

## 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,<sup>397</sup> Handbüchern<sup>398</sup> und Monografien<sup>399</sup> in Angriff genommen wurde, auf die an dieser Stelle verwiesen werden kann.

### *1. 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 Müllbert in Assmann/Schneider/Müllbert (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.

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 Ordnungsrechts 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.<sup>400</sup> 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.<sup>401</sup> 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.

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 sinn- gemäß gewählte Formulierung eines „Verstoßes gegen die Marktmiss- brauchsverordnung“ keine eigenständige strafbarkeitsbegrenzende Funkti- on. Sie ist „nicht als ein zusätzliches und eigenständiges Tatbestandsmerk- mal 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“.<sup>402</sup>

### 1. Sachlich beschränkter Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung

Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 12 und 15 der Marktmiss- brauchsverordnung schwebt nicht in einem Vakuum. Es ist eingebettet in einen komplexen Rahmen aus tatbestandlichen Anwendungsvoraussetzungen. Der Bundesgerichtshof hat insoweit bereits in seiner ersten Entschei- dung nach dem 1. FiMaNoG festgehalten, dass hierzu „insbesondere die in Art. 2 und 3 MAR enthaltenen allgemeinen Regelungen zum Geltungs- bereich der Verbote und zu weiteren Begriffsbestimmungen sowie die Aus- nahmevorschriften 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.<sup>403</sup>

Der sachliche Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung wird nach Maßgabe von in Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 im Grundsatz an zwei ku- mulativ 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 Han- delsplätze (geregelter Markt, multilaterales Handelssystem, organisiertes Handelssystem) zugelassen sein oder gehandelt werden oder sich zumin- dest 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.

ihm abhängen.<sup>404</sup> 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).<sup>405</sup>

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<sup>406</sup> 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<sup>407</sup>) namentlich am Beispiel des Energiegroßhandels. Im deutschen Energiegroßhandel werden Insiderverstöße und Marktmanipulation von der Bundesnetzagentur aufgrund strukturell sehr ähnlicher Verbotsnormen verfolgt.<sup>408</sup> 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

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.<sup>409</sup>

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.“

definition ist freilich nicht aus sich selbst heraus verständlich.<sup>410</sup> 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.<sup>411</sup> 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.<sup>412</sup> 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.<sup>413</sup>

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 *Gebmann*, 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.

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.<sup>414</sup>

## 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,<sup>415</sup> der multilateralen Handelssysteme<sup>416</sup>

---

414 *Gebmann*, 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 Marktes 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.

sowie der organisierten Handelssysteme<sup>417</sup> handeln.<sup>418</sup> Erforderlich ist (lediglich), dass die jeweiligen Finanzinstrumente allgemein auf diesen Handelsplätzen zum Handel zugelassen sind (so insbesondere im Falle des regulierten Marktes) oder tatsächlich gehandelt werden (so im Falle der multilateralen und der organisierten 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.<sup>419</sup>

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.<sup>420</sup> 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.<sup>421</sup>

---

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 regulierten 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.



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.<sup>422</sup> 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<sup>423</sup> zu leichteren Möglichkeiten einer Kursbeeinflussung führen können.<sup>424</sup> Zum anderen dürfte er auch der relativen Intransparenz von Freiverkehrswerten geschuldet sein.<sup>425</sup> 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.<sup>426</sup> 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 Insider-tatsachen. 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).

nannt war.<sup>427</sup> 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 Freiverkehrsegment 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<sup>428</sup> und in der Zwischenzeit das Analogieverbot einer Strafbarkeit entgegenstehe.<sup>429</sup> 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.

gesetzgeberische Fiktion durch das 2. FiMaNoG sei aber erst nach dem vorgeworfenen Tatzeitpunkt in Kraft gesetzt worden.<sup>430</sup>

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.<sup>431</sup> 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.<sup>432</sup> 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 Grathandels suggeriert wird.<sup>433</sup> 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.

hierfür Preise in Form von Geld- und Briefkursen stellen.<sup>434</sup> 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.<sup>435</sup>

## 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,<sup>436</sup> 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.<sup>437</sup>

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 aufgespalten sind.<sup>438</sup> Auch wenn von gewichtigen Teilen des Schrifttums die Notwendigkeit für eine sorgfältige Abgrenzung dieser verschiedenen Tatvarianten betont wird,<sup>439</sup> 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-Lanckow*, 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.

Manipulationspraktiken gegen mehrere Tatvarianten verstoßen.<sup>440</sup> 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.<sup>441</sup> Der damit zwangsläufig einhergehenden Gefahr einer „Überinklusion“<sup>442</sup> von Verhaltensweisen mit zweifelhafter Schädlichkeit ist im Rahmen der Normauslegung zu begegnen.

Da der verschachtelte Normtext selbst nach mehrmaliger Lektüre nur schwer verständlich ist,<sup>443</sup> 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<sup>444</sup> „jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung an Finanzmärkten“, die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder For-

---

440 *Gebmann*, 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 *Gebmann*, 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.

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.<sup>445</sup>

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<sup>446</sup> bzw. Regelbeispiele<sup>447</sup> beschreiben, sollen sie nach anderer Auffassung selbständige Manipulationstatbestände mit einem über Art. 12 Abs. 1 hinausgehenden Regelungsgehalt darstellen.<sup>448</sup> 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 *Gebmann*, 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 *Diversity/Köpferl*, in *Graf/Jäger/Wittig* (Hrsg.), *Wirtschafts- und Steuerstrafrecht*, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 95; *Panaris*, in *MünchKomm-StGB*, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 56, Rz. 130.

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.<sup>449</sup> 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.<sup>450</sup> 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.<sup>451</sup> 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 *Gebmann*, 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.

### 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<sup>452</sup> stammende Systematisierung zwischen den Erscheinungsformen der informationsgestützten und der handelsgestützten Marktmanipulation unterschieden.<sup>453</sup>

---

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 Bundesligaverbands 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 zusammentreffenden



Diese Kategorisierung war bereits unter der früheren Rechtslage weit verbreitet.<sup>454</sup> Auch unter Geltung der Marktmissbrauchsverordnung wird an ihr – ungeachtet vereinzelt geäußerter Zweifel<sup>455</sup> – nicht nur in der Wissenschaft<sup>456</sup> und Lehre,<sup>457</sup> sondern vor allem auch von der Finanzaufsicht<sup>458</sup> und der Rechtsprechung<sup>459</sup> festgehalten, wie auch im europäischen Ausland.<sup>460</sup>

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 *Bergbórsón*, *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/Woblers*, GesKR 2013, 523, 525 (Schweiz); *Estrada i Cuadras*, InDret, 1.2014, 16 (Spanien).

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 anomales oder künstliches Kursniveau gesichert werden.<sup>461</sup>

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 *Diversity/Köpferl*, in *Graf/Jäger/Wittig* (Hrsg.), *Wirtschafts- und Strafrecht*, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rz. 57), würde dem deutschen Normadressaten, der bei einem Verstoß gegen die Marktmissbrauchsverordnung 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.

freien Spiel von Angebot und Nachfrage gebildet wird.<sup>462</sup> 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.“<sup>463</sup>

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“<sup>464</sup> 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.“<sup>465</sup>

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.

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.“<sup>466</sup>

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.<sup>467</sup> Auch

---

<sup>466</sup> Meurer, BaFin Journal April 2015, 14 f.

<sup>467</sup> 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“.

in anderen europäischen Rechtsordnungen (namentlich in Schweden<sup>468</sup>) werden Wash-Sales beobachtet und verfolgt.<sup>469</sup>

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,<sup>470</sup> was die hohen Fallzahlen in der Aufsichtspraxis der BaFin

---

468 In seiner 2017 fertiggestellten Dissertationsschrift bescheinigt *Bergbörsson* 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. *Bergbörsson*, *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*, *Marknadmissbruk 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. 14f.

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

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.<sup>471</sup> 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.“<sup>472</sup> 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.“

Immobilien AG gehandelt haben. Dies war ein illiquider Kleinstwert, zu dem im Tatzeitpunkt keine auf tatsächlicher Nachfrage beruhenden Preise existierten.<sup>473</sup>

Nach Beurteilung durch den Bundesgerichtshof waren die von dem Angeklagten erteilten Verkaufs- bzw. Kaufaufträge und die auf dieser Grundlage abgeschlossenen 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.<sup>474</sup> 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“.<sup>475</sup> 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“.<sup>476</sup> 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.<sup>477</sup>

#### bb) Insihgeschäfte (*Wash-Sales*)

Für die strafrechtliche Erfassung von Insihgeschäften (*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.<sup>478</sup> 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

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 Verkaufsaufträge für in diesen beiden Wertpapierdepots gehaltene Aktien der Maternus-Kliniken AG, der DB Real Estate AG<sup>479</sup> 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.“<sup>480</sup>

---

„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-



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.<sup>481</sup> 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.“<sup>482</sup> Nach dem Oberlandesgericht könne es dem Unrechtsgehalt einer Absprache verschiedener Parteien durchaus entsprechen, wenn ein allein handelnder Börsenakteur über mehrere Depots verfügungsbe-rechtigt ist und zwischen diesen Depots hin und her handelt.<sup>483</sup>

Der Mehrzahl von „Insichgeschäften“ dürften derartige Konstellationen zugrunde liegen, in denen die handelnden Marktteilnehmer über mehrere Wertpapierdepots verfügungsbe-rechtigt 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.<sup>484</sup> 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 schizophoren 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.

etablierten Handelsalgorithmen führen Kauf- und Verkaufsaufträge vollautomatisch zusammen und bringen sie unter Beachtung der börslichen Preisfindungsregeln gegeneinander zur Ausführung.<sup>485</sup> 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.<sup>486</sup> Ein „Handel mit sich selbst“, mithin eine Ausführung von Kauf- und Verkaufsaufträgen 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 Verkaufsauftrag und keine anderen Orders im Orderbuch vorliegen, die aufgrund der Börsenregeln vorrangig zu bedienen sind.<sup>487</sup>

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.<sup>488</sup> Diese – in der Praxis als „Self Match Prevention“ bekannten<sup>489</sup> – Vorkehrungen werden aber offenbar von kleineren und technisch weniger fortschrittlichen Börsen noch nicht durchgehend angeboten.<sup>490</sup> Dieses technische Defizit erscheint in gewisser Weise paradox. Denn immerhin setzen dieselben Börsenplätze hochwirksame Überwachungsalgorithmen ein, die bei jedem Inschlag 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.

Auswertung der BaFin-Jahresberichte bereits gezeigt, dass in den letzten Jahren die überwiegende Zahl der Verdachtsanzeigen mutmaßliche Inesichgeschäfte sowie abgesprochene Geschäfte betraf.<sup>491</sup>

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 zurückzukaufen.<sup>492</sup> 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. *Gehrman*, wistra 2017, 449 ff.

kurzen Zeitraum für ihre Kunden verkaufen und direkt wieder über die Börse zurückkaufen.<sup>493</sup>

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.<sup>494</sup> Sofern sie für ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen tätig sind, laufen sie ständig Gefahr, von der Verbrechenqualifikation des § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG erfasst zu werden. Auf dieses besondere Strafbarkeitsrisiko ist an späterer Stelle zurückzukommen.<sup>495</sup>

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 Aktienleihe 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.

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.<sup>496</sup>

Seit 2011 sind Cross-Requests auch im Xetra-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse möglich.<sup>497</sup> 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 herstellt“ 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 Eingaber 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.“

dem Geschäft kein falsches oder irreführendes Geschäft ausgehe.<sup>498</sup> 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.<sup>499</sup>

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.<sup>500</sup>

---

498 Mülbart, in Assmann/Schneider/Mülbart (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 In-sich-Geschäft 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-

b) Erscheinungsformen der informationsgestützten Marktmanipulation

Die informationsgestützte Marktmanipulation ist nach Art. 12 Abs. 1 Buchst. c und Art. 15 der Marktmissbrauchsverordnung verboten.<sup>501</sup> Wie es der Name schon vermuten lässt, wird diese Manipulationsform durch Informationen als spezifisches Manipulationsmittel geprägt.<sup>502</sup> 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.

ten Sachverhaltskonstellationen vorgelegen haben.<sup>503</sup> Hierauf ist später zurückzukommen.<sup>504</sup>

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“<sup>505</sup> häufige Verwendung. Idiomatisch kann dieser Begriff als „das Fell über die Ohren ziehen“ übersetzt werden.<sup>506</sup> 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.<sup>507</sup>

---

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.



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<sup>508</sup> 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.<sup>509</sup>

Nach anderer Auffassung, der sich 2003 auch der Bundesgerichtshof anschloss, sollte das Scalping hingegen den Tatbestand des Kursbetrugs gemäß § 88 BörsG erfüllen.<sup>510</sup> Im Gegensatz zur Vorinstanz, welche den Angeklagten – ehemals stellvertretender Chefredakteur des Branchenmagazins „Der Aktionär“ – noch wegen verbotener Insiderverstöße zu einer Bewährungsstrafe verurteilt hatte,<sup>511</sup> 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.; *Schwarz*, 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-

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.<sup>512</sup> 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“.<sup>513</sup>

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 Freiverkehrsegment 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.<sup>514</sup> Nach dem Ende der Kampagnen fielen die Kurse wieder zurück auf das Anfangsniveau. Die düpierten Privatanleger blieben auf den wertlosen Papieren sitzen.<sup>515</sup>

---

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-

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.<sup>516</sup> 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 Phantasiexistenzen 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.<sup>517</sup>

---

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

Die Empfehlungskampagnen für die meist vollkommen unbekanntesten Pennystocks liefen nicht selten drehbuchartig über einen längeren Zeitraum.<sup>518</sup> 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.<sup>519</sup>

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.<sup>520</sup> 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 Faxesendungen 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-

kulären Wendungen des Wirecard-Skandals standen Leerverkaufsattacken zuletzt aber gleichwohl in einem besonderen Fokus.<sup>521</sup> 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.<sup>522</sup> Darüber hinaus erstattete die BaFin sogar Strafanzeige gegen zwei Journalisten der Financial Times,<sup>523</sup> die mit den Leerverkäufern gemeinsame Sache gemacht haben sollen, deren Recherchen in Wahrheit aber entscheidenden Anteil am Einsturz des „Kartenhauses“<sup>524</sup> hatten.

Leerverkäufer „wetten“ auf fallende Kurse. Phänomenologisch lassen sich verschiedene Handlungsmuster beobachten. Ohne Rücksicht auf Vollständigkeit<sup>525</sup> 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.

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.<sup>526</sup> Nur die letztgenannte Gruppe der aktivistischen Leerverkäufer soll nachfolgend betrachtet werden.<sup>527</sup> 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<sup>528</sup> 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.<sup>529</sup> 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.<sup>530</sup>

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).

die von den Börsenmedien nicht selten ungeprüft oder gar reißerisch aufgegriffen werden und hierdurch ihre Wirkung vervielfachen, führen oft zu massiven Kurseinbrüchen.<sup>531</sup> Diese Kurseinbrüche werden dann genutzt, um sich zur Erfüllung der Lieferverpflichtungen aus dem Leerverkauf günstig mit Aktien einzudecken.<sup>532</sup> 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.<sup>533</sup>

Ziel von Short-Attacks 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-Attacks 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.<sup>534</sup> Demgegenüber versprechen Leerverkaufsattacks 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-Attacks, 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.

lich stehen im Fokus von Leerverkaufsakteuren etablierte Unternehmen mit einer verhältnismäßig großen Marktkapitalisierung.<sup>535</sup>

Während die Strafbarkeit der „klassischen“ Variante des Scalpings in Form von Aktienpushs durch verschiedene höchstrichterliche Entscheidungen konturiert wird,<sup>536</sup> 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,<sup>537</sup> dürfte – neben den ungeklärten materiellen Tatbestandsvoraussetzungen – auch dem Umstand geschuldet sein, dass die Short-Seller in der Regel nicht aus Deutschland heraus operieren.<sup>538</sup> 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-



die deutschen Ermittlungsbehörden somit schlicht nicht greifbar. Etwaige Absprachen zwischen Short-Sellern und Analysten, die einen Ermittlungsansatz bieten könnten, lassen sich so kaum nachweisen.<sup>539</sup>

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.<sup>540</sup> 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 *Langenbacher/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.

ermittelt [...] Er soll dann auch seinen Informationsvorsprung als Gewinn durch Short Selling einstreichen dürfen.“<sup>541</sup>

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.<sup>542</sup> 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<sup>543</sup> 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.<sup>544</sup> Diese Auffassung begegnet allerdings Zweifeln.<sup>545</sup> 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; Mülberr/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 Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 318; Mülberr, 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.

Art. 17 der Marktmissbrauchsverordnung findet, war sie unter der alten Rechtslage in § 15 WpHG a. F. normiert.<sup>546</sup> 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.<sup>547</sup> 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.<sup>548</sup>

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.

„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,<sup>549</sup> wobei (lediglich) die systematische Verortung in den Kategorien der „echten“<sup>550</sup> und „unechten“<sup>551</sup> Unterlassungsdelikte umstritten war.<sup>552</sup>

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.<sup>553</sup> 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 Abschaltvorrichtung [...] 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; *Wodzak*, 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.

nachgekommen sein.<sup>554</sup> 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.<sup>555</sup>

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.<sup>556</sup> 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

setzungen des § 13 StGB wird eine unechte Unterlassungsstrafbarkeit hingegen im Allgemeinen für denkbar gehalten.<sup>557</sup> 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.<sup>558</sup>

## 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.<sup>559</sup> 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.<sup>560</sup> 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 Garantienpflicht 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 Verschweigenalternative 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.

## 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.<sup>561</sup> 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).<sup>562</sup> 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.<sup>563</sup> 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.<sup>564</sup>

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.

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.<sup>565</sup>

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.<sup>566</sup> 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.<sup>567</sup> 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.“



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<sup>568</sup> 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 Verkauforders angezeigt werden,<sup>569</sup> 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<sup>570</sup> 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

als zentrale Bezugsgröße für die Funktionsfähigkeit von Wertpapiermärkten.<sup>571</sup> 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.<sup>572</sup> Ungeachtet ihrer überraschenden 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.<sup>573</sup>

## 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).

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.<sup>574</sup> 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<sup>575</sup> als darum, was die Einwirkung inhaltlich charakterisierte. Dementsprechend findet sich zu den materiellen Anforderungen an das Merkmal der Einwirkung in damaligen Darstellungen nur wenig.<sup>576</sup> 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.<sup>577</sup>

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 [können], d. h. ‚nach oben‘, ‚nach unten‘, aber auch ‚zur Seite‘.“<sup>578</sup> 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.<sup>579</sup>

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.<sup>580</sup>

---

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. *Möbrenschlager*, 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

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.<sup>581</sup> Der dadurch bedingten „Gefahr, dass das Erfordernis der Preiseinwirkung jede Begrenzungsfunktion verliert und die Gefährlichkeit des Verhaltens so weit absinkt, dass die Straf- bzw. Bußgeldandrohung 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.<sup>582</sup>

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.<sup>583</sup> 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.<sup>584</sup> Dies zeigt sich auch durch die Bemerkung, dass an die Beurteilung der Kurseinwirkung „keine überspannten

---

auf *Vogel*) die Dissertation von *Artl*, *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

Anforderungen gestellt werden [dürfen], weil der Tatbestand des § 38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG ansonsten weitgehend leerliefe.“<sup>585</sup>

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“.<sup>586</sup> Da der Wortlaut insofern 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.<sup>587</sup>

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.<sup>588</sup> *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“.<sup>589</sup> 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.“<sup>590</sup>

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.

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.“<sup>591</sup> 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.<sup>592</sup>

Beinahe zeitgleich traf das Oberlandesgericht Stuttgart eine hier schon mehrfach erwähnte Entscheidung<sup>593</sup> zu den Anforderungen an den Einwirkungserfolg bei der handelsgestützten Marktmanipulation in Form von Wash-Sales. Die Tatsache, dass das Oberlandesgericht die beachtliche Argumentation *Kudlich's* nicht berücksichtigte und im Ergebnis genau entgegengesetzt entschied, war offenbar einer zeitlichen Koinzidenz geschuldet.<sup>594</sup> In dem zugrundeliegenden Sachverhalt wollte der Angeklagte (lediglich) eingetretene Buchverluste zur steuerlichen Geltendmachung realisieren.<sup>595</sup> Hierzu gab er nahezu zeitgleich mehrere aufeinander abgestimmte, d. h. spiegelbildlich deckungsgleiche limitierte Kauf- und Verkauforders 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, Ur. 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.

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.“<sup>596</sup>

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.“<sup>597</sup> 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.“<sup>598</sup> 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.“<sup>599</sup>

---

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.

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“. <sup>600</sup> Maßgeblich sei demnach, „dass die manipulative Handlung des Täters kausal ist für den fraglichen Preis eines Finanzinstrumentes“. <sup>601</sup>

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. <sup>602</sup> 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 <sup>603</sup> 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. <sup>604</sup> 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.“ <sup>605</sup>

---

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.



Diese von der Literatur tendenziell zustimmend aufgenommene<sup>606</sup> Entscheidung erlangte für die weitere Verfolgungspraxis maßgebliche Bedeutung. Der Bundesgerichtshof schloss sich ihr schon bei nächster Gelegenheit ausdrücklich an,<sup>607</sup> 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.<sup>608</sup> 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.<sup>609</sup> 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.<sup>610</sup>

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 berechnete 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).

typischen Geschehensablaufs beruhenden Anscheinsbeweises [...] noch um eine Feststellung ‚Pi mal Daumen‘ [...].“<sup>611</sup> 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.“<sup>612</sup> 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.<sup>613</sup> In seiner bislang letzten Entscheidung hielt der Bundesgerichtshof an der bisherigen Rechtsprechung zum Einwirkungserfolg und zu den erforderlichen tatrichterlichen Feststellungen ausdrücklich fest.<sup>614</sup>

### 3. Isolierte Betrachtung einzelner Handelsplätze?

Lange Zeit war der Börsenhandel durch unterschiedliche Preisniveaus zwischen den verschiedenen Börsen geprägt.<sup>615</sup> In der Ära von Postkursen dauerte die Nachrichtenübermittlung Tage oder Wochen, und auch noch lange nach der Erfindung von Telegraphie, Ticker<sup>616</sup> 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 Rotterdam, 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.

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.<sup>617</sup>

Vor diesem Hintergrund ist die Annahme, dass es bei der Bestimmung des Einwirkungserfolgs nur auf die Verhältnisse an dem jeweiligen Börsenplatz ankomme,<sup>618</sup> 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.<sup>619</sup> 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.

wirtschaftlichen Realitäten angepasst werden.<sup>620</sup> 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.<sup>621</sup> 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.“<sup>622</sup> Dementsprechend ist bei der Ermittlung einer Preiseinwirkung die isolierte Betrachtung einzelner (deutscher) Börsenplätze wirtschaftlich und normativ nicht mehr zeitgemäß.<sup>623</sup>

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.

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 Gesamtmarkt Betrachtung 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.<sup>624</sup> 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.<sup>625</sup>

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 Verbrechenanklage 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).

wohl ersten Fall gehandelt haben dürfte, in dem wegen der Tätigkeit des Beschuldigten für ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen Anklage wegen der neu eingeführten Verbrechenqualifikation erhoben wurde. Bei materieller Betrachtung wurde der Verbrechenvorwurf 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 Verbrechenvorwurf konfrontierte Vermögensverwalter keine eigennützigen Motive verfolgt und aus der vorgeworfenen Tat keinen Profit geschlagen, sondern lediglich die steuerlichen Interessen seiner Kunden vor Augen.<sup>626</sup> 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 Verbrechenqualifikation geschuldet, dass das Verfahren ungeachtet seiner – auch von der Staatsanwaltschaft nicht in Abrede gestellten<sup>627</sup> – 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<sup>628</sup> 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.

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.<sup>629</sup> 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.<sup>630</sup> 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“.<sup>631</sup> 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. 164f. näher beschrieben.

631 Anklage der Staatsanwaltschaft Frankfurt am Main v. 15.3.2018 – Az. 7521 Js 210950/18, S. 5.

relevant“ und komme es nicht darauf an, welche Preise an anderen Börsen festgestellt wurden.<sup>632</sup>

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.“<sup>633</sup>

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.<sup>634</sup>

Die Staatsanwaltschaft hielt dem entgegen, dass ohne die Manipulationshandlung des Beschuldigten überhaupt kein Preis entstanden wäre, weil zum Tatzeitpunkt keine weiteren Kauf- bzw. Verkauforders 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.



schäfte zustande gekommen wären.“<sup>635</sup> 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 Verkauforders 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.“<sup>636</sup>

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.<sup>637</sup> 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“.

nicht gegeben war, musste sich das Gericht mit der Frage des Taterfolgs nicht mehr befassen, sodass sich auch das Urteil zur Problematik der Preis- einwirkung 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.<sup>638</sup>

Während der durch das EGStGB von 1974 erfolgte Wechsel von der betrügerischen Absicht zur Bereicherungsabsicht noch gesetzessystematischen Erwägungen geschuldet war,<sup>639</sup> wurde der Tatbestand im darauffolgenden Jahrzehnt durch die vollständige Aufgabe des Absichtsmerkmals gezielt „entsubjektiviert“<sup>640</sup>, um „bei der ungewöhnlichen Häufung von subjektiven Merkmalen die Anforderungen zu senken“. <sup>641</sup> 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.<sup>642</sup> 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.

dieses finalen Elements. Seitdem besteht zwischen objektiven und subjektiven Tatbestandsmerkmalen eine vollständige Kongruenz.<sup>643</sup>

Nach heute ganz h. M. erfordert die Tatbestandsverwirklichung lediglich Eventualvorsatz.<sup>644</sup> 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.<sup>645</sup> 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.<sup>646</sup>

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.<sup>647</sup> 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 MünchKommStGB, 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 Strafrecht, 2017, § 38 WpHG Rz. 183. So auch noch *Gehrman*, in Schork/Groß (Hrsg.), Bankstrafrecht, 2013, Rz. 593; a. A. nunmehr allerdings *ders.*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt (Hrsg.), Handbuch des Wirtschafts- und Strafrechts, 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.

„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.<sup>648</sup> Somit sei zu konstatieren, dass die Motive des Marktteilnehmers aufgrund der „strengen europäischen Vorgaben und deren Umsetzung“ letztlich irrelevant seien.<sup>649</sup> 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.<sup>650</sup> 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.<sup>651</sup> Während sich bei der Leichtfertigkeit besondere Abgrenzungsfragen typischerweise dann ergeben, wenn Leichtfertigkeit zur Erfüllung des Straftatbestands genügt,<sup>652</sup> 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.<sup>653</sup> Selbst wenn also durch eine leichtfertige Handlung eine Preiseinwirkung verursacht

---

648 *Wafmer*, 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. Buttler/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.

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.<sup>654</sup>

#### 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.<sup>655</sup> Diese Strafbarkeit des versuchten Insiderdelikts bewertete *Gebmann* in seiner Dissertation<sup>656</sup> überwiegend kritisch. Entsprechend seiner damaligen Prognose<sup>657</sup> konstatierte er zuletzt im Jahr 2020, dass bislang noch kein Strafverfahren wegen versuchten Insiderhandels bekannt geworden sei.<sup>658</sup>

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 *Gebmann*, *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 *Gebmann*, *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.

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“.<sup>659</sup> 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.<sup>660</sup> 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.<sup>661</sup> 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 handelsgerichteten 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; *Panaris*, in MünchKomm-StGB, 3. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 270; *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 119 WpHG Rz. 84.

der informationsgestützten Manipulation mit der Weitergabe der falschen oder irreführenden Information dergestalt, dass ohne weiteres Zutun mit deren Verbreitung zu rechnen sei.<sup>662</sup> 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.<sup>663</sup>

In der Literatur wird die Versuchsstrafbarkeit tendenziell positiv bewertet, da sie der Gefahr vorbeuge, dass „der Tatbestand aufgrund zu strenger Beweisanforderungen weitgehend leer läuft“.<sup>664</sup> 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.<sup>665</sup> 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.“<sup>666</sup> 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; *Diversity/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 regelmäßige] 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.

ter Vorsatz genügt.“<sup>667</sup> 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 Gefährungsdelikt diese Schwelle unterschreiten.“<sup>668</sup>

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.<sup>669</sup> 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.



erstrecken, die für die Entscheidung von Bedeutung sind.<sup>670</sup> 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.<sup>671</sup> 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.).