

## A. Einführung

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

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

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

- 
- 1 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 v. 12.6.2014, 1.
  - 2 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. L 173 v. 12.6.2014, 179.

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

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

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

---

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

4 Art. 5 Abs. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie.

5 Art. 13 Marktmissbrauchsrichtlinie.

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

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

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

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

---

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

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

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

### 1. Ziel und Gang der Darstellung

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## II. Abgrenzungen und Einschränkungen

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

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

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

---

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

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

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



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

---

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

- 13 Hier gingen die Meinungen seit je weit auseinander, vgl. ohne Anspruch auf Vollständigkeit einerseits die noch vor der Existenz eines Insiderstrafatbestands angefertigte Dissertation von *Dingeldey*, *Insider-Handel und Strafrecht*, 1983, der eine Strafbarkeit befürwortete, S. 127 ff., 163 und andererseits die kurz nach Inkrafttreten des WpHG entstandene Arbeit von *Haouache*, *Börsenaufsicht durch Strafrecht*, 1996, in welcher die strafrechtliche Schutzbedürftigkeit der Rechtsgüter „Funktionsfähigkeit des Sekundärmarktes für Wertpapiere“ und „Vertrauen der Anleger“ negiert wurde, S. 57 ff., 77. Auch nach der Habilitationsschrift von *Trüg*, *Konzeption und Struktur des Insiderstrafrechts*, 2014, S. 120 stellt „der Normalfall eines Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG weder ein strafwürdiges noch ein strafbedürftiges Verhalten“ dar.
- 14 Dieser Befund gilt für die Diskussion in Deutschland, vgl. nur *Waßmer*, in Fuchs/Zimmermann (Hrsg.), *Wertpapierhandelsrecht*, 3. Aufl. 2022, Vor §§ 119-126 WpHG Rz. 31, wie im Ausland, vgl. etwa *Avgouleas*, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, 2005, S. 210: “In general, few objections have ever been raised to the prohibition of market manipulation”.
- 15 Namentlich *Fischel/Ross*, *Harvard Law Review* 1991, 503, 507 in Hinblick auf die Form der handelsgestützten Marktmanipulation: “In a sharp departure from current law and commentary, we conclude that the concept of manipulation should be abandoned altogether. Fictitious trades should be analyzed as a species of fraud. Actual trades should not be prohibited as manipulative regardless of the intent of the trader.” Eine „kritische Analyse der Legitimationsgrundlagen“ des deutschen Insiderstrafrechts findet sich bei *Ziouvas*, *Das neue Kapitalmarktstrafrecht*, 2005, S. 103 ff.
- 16 Vgl. die eingehende Diskussion bei *Eichelberger*, *Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG)*, 2006, S. 87 ff. sowie *Schönwälder*, *Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation*, 2011, S. 65 ff., die beide sowohl die Strafwürdigkeit als auch die Strafbedürftigkeit der Marktmanipulation bejahen.

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

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

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

23 Ebd., 480.

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

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

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

---

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

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

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

Verordnung vom deutschen Strafgesetzgeber gar nicht in die Kette der Blankettverweisungen aufgenommen wurde.<sup>28</sup>

---

28 Siehe hierzu unten S. 154.