

## C. Entwicklungslinien

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

vom „Wirtschaftsstrafrecht als Krisenphänomen“<sup>96</sup> hat im Kapitalmarktstrafrecht deshalb seine besondere Berechtigung.

### I. Die Anfänge: Vom Gründerkrach zum Börsengesetz

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

sellschaft oder in den in der Generalversammlung gehaltenen Vorträgen wesentlich den Stand der Verhältnisse der Gesellschaft unwahr darstellen oder verschleiern.“

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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



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

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

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

---

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

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

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

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

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



bestand in Fällen der vorliegenden Art schnell an seine (Wortlaut-)Grenzen stieß.<sup>120</sup>

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

127 Ebd.

128 Ebd.

129 Ebd., S. 516.

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

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

---

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

131 Ebd.

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

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

---

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

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

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

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

## 2. Regelung des Kursbetrugs im Börsengesetz

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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



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

### 3. Reform von 1986 als Schlusspunkt autonomer Strafgesetzgebung

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

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

---

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

152 BGBl. I, 717.

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

154 BGBl. I, 721, 725.

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

Börsen und Märkten mit ihrer für das gesamte Wirtschaftsleben weitreichenden Bedeutung im Vordergrund“.<sup>156</sup>

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

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

Um „denkbare Bagatellfälle“ bereits aus dem objektiven Tatbestand auszuschneiden, sollten nur „solche unrichtige Angaben tatbestandsmäßig sein, die für die Bewertung erheblich sind.“<sup>161</sup> Ob die Angaben für die

---

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

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

158 Gesetzentwurf, ebd., S. 46.

159 Gesetzentwurf, ebd., S. 45.

160 Gesetzentwurf, ebd., S. 45 f.

161 Gesetzentwurf, ebd., S. 46.

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

## II. Der Übergang: Richtliniengetriebene Europäisierung des Kapitalmarktstrafrechts

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

### 1. Die elektronische Erfassung der Handelsdaten als Grundlage effektiver Handelsüberwachung

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

---

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

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

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

178 BGBl. I, 2010, 2032, 2037.

179 Zu näheren Einzelheiten siehe unten S. 80 ff.

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

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

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

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

---

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

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

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

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



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

## 2. Das Marktmanipulationsverbot im Wertpapierhandelsgesetz

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

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

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

---

185 *Benner*, in *Wabnitz/Janovsky* (Hrsg.), *Handbuch des Wirtschafts- und Strafrechts*, 2000, 4. Kapitel Rz. 28.

186 Vgl. *BAWe*, *Jahresbericht 2001*, S. 27.

187 *Scherbaum*, „Kursziel 1000 Euro!“ 20 Jahre Neuer Markt, *FAZ* v. 10.3.2017.

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

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

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

---

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

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

190 Ebd.

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

192 BGBl. I, 2010, 2032, 2037.

### 3. Methodenwechsel zur Blankettgesetzgebung

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

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

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

---

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

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

durch das Fehlen wirtschaftlicher Relevanz gekennzeichnet und würden allein zum Zweck vorgenommen, „erhöhte Umsätze und damit einen aktiven Markt und entsprechende Liquidität vorzutauschen.“<sup>195</sup>

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

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

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

---

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

196 Vgl. ebd., S. 27.

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

198 BGBl. I, 2300.

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

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

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

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

---

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

201 BGBl. I, 2630.

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

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

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

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

206 BGBl. I 2004, 515.

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

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

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

#### 1. Die Weltfinanzkrise von 2007 als Motor der Strafrechtsentwicklung

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

---

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

208 Ebd.

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

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

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

---

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

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

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

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



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

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

---

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

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

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

217 Ebd., Nr. 109.

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

## 2. Die Harmonisierungskompetenzen der Europäischen Union

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

---

232 Rat der Europäischen Union, Entwurf von Schlussfolgerungen des Rates über die Verhinderung von Wirtschaftskrisen und die Unterstützung der Wirtschaftstätigkeit, Dok. Nr. 7881/10, S. 9.

233 KOM(2010) 716 endgültig, S. 3 (dort Fn. 3), 16.

234 *Kubiciel*, ZIS 2010, 742.

235 C. *Schröder*, FS Achenbach, 2011, S. 491, 496.

236 Ebd.

chung im Binnenmarkt – gestützte Rechtssetzungskompetenz der Union sah sich keinen ernsthaften Zweifeln ausgesetzt.<sup>237</sup>

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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



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

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

### 3. Der Dreiklang aus Verordnung, Richtlinie und nationalem Strafrecht

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

---

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

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

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

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

a) Die Marktmissbrauchsverordnung

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

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

b) Die Marktmissbrauchsrichtlinie

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

---

251 Vgl. Art. 288 S. 2 AEUV sowie Art. 39 letzter Satz Marktmissbrauchsverordnung.

252 Siehe unten S. 151 ff.

253 Gem. Art 12 Abs. 5 Marktmissbrauchsverordnung.

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

### c) Der Straftatbestand im WpHG

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

---

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

257 Vgl. Erwägungsgründe 29 und 31 der Marktmissbrauchsrichtlinie.

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

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

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

„§ 108 Strafbare Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation

(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer eine in § 21 Absatz 1, auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 2 bezeichnete Handlung begeht und dadurch tatsächlich auf einen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts oder auf die Berechnung eines Referenzwertes einwirkt.

(2) Der Versuch ist strafbar.

(3) In besonders schweren Fällen ist die Strafe Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu zehn Jahren. Ein besonders schwerer Fall liegt in der Regel vor, wenn der Täter

1. die Handlung gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande, die sich zur fortgesetzten Begehung von Marktmanipulationen verbunden hat, begeht, oder

2. in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt.“

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

---

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

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

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

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

---

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

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

„§ 38 Strafvorschriften

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

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

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

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

[...]

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

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



1. gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande, die sich zur fortgesetzten Begehung solcher Taten verbunden hat, handelt oder
  2. in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt.
- (6) Handelt der Täter in den Fällen des Absatzes 2 Nummer 1 leichtfertig, so ist die Strafe Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe.“<sup>261</sup>

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

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

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

---

261 BT-Drs. 18/7482, S. 18 f.

262 *Beecken*, Berlin spaltet Marktnovelle, *Börsen-Zeitung* v. 9.12.2015.

263 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) v. 30.6.2016, BGBl. I, 1514.

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

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

---

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

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

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

267 *Richter*, NZG 2020, 210 ff.

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

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

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

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

---

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

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

271 Ebd.

272 Ebd., S. 64 f.

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

„4a) Mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu zehn Jahren wird bestraft, wer in den Fällen des Absatzes 1 in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt.

(5) Mit Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu zehn Jahren wird bestraft, wer in den Fällen des Absatzes 1 gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande, die sich zur fortgesetzten Begehung solcher Taten verbunden hat, handelt“<sup>278</sup>

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

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

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

---

278 BT-Drs. 18/11290, S. 10.

279 Ebd.

280 Ebd.

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

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

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

Der bereits länger beabsichtigte Neuaufbau des WpHG wurde ebenfalls durch das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz vollzogen.<sup>287</sup> So verla-

---

281 BT-Drs. 18/11290, S. 17.

282 Ebd.

283 Deutscher Bundestag, Finanzausschuss, 18. Wahlperiode, Wortprotokoll der 102. Sitzung vom 8.3.2017, Protokollnummer 18/102, S. 28.

284 BT-Drs. 18/11775, S. 15.

285 Ebd., S. 389.

286 Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) v. 23. Juni 2017, BGBl. I, 1693.

287 Gesetzgebungstechnisch arbeitete der Gesetzgeber mit einem Artikelgesetz: Durch Art. 1 Nr. 8 des 2. FiMaNoG wurde die bestehende Fassung von § 38 WpHG ergänzt. Die Neufassung des WpHG war demgegenüber Gegenstand von Art. 3 des 2. FiMaNoG.

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

---

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