250 Euro gutgeschrieben bekommen. Da man aber von der Aktie überzeugt sei, habe er kurz darauf auch den Kaufauftrag über die Börse Stuttgart erteilt, um den Depotbestand wieder in den gewünschten Zustand zu versetzen, also Kauf von 2.000 M.-Aktien. Das sei für ihn ein normaler Vorgang gewesen, dem er keine weitere Beachtung geschenkt habe. Dass er sein eigener Kontrahent geworden sei, habe er weder bemerkt noch beabsichtigt. Vor der Ordererteilung habe er lediglich die Geld-Brief-Spanne, nicht aber die Liquidität bzw. Marktenge der Aktie an der Stuttgarter Börse überprüft.

Er selbst habe aus dem Geschäft keinen Vorteil gezogen, insbesondere habe er daran unmittelbar nichts verdient. Es sei ausschließlich darum gegangen, für den Kunden legal Steuern zu sparen. […]

Das Gericht ist zur Überzeugung gelangt, dass der Einlassung des Angeklagten auch insoweit gefolgt werden kann, als er angibt, kein positives Wissen über das faktische In-sich-Geschäft gehabt zu haben. Die von ihm benutzten Transaktionsplattformen lassen keine Information für einen Käufer zu, wessen Verkaufsangebot er annimmt. Das ergibt sich aus den Angaben des Zeugen F, der dem Gericht über die technischen Details von Transaktionen an der Börse Stuttgart Auskunft gegeben hat.

Der Zeuge G hat zudem bestätigt, dass zum Jahresende vermehrt korrespondierende Verkauf- und Kauforders zu beobachten seien und dass als Motiv dafür die Realisierung von Steuerverlusten naheliegend sei.

Das Gericht hat aus den äußeren Tatumständen nicht den zweifelsfreien Schluss ziehen können, dass der Angeklagte die Ausführung seiner beiden Aufträge gegeneinander beabsichtigte (Vorsatz). Aus dem vom Angeklagten angegebenen und für das Gericht gut nachvollziehbaren Motiv, dass er für seine Kunden lediglich Verluste realisieren wollte, kann dies alleine nicht geschlossen werden, etwa in dem Sinne, dass er die Orders gezielt an der Börse Stuttgart zwecks gegenseitiger Ausführung einstellte, statt die Transaktion über die liquideren Börsenplätze wie etwa Tradegate oder XETRA ausführen zu lassen, um der Gefahr zu entgehen, dass ein anderer Marktteilnehmer die zuerst eingestellte Verkaufsorder zu 2,53 EUR annehmen könnte und die vom Angeklagten anschließend erteilte Kauforder

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nicht (mehr) hätte ausgeführt werden können - mit der unerwünschten Folge, dass der Angeklagte den Rückkauf der Aktien möglicherweise nur zu einem teuren Preis und damit mit einem Verlust hätte realisieren können (so ein zentrales Argument der Anklageschrift).

Der Angeklagte ist diesem Vorwurf wie folgt begegnet: Die Wahl des Börsenplatzes Stuttgart sei deswegen erfolgt, weil dort über die Internetseite „www.Euwax.de" ein kostenloser Zugang zu den Real-Time-Kursen bestehe, den andere Handelsplätze nicht böten. Üblich seien ansonsten kostenpflichtige Zugänge zu entsprechenden Dienstleistern wie etwa Bloomberg, die er aber nicht nutze, da er dafür Verträge mit Informationsdienstleistern abschließen müsste. Diese „Liveticker"-Verträge könnten Kosten von bis zu 40.000 Euro jährlich verursachen. Das sei für ihn höchst unwirtschaftlich, denn er operiere nicht als Aktienhändler, sondern als Vermögensverwalter. Er decke daher seinen Informationsbedarf vielmehr über das kostenfreie Börsenportal „Onvista", welches über eine Internetadresse für jedermann frei zugänglich sei und das in Bezug auf Echtzeitkurse eben auf das Angebot der Stuttgarter Börse zurückgreife.

Das Gericht hat im Rahmen der Hauptverhandlung das Portal „Onvista" über einen Rechner online aufgerufen, in Augenschein genommen und die Angaben des Angeklagten zu dessen Aufbau und Funktionsweise bestätigt gefunden.

Die Angaben im Hinblick auf das kostenfreie Informationsangebot der Börse Stuttgart hat der Zeuge F. bestätigt.

Der Angeklagte hat weiter angegeben, da er am Tattag die M.-Aktien zum aktuellen (marktgerechten) Kurs verkaufen und kaufen wollte, sei es ihm auf die Kenntnis der Real-Time-Kurse angekommen. Denn schon eine leichte zeitliche Verzögerung von 15 Minuten, die an anderen Börsen gegeben wäre, könne in der Praxis zu veralteten Kursen führen. Der Umstand, dass die Orders im Abstand von nur 53 Sekunden erteilt wurden, sei allein dem Umstand geschuldet, dass er genau diese Zeit benötigt habe, um die beiden Orders nacheinander einzugeben, den Vorgang abzuschließen und sich danach anderen Aufgaben zu widmen. Auch das ist für das Gericht nachvollziehbar.

Das Gericht hat aus den äußeren Umständen auch nicht den zweifelsfreien Schluss ableiten können, dass der Angeklagte die Ausführung seiner Orders gegeneinander billigend in Kauf nahm (bedingter Vorsatz). Dafür spricht nicht alleine schon die auf den ersten Blick kurze Zeitspanne von 53 Sekunden zwischen der Abgabe der jeweiligen Order. Die beiden sachverständigen Zeugen G. und F. haben übereinstimmend die Einschätzung geäußert, dass bei einem liquiden Markt für ein Wertpapier regelmäßig

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schon nach Sekunden, mitunter sogar Bruchteilen von Sekunden, Verkaufsorders gegen Kauforders anderer Kontrahenten ausgeführt werden könnten. Eine Zeitspanne von 53 Sekunden könne dann recht lange sein, ausreichend lange jedenfalls, um die Gefahr eines faktischen In-sich-Geschäfts als fernliegend zu bezeichnen. Es komme also entscheidend auf die Liquidität an.

Für die M.-Aktie am Börsenplatz Stuttgart könne man jedoch faktisch zum Tatzeitpunkt von einem illiquiden Papier sprechen, da an diesem Tag keine weiteren Umsätze erfolgt seien und der letzte Preis am 30. November 2017 um 19:38:28 Uhr mit 2,50 EUR festgestellt worden sei.

Der Angeklagte hat angegeben, die Liquidität des Papiers nicht geprüft zu haben. Insbesondere habe er lediglich die Geld-Brief-Spanne eruiert, nicht aber das Handelsvolumen, obwohl dies über das von ihm genutzte Informationssystem grundsätzlich möglich gewesen wäre. Diese Einlassung ist nicht zu widerlegen. Sie ist auch nicht unplausibel, denn zum vom Angeklagten angegebenen Zweck war der Blick auf das Handelsvolumen nicht erforderlich. Für ihn war lediglich die Geld-Brief-Spanne relevant, um marktnahe Limits festzulegen.

IV.

Der Angeklagte hat sich mangels Vorsatzes nicht gem. § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit a), Abs. 5 Nr. 2 und Abs. 6 i. V. m. § 39 Abs. 3d Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetz in der zwischen dem 25.06.2017 bis 02.01.2018 gültigen Fassung i. V. m. Artikel 15, 12 Abs. 1 lit a) sublit i) VO(EU) Nr. 596/2014 strafbar gemacht.

Das Gericht wertet die festgestellte Tat jedoch als leichtfertige Marktmanipulation gem. § 39 Abs. 3d Nr. 2 Wertpapierhandelsgesetz in der zwischen dem 25.06.2017 bis 02.01.2018 gültigen Fassung i. V. m. Artikel 15, 12 Abs. 1 lit a) sublit i) VO(EU) Nr. 596/2014.

Das vom Angeklagten in dieser Form unvorsätzlich herbeigeführte In-sich-Geschäft war geeignet, bei den Handelsteilnehmern den Eindruck eines zumindest eingeschränkt liquiden Marktes für M.-Aktien an der Börse Stuttgart zu erwecken. Tatsächlich war dies aber am 1. Dezember 2017 nicht der Fall, weil das einzige an diesem Tag dort erfolgte Geschäft nicht durch das freie Spiel von Angebot und Nachfrage zustande kam, sondern vom Angeklagten als gleichzeitigem Auftraggeber der Kauf- und Verkaufsorders zum Zwecke der Realisierung von Steuerverlusten herbeigeführt wurde. Tatsächlich ist es nicht zu einem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentümers gekommen. Es kam zu einem faktischen Scheingeschäft, ohne dass dies für den Markt erkennbar gewesen wäre. Dadurch wurden falsche oder zumindest irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage und

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den Börsen- oder Marktpreis des Finanzinstruments gegeben. Der Angeklagte hat dabei die gebotene Sorgfalt in hohem Maße verletzt. Er hat aus besonderer Unachtsamkeit die Möglichkeit einer Tatbestandsverwirklichung nicht erkannt.
Indem der [Angeklagte] die für ihn grundsätzlich verfügbare Information über das aktuelle Handelsvolumen am von ihm gewählten Handelsplatz nicht eingeholt hat, hat er sich kein vollständiges Bild über die Liquidität des Papieres gemacht. Dies wäre aber seine Pflicht als von der BaFin zugelassener Finanzdienstleister gewesen. Der Tatbestand der Marktmanipulation und seine Voraussetzungen mussten ihm als erfahrenem Finanzdienstleister bekannt sein. So musste ihm auch die Gefahr vor Augen stehen, im Falle mangelnder Liquidität durch gegenläufige Orders in gleicher Höhe und mit gleichem Limit zum eigenen Kontrahenten zu werden. Deswegen wäre es unerlässlich gewesen, Informationen über das aktuelle Handelsvolumen am gewählten Börsenplatz einzuholen. Im Zweifel hätte der Angeklagte bei vollständiger Kenntnis aller verfügbaren Informationen die Transaktion über liquidere Börsenplätze wie Tradegate oder XETRA ausführen lassen müssen.
V.
Die Ordnungswidrigkeit kann gem. § 39 Abs. 4a S. 1 Wertpapierhandelsgesetz mit einer Geldbuße bis zu fünf Millionen Euro geahndet werden.
Zugunsten des Angeklagten waren sein vorbehaltloses Geständnis und seine Mitwirkung an der Aufklärung der Tat vom Beginn der Ermittlungen an sowie seine Vorstrafenfreiheit zu berücksichtigen. Außerdem war bei der Einordnung der Schwere der Tat der außerordentlich geringe Umfang der Transaktion in einem Volumen von rund 5.000 Euro zu beachten.
Schließlich war zu berücksichtigen, dass hier zugunsten des Angeklagten lediglich die am wenigsten schwere Schuldform, nämlich unbewusste Leichtfertigkeit angenommen werden muss.
Daher hat das Gericht es für ausreichend erachtet, eine im Hinblick auf das Monatseinkommen des Angeklagten sehr milde Buße in Höhe von lediglich 1.000 Euro zu verhängen.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Nachgehendes Berufungsurteil des Landgerichts Frankfurt am Main v. 30.10.2019
Az. 5/32 Ns- 7521 Js 210950/18 (67/19)
Die Berufung der Staatsanwaltschaft gegen das Urteil des Amtsgerichts Frankfurt am Main vom 13. Mai 2019 wird verworfen.
Die Kosten des Berufungsverfahrens einschließlich der in der Berufungsinstanz entstandenen notwendigen Auslagen des Angeklagten fallen der Staatskasse zur Last.
Angewandte Vorschriften: § 473 Abs. 1 S. 1 StPO
Gründe (abgekürzt gemäß § 267 Abs. 4 StPO)
I. (Prozessgeschichte)
Der Angeklagte wurde durch Urteil des Amtsgerichts Frankfurt am Main vom 13. Mai 2019 wegen leichtfertiger Marktmanipulation zu einer Geldbuße in Höhe von 1.000,00 € verurteilt.
Gegen dieses Urteil hat die Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main durch Schreiben vom 13. Mai 2019, eingegangen bei Gericht am 14. Mai 2019, form- und fristgerecht Berufung eingelegt. Mit ihrem Rechtsmittel verfolgt die Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main das Ziel einer Verurteilung des Angeklagten wegen vorsätzlicher Marktmanipulation. Vor dem Hintergrund der nachfolgenden Erwägungen war der zulässigen Berufung jedoch ein Erfolg zu versagen.
II. (Feststellungen zur Person) […]
III. (Feststellungen zum Sachverhalt)
Der Angeklagte war zum fraglichen Tatzeitpunkt im Rahmen seiner beruflichen Tätigkeit als Direktor der X-AG unter anderem für die Verwaltung des bei der U-Bank AG unter der Nummer 123 geführten Depots der Eheleute Y und Z zuständig. Um für seine Kunden Y und Z im Kalenderjahr 2017 Verluste aus dem Verkauf einer Aktienposition zu realisieren, die mit bereits erzielten Gewinnen aus vorangegangenen Transaktionen verrechnet werden sollten, wodurch eine Rückzahlung der seitens der Bank einbehaltenen Abgeltungssteuer erreicht werden sollte, erteilte der Angeklagte am 01. Dezember 2017 um 15:31:06 Uhr für das genannte Kundendepot einen Verkaufsauftrag über 2.000 Aktien der M. AG zu einem Preis in Höhe von 2,53 € pro Aktie. Diese Order ließ der Angeklagte an der Börse Stuttgart ausführen. Um 15:31:59 Uhr – mithin 53 Sekunden später – erteilte der Angeklagte sodann einen gegenläufigen Kaufauftrag mit gleicher Stückzahl, gleichem Preis pro Aktie und gleicher Vorgabe des Börsenplatzes. Beide Orders des Angeklagten wurden von der U-Bank AG über die X-Privatbank AG an die Börse Stuttgart weitergeleitet, wo sie um 15:32:02 Uhr gegeneinander ausgeführt wurden. Zugleich wurde ein Preis von

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2,53 € festgestellt, was die einzige Preisfeststellung an dem fraglichen Tag an der Börse Stuttgart darstellte. Vor dem verfahrensgegenständlichen Geschäft war dort zuletzt am 30. November 2017 um 19:38:28 Uhr ein Preis von 2,50 € festgestellt worden. Der Angeklagte hätte bei Anwendung der ihm obliegenden Sorgfalt erkennen können, dass die Möglichkeit bestand, dass seine gegenläufigen Aufträge gegeneinander ausgeführt würden.
IV. (Beweiswürdigung) […]
V. (Rechtliche Würdigung)
Der Angeklagte hat sich entsprechend der getroffenen Feststellungen wegen leichtfertiger Marktmanipulation gemäß § 39 Abs. 3d Ziffer 2 Wertpapierhandelsgesetz in der zwischen dem 25. Juni 2017 bis zum 31. Dezember 2017 gültigen Fassung in Verbindung mit Art. 15 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 strafbar gemacht.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Literaturverzeichnis

Abramowitz, Elkan/*Sack*, Jonathan, Why So Few Prosecutions Connected to the Financial Crisis?, New York Law Journal, Vol. 250, Nr. 46 v. 4.9.2013;

Achenbach, Hans/*Ransiek*, Andreas/*Rönnau*, Thomas (Hrsg.), Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 5. Aufl., Heidelberg 2019;

AFM, Interpretations of market manipulation. Real-life examples, Amsterdam 2017;

Allen, Franklin/*Gale*, Douglas, Stock-Price Manipulation, Review of Financial Studies 1992, 503 ff.;

Allgayer, Peter, Rügemöglichkeiten von Verfassungsverstößen in der Revision, StraFo 2016, 486 ff.;

Altenhofen, Christian, Die Europäisierung der Normdurchsetzung im Marktmissbrauchsrecht, Frankfurt am Main 2018;

Ambos, Kai, Zur Zukunft der deutschen Strafrechtswissenschaft: Offenheit und diskursive Methodik statt selbstbewusster Provinzialität, GA 2016, 177 ff.;

ders., Stand und Zukunft der Strafrechtsvergleichung, RW 2017, 247 ff.;

Annunziata, Filippo, At the Early Dawn of the Modern Regulation of Financial Markets. The Villainy of Stock-Jobbers (1701) and The Anatomy of Exchange Alley (1719) by Daniel Defoe, Bocconi Legal Studies Research Paper Series, Juni 2020, 1 ff.;

Arlt, Michael, Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation, Frankfurt am Main 2004;

Arnold, Martin, German prosecutor drops Wirecard investigation into FT reporters. Financial watchdog had levelled accusations of potential market manipulation over coverage of payments processor, Financial Times v. 3.9.2020 (online abgerufen am 27.10.2020 auf ft.com);

Arroyo Zapatero, Luis, Der Mißbrauch von Insider-Informationen im spanischen Recht, in: *Schünemann*, Bernd (Hrsg.), Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Köln, Berlin, Bonn u. a. 1994, S. 387 ff.;

Asp, Petter, The Importance of the Principles of Subsidiarity and Coherence in the Development of EU Criminal Law, EuCLR 2011, 44 ff.;

Assmann, Heinz-Dieter/*Schneider*, Uwe H. (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar, 3. Aufl., Köln 2003;

dies., (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar, 4. Aufl., Köln 2006;

dies., (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar, 6. Aufl., Köln 2012;

Assmann, Heinz-Dieter/*Schneider*, Uwe H./*Mülbert*, Peter O. (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht. WpHG, MAR, PRIIP, MiFIR, Leerverkaufs-VO, EMIR, 7. Aufl., Köln 2019;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Assmann, Heinz-Dieter/*Wallach*, Edgar/*Zetzsche*, Dirk (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch. Kommentar: KAGB, ELTIF-VO, EuSEF-VO, EuVECA-VO, MMF-VO, PRIIP-VO, DerivateV, Köln 2019;

Avgouleas, Emilios, The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis, Oxford 2005;

BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2002. Teil A, Bonn, Frankfurt am Main 2003, zitiert als: Jahresbericht 2002 Teil A;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2003. Teil A, Bonn, Frankfurt am Main 2004, zitiert als: Jahresbericht 2003 Teil A;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2004, Bonn, Frankfurt am Main 2005, zitiert als: Jahresbericht 2004;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2005, Bonn, Frankfurt am Main 2006, zitiert als: Jahresbericht 2005;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2006, Bonn, Frankfurt am Main 2007, zitiert als: Jahresbericht 2006;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2007, Bonn, Frankfurt am Main 2008, zitiert als: Jahresbericht 2007;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2008, Bonn, Frankfurt am Main 2009, zitiert als: Jahresbericht 2008;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2009, Bonn, Frankfurt am Main 2010, zitiert als: Jahresbericht 2009;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2010, Bonn, Frankfurt am Main 2011, zitiert als: Jahresbericht 2010;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2011, Bonn, Frankfurt am Main 2012, zitiert als: Jahresbericht 2011;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2012, Bonn, Frankfurt am Main 2013, zitiert als: Jahresbericht 2012;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2013, Bonn, Frankfurt am Main 2014, zitiert als: Jahresbericht 2013;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014, Bonn, Frankfurt am Main 2015, zitiert als: Jahresbericht 2014;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, Bonn, Frankfurt am Main 2016, zitiert als: Jahresbericht 2015;

dies., Pressemitteilung v. 8.7.2016, Keine Strafbarkeitslücke im Kapitalmarktrecht. Stellungnahme zu dem in der Börsen-Zeitung vom 7. Juli erschienen Gastbeitrag „Generalamnestie im Kapitalmarktrecht?“, Bonn, Frankfurt am Main 8.7.2016 (online abgerufen am 29.10.2020 auf bafin.de);

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2016, Bonn, Frankfurt am Main 2017, zitiert als: Jahresbericht 2016;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2017, Bonn, Frankfurt am Main 2018, zitiert als: Jahresbericht 2017;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2018, Bonn, Frankfurt am Main 2019, zitiert als: Jahresbericht 2018;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dies., Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot der Begründung und der Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien der Wirecard AG, Dok. Nr. WA 25-Wp 5700-2019/0002, Bonn, Frankfurt am Main 18.2.2019, zitiert als: Allgemeinverfügung WA 25-Wp 5700-2019/0002 v. 18.2.2019;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2019, Bonn, Frankfurt am Main 2020, zitiert als: Jahresbericht 2019;

dies., Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2020, Bonn, Frankfurt am Main 2021, zitiert als: Jahresbericht 2020;

Bastidas Venegas, Vladimir/*Bergström*, Maria, Sweden, in: *Ligeti*, Katalin/*Tosza*, Stanisław (Hrsg.), White Collar Crime. A Comparative Perspective, Oxford, London, New York u. a. 2019, S. 111 ff.;

Bator, Jakob, Die Marktmanipulation im Entwurf zum Finanzmarktnovellierungsgesetz – unionsrechtskonform?, BKR 2016, 1 ff.;

BAWe, Jahresbericht 1995, Frankfurt am Main 1996;

dass., Jahresbericht 2001, Frankfurt am Main 2002;

Bayram, Milan, Manipulative Handelspraktiken gem. Art. 12 MAR, Berlin 2020;

Bayram, Milan/*Meier*, Dominik, Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken, BKR 2018, 55 ff.;

Becker, Christian/*Rönnau*, Thomas, Freiheit, Wirtschaft, Macht – Braucht der freiheitliche Staat ein marktkritisches Strafrecht?, ZStW 130 (2018), 340 ff.;

Beecken, Grit, Berlin spaltet Marktnovelle. Umsetzungsgesetze treten in zwei Stufen in Kraft – Mifid II kommt später, Börsen-Zeitung v. 9.12.2015;

Beer, Florian, Die Verantwortung des Börsenträgers bei der Gestaltung alternativer Marktsegmente. Ein Beitrag zur Diskussion über Selbstregulierung und privatrechtliche Rechtsetzung am Beispiel sogenannter Mittelstandsmärkte im Freiverkehr, Baden-Baden 2018;

Bender, René, Marktmanipulation: Erstes Urteil in SdK-Affäre und weiteres Geständnis v. 13.1.2012 (online abgerufen am 27.10.2020 auf juve.de);

Bergmann, Marcus/*Vogt*, Magdalena, Lücken im Kapitalmarktstrafrecht – sind seit dem 1. FiMaNoG alle Altfälle straflos?, wistra 2016, 347 ff.;

dies., Anmerkung zu BGH, Beschl. v. 10.1.2017 – 5 StR 532/16, NZWiSt 2017, 149 ff.;

Bergmann, Werner, Geschichte des Antisemitismus, 3. Aufl., München 2006;

Bergþórsson, Andri F., What Is Market Manipulation? An Analysis of the Concept in a European and Nordic Context, Boston 2018;

Bernsmann, Klaus, Kursmanipulation durch Unterlassen? – Anmerkungen zu einem Babylonischen Turm des Strafrechts, in: *Kempf*, Eberhard/*Jansen*, Gabriele/*Müller*, Egon (Hrsg.), Festschrift für Christian Richter II. Verstehen und Widerstehen, Baden-Baden 2006, S. 51 ff.;

Blumenberg, Axel-Dirk, Marktmanipulation und Compliance. Eine Untersuchung unter Berücksichtigung des deutschen und des spanischen Rechts, Passau 2016;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Börner, René, Kryptowährungen und strafbarer Marktmissbrauch, NZWiSt 2018, 48 ff.;

Böse, Martin, Marktmanipulation durch Unterlassen. Ein Auslaufmodell?, wistra 2018, 22 ff.;

Brand, Christian, Konfliktherde des § 54a KWG. Einige Bemerkungen zu der praktischen Handhabbarkeit einer neuen Strafvorschrift, ZVglRWiss 2014, 142 ff.;

Brand, Christian/*Hotz*, Dominik, Der „VW-Skandal" unter wirtschaftsstrafrechtlichen Vorzeichen, NZG 2017, 976 ff.;

Braum, Stefan, Europäische Strafgesetzlichkeit, Frankfurt am Main 2003;

Breneselović, Luka, Die wissenschaftskritischen Zuordnungen von Franz von Liszt. Ein Beitrag zum Verständnis der Modernen Schule des Strafrechts, Berlin 2020;

Brosig, Isabella, Benchmark-Manipulation. Eine ökonomische und regulatorische Analyse des LIBOR-Manipulationsskandals, Baden-Baden 2018;

Buettner, Thiess/*Holzmann*, Carolin/*Kreidl*, Felix/*Scholz*, Hendrik, Withholding-Tax Non-Compliance: The Case of Cum-Ex Stock-Market Transactions, International Tax and Public Finance 2020, 1425 ff.;

Buffet, Warren E., Letter to the Shareholders, in: Berkshire Hathaway Inc. (Hrsg.), 2002 Annual Report, Omaha 2003, 3 ff.;

Bülte, Jens, Risikobasierte Arbeitsweise sowie Analyse- und Weiterleitungspflichten der FIU in den Grenzen des geltenden Rechts, Gutachten v. 11.1.2021 [*sic!*] erstellt im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen (online abgerufen am 6.2.2022 auf bundesfinanzministerium.de und zitiert als *Bülte*, BMF-Gutachten);

ders./Müller, Nadja, Ahndungslücken im WpHG durch das Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz und ihre Folgen, NZG 2017, 205 ff.;

Bundesnetzagentur, Pressemitteilung v. 20.2.2019, Bußgelder wegen Manipulation im Energiegroßhandel, Bonn 20.2.2019 (online abgerufen am 3.11.2020 auf bundesnetzagentur.de);

Burchard, Christoph, Perspektiven pluralistischer Strafrechtsvergleichung, RW 2017, 277 ff.;

Burhop, Carsten/*Lehmann-Hasemeyer*, Sibylle, Börsengeschichte – Einführung, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 59 (2018), 1 ff.;

Buttlar, Julia von/*Hammermaier*, Steffen, Non semper temeritas est felix: Was bedeutet Leichtfertigkeit im Kapitalmarktrecht?, ZBB 2017, 1 ff.;

Cahn, Andreas, Die sog. gespaltene Auslegung im Kapitalmarktrecht, in: *Klöhn*, Lars/*Mock*, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin 2019, S. 41 ff.;

Cairns, John W., Watson, Walton, and the History of Legal Transplants, Georgia Journal of International and Comparative Law 41 (2013), 637 ff.;

Canzler, Sabine/*Hammermaier*, Steffen, Die Verfolgung und Ahndung wertpapierrechtlicher Delinquenz durch die Wertpapieraufsicht der BaFin: Das kapitalmarktrechtliche Bußgeldverfahren, AG 2014, 57 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

CESR, Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Driective [*sic!*] (MAD) (Ref. CESR/07-693), Dok. Nr. CESR/08-099, Paris Februar 2008;

Christensen, Hans B./*Hail*, Luzi/*Leuz*, Christian, Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement, Review of Financial Studies 2016, 2885 ff.;

Coupette, Corinna/*Fleckner*, Andreas M., Das Wertpapierhandelsgesetz (1994 – 2019). Eine quantitative juristische Studie, in: *Klöhn*, Lars/*Mock*, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin 2019, S. 53 ff.;

Davies, Hannah C., Spekulation und Korruption. Zur Sozial- und Diskursgeschichte des Gründerkrachs und der »Panic of 1873«, Archiv für Sozialgeschichte 56 (2016), 169 ff.;

dies., Transatlantic Speculations. Globalization and the Panics of 1873, New York 2018;

de Bondt, Wendy, The missing link between "necessity" and "approximation of criminal sanctions" in the EU, EuCLR 2014, 147 ff.;

de la Vega, Joseph, Confusion de Confusiones. Dialogos Curiosos Entre un Philosopho agudo, un Mercader discreto, y un Accionista erudito, Amsterdam 1688;

Deckstein, Dinah/*Grill*, Markus/*Pauly*, Christoph, Bullshit mit Bildchen, Der Spiegel, Ausgabe 46/2010 v. 14.11.2010, S. 90;

Defoe, Daniel, The Anatomy of Exchange-Alley: or, A System of Stock-Jobbing, 2. Aufl., London 1719;

Deutsche Börse AG, Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse. Stand 23.11.2020, Dok. Nr. FWB01, 2020 (online abgerufen am 25.3.2021 auf xetra.com), zitiert als: Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 23.11.2020;

Deutscher Bundestag (wissenschaftliche Dienste), Strafrechtliche Konsequenzen einer Verletzung von § 110 WpHG, Ausarbeitung WD 7 - 3000 - 104/20 v. 21.9.2020 (online abgerufen am 25.3.2021 auf bundestag.de);

ders., (Unterabteilung Europa), Immunitäten, Sonderrechte und Gehälter der Direktoriumsmitglieder und Angestellten der Europäischen Zentralbank, Ausarbeitung PE 6 - 3000 – 56/13 v. 16.5.2013 (online abgerufen am 25.3.2021 auf bundestag.de);

Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme zum Referentenentwurf zum Finanzmarktnovellierungsgesetz, 18. November 2015 (online abgerufen am 25.3.2021 auf dai.de);

Dingeldey, Thomas, Insider-Handel und Strafrecht, Köln 1983;

Doval Pais, Antonio, La confusa armonización de los delitos de manipulación de mercado (art. 284 CP) por la L.O. 1/2019, Estudios Penales y Criminológicos 2020, 113 ff.;

Dreher, Eduard, Strafgesetzbuch. Mit Nebengesetzen u. Verordnungen, 30. Aufl., München 1968, zitiert als: *Schwarz/Dreher*;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Durston, Gregory/*McKeon*, Ailsa, The Little Book of Market Manipulation. An Essential Guide to the Law, Hook, Hampshire 2020;

Eggers, Tobias, Marktmanipulation beim Einsatz von Algorithmen. Am Beispiel eines Liquidity Providers, BKR 2019, 421 ff.;

Eggers, Tobias/*Gehrmann*, Philipp/*Szesny*, André-M., Stellungnahme des Arbeitskreises Kapitalmarktstrafrecht der Wirtschaftsstrafrechtlichen Vereinigung (WisteV) zum Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte – 1. FiMaNoG, WiJ 2016, 123 ff.;

Eichelberger, Jan, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), Berlin 2006;

Engels, Jens I., Politische Korruption in der Moderne, Historische Zeitschrift 2006, 313 ff.;

ders., Elemente historischer Korruptionsforschung. Ein Essay, in: *Kretschmer*, Bernhard/*Zabel*, Benno (Hrsg.), Studien zur Geschichte des Wirtschaftsstrafrechts. Methoden – Analysen – Kritik, Baden-Baden, Wien, Zürich 2018, S. 323 ff.;

Eser, Albin, Evaluativ-kompetitive Strafrechtsvergleichung. Zu „wertenden" Funktionen und Methoden der Rechtsvergleichung, in: *Freund*, Georg (Hrsg.), Grundlagen und Dogmatik des gesamten Strafrechtssystems. Festschrift für Wolfgang Frisch zum 70. Geburtstag, Berlin 2013, S. 1441 ff.;

ders., Strafrechtsvergleichung: Entwicklung – Ziele – Methoden, in: *Eser*, Albin/*Perron*, Walter (Hrsg.), Strukturvergleich strafrechtlicher Verantwortlichkeit und Sanktionierung in Europa. Zugleich ein Beitrag zur Theorie der Strafrechtsvergleichung, Berlin 2015, S. 929 ff.;

ESMA, Report. Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAR, Dok. Nr. ESMA70-145-1081, Paris 15.11.2018;

dies., Final Report. Peer Review on the collection and use of STORs under the Market Abuse Regulation as a source of information in market abuse investigations, Dok. Nr. ESMA42-111-4916, Paris 12.12.2019;

dies., Final Report on Cum/Ex, Cum/Cum and withholding tax reclaim schemes, Dok. Nr. ESMA70-155-10272, Paris 23.9.2020;

dies., Report. Administrative and criminal sanctions and other administrative measures imposed under the Market Abuse Regulation in 2019, Dok. Nr. ESMA70-156-3537, Paris 16.12.2020;

dies., TRV. ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No 1, 2021, Dok. Nr. ESMA50-165-1524, Paris 17.3.2021;

Esser, Robert/*Rübenstahl*, Markus/*Saliger*, Frank/*Tsambikakis*, Michael (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht. Mit Steuerstrafrecht und Verfahrensrecht, Köln 2017;

Estrada i Cuadras, Albert, Presente y futuro del delito de alteración de precios (art. 284 Cp), InDret 1.2014;

Eurex Frankfurt AG, Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich, Dok. Nr. Eurex03, 1.3.2001 (online abgerufen am 25.3.2021 auf eurex.com), zitiert als: Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich, Stand 1.3.2001;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

European Criminal Policy Initiative (ECPI), Manifest zur europäischen Kriminalpolitik, ZIS 2009, 697 ff.;

EWG-Kommission, The Development of a European Capital Market. Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission, Brüssel 1966, zitiert als: Bericht der Segré-Kommission;

Feijoo Sánchez, Bernardo J., Los delitos de manipulación del precio de cotización de un instrumento financiero del art. 284 CP tras la LO 1/2019. Retos dogmáticos frente a un desatino legislativo, La Ley Penal 2019, Bd. 138;

Fichtner, Andrea, Die börsen- und depotrechtlichen Strafvorschriften und ihr Verhältnis zu den Eigentums- und Vermögensdelikten des StGB, Tübingen 1993;

The Financial Secretary to the Treasury, Criminal Sanctions Directive on Market Abuse. Volume 540: debated on Monday 20 February 2012, 2012 (online abgerufen am 16.4.2021 auf hansard.parliament.uk#contribution-1202202000026);

Finansinspektionen, Marknadsmissbruk 2017–2018, Dok. Nr. 5 20., Stockholm Juni 2018;

Fink, Karsten, Der Freiverkehr. Die rechtliche Organisation des Handelssegments Freiverkehr an deutschen Börsen, Frankfurt am Main 2013;

Fischel, Daniel R./*Ross*, David J., Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?, Harvard Law Review 1991, 503 ff.;

Fischer, Thomas, Strafgesetzbuch. Mit Nebengesetzen, 68. Aufl., München 2021;

Fleischer, Holger, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten. Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, München 2002;

Fleischer, Holger/*Chatard*, Yannick, Wertpapierhandelsrechts-Geschichten, in: *Klöhn*, Lars/*Mock*, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin 2019, S. 101 ff.;

Foffani, Luigi, Joachim Vogel und das moderne Wirtschaftsstrafrecht: Vorschein eines neuen regulativen Strafrechtsmodells?, in: *Tiedemann*, Klaus/*Sieber*, Ulrich/*Satzger*, Helmut/*Burchard*, Christoph/*Brodowski*, Dominik (Hrsg.), Die Verfassung moderner Strafrechtspflege. Erinnerung an Joachim Vogel, Baden-Baden 2016, S. 373 ff.;

Frank, Reinhard, Gutachten zum Höchstpreisgesetz, ZStW 37 (1916), 28 ff.;

Frankfurter Wertpapierbörse, Xetra-Rundschreiben 016/11. Ankündigung Xetra Release 12.0, Frankfurt am Main 7.2.2011 (online abgerufen am 25.3.2021 auf xetra.com), zitiert als: Xetra-Rundschreiben 016/11 v. 7.2.2011;

Frölich, Lars/*Lembach*, Jan, Was Neo-Broker versprechen – und halten, BaFin Journal Juni 2021, 24 ff.

Fuchs, Andreas/*Zimmermann*, Martin (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht. WpHG, MAR, Rating-VO, 3. Aufl., München 2022;

Frömel, Laura, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, Baden-Baden 2020;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Gazeas, Nikolaos, Das neue Geldwäsche-Strafrecht: Weitreichende Folgen für die Praxis, NJW 2021, 1041 ff.;

Gehlen, Leonhard, Die Strafbarkeit von Geschäftsleitern nach § 54a KWG, Berlin 2017;

Gehrig, Klaus, Der Absichtsbegriff in den Straftatbeständen des Besonderen Teils des StGB, Berlin 1986;

Gehrmann, Philipp, Das versuchte Insiderdelikt. Reichweite der Strafbarkeit des Versuchs gemäß § 38 Abs. 3 WpHG nach kritischer Auseinandersetzung mit dem Rechtsgut und der Struktur des Insiderdelikts, Baden-Baden 2009;

ders., Reichweite der Strafbarkeit des versuchten Insiderdelikts gemäß § 38 Abs. 3 WpHG, wistra 2009, 334 ff.;

ders., Anmerkungen zum strafbewehrten Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation, WM 2016, 542 ff.;

ders., Zur Einordnung des taggleichen Veräußerns und Erwerbens von Bezugsrechten als Missbrauch von Gestaltungsmöglichkeiten nach § 42 AO und als ggf. strafbare Marktmanipulation, wistra 2017, 449 ff.;

Gercke, Björn/*Jahn*, Matthias/*Paul*, Theresa, Sorgenkind außer Kontrolle: Paradigmenwechsel der Geldwäsche-»Bekämpfung« mit der Neufassung des § 261 StGB, StV 2021, 330 ff.;

Gillert, Mark, Marktmanipulation. Short-Attacken – Wie Anleger und Emittenten ins Visier von Manipulatoren geraten, BaFin Journal Mai 2017, 26 ff.;

Giudicelli-Delage, Geneviève, Das Insider-Delikt im französischen Recht, in: *Schünemann*, Bernd (Hrsg.), Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Köln, Berlin, Bonn u. a. 1994, S. 399 ff.;

Glagau, Otto, Der Börsen- und Gründungs-Schwindel in Deutschland, Leipzig 1877;

Goanta, Catalina/*Siems*, Mathias, What Determines National Convergence of EU Law? Measuring the Implementation of Consumer Sales Law, Legal Studies 2019, 714 ff.;

Gömmel, Rainer, Entstehung und Entwicklung der Effektenbörsen im 19. Jahrhundert bis 1914, in *Pohl*, Hans (Hrsg.), Deutsche Börsengeschichte, 1992, S. 133 ff.;

Graf, Jürgen P./*Jäger*, Markus/*Wittig*, Petra (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl., München 2017;

Graßl, Bernd/*Nikoleyczik*, Tobias, Shareholder Activism und Investor Activism. Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, AG 2017, 49 ff.;

Greco, Luís, Verfassungskonformes oder legitimes Strafrecht? Zu den Grenzen einer verfassungsrechtlichen Orientierung der Strafrechtswissenschaft, in: *Brunhöber*, Beatrice/*Höffler*, Katrin/*Kaspar*, Johannes/*Reinbacher*, Tobias/*Vormbaum*, Moritz (Hrsg.), Strafrecht und Verfassung. 2. Symposium Junger Strafrechtlerinnen und Strafrechtler Berlin 2012, Baden-Baden 2013, S. 13 ff.;

ders., Analogieverbot und europarechtliches Strafgesetz, GA 2016, 138 ff. (Teil 1), 195 ff. (Teil 2);

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ders., Das Bestimmtheitsgebot als Verbot gesetzgeberisch in Kauf genommener teleologischer Reduktionen. Zugleich: Zur Verfassungsmäßigkeit von §§ 217 und 89a Abs. 2 Nr. 1 StGB, ZIS 2018, 475 ff.;

Grundies, Volker, Regionale Unterschiede in der gerichtlichen Sanktionspraxis in der Bundesrepublik Deutschland. Eine empirische Analyse, in: *Hermann*, Dieter/*Pöge*, Andreas (Hrsg.), Kriminalsoziologie. Handbuch für Wissenschaft und Praxis, Baden-Baden 2018, S. 295 ff.;

Grundmann, Stefan, Europäisierung des Kapitalmarktrechts. Insbesondere Wertpapierhandelsrecht (WpHG), in: *Klöhn*, Lars/*Mock*, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin 2019, S. 5 ff.;

Günther, Julius, Die Strafbarkeit der Marktmanipulationen durch Unterlassen (§ 119 Abs. 1 WpHG, Art. 15, 12 MAR), in: *Bergmann*, Marcus (Hrsg.), Europäisiertes Kapitalmarktstrafrecht, Halle (Saale) 2020, S. 103 ff.;

Gunnarsson, Eyvindur G./*Stefánsson*, Stefán Már, Criminal Proceedings in the Wake of the Icelandic Banking Crisis, European Business Organization Law Review 21 (2020), 415 ff.;

Gurney, William B., The Trial of Charles Random de Berenger, Sir Thomas Cochrane, Commonly Called Lord Cochrane, the Hon. Andrew Cochrane Johnstone, Richard Gathorne Butt, Ralph Sandom, Alexander M'Rae, John Peter Holloway and Henry Lyte for a Conspiracy in the Court of King's Bench, Guildhall, on Wednesday the 8th; and Thursday the 9th of June, 1814: With the Subsequent Proceedings in the Court of King's Bench., London 1814;

Hamm, Rainer, Objektive Zurechnung bei nur „statistischen" NN-Kausalitäten, in: *Hefendehl*, Roland/*Hörnle*, Tatjana/*Greco*, Luís (Hrsg.), Streitbare Strafrechtswissenschaft. Festschrift für Bernd Schünemann zum 70. Geburtstag am 1. November 2014, Berlin 2014, S. 377 ff.;

ders., Richten mit und über Strafrecht, NJW 2016, 1537 ff.;

Hamm, Rainer/*Richter*, Thomas, Symbolisches und hypertrophes Strafrecht im Entwurf eines „Trennbankengesetzes", WM 2013, 865 ff.;

Hammen, Horst, Verfassungsrechtliche Fragen des Marktmissbrauchsstrafrechts, WM 2019, 341 ff.;

Hanslin, Marc, Markt- und Kursmanipulation. Art. 143 und Art. 155 FinfraG sowie Art. 122 ff. FinfraV, Zürich 2017;

Haouache, Gerhard G., Börsenaufsicht durch Strafrecht. Eine Untersuchung zur straf- und verfassungsrechtlichen Problematik der strafrechtlichen Sanktionierung des Insiderhandels durch das Wertpapierhandelsgesetz in Deutschland im Hinblick auf die Umsetzung der EG-Richtlinie 89/592 EWG, Frankfurt am Main, Berlin, Bern u. a. 1996;

Harris, Larry, Trading and Exchanges. Market Microstructure for Practitioners, Oxford 2003;

Heger, Martin, Gleichheit und materielles Strafrecht, ZIS 2011, 402 ff.;

High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Final Report, Brüssel 2.10.2012;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Hirschberg, Holger, MiFID - Ein neuer Rechtsrahmen für die Wertpapierhandelsplätze in Deutschland, AG 2006, 398 ff.;

Hirte, Heribert/*Möllers*, Thomas M. J. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl., Köln 2014;

Höft, Kersten, Strafrechtliche Aufarbeitung der Finanzkrise, Baden-Baden 2018;

Hoffmann, Annemarie, Lamfalussy-Verfahren und Strafrecht, Baden-Baden 2021;

Hohnel, Andreas (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, München 2013;

Honstetter, Nina, Die Ausgestaltung des lebensmittel(straf)rechtlichen Gesundheitsschutzes unter dem Einfluss europarechtlicher Vorgaben, Baden-Baden 2019;

Hoppit, Julian, The Myths of the South Sea Bubble, Transactions of the Royal Historical Society 12 (2002), 141 ff.;

Hoyer, Niklas, Börsenmanipulation: Tief im Börsensumpf, Wirtschaftswoche v. 15.4.2011 (online abgerufen am 30.11.2020 auf wiwo.de);

Isaksen, The Process of Incorporating EU Acts into the EEA Agreement, in *Müller*, Andreas/*Schroeder*, Werner (Hrsg.), 25 Jahre Europäischer Wirtschaftsraum, Baden-Baden 2020, S. 53 ff.;

Jahn, Matthias, „There is no such thing as too big to jail" – Zu den verfassungsrechtlichen Einwänden gegen ein Verbandsstrafgesetzbuch unter dem Grundgesetz, in: *Jahn*, Matthias/*Schmitt-Leonardy*, Charlotte/*Schoop*, Christian (Hrsg.), Das Unternehmensstrafrecht und seine Alternativen, Baden-Baden 2016, S. 53 ff.;

Jahn, Matthias/*Brodowski*, Dominik, Krise und Neuaufbau eines strafverfassungsrechtlichen Ultima Ratio-Prinzips, JZ 2016, 969 ff.;

dies., Das Ultima Ratio-Prinzip als strafverfassungsrechtliche Vorgabe zur Frage der Entbehrlichkeit von Straftatbeständen, ZStW 129 (2017), 363 ff.;

dies., Knapp daneben ist auch vorbei. Die zeitliche Geltung von Strafvorschriften und das Meistbegünstigungsprinzip des § 2 Abs. 3 StGB im europäisierten Kapitalmarktstrafrecht, in: *Saliger*, Frank/*Isfen*, Osman/*Gim*, Yeong hwan/*Liu*, Xingyi/*Mylōnopulos*, Christos C./*Tavares*, Juarez E. X./*Yamanaka*, Keiichi/*Zheng*, Yongliu (Hrsg.), Rechtsstaatliches Strafrecht. Festschrift für Ulfrid Neumann zum 70. Geburtstag, Heidelberg 2017, S. 883 ff.;

Jescheck, Hans-Heinrich, Entwicklung, Aufgaben und Methoden der Strafrechtsvergleichung, Tübingen 1955;

Jhering, Rudolf von, Der Zweck im Recht, Leipzig 1877;

Joecks, Wolfgang/*Miebach*, Klaus (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Band 7, Nebenstrafrecht II, 3. Aufl., München 2019;

Johann, Thomas, Essays in Empirical Market Microstructure, Mannheim 2019;

Johannes, Hartmut, Zur Angleichung des Straf- und Strafprozeßrechtes in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, ZStW 83 (1971), 531 ff.;

Jung, Heike/*Schroth*, Hans-Jürgen, Das Strafrecht als Gegenstand der Rechtsangleichung in Europa, GA 1983, 241 ff.;

Kaiafa-Gbandi, Maria, Das Strafrecht in der Unionsgrundordnung: Status quo und Herausforderungen nach dem Vertrag von Lissabon, KritV 94 (2011), 153 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dies., The Importance of Core Principles of Substantive Criminal Law for a European Criminal Policy Respecting Fundamental Rights and the Rule of Law, EuCLR 2011, 7 ff.;

Kasiske, Peter, Aufarbeitung der Finanzkrise durch das Strafrecht? Zur Untreuestrafbarkeit durch Portfolioinvestments in Collateralized Debt Obligations via Zweckgesellschaften, in: *Schünemann*, Bernd (Hrsg.), Die sogenannte Finanzkrise. Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?, Berlin 2010, S. 13 ff.;

ders., Das Kapitalmarktstrafrecht im Treibsand prinzipienorientierter Regulierung. Die neuen Strafvorschriften in § 54a KWG und § 142 VAG, ZIS 2013, 257 ff.;

ders., Marktmissbräuchliche Strategien im Hochfrequenzhandel, WM 2014, 1933 ff.;

ders., Behavioral Law and Economics und Strafrechtsdogmatik, in: *Bock*, Stefanie/*Harrendorf*, Stefan/*Ladiges*, Manuel (Hrsg.), Strafrecht als interdisziplinäre Wissenschaft, Baden-Baden 2015, S. 75 ff.;

Kaspar, Johannes, Sentencing Guidelines versus freies tatrichterliches Ermessen - Brauchen wir ein neues Strafzumessungsrecht? Gutachten C zum 72. Deutschen Juristentag, München 2018;

Kempf, Eberhard, Ultima ratio? – Ultima ratio! Der Beschluss des BVerfG vom 21. September 2016 zur Nichtigkeit einer Blankettstrafnorm, AnwBl 2017, 34 ff.;

Kindhäuser, Urs/*Neumann*, Ulfrid/*Paeffgen*, Hans-Ullrich (Hrsg.), Strafgesetzbuch, 5. Aufl., Baden-Baden 2017;

Kischel, Uwe, Rechtsvergleichung, München 2015;

Klöhn, Lars, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance. Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2006;

ders. (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung. Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, München, Köln 2018;

Klöhn, Lars/*Büttner*, Siegfried, Generalamnestie im Kapitalmarktrecht?, ZIP 2016, 1801 ff.;

Knauth, Alfons, Kapitalanlagebetrug und Börsendelikte im zweiten Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, NJW 1987, 28 ff.;

Knuts, Mårten, Kursmanipulation på värdepappersmarknaden, Helsinki 2010;

Koch, Arnd, Strafrechtsgeschichte und Strafrechtsvergleichung, in: *Freund*, Georg (Hrsg.), Grundlagen und Dogmatik des gesamten Strafrechtssystems. Festschrift für Wolfgang Frisch zum 70. Geburtstag, Berlin 2013, S. 1483 ff.;

Koch, Philipp, Naming and shaming im Kapitalmarktrecht. Die Veröffentlichung von Verstößen als repressive Sanktion, Baden-Baden 2019;

Kocher, Dirk, Strategien im Umgang mit aktivistischen Aktionären und Investoren in Deutschland, DB 2016, 2887 ff.;

Köpferl, Georg/*Wegner*, Kilian, Marktmissbrauch durch einen Sprengstoffanschlag? Überlegungen zur Marktmanipulation und zum Insiderhandel am Beispiel des Anschlags auf den Mannschaftsbus von Borussia Dortmund, WM 2017, 1924 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Korte, Matthias, Das Verhältnis von Strafrechtsdogmatik zu Kriminalpolitik und Praxis der Strafrechtspflege – Ein Beitrag aus der Sicht eines Ministerialbeamten, in: *Tiedemann*, Klaus/*Sieber*, Ulrich/*Satzger*, Helmut/*Burchard*, Christoph/*Brodowski*, Dominik (Hrsg.), Die Verfassung moderner Strafrechtspflege. Erinnerung an Joachim Vogel, Baden-Baden 2016, S. 495 ff.;

Kubiciel, Michael, Shame Sanctions – Ehrenstrafen im Lichte der Straftheorie, ZStW 118 (2006), 44 ff.;

ders., Grund und Grenzen strafrechtlicher Anweisungskompetenz der Europäischen Gemeinschaft, NStZ 2007, 136 ff.;

ders., Strafrechtswissenschaft und europäische Kriminalpolitik, ZIS 2010, 742 ff.;

ders., Funktionen und Dimensionen der Strafrechtsvergleichung. Rezension zu Beck, Susanne/Burchard, Christoph/Fateh-Moghadam, Bijan (Hrsg.): Strafrechtsvergleichung als Problem und Lösung, 2011, RW 2012, 212 ff.;

ders., Einheitliches europäisches Strafrecht und vergleichende Darstellung seiner Grundlagen, JZ 2015, 64 ff.;

ders., Bestechlichkeit und Bestechung im Gesundheitswesen – Grund und Grenze der §§ 299a, 299b StGB-E, MedR 2016, 1 ff.;

ders., Entgrenzungen des Strafrechts, ZStW 131 (2019), 1115 ff.;

ders., Zwischen Weltkrieg und Wirtschaftskrise: Das Wirtschaftsstrafrecht als Krisenphänomen?, JZ 2019, 1116 ff.;

Kudlich, Hans, Zur Frage des erforderlichen Einwirkungserfolgs bei handelsgestützten Marktpreismanipulationen, wistra 2011, 361 ff.;

ders., MADness Takes Its Toll – Ein Zeitsprung im Europäischen Strafrecht?, AG 2016, 459 ff.;

Küper, Wilfried/*Zopfs*, Jan, Strafrecht Besonderer Teil. Definitionen mit Erläuterungen, 9. Aufl., Heidelberg 2015;

Kumpan, Christoph/*Müller-Lankow*, Hendrik, Ein-Market-Maker-Systeme in der neuen Kapitalmarktregulierung – Abgrenzung zwischen multilateralen und bilateralen Systemen, WM 2017, 1777 ff.;

Kuschel, Karl-Josef/*Assmann*, Heinz-Dieter, Börsen, Banken, Spekulanten. Spiegelungen in der Literatur – Konsequenzen für Ethos, Wirtschaft und Recht, Gütersloh 2011;

Lagodny, Otto, Fallstricke der Strafrechtsvergleichung am Beispiel der deutschen Rechtsgutslehre, ZIS 2016, 672 ff.;

Langenbucher, Katja/*Hau*, Daniel/*Wentz*, Jasper, „Aktivistische Leerverkäufer" – eine Überlegung zur Markteffizienz und deren Grenzen im Kapitalmarktrecht, ZBB 2019, 307 ff.;

Langer, Winrich, Das Sonderverbrechen. Eine dogmatische Untersuchung zum Allgemeinen Teil des Strafrechts, 1. Aufl., Berlin 1972;

Langheld, Georg Christian, Vielsprachige Normenverbindlichkeit im Europäischen Strafrecht, Baden-Baden 2016;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Laudenbach, Christine/*Malmendier*, Ulrike/*Niessen-Ruenzi*, Alexandra, The long-lasting effects of living under communism on attitudes towards financial markets, National Bureau of Economic Research, Working Paper 26818, März 2020;

Laufhütte, Heinrich W./*Tiedemann*, Klaus/*Rissing-van Saan*, Ruth (Hrsg.), Leipziger Kommentar Strafgesetzbuch, Band 10, §§ 284 - 305a, 12. Aufl., München 2008;

Leblois-Happe, Jocelyne/*Frinchaboy*, Jenny, Länderbericht Frankreich, in: *Satzger*, Helmut (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, Baden-Baden 2020, S. 217 ff.;

Legrand, Pierre, Negative Comparative Law, JCL 2015, 405 ff.;

Leidenmühler, Franz, Die freiwillige „Übererfüllung" unionsrechtlicher Vorgaben durch die Mitgliedstaaten. Ein Beitrag zur rechtsdogmatischen und rechtspolitischen Diskussion um das sog. „Gold Plating", EuR 2019, 383 ff.;

Leitner, Werner/*Rosenau*, Henning (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, Baden-Baden 2017;

Lenk, Maximilian, Zu den Ermittlungen gegen Verantwortliche der Financial Intelligence Unit (FIU) wegen des Verdachts der Strafvereitelung im Amt, ZWH 2021, 353 ff.;

Lenzen, Ursula, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, Frankfurt am Main 2000;

Lepsius, Oliver, Kontextualisierung als Aufgabe der Rechtswissenschaft, JZ 2019, 793 ff.;

Levenson, Thomas, Money for Nothing. The Scientists, Fraudsters, and Corrupt Politicians Who Reinvented Money, Panicked a Nation, and Made the World Rich, New York 2020;

LG Braunschweig, Pressemitteilung v. 24.9.2020, Strafverfahren wegen des Verdachts der Marktmanipulation Anklage gegen Dr. Martin Winterkorn zugelassen, Braunschweig 24.9.2020 (online abgerufen am 19.11.2020 auf landgericht-braunschweig.niedersachsen.de);

dass., Pressemitteilung v. 15.1.2021, Verdacht der Marktmanipulation – Strafverfahren gegen Prof. Dr. Martin Winterkorn vorläufig eingestellt, Braunschweig 15.1.2021 (online abgerufen am 4.3.2021 auf landgericht-braunschweig.de);

Linder, Benedikt, Auswertung der ergänzenden Untersuchungen, in: *Satzger*, Helmut (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, Baden-Baden 2020, S. 615 ff.;

Linder, Benedikt/*Neumann*, Laura/*Pohlmann*, Sarah, Rechtsvergleichende Zusammenfassung, in: *Satzger*, Helmut (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, Baden-Baden 2020, S. 491 ff.;

Lorenz, Manuel/*Zierden*, Johannes, Kleine Ursache, große Wirkung – 1. FiMaNoG eliminiert Strafbarkeit nach WpHG, HRRS 2016, 443 ff.;

Luchtman, Michiel/*Vervaele*, John, Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an Integrated Model of Criminal and Administrative Law Enforcement in the European Union?, NJECL 2014, 192 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Luz, Günther/*Neus*, Werner/*Schaber*, Mathias/*Schneider*, Peter/*Wagner*, Claus-Peter/*Weber*, Max (Hrsg.), ZAG. Kommentar zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, Stuttgart 2019;

Malmendier, Ulrike, Societas Publicanorum. Staatliche Wirtschaftsaktivitäten in den Händen privater Unternehmer, Köln u. a. 2002;

dies., Roman Shares, in *Goetzmann*, William N./*Rouwenhorst*, Geert (Hrsg.), The Origins of Value. The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets, 2005, S. 31 ff.;

Mannweiler, Antonia/*Hock*, Martin, Der dunkle Markt, FAZ v. 4.6.2021, S. 23;

Maunz, Theodor/*Dürig*, Günter (Begr.), Grundgesetz. Kommentar, 93. Aufl., München 2020;

Mayer-Maly, Theo, Die Wiederkehr von Rechtsfiguren, JZ 1971, 1 ff.;

McCrum, Dan, The House of Wirecard, FT v. 27.4.2015 (online abgerufen am 22.7.2021 auf ft.com);

Mellinghoff, Rudolf, Gleichheit und Strafrecht, in: *Mellinghoff*, Rudolf/*Palm*, Ulrich (Hrsg.), Gleichheit im Verfassungsstaat. Symposion aus Anlass des 65. Geburtstages von Paul Kirchhof, Heidelberg 2008, S. 147 ff.;

Merkt, Hanno, Cum/Ex-Geschäfte als Marktmissbrauch, FAZ v. 22.5.2021, S. 28;

ders., Cum/Ex- und Cum/Cum-Geschäfte als Marktmissbrauch, ZBB 2021, 162 ff.;

Meurer, Christian, Abgesprochene Geschäfte und Wash-Sales: Wichtige Hinweise für Anleger, BaFin Journal April 2015, 14 f.;

Meyer, Andreas/*Veil*, Rüdiger/*Rönnau*, Thomas (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, München 2018;

Meyer, Rudolph, Politische Gründer und die Corruption in Deutschland, Leipzig 1877;

Michel, Marc-Oliver, Market Making, BaFin Journal Januar 2019, 25 ff.;

Moeller, Justinus, Gründerprocesse. Eine criminalpolitische Studie, Berlin, Heidelberg 1876;

Möhrenschlager, Manfred, Der Regierungsentwurf eines Zweiten Gesetzes zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität. 2. Teil: Sonstige Straftatbestände, wistra 1983, 17 ff.;

Möllers, Thomas M. J., Marktmanipulationen durch Leerverkaufsattacken und irreführende Finanzanalysen, NZG 2018, 649 ff.;

Möllers, Thomas M. J./*Cyglakow*, Kristina, Audiatur et altera pars – man höre die andere Seite – als Rechtspflicht von Finanzanalysten, JZ 2018, 1131 ff.;

Mohr, Daniel, Warum Halunken an der Börse so selten auffallen, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung v. 7.3.2021, S. 28;

Momsen, Carsten/*Grützner*, Thomas (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht. Handbuch für die Unternehmens- und Anwaltspraxis, München 2013;

dies., (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht. Handbuch für die Unternehmens- und Anwaltspraxis, 2. Aufl., München 2020;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Momsen, Carsten/*Laudien*, Sebastian, Der Tatbestand der Marktmanipulation zwischen Porsche-Verfahren und 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG). Zugleich zur Frage der Rückwirkungen des Strafverfahrens auf die noch anhängigen zivilrechtlichen Streitigkeiten, ZIS 2016, 646 ff.;

Mülbert, Peter O., Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja, welche?, ZHR 2018, 105 ff.;

Mülbert, Peter O./*Sajnovits*, Alexander, Short-Seller-Attacken 2.0: der Fall Wirecard, BKR 2019, 313 ff.;

dies., Eingriffsbefugnisse nach der Leerverkaufs-VO bei Bedrohungen der Finanzstabilität und des Marktvertrauens, ZBB 2021, 149 ff.;

dies., Cum/Ex- und Cum/Cum-Geschäfte – eine verbotene Marktmanipulation?, NJW 2022, 353 ff.;

Müller, Stefan, Aktiengesellschaften des 19. Jahrhunderts. Familienunternehmen zwischen Kapitalbedarf und Einflusswahrung, Berlin 2018;

Müller-Lankow, Hendrik, Market-Making. Eine aufsichtsrechtliche Analyse des Market-Makings im Rahmen multilateraler und bilateraler Systeme, Baden-Baden 2018;

Nestler, Nina, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, Berlin 2017;

Neyret, Alexandre, Stock Market Cybercrime. Definition, Cases and Perspectives, Paris 2020;

Nipperdey, Thomas, Deutsche Geschichte 1866-1918. Zweiter Band: Machtstaat vor der Demokratie, 3. Aufl., München 2006;

Norouzi, Ali B., Widerspruch zwecklos – die Derogation von § 249 Abs. 2 Satz 2 StPO in der neuen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs, HRRS 2021, 255 ff.;

Nuzinger, Thomas/*Rübenstahl*, Markus/*Bittmann*, Folker, Stellungnahme zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz zur Strafbarkeit von Sportwettbetrug und der Manipulation berufssportlicher Wettbewerbe, WiJ 2016, 34 ff.;

O'Donnell, John, Germany's long, lonely campaign: Battling Wirecard's short sellers, Reuters v. 16.7.2020 (online abgerufen am 26.3.2021 auf reuters.com);

ohne Verfasser, Rezension: Die Gründerprocesse, Der Gerichtssaal 1878, 77;

ohne Verfasser, E.A. Calahan, Inventor, Dies; Originator of Gold and Stock Ticker and Multiplex Telegraph System, New York Times v. 13.9.1912, S. 9;

ohne Verfasser, Verdacht auf Marktmanipulation. Wirecard-Affäre - Finanzaufsicht Bafin zeigt FT-Journalisten an, manager magazin v. 17.4.2019 (online abgerufen am 25.3.2021 auf manager-magazin.de);

ohne Verfasser, Gericht verurteilt Börsenspekulant zu dreieinhalb Jahren Haft, Spiegel-online v. 17.6.2020 (online abgerufen am 30.3.2021 auf spiegel.de);

ohne Verfasser, Wirecard-Skandal. Staatsanwaltschaft ermittelt gegen BaFin-Mitarbeiter, Spiegel-online v. 13.4.2021 (online abgerufen am 25.7.2021 auf spiegel.de);

Park, Tido, Kapitalmarktstrafrechtliche Neuerungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, BB 2003, 1513 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ders., (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht. Straftaten, Ordnungswidrigkeiten, Finanzaufsicht, Compliance Handkommentar, 3. Aufl., Baden-Baden 2013;

ders., (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht. Straftaten, Ordnungswidrigkeiten, Finanzaufsicht, Compliance, 5. Aufl., Baden-Baden 2019;

Park, Tido/*Wagner*, Sebastian, Strafbare Marktmanipulation durch unterlassene Ad-hoc-Meldung trotz Vorliegens der Selbstbefreiungsvoraussetzungen gem. § 15 Abs. 3 WpHG a.F. bzw. Art. 17 Abs. 4 S. 1 MAR?, wistra 2019, 306 ff.;

Pauka, Benedikt/*Link*, Holger/*Armenat*, Christin, Eine vergebene Chance. Die strafrechtlichen Neuregelungen durch das 2. FiMaNoG, WM 2017, 2092 ff.;

Pauly, Jürgen, Rügemöglichkeiten von Verfassungsverstößen in der Revision, StraFo 2016, 491 ff.;

Perrone, Andrea, EU Market Abuse Regulation: The Puzzle of Enforcement, European Business Organization Law Review 2020, 379 ff.;

Petram, Lodewijk, The World's First Stock Exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700, Amsterdam 2011;

Pflaum, Sonja/*Wohlers*, Wolfgang, Kurs- und Marktmanipulation. Straf- und aufsichtsrechtliche Relevanz der Manipulation von Börsenkursen, GesKR 2013, 523 ff.;

Pihlajamäki, Heikki, Merging Comparative Law and Legal History: Towards an Integrated Discipline, The American Journal of Comparative Law 2018, 733 ff.;

Poller, Michelle, Der Verbrechenstatbestand der Marktmanipulation in § 119 V WpHG nF – erhöhtes Strafbarkeitsrisiko für Kapitalmarktteilnehmer durch die gerechtfertigte Aufwertung bestimmter Begehungsformen zum Verbrechen, NZWiSt 2017, 430 ff.;

dies., Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation nach dem aktuellen europäischen Marktmissbrauchsrecht – Europarechtskonformität des 1. FimanoG?, Halle (Saale) 2017;

dies., Aufklärung, Aufsicht und Ahndung. Die BaFin als multifunktionale Kapitalmarktaufsichtsbehörde, Baden-Baden 2021;

Poltz, Jörn, Strafverfahren gegen Wirecard-Kritiker wird eingestellt, Reuters v. 11.5.2020 (online abgerufen am 26.3.2021 auf onvista.de);

Rat der Europäischen Union, Entwurf von Schlussfolgerungen des Rates über die Verhinderung von Wirtschaftskrisen und die Unterstützung der Wirtschaftstätigkeit, Dok. Nr. 7881/10, Brüssel 29.3.2010;

Reinartz, Ann-Kristin, Bußgeldrechtliche Sanktionierung juristischer Personen im neuen Marktmissbrauchsrecht. Eine Darstellung am Beispiel von Insiderhandel und Marktmanipulation, Baden-Baden 2021;

Reiner, Günter, Derivative Finanzinstrumente im Recht, Baden-Baden 2002;

Richter, Thomas, The New German Ringfencing Act Establishing Criminal Liability of Banking an Insurance Executives for Failures in Risk Management: A Step Towards Corporate Criminal Liability?, in: *Brodowski*, Dominik/*La Espinoza de los Monteros de Parra*, Manuel/*Tiedemann*, Klaus/*Vogel*, Joachim (Hrsg.), Regulating Corporate Criminal Liability, Cham 2014, S. 321 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ders., Marktmanipulation als Verbrechen – weniger wäre mehr, Börsen-Zeitung v. 21.12.2019, S. 9;

ders., Rezension Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht. Kommentar, ZWH 2020, 121 f.;

ders., Sanktionslücken bei Insiderhandel und Marktmanipulation im Freiverkehr infolge des 1. FiMaNoG, NZG 2020, 210 ff.;

Riehm, Ulrich/*Petermann*, Thomas/*Orwat*, Carsten/*Coenen*, Christopher/*Revermann*, Christoph/*Scherz*, Constanze/*Wingert*, Bernd, E-Commerce in Deutschland. Eine kritische Bestandsaufnahme zum elektronischen Handel, Berlin 2003;

Rönnau, Thomas, Globale Finanzkrise – Quellen möglicher Strafbarkeitsrisiken (jenseits der Untreue), in: *Schünemann*, Bernd (Hrsg.), Die sogenannte Finanzkrise. Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?, Berlin 2010, S. 43 ff.;

Rossi, Matthias, Blankettstrafnormen als besondere Herausforderung an die Gesetzgebung – Amnestie als Folge des zu frühen Inkrafttretens des 1. FiMaNoG, ZIP 2016, 2437 ff.;

Rothenfußer, Christoph, Generalamnestie im Kapitalmarktrecht?, Börsen-Zeitung v. 7.7.2016, S. 13;

Rothenfußer, Christoph/*Jäger*, Christian, Generalamnestie im Kapitalmarktrecht durch das Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz, NJW 2016, 2689 ff.;

Roxin, Claus/*Greco*, Luís, Strafrecht Allgemeiner Teil. Grundlagen. Der Aufbau der Verbrechenslehre, 5. Aufl., München 2020;

Rübenstahl, Markus, §§ 265c und 265d StGB – (Para-) Korruptionsstrafrecht zur Bekämpfung des Sportwettbetrugs und der Manipulation von Berufssportwettbewerben? JR 2017, 264 ff (Teil 1), 333 ff. (Teil 2);

Rückert, Christian, Marktmanipulation durch Unterlassen und Bestimmtheitsprinzip, NStZ 2020, 391 ff.;

Ryder, Nicholas, The Financial Crisis and White Collar Crime. The Perfect Storm?, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA 2014;

Sajnovits, Alexander, GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker, ZGR 2021, 804 ff.;

ders./Wagner, Sebastian, Marktmanipulation durch Unterlassen? Untersuchung der Rechtslage unter MAR und FiMaNoG sowie deren Konsequenz für Alt-Taten, WM 2017, 1185 ff.;

Saliger, Frank, Rechtsphilosophische Probleme der Rechtsbeugung, in: *Alexy*, Robert (Hrsg.), Juristische Grundlagenforschung. Tagung der Deutschen Sektion der Internationalen Vereinigung für Rechts- und Sozialphilosophie vom 23.–25. September 2004 in Kiel, ARSP-Beiheft 104, Stuttgart 2005, S. 138 ff.;

ders., Das Unrecht der Korruption, in: *Albrecht*, Peter-Alexis/*Kirsch*, Stefan/*Neumann*, Ulfrid/*Sinner*, Stefan (Hrsg.), Festschrift für Walter Kargl zum 70. Geburtstag, Berlin 2015, S. 493 ff.;

Satzger, Helmut (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, Baden-Baden 2020;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Scherbaum, Christoph A., „Kursziel 1000 Euro!“ 20 Jahre Neuer Markt, FAZ v. 10.3.2017 (online abgerufen am 29.10.2020 auf faz.net);

Scheu, Udo, Das Börsenstrafrecht und seine Reform, Gießen 1974;

Schmolke, Klaus U., Das Verbot der Marktmanipulation nach dem neuen Marktmissbrauchsregime. Ziele Kennzeichen und Problemlagen der Neuregelung in Art. 12 f., 15 MAR, AG 2016, 434 ff.;

ders., „Leerverkaufsattacken“ und Marktmissbrauch, ZGR 2020, 291 ff.;

Schneider, Hans J., Kriminologie. Standpunkte und Probleme, 2. Aufl., Berlin 1977;

Schockenhoff, Martin/*Culmann*, Johannes, Rechtsschutz gegen Leerverkäufer? Überlegungen zur Schadenersatzhaftung von Leerverkäufern gegenüber Zielunternehmen und ihren Aktionären bei gezielter Herbeiführung eines Kurssturzes, AG 2016, 517 ff.;

Schönwälder, Yannick, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation. Analyse unter besonderer Würdigung der Börsen- oder Marktpreiseinwirkung, Berlin 2011;

Schork, Alexander/*Groß*, Bernd (Hrsg.), Bankstrafrecht, München 2013;

Schork, Alexander/*Reichling*, Tilman, Neues Strafrecht aus Brüssel? Europäische Kommission forciert Verschärfung des Kapitalmarktstrafrechts und Einführung eines Unternehmensstrafrechts, StraFo 2012, 125 ff.;

Schröder, Christian, Aktienhandel und Strafrecht. Börseneinführung und Handel von Aktien und Optionsrechten auf Aktien aus strafrechtlicher Sicht, Köln, Berlin 1994;

ders., Erweiterung des Vortatenkatalogs der Geldwäsche um Marktmanipulation und Insiderhandel. Risiken für die Kreditwirtschaft und die Kapitalmärkte, WM 2011, 769 ff.;

ders., Perspektiven der Europäisierung des Strafrechts nach Lissabon: Neues Denken oder alte Fehler?, in: *Hellmann*, Uwe/*Schröder*, Christian (Hrsg.), Festschrift für Hans Achenbach, Heidelberg, Hamburg 2011, S. 491 ff.;

ders., Keine Strafbarkeitsrisiken für verantwortungsvoll handelnde Geschäftsleiter nach § 54a KWG, WM 2014, 100 ff.;

ders., Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl., Köln 2015;

ders., (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl., Köln 2020;

Schubel, Christian, Verbandssouveränität und Binnenorganisation der Handelsgesellschaften, Tübingen 2003;

Schubert, Werner, Die Entstehung des Aktiengesetzes vom 18. Juli 1884, in: *Schubert*, Werner/*Hommelhoff*, Peter (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht. Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, 2. Aufl., Berlin, Boston 1985, S. 1 ff.;

ders., Vom Konzessions- zum Normativsystem. Materialien zur Aktienrechtsnovelle 1870, Berlin, Boston 2017;

Schubert, Werner/*Hommelhoff*, Peter (Hrsg.), Hundert Jahre modernes Aktienrecht. Eine Sammlung von Texten und Quellen zur Aktienrechtsreform 1884 mit zwei Einführungen, 2. Aufl., Berlin, Boston 1985;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Schubert, Werner/*Regge*, Jürgen/*Rieß*, Peter/*Schmid*, Werner (Hrsg.), Quellen zur Reform des Straf- und Strafprozeßrechts. Abt. II NS-Zeit (1933-1939) – Strafgesetzbuch, Band 1 Entwürfe eines Strafgesetzbuchs, 2. Teil, Berlin 1990 (Schubert u. Werner Hrsg.);

Schulte-Nölke, Hans/*Twigg-Flesner*, Christian/*Ebers*, Martin, EC Consumer Law Compendium. The Consumer Acquis and its transposition in the Member States, München 2008;

Schulz, Wolfgang, Das deutsche Börsengesetz. Die Entstehungsgeschichte und wirtschaftlichen Auswirkungen des Börsengesetzes von 1896, Frankfurt, Berlin u. a. 1994;

Schünemann, Bernd, Die parlamentarische Gesetzgebung als Lakai von Brüssel? Zum Entwurf des Europäischen Haftbefehlsgesetzes, StV 2003, 531 ff.;

ders., Spät kommt ihr, doch ihr kommt: Glosse eines Strafrechtlers zur Lissabon-Entscheidung des BVerfG, ZIS 2009, 393 ff.;

ders., Die sog. Finanzkrise – Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?, in: *ders.* (Hrsg.), Die sogenannte Finanzkrise. Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?, Berlin 2010, S. 71 ff.;

ders., Die großen wirtschaftsstrafrechtlichen Fragen der Zeit – Eine Vorschau auf die Zürcher Strafrechtslehrertagung, GA 2013, 193 ff.;

Schwark, Eberhard, Börsengesetz. Kommentar zum Börsengesetz und zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen, 2. Aufl., München 1994;

Schwark, Eberhard/*Zimmer*, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar. Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 5. Aufl., München 2020;

Schweppe, Michael, Hybride Regulierung des Freiverkehrs. Aspekte einer europarechtswidrigen börsen- und wertpapierhandelsrechtlichen Regulierung des Freiverkehrs in Bezug auf das Ziel der Schaffung eines integrierten Finanzbinnenmarktes, Frankfurt am Main 2013;

Seminara, Sergio, Kritische Anmerkungen zum Straftatbestand des Insider-Handels in Italien, in: *Schünemann*, Bernd (Hrsg.), Bausteine des europäischen Wirtschaftsstrafrechts, Köln, Berlin, Bonn u. a. 1994, S. 429 ff.;

ders., Kapitalmarktinformationen und Strafrecht in rechtsvergleichender Sicht, in: *Sieber*, Ulrich (Hrsg.), Strafrecht und Wirtschaftsstrafrecht. Dogmatik, Rechtsvergleich, Rechtstatsachen Festschrift für Klaus Tiedemann zum 70. Geburtstag, Köln 2008, S. 1085 ff.;

Sethe, Rolf, Fortschritte in der Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts? Anmerkungen zum Vorschlag für eine EU-Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, in: *Cavallo*, Angela/*Hiestand*, Eliane/*Blocher*, Felix/*Arnold*, Irene/*Käser*, Beatrice/*Capar*, Milena/*Ivic*, Ingo (Hrsg.), Liber amicorum für Andreas Donatsch. Im Einsatz für Wissenschaft, Lehre und Praxis, Zürich, Basel, Genf 2012, S. 613 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Siciliano, Gianfranco/*Ventoruzzo*, Marco, Banning Cassandra from the Market? An Empirical Analysis of Short-Selling Bans during the Covid-19 Crisis, ECFR 2020, 386 ff.;

Sieber, Ulrich, Europäische Einigung und Europäisches Strafrecht, ZStW 103 (1991), 957 ff.;

Sieder, Sebastian, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, Wien 2019;

Sorgenfrei, Ulrich, Zum Verbot der Kurs- oder Marktpreismanipulation nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, wistra 2002, 321 ff.;

Sorkin, Andrew R., Too big to fail. Inside the battle to save Wall Street, New York 2010;

Staatsanwaltschaft München I, Pressemitteilung v. 29.9.2014, Anklageerhebung in Sachen HRE, München 29.9.2014 (online abgerufen am 31.3.2021 auf justiz.bayern.de);

Stächelin, Gregor, Strafgesetzgebung im Verfassungsstaat. Normative und empirische materielle und prozedurale Aspekte der Legitimation unter Berücksichtigung neuerer Strafgesetzgebungspraxis, Berlin 1998;

Stage, Diana, Strafbare Marktmanipulation während der Aktienemission im engeren Sinne, Baden-Baden 2016;

Statistisches Bundesamt, Fachserie 10 Reihe 2.3, 2019. Rechtspflege. Strafgerichte., Dok. Nr. 2100230197004, Wiesbaden 2020, zitiert als: Jahresstatistik 2019 für den Bereich Rechtspflege (Strafgerichte);

Steinberg, Georg, Lässt sich „Leichtfertigkeit" als Straftatbestandsmerkmal sinnvoll handhaben?, ZStW 131 (2019), 888 ff.;

Stolz, Dominik, Die demokratische Legitimation der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde und ihrer Rechtsakte, Baden-Baden 2021;

Strafrechtsausschuss der Bundesrechtsanwaltskammer, Stellungnahme Nr. 40/2015. Zum Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Bekämpfung der Korruption im Gesundheitswesen vom 21.10.2015 (BT-Drucks. 18/6446), Berlin, Brüssel November 2015;

Szesny, André-M., Marktmanipulation als Verbrechen. Zum neuen Verbrechenstatbestand des § 38 Abs. 5 WpHG n. F., WiJ 2016, 215 ff.;

The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, Brüssel 25.2.2009, zitiert als: De Larosière-Bericht;

Tiedemann, Klaus, Welche strafrechtlichen Mittel empfehlen sich für eine wirksamere Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität? Gutachten C zum 49. Deutschen Juristentag, München 1972;

Tooze, Adam, Crashed. How a Decade of Financial Crises Changed the World, 2018;

Tripmaker, Stefan, Der subjektive Tatbestand des Kursbetrugs. zugleich ein Vergleich mit der Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, wistra 2002, 288 ff.;

Trüg, Gerson, Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?, NJW 2009, 3202 ff.;

ders., Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts, Tübingen 2014;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ders., Einziehung bei Marktmanipulation und Zugriff auf E-Mails beim Provider, JZ 2021, 560 ff.;

Trüstedt, Anna, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen, Frankfurt am Main 2004;

Uphoff, Tinka, Die drei Generationen des europäischen Marktmissbrauchsrechts, Baden-Baden 2013;

Válková, Helena/*Kuchta*, Josef/*Bohata*, Petr, Strafgesetzbuch der Tschechischen Republik. Gesetz Nr. 40/2009 Sb. vom 8. Januar 2009 nach dem Stand vom 1. Oktober 2017 = Trestní zákoník České republiky, Freiburg im Breisgau, Berlin 2017;

van Dillen, J. G./*Poitras*, Geoffrey/*Majithia*, Asha, Isaac Le Maire and the early trading in Dutch East India Company shares, in: *Poitras*, Geoffrey (Hrsg.), Contributions Prior to Irving Fisher, Cheltenham 2006, S. 45 ff.;

Vaupel, Christoph F./*Oppenauer*, Li A., Zur Strafbarkeit eines unterlassenen, verspäteten oder verfrühten Aufschubs von der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht, AG 2019, 502 ff.;

Veil, Rüdiger (Hrsg.), European Capital Markets Law, Oxford, Portland 2017;

ders., Rechtsquellen des Wertpapierhandelsrechts – vom nationalen Flickenteppich zur europäischen Kodifikation, in: *Klöhn*, Lars/*Mock*, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin2019, S. 87 ff.;

Ventoruzzo, Marco/*Mock*, Sebastian (Hrsg.), Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide, Oxford 2017;

Vogel, Joachim, Scalping als Kurs- und Marktpreismanipulation. Besprechung von BGH, Urteil vom 6. 11. 2003 – 1 StR 24/03, NStZ 2004, 252 ff.;

ders., Wertpapierhandelsstrafrecht – Vorschein eines neuen Strafrechtsmodells?, in: *Pawlik*, Michael (Hrsg.), Festschrift für Günther Jakobs. Zum 70. Geburtstag am 26. Juli 2007, Köln 2007, S. 731 ff.;

ders., Die Strafgesetzgebungskompetenzen der Europäischen Union nach Art. 83, 86 und 325 AEUV, in: *Ambos*, Kai (Hrsg.), Europäisches Strafrecht post-Lissabon, Göttingen 2011, S. 41 ff.;

Vogler, Theo, Zur Tätigkeit des Europarats auf dem Gebiet des Strafrechts, ZStW 79 (1967), 113 ff.;

Vollmerhausen, Marcel, Beteiligungsbedingte Interessenkonflikte bei Finanzanalysen am Beispiel von Leerverkaufsattacken – Ein Beitrag zum Scalping, wistra 2020, 486 ff.;

Volk, Klaus/*Beukelmann*, Stephan, Münchener Anwaltshandbuch Verteidigung in Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 3. Aufl., München 2020;

Votsmeier, Volker/*Murphy*, Martin, Dieselaffäre bei Porsche SE: VW-Chef Matthias Müller steht im Fokus der Ermittler, Handelsblatt v. 17.5.2017 (online abgerufen am 12.11.2020 auf handelsblatt.com);

Wabnitz, Heinz-Bernd/*Janovsky*, Thomas (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, München 2000;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Wabnitz, Heinz-Bernd/*Janovsky*, Thomas/*Schmitt*, Lothar (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 5. Aufl., München 2020;

Wahrenburg, Mark, Gutachterliche Stellungnahme zu Fragen des Börsenhandels, 12.8.2018 (nicht veröffentlicht);

Waßmer, Martin P., Strafbare Marktmanipulation durch Matched Orders im Freiverkehr. Zugleich Anmerkung zu BGH HRRS 2014 Nr. 183, HRRS 2014, 336 ff.;

Watson, Alan, Legal Transplants and European Private Law, Electronic Journal of Comparative Law Dezember 2000, Vol. 4.4;

Weber, Martin, Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt, NZG 2000, 113 ff.;

ders., Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, NJW 2003, 18 ff.;

ders., Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation, NZG 2004, 23 ff.;

Wilken, Oliver/*Bertus*, Jana, Professionelle Leerverkaufsattacken – rechtliche Grundlagen und Grenzen, BB 2019, 2754 ff.;

WisteV, Stellungnahme zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz eines „Gesetzes zur Verbesserung der strafrechtlichen Bekämpfung der Geldwäsche“, Köln 7.9.2020, zitiert als: Stellungnahme v. 7.9.2020;

Wodsak, Johannes, Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen, Baden-Baden 2006;

Wohlers, Wolfgang, Insiderhandel und Kursmanipulation – Prüfstein der Frage, wie weit sich Strafrechtsnormen an den Realitäten des Marktes zu orientieren haben, ZStW 125 (2013), 443 ff.;

Wolff, Jürgen, Eine Intermarket-Analyse der Komponenten der Geld-Brief-Spanne. Am Beispiel des deutschen Aktienmarktes, Wiesbaden 2003;

Wolter, Jürgen (Hrsg.), Systematischer Kommentar zum Strafgesetzbuch, Band 5, §§ 242-302, 9. Aufl., Köln 2018;

Woodtli, Reto M., Marktpreismanipulation durch abgesprochene Geschäfte: Einwirkung auf den Börsenpreis und Verfall – Besprechung von OLG Stuttgart, Urteil vom 4.10.2011 – zugleich Erwiderung zu Kudlich, wistra 2011, 361, NZWiSt 2012, 51 ff.;

Zentes, Uta/*Glaab*, Sebastian, GwG – Geldwäschegesetz, GeldtransferVO, relevante Vorgaben aus AO, KWG, StGB, VAG, ZAG einschließlich Leitfaden Finanzsanktionen/Embargos, 3. Aufl., Frankfurt 2022;

Zieschang, Frank, Chancen und Risiken der Europäisierung des Strafrechts, ZStW 113 (2001), 255 ff.;

Zimmermann, Frank, Strafrechtliche Sanktionen und das Recht der Europäischen Union: eine Bestandsaufnahme, in: *Satzger*, Helmut (Hrsg.), Harmonisierung strafrechtlicher Sanktionen in der Europäischen Union, Baden-Baden 2020, S. 577 ff.;

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ziouvas, Dimitris, Das neue Kapitalmarktstrafrecht. Europäisierung und Legitimation, Köln 2005;

Zweigert, Konrad/*Kötz*, Hein, Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts, 3. Aufl., Tübingen 1996.

https://doi.org/10.5771/9783748933342, am 12.10.2024, 10:07:16
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb