

4. Teil: Schutz von kollektiven Rechtsgütern

§ 9: Vertrauensrechtsgüter II

II. Vertrauen in das Funktionieren des Wertpapierhandels, § 38 WpHG

1. Allgemeines

a) Entwicklung

- Das WpHG existiert seit 1994. Insidergeschäfte wurden zuvor nicht strafrechtlich geahndet, vielmehr wurde eine Selbstverpflichtung der Insider initiiert.
- Das Verbot der Marktmanipulation besteht hingegen im Kern bereits seit 1884.
- Die bisherige Ausgestaltung ergab sich aus der Umsetzung einiger EG-Richtlinien. Veränderungen sind zudem darauf zurückzuführen, dass die Börse z.B. durch den „Neuen Markt“ eine andere Aufmerksamkeit erhielt.
- Eine große Umgestaltung des Insider- und Marktmanipulationsverbots erfolgte durch das am 2.7.2016 in Kraft getretene **1. Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG)**: Hintergrund ist eine veränderte unionsrechtliche Lage: Mit dem Erlass der Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) – VO (EU) Nr. 596/2014 – schuf die EU *unmittelbar anwendbares Unionsrecht* (im Unterschied dazu bedürfen Richtlinien grundsätzlich einer nationalen Umsetzung, vgl. dazu Art. 288 II, III AEUV). Daneben wurde die

RL 2014/57/EU über *strafrechtliche Sanktionen* bei Marktmanipulation erlassen. Diese Richtlinie bedurfte der Umsetzung in nationales Recht. Es besteht also inzwischen folgende Ausgangslage: Nach wie vor enthält § 38 WpHG verschiedene Straf- und § 39 WpHG unterschiedliche Bußgeldtatbestände. In Bezug auf das Insider- und Marktmanipulationsverbot wird aber nunmehr inhaltlich unmittelbar auf die MMVO verwiesen. Aus diesem Grund wurden auch zahlreiche der bisherigen Vorschriften des WpHG überflüssig.

- Inzwischen wurde vom Gesetzgeber auch das **2. FiMaNoG** vom 23.6.2017 verabschiedet, das allerdings überwiegend erst am 3.1.2018 in Kraft tritt. Die inhaltlichen Auswirkungen des 2. FiMaNoG auf das hier interessierende Insider- und Marktmanipulationsstrafrecht sind aber eher marginal (vgl. Park/*Hilgendorf/Kusche* 3. Teil Kap. 5.5 Rn. 101 für das Insiderstrafrecht und Park/*Sorgenfrei/Saliger* 3. Teil Kap. 6 Rn. 373 zur Marktmanipulation) und bedürfen hier keiner Vertiefung. Hinzuweisen ist allerdings darauf, dass die Tatbestände zum 3.1.2018 redaktionell geändert und an die künftige Neunummerierung des WpHG angepasst werden. Die Strafvorschriften (bisher in § 38 WpHG) werden dann zukünftig in § 119 WpHG n.F. geregelt sein.

b) WpHG enthält klassisches Blankettstrafrecht:

- Auch in der aktuellen Fassung enthält das WpHG (§ 38 WpHG) Blankettstrafrecht. Soweit unmittelbar auf Unionsrecht Bezug genommen wird, kann man von Blankettstrafrecht im engeren Sinne sprechen, da insofern auf Bestimmungen einer anderen Rechtsetzungsinstanz verwiesen wird.

c) Strafbarkeitslücke infolge des 1. FiMaNoG?

- Problematisch ist, ob durch die Neureglungen des 1. FiMaNoG eine Strafbarkeitslücke entstanden ist. Die §§ 38 III und 38 I, 39 III d Nr. 2 WpHG (Insiderstraftaten und strafbare Marktmanipulation) verweisen als Blanketttatbestände nämlich auf die Art. 14 bzw. 15 MMVO. Diese Artikel sind jedoch erst am **3.7.2016 in Kraft getreten** (Art. 39 II MMVO), also **einen Tag später** als die durch das FiMaNoG umgestalteten §§ 38, 39 WpHG (KK 292). Daher wird von einem Teil der Literatur angenommen, dass die §§ 38, 39 WpHG am 2.7.2016 *mangels Ausfüllungsnorm keine wirksame Strafbarkeit begründen konnten* (Rothenfuß/Jäger NJW 2016, 2689; Lorenz/Zierden HRRS 2016, 443). Wegen des **lex-mitior-Grundsatzes (§ 2 III StGB)** dürften dann sämtliche am 2.7. und zuvor begangenen Taten nicht mehr bestraft werden. Die Folge wäre also eine umfassende (unbeabsichtigte) Amnestie. Zur Begründung dieser Ansicht wird insbesondere der Wortlaut des § 38 III bzw. der §§ 38 I, 39 III d Nr. 2 WpHG herangezogen: Diese erfordern einen *Verstoß* gegen die MMVO, ein solcher Verstoß könne aber nur angenommen werden, wenn die entsprechenden Vorschriften gültig seien.
- Der BGH geht dagegen nicht von einer entstandenen Strafbarkeitslücke aus (BGH NJW 2017, 966). Der spätere Geltungszeitpunkt einiger Normen der MMVO habe den Sinn, den Mitgliedstaaten ausreichend Zeit zu geben, sich auf ihre Umsetzung und Anwendbarkeit vorbereiten zu können. Daraus ergebe sich **aber kein Verbot, die Vorschriften schon früher anzuwenden**. Indem der Gesetzgeber auf die MMVO verweise, seien die entsprechenden Normen im Inland schon früher anwendbar geworden. Daher könne auch gegen sie verstoßen werden.

2. Rechtsgut

- **h.M.:** Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und das Vertrauen der Anleger in die dortige Preisbildung
- **MM. 1:** allein das Vermögen der Anleger
- **MM. 2:** Kombination der beiden vorherigen Meinungen

3. Strafbare Insiderhandlungen, § 38 III WpHG (i.V.m. Art. 14 MMVO)

a) Allgemeines

Bei der Strafvorschrift des § 38 III WpHG (mit seinen Varianten) handelt es sich um ein abstraktes Gefährdungsdelikt. Für die Deliktvollendung muss demnach die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes nicht beeinträchtigt bzw. ein Anlegervermögensschaden nicht eingetreten sein.

Die Vorschrift regelt die Strafbarkeit *vorsätzlicher* Verstöße gegen Art. 14 MMVO. Die in der alten Fassung vorgesehene Strafbarkeit des *leichtfertigen* Insiderhandels (§ 38 I Nr. 1, IV WpHG a.F.) ist entfallen.

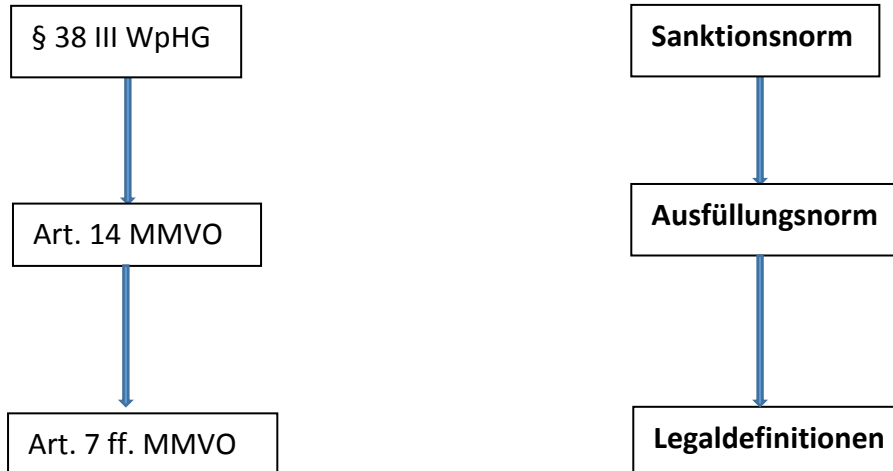
Art. 14 MMVO verbietet drei unterschiedliche Handlungen, die jeweils von § 38 III WpHG erfasst werden:

- **das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu** (vgl. dazu auch § 38 I Nr. 1 WpHG a.F.)
- **Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte dazu zu verleiten, Insidergeschäfte zu tätigen** (vgl. dazu auch §§ 38 I Nr. 2, 39 II Nr. 4 WpHG a.F.), oder

- die **unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen** (vgl. dazu auch §§ 38 I Nr. 2, 39 II Nr. 3 WpHG a.F.).

In Bezug auf die Strafbarkeit differenziert § 38 III WpHG nun *nicht mehr zwischen sog. Primär- und Sekundärinsidern*. Daher ist nunmehr auch die Empfehlung und Anstiftung anderer zu Insidergeschäften sowie die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen für Sekundärinsider strafbar (früher nur OWi).

b) Normenstruktur (strafbare Insiderhandlungen)



c) Relevante Grundbegriffe

Für sämtliche Varianten der strafbaren Insiderhandlungen stellt sich die Frage, wer überhaupt als *Insider* anzusehen ist (tauglicher Täter) und was unter *Insiderinformationen* zu verstehen ist. Aufgrund dieser Relevanz für alle Tathandlungen werden diese Begriffe hier vorab behandelt.

aa) Begriff des Insiders

Nach der alten Rechtslage kam der Differenzierung zwischen sog. *Primärinsidern*, die ihre Kenntnis aufgrund ihrer Funktion kraft Organstellung, Beteiligung am Kapital, aufgrund ihres Berufs oder deliktisch erlangt haben (siehe § 38 I Nr. 2 WpHG a.F.), und *Sekundärinsidern*, die auf sonstige Weise Insiderinformationen erlangt haben, wichtige Bedeutung zu:

Der Verstoß gegen § 14 I Nr. 2 WpHG a.F. (unbefugte Mitteilung oder öffentliche Zugänglichmachung von Insiderinformationen) und gegen § 14 I Nr. 3 WpHG a.F. (Empfehlung bzw. Verleitung zum Erwerb/Veräußerung von Insiderpapieren) war nämlich *nur für Primärinsider strafbar* (§§ 38 I Nr. 2, 39 II Nr. 3, Nr. 4 WpHG a.F.). Für Sekundärinsider waren diese Handlungen hingegen lediglich als *Ordnungswidrigkeit* ausgestaltet (§ 39 II Nr. 3, Nr. 4 WpHG a.F.).

Diese Differenzierung ist nun für die Frage der Strafbarkeit *bedeutungslos* geworden, denn § 38 III WpHG n.F. sieht *keine diesbezügliche Unterscheidung mehr vor* (siehe auch bereits KK 296).

Die MMVO benennt zwar in Art. 8 IV nach wie vor ausdrücklich bestimmte Personengruppen, die den klassischen Primärinsidertypen entsprechen (Erlangung der Insiderinformation als Mitglied von Geschäftsführungs-

oder Aufsichtsorganen; Erlangung aufgrund von Kapitalbeteiligung, durch Berufsausübung oder durch kriminelle Handlung). Art. 8 IV UAbs. 2 (= Unterabsatz) stellt aber klar, dass die Vorschrift auch für *Sekundärinsider* gilt („Dieser Artikel gilt auch für jede Person, die Insiderinformationen unter anderen Umständen als nach Unterabsatz 1 besitzt und weiß oder wissen müsste, dass es sich dabei um Insiderinformationen handelt“).

bb) Insiderinformationen

Eine allgemeine Definition von Insiderinformationen enthält nunmehr Art. 7 I lit. a) MMVO (früher: § 13 I WpHG). Insiderinformationen meinen danach „nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“. Speziellere Definitionen gibt es daneben noch für Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate (Art. 7 I lit. b)) sowie in Bezug auf Emissionszertifikate (Art. 7 lit. c)), die allerdings für die Vorlesung nicht weiter relevant sind.

Der Begriff der Insiderinformation entspricht im Wesentlichen demjenigen des § 13 WpHG a.F. Wichtig ist, dass es sich insbesondere um **präzise** Informationen handeln muss (§ 13 I WpHG a.F. sprach insofern von „konkreten“ Informationen). Eine *Definition hierzu enthält wiederum Art. 7 II MMVO*: Die Informationen müssen sich danach auf gegebene oder künftige Umstände bzw. Ereignisse beziehen und darüber hinaus einen Schluss auf mögliche Kursauswirkungen zulassen. Künftige Umstände bzw. Ereignisse sind nur dann erfasst, wenn deren Eintritt vernünftigerweise erwartet werden kann.

Weiterhin müssen die Informationen eine Eignung zur **erheblichen Kursbeeinflussung** aufweisen. Dies ist dann der Fall, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde (Art. 7 IV MMVO).

Beispiele für Insiderinformationen sind etwa (*von der Linden* DStR 2016, 1036, 1037): Die Veräußerung von Kerngeschäftsfeldern, bedeutsame Kapital- und Strukturmaßnahmen oder personelle Veränderungen in Schlüsselpositionen.

Umgekehrt dürften – wie bereits nach der alten Rechtslage – bloße Gerüchte, Meinungen ohne Tatsachekern und bloße Rechtsauffassungen ausgeschlossen sein.

d) Verbotene Insidergeschäfte (§ 38 III Nr. 1 WpHG)

aa) Insidergeschäft

Gemäß § 38 III Nr. 1 WpHG macht sich strafbar, wer entgegen Art. 14 lit. a) der MMVO ein **Insidergeschäft tätigt**.

Die Ausfüllungsnorm des Art. 14 lit. a) der Verordnung besagt zunächst lediglich, dass das „Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu“ verboten seien. Klärungsbedürftig ist somit, was unter *Insidergeschäften* zu verstehen ist. Eine Definition hierzu enthält Art. 8 I MMVO: Ein Insidergeschäft liegt danach vor, wenn eine Person unter Nutzung einer Insiderinformation Finanzinstrumente für eigene oder fremde Rechnung di-

rekt oder indirekt erwirbt oder veräußert. Gem. Art. 8 I 2 MMVO kann zudem auch die *Stornierung oder Änderung eines Auftrages* in Bezug auf ein Finanzinstrument ein Insidergeschäft darstellen (näher dazu *von der Linden* DStR 2016, 1036, 1037).

Die **Nutzung** einer Insiderinformation für ein Geschäft wird grundsätzlich – siehe aber nachfolgend bb) – *unterstellt*, wenn der Betroffene Kenntnis von der Information hatte (siehe Erwägungsgrund Nr. 24 S. 1 MMVO). Verteidigungsrechte des Betroffenen bleiben davon unberührt.

bb) Legitime Handlungen

Vor dem Hintergrund, dass die Nutzung einer Insiderinformation bei deren Kenntnis im Ausgangspunkt unterstellt wird, benennt Art. 9 MMVO bestimmte legitime Handlungen, in denen diese Vermutung ausnahmsweise nicht eingreift. Nähere Details dazu sind für die Vorlesung nicht erforderlich (dazu etwa *Poelzig* NZG 2016, 528, 532 f.).

cc) Subjektiver Tatbestand

Nach allgemeinen Grundsätzen ist Vorsatz erforderlich. Die nach früherer Rechtslage bestehende Strafbarkeit von Insidergeschäften bei Leichtfertigkeit (§ 38 IV WpHG a.F.) wurde aufgehoben.

dd) Versuchsstrafbarkeit

Nicht ganz klar ist, wie die Frage der Versuchsstrafbarkeit zu beantworten ist: Nach dem Wortlaut von Art. 14 lit. a) MMVO (auf den § 38 III Nr. 1 WpHG verweist), ist das „Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu“ verboten. Danach scheint es sich dabei (i.V.m. § 38 III Nr. 1 WpHG) auf den ersten Blick um eine Art Unternehmensdelikt zu handeln, bei dem der Versuch bereits tatbestandlich erfasst wird. Allerdings ordnet § 38 IV WpHG für alle Fälle des § 38 III WpHG nochmals ausdrücklich die Versuchsstrafbarkeit an (was eigentlich nicht nötig wäre, wenn man die Vorschrift im erstgenannten Sinne interpretieren würde).

e) Empfehlung oder Anstiftung zu Insidergeschäften (§ 38 III Nr. 2 WpHG)

aa) Tatbestand

Gemäß § 38 III Nr. 2 WpHG macht sich strafbar, wer entgegen Art. 14 lit. b) MMVO einem Dritten das Tätigen eines Insidergeschäfts empfiehlt, oder einen Dritten zu einem solchen anstiftet. Insofern handelt es sich bei § 38 III Nr. 2 WpHG letztlich um eine sprachliche Verdoppelung von Art. 14 lit. b) MMVO, denn auch dieser Artikel verbietet (ohne nähere Präzisierung) das Empfehlen von Insidergeschäften bzw. die Anstiftung dazu.

Eine gewisse Konkretisierung nimmt allerdings Art. 8 II MMVO vor: Eine Empfehlung bzw. Anstiftung zu einem Insidergeschäft liegt danach u.a. vor, wenn eine Person *über eine Insiderinformation verfügt* und auf *Grundlage dieser Information* einem Dritten empfiehlt, Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, zu erwerben oder zu veräußern, bzw. den Dritten zum einem Erwerb oder zu einer Veräußerung anstiftet (Art. 8 II lit. a) MMVO).

Die Tatbestandsmerkmale empfehlen bzw. anstiften werden allerdings nicht weiter präzisiert. Eine erste Orientierung kann insofern die bisherige Rechtslage liefern, denn auch nach dieser war es verboten, einem anderen auf Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu *empfehlen* oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu *verleiten* (§ 14 I Nr. 3 WpHG a.F.). Nach dieser alten Rechtslage meinte „**empfehlen**“ das Abgeben einer rechtlich unverbindlichen einseitigen Erklärung, die den Erwerb oder die Veräußerung als vorteilhaft bezeichnet und mit der der Willen des Empfehlungsadressaten in Richtung Vornahme des Geschäftes beeinflusst werden soll.

Fraglich ist, ob die nunmehrige Variante des „**Anstiftens**“ (so noch der Wortlaut in § 38 III Nr. 2 WpHG) eine inhaltliche Änderung im Vergleich zum bisherigen sonstigen „Verleiten“ mit sich bringen soll: Auf sonstige Weise verleiten meinte die Einwirkung auf den Willen des Adressaten mit beliebigen Mitteln. Würde man die Formulierung „anstiften“ im technischen Sinne verstehen, käme eine solche nur bei Vorliegen einer vorsätzlichen rechtswidrigen Haupttat in Betracht. Diese Frage dürfte nunmehr aber eindeutig geklärt sein: Hintergrund des Wortlauts „anstiften“ war die entsprechende, missglückt ins Deutsche übersetzte Formulierung in Art. 14 lit. b) MMVO. Der Wortlaut dieser Verordnung wurde aber zwischenzeitlich korrigiert und in „verleiten“ abgeändert (siehe Abl. 2016 L 287/320 [Amtsblatt der Europäischen Union]). Im Zuge des 2. FiMaNoG wird diese Änderung künftig auch im deutschen Recht nachvollzogen. Beim zukünftigen § 119 III Nr. 2 WpHG n.F. wird also die bisherige Formulierung „anstiftet“ (§ 38 III Nr. 2 WpHG) durch „verleiten“ ersetzt.

In **subjektiver** Hinsicht ist nach allgemeinen Grundsätzen Vorsatz erforderlich.

bb) Fall zum sog. Tipping – Sachverhalt (angelehnt an *Hellmann/Beckemper Wirtschaftsstrafrecht Fall 4*)

Die an der Börse gelistete G-AG verhandelt, vertreten durch ihren Vorstand V, mit der hoch ertragreichen X-GmbH über einen Kauf derselben. Die geheim geführten Verhandlungen werden durch ein ebenfalls geheimes Kaufangebot durch V am 7. Februar gekrönt. Am selben Tag gibt V seiner Freundin F den Rat, Aktien der G-AG zu kaufen, „das werde sich schon lohnen“. Am 9. Februar ordert F 10.000 Aktien zu einem Kurs von 15 €. Die Sparkasse führt die Order über ihren Broker an der Börse aus. Am 10. Februar gibt die G-AG eine Ad-hoc-Meldung über den nunmehr perfekten Kauf der X-GmbH heraus. Der Börsenkurs der G-AG verdoppelt sich noch am selben Tag auf 30 €. Die F hat somit binnen eines Tages den Börsenwert ihrer Aktien verdoppelt und hat einen Buchgewinn von 150.000 € erzielt.

Strafbarkeit von V und F nach dem WpHG?

cc) Fall zum sog. Tipping – Lösungshinweise

Strafbarkeit des V gem. § 38 III Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 14 lit. b) MMVO

- V ist **tauglicher Täter**: Erst ist als Mitglied des Vorstands sog. Primärinsider im Sinne von Art. 8 IV UAbs. 1 a) MMVO. Für eine Strafbarkeit wäre nunmehr im Übrigen aber auch die Charakterisierung als sog. Sekundärinsider ausreichend (vgl. Art. 8 IV UAbs. 2 MMVO).

- Bei dem Kaufangebot handelt es sich um eine **Insidertatsache**. Es handelt sich dabei nämlich um eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die zu einer Kursbeeinflussung geeignet ist (vgl. Art. 7 I lit. a), II MMVO). Ein Indiz für die Kurserheblichkeit ergibt sich auch daraus, dass der Aktienkurs nach Abgabe der Ad-hoc-Meldung stark angestiegen ist.
- V hat der F auch **empfohlen, ein Insidergeschäft zu tätigen**. Er hat ihr nämlich auf der Grundlage einer Insiderinformation den Rat gegeben, Aktien (und somit Finanzinstrumente im Sinne der MMVO) zu erwerben, vgl. Art. 8 II lit. a) MMVO. Eine Preisgabe der Insiderinformation ist dafür nicht erforderlich.
- Schließlich handelte V auch vorsätzlich, rechtswidrig und schuldhaft. Anhaltspunkte für einen Irrtum liegen nicht vor.
- → V hat sich gem. § 38 III Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 14 lit. b) MMVO strafbar gemacht.

Strafbarkeit der F gem. § 38 III Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 14 lit. a) MMVO

- Durch den Erwerb der Aktien könnte F ein verbotenes **Insidergeschäft** getätigt haben. Ein solches liegt gem. Art. 8 I MMVO vor, wenn eine Person über eine Insiderinformation verfügt und unter Nutzung dieser Information Finanzinstrumente für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt erwirbt oder veräußert.

- Voraussetzung wäre dafür grundsätzlich, dass F über eine **Insiderinformation** verfügte. Allerdings hatte F keine Kenntnis von dem Kaufangebot; sie erhielt lediglich den Hinweis, dass sich ein Kauf „lohnen werde“. Dabei handelt es sich nicht um eine *präzise Information* i.S.v. Art. 7 I lit. a), II MMVO, da insofern nicht auf einen konkreten gegebenen oder künftigen Umstand (bzw. ein Ereignis) Bezug genommen wird. F verfügte somit nicht über eine Insiderinformation.
- Eine Strafbarkeit wegen eines Insidergeschäfts kommt allerdings auch dann in Betracht, wenn der Betroffene keine (persönliche) Kenntnis von einer Insiderinformation hat: Gem. Art. 8 III MMVO erfüllt die **Nutzung einer Empfehlung** (eine Empfehlung erfolgte – wie gesehen – durch V) ebenfalls den Tatbestand des Insidergeschäfts, sofern der Nutzende weiß oder wissen sollte, dass diese auf einer Insiderinformation beruht. Diese Voraussetzung lässt sich vorwiegend wohl bejahen: F wusste, dass ihr Freund V Mitglied des Vorstands der G-AG ist. Sie musste daher davon ausgehen, dass eine Kaufempfehlung von Aktien auf einer Insiderinformation beruht. Sie tätigte daher ein Insidergeschäfts gem. Art. 14 lit. a), Art. 8 III MMVO.
- F handelte zudem vorsätzlich (es lässt sich wohl jedenfalls bedingter Vorsatz bejahen), rechtswidrig und schuldhaft.
- → F hat sich somit gem. § 38 III Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 14 lit. a) MMVO (Tätigen eines Insidergeschäfts) strafbar gemacht.

f) Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen (§ 38 III Nr. 3 WpHG)

aa) Objektiver Tatbestand

§ 38 III Nr. 3 WpHG verweist auf Art. 14 lit. c) MMVO. Verboten ist danach die *unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen*. Eine Konkretisierung dieser Tathandlung enthält wiederum Art. 10 MMVO.

Taugliche Täter sind sowohl Primär- als auch Sekundärinsider (vgl. Art. 10 I UAbs. 2 i.Vm. Art. 8 IV MMVO).

Tathandlung: Gem. Art. 10 I UAbs. 1 MMVO liegt eine **unrechtmäßige Offenlegung** grundsätzlich immer dann vor, wenn eine Person über eine Insiderinformationen verfügt und diese Information gegenüber einer anderen Person offenlegt. Etwas anderes gilt nur dann („es sei denn“), wenn die Offenlegung im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs, oder der normalen Erfüllung von Aufgaben erfolgt.

Zur alten Rechtslage hatte der EuGH (einschränkend) entschieden, dass eine rechtmäßige Offenlegung einen *engen Zusammenhang* mit der beruflichen Tätigkeit voraussetzt und die Weitergabe der Information außerdem zur Aufgabenerfüllung *unerlässlich* sein und den *Grundsatz der Verhältnismäßigkeit* beachten müsse (EuGH NZG 2006, 60, 61). Noch nicht abschließend geklärt ist, ob diese einschränkende Auslegung auch auf die gegenwärtige Rechtslage anzuwenden ist. Es liegen jedenfalls keine Anhaltspunkte dafür vor, dass der europäische Gesetzgeber bewusst von der Auslegung des EuGH abweichen wollte (*Poelzig* NZG 2016, 528, 534).

Ebenso wie bereits bei der alten Rechtslage ist die Unrechtmäßigkeit der Offenbarung immer dann zu verneinen, wenn ein entsprechendes gesetzliches Gebot besteht (man denke etwa an die Ad-hoc-Publizität, siehe dazu den nachfolgenden Exkurs unter 4.).

bb) Subjektiver Tatbestand:

In subjektiver Hinsicht verlangt der Tatbestand nach allgemeinen Grundsätzen Vorsatz.

4. Exkurs: Ad-hoc-Publizität

Das geltende Recht sieht an verschiedenen Stellen Information- bzw. Offenlegungspflicht gegenüber dem Kapitalmarkt vor (man denke z.B. an die Pflicht von Kapitalgesellschaften zur Offenlegung von Jahresabschlüssen und Lageberichten gem. § 325 HGB).

An dieser Stelle soll speziell ein kurzer Blick auf die sog. **Ad-hoc-Publizität** geworfen werden. Hierbei handelt es sich um eine nunmehr in Art. 17 MMVO (früher § 15 WpHG a.F.) geregelte Pflicht zur **Veröffentlichung von Insiderinformationen**. Hierdurch soll Markttransparenz geschaffen und der Informationsvorsprung der Insider abgebaut werden. Schließlich soll durch die Bekanntgabepflicht auch Insidergeschäften vorgebeugt werden (Erwägungsgrund Nr. 49 MMVO).

Gemäß Art. 17 I MMVO sind Emittenten verpflichtet, Insiderinformationen – sofern diese den Emittenten unmittelbar betreffen – „so bald wie möglich“ der Öffentlichkeit bekannt zu geben. Die genannte Vorschrift enthält zudem gewisse Mindestvoraussetzungen hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung (so müssen die Emittenten u.a. die Insiderinformationen für einen Zeitraum von 5 Jahren auf ihrer Website veröffentlichen). Die Formulierung „so bald wie möglich“ verlangt dabei keine sofortige bzw. umgehende Bekanntgabe. Die Frist richtet sich etwa auch nach der Komplexität der Sachlage, wobei den Emittenten ein angemessener

Prüfungszeitraum zusteht (*von der Linden* DStR 2016, 1036, 1038). Unter gewissen Voraussetzungen kann die Offenlegung von Insiderinformationen auf eigene Verantwortung aufgeschoben werden (Art. 17 V MMVO).

Ergänzend zu Art. 17 MMVO regelt § 15 I WpHG n.F. unter anderem, dass Insiderinformationen vor der Veröffentlichung (gem. Art. 17 MMVO) der BaFin sowie den Geschäftsführern der Handelsplätze, an denen die Emittenten zum Handel zugelassen sind, mitzuteilen sind.

5. Strafbare Marktmanipulation, §§ 38 I Nr. 2, 39 III d Nr. 2 WpHG

a) Allgemeines

§ 38 I Nr. 2 WpHG verweist zunächst auf den Ordnungswidrigkeitentatbestand des § 39 III d Nr. 2 WpHG: Danach handelt ordnungswidrig, wer vorsätzlich oder leichtfertig entgegen Art. 15 MMVO eine Marktmanipulation begeht. Im Vergleich dazu ist die strafrechtliche Regelung (also § 38 I Nr. 2 WpHG) allerdings enger: Zum einen sind nur vorsätzliche Handlungen strafbar, zum anderen setzt die Strafbarkeit (wie auch nach alter Rechtslage) einen Einwirkungserfolg voraus (etwa Einwirkung auf den inländische Börsen- oder Marktpreis, § 38 I Nr. 2 a) WpHG).

Der bereits genannte Art. 15 MMVO besagt schlicht, dass „Marktmanipulation und der Versuch hierzu [verboten] sind“. Eine nähere Konkretisierung der verbotenen Verhaltensweisen enthalten allerdings Art. 12 f. MMVO, wobei Art. 13 MMVO bestimmte *zulässige* Marktpraktiken benennt.

Art. 12 MMVO enthält unterschiedliche Handlungen, die nachfolgend – unter b) – überblicksartig dargestellt werden. Systematisch kann man dabei zwischen *handels- und informationsgestützten* Marktmanipulationen unterscheiden (*von der Linden* DStR 2016, 1036, 1040). Eine Manipulation kann also vereinfacht gesagt durch Handelstätigkeiten (z.B. Börsengeschäfte) oder durch die Verbreitung von Informationen erfolgen.

b) Überblick über verbotene Manipulationshandlungen

Hinweis zur Systematik: Art. 12 I MMVO enthält verschiedene abstrakte Charakterisierungen von verbotenen Handlungen. Anhang I der MMVO benennt Indikatoren für ein manipulatives Handeln im Sinne von Art. 12 I MMVO (siehe dazu auch Art. 12 III MMVO, der explizit auf den Anhang verweist). Weiterhin werden in Art. 12 II MMVO bestimmte vertypete Handlungsweisen genannt, die als Marktmanipulation anzusehen sind.

aa) Marktmanipulation durch handelsbedingtes Setzen irreführender Signale oder durch Herbeiführung eines atypischen Kursniveaus (Art. 12 I lit. a) MMVO)

Art. 12 I lit. a) MMVO verbietet den Abschluss von Geschäften und andere Handlungsformen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments (oder bestimmter anderer Objekte) setzen oder bei denen dies wahrscheinlich ist.

Darüber hinaus ist der Abschluss von solchen Geschäften (und anderen Handlungsformen) unzulässig, die ein anormales oder künstliches Kursniveau von Finanzinstrumenten (sowie von bestimmten anderen Objekten)

sichern. Die genannten Tathandlungen sind allerdings dann legitim, wenn es sich um zulässige Marktpraktiken im Sinne von Art. 13 MMVO handeln sollte.

Als **Beispiel** einer verbotenen Handlung benennt Art. 12 II lit. a) MMVO das **sog. Cornering**. Damit sind Handlungen gemeint, die dem Betroffenen eine marktbeherrschende Stellung in Bezug auf das Angebot eines Finanzinstruments (oder bestimmter anderer Objekte) verschaffen und ihm somit die Möglichkeit einer (überhöhten) Preisfestsetzung gewähren. Ein Marktteilnehmer erkennt also beispielsweise, dass Dritte auf ein Finanzinstrument angewiesen sind, kauft daraufhin den diesbezüglichen Markt „leer“ und kann somit die Preise „diktieren“ (*Schröder* HB Kapitalmarktstrafrecht Rn. 503). Hierbei handelt es sich also um eine durch Art. 12 II MMVO vertypete Verhaltensweise, bei der durch Geschäftsabschlüsse ein anormales bzw. künstliches Kursniveau im Sinne von Art. 12 lit. a) MMVO geschaffen wird.

bb) Beeinflussung eines Kurses unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Täuschungsformen (Art. 12 I lit. b) MMVO)

Art. 12 I lit. b) MMVO verbietet den Abschluss von Geschäften oder andere Handlungen an Finanzmärkten, die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung „sonstiger Kunstgriffe“ (so wörtlich) oder (sonstiger) Täuschungsformen zu einer Kursbeeinflussung führen, bzw. zu einer solchen geeignet sind.

Unter diese Variante dürften beispielsweise die bereits nach alter Rechtslage unzulässigen sog. **Wash sales** fallen. Damit sind Geschäfte gemeint, bei denen Käufer und Verkäufer jedenfalls wirtschaftlich identisch sind. Ein solche Vorgehensweise könnte man auf den ersten Blick als sinnlos bewerten, da durch das Verschieben

z.B. der Aktien Spesen entstehen. Der Gedanke dahinter ist indes, dass der Täter durch mehrere Kauf- bzw. Verkaufsaufträge den Kurs des Finanzinstruments sukzessive in die Höhe treibt (*Schröder* HB Kapitalmarktstrafrecht Rn. 488 f.).

cc) Informationsgestützte Marktmanipulationsformen (Art. 12 I lit. c) und d) MMVO)

Gemäß Art. 12 I lit. c) ist das Verbreiten von solchen Informationen verboten, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Kurses von Finanzinstrumenten geben, oder bei denen dies wahrscheinlich ist. Unzulässig ist zudem die Verbreitung von Informationen, die ein anormales oder künstliches Kursniveau herbeiführen, oder bei denen dies wahrscheinlich ist. Weitere unzulässige Handlungsweisen benennt Art. 12 I lit. d) MMVO, die allerdings für die Vorlesung nicht weiter von Relevanz sind.

Ein Beispiel für eine solche informationsgestützte Marktmanipulation im Sinne von Art. 12 I lit. c) MMVO stellt das sog. **Scalping** dar, welches zudem in Art. 12 II lit. d) als vertypete Manipulationsform umschrieben ist. Was darunter zu verstehen ist, wird anhand des nachfolgenden Beispielfalls verdeutlicht.

c) Fall zum Scalping

aa) Sachverhalt (angelehnt an BGHSt 48, 373)

S war ein hoch angesehener Börsenredakteur („Börsenguru“), der zugleich auch mehrere Aktienfonds beriet. Wie S wusste, setzten die zuständigen Abteilungen der Fonds seine Anlageempfehlungen in der Regel ohne Rückfragen und zeitnah an der Börse um. S war aus seiner Erfahrung weiterhin bekannt, dass große Orders der von ihm betreuten Fonds zu entsprechenden Kursanstiegen bei den jeweiligen Aktienwerten führten.

Um dies zu seinem Vorteil auszunutzen erwarb er Aktien von eher schlecht laufenden Unternehmen. Anschließend empfahl er den von ihm betreuten Fonds, die gleichen Aktien zu erwerben. Diese folgten seinem Rat und erwarben die entsprechenden Aktien, was zu einem explosiven Kursanstieg der Aktienwerte führte. S verkaufte sodann seine Aktien.

Nach Bekanntwerden der Aktion fiel der Kurs wieder auf den alten Börsenpreis.

Strafbarkeit des S?

bb) Strafrechtliche Würdigung

Hinweis: Beim Scalping empfiehlt der Täter (etwa ein bekannter Journalist, Anlageberater etc.) den Erwerb bestimmter Papiere, wobei er solche selbst zuvor erworben hat. Die auf die Empfehlung folgende Kurssteigerung (Dritte erwerben also aufgrund der Empfehlung entsprechende Wertpapiere) nutzt der Täter, um seine eigenen Anteile gewinnbringend zu veräußern.

▪ **Strafbarer Insiderhandel durch Kauf eigener Aktien in Kenntnis der späteren Empfehlung der Aktie?**

Bevor auf eine denkbare Strafbarkeit wegen Marktmanipulation eingegangen wird, stellt sich zunächst die Frage, ob der Kauf der Aktien ein **strafbares Insidergeschäft i.S.v. § 38 III Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 14 lit. a) MMVO** darstellt.

Gemäß Art. 8 I MMVO setzt ein Insidergeschäft voraus, dass der Betroffene über eine Insiderinformation verfügt und unter Nutzung derselben ein Finanzinstrument erwirbt oder veräußert.

Entscheidende Vorfrage ist also, ob die *eigene Absicht, die durch den Kauf betroffenen Aktien später Dritten zum Erwerb zu empfehlen, eine Insiderinformation* im Sinne von Art. 7 MMVO darstellt. Nach alter Rechtslage war dies umstritten, wurde aber vom BGH in einer Grundsatzentscheidung verneint (BGHSt 48, 373, 378). Nach Ansicht des Gerichts reiche eine selbst geschaffene innere Tatsache nicht aus, da eine Information nach dem Sprachgebrauch ein Drittbezug immanent sei.

Fraglich ist, ob dies auf Grundlage der nunmehr geltenden Rechtslage anders zu bewerten ist (vertiefend dazu *Klöhn* ZIP 2016, 44):

Für die bisherige Linie des BGH (Verneinung einer Insiderinformation) könnte Erwägungsgrund Nr. 54 S. 3 MMVO angeführt werden: Danach sollten „Informationen über die eigenen Handelspläne und -strategien des Marktteilnehmers nicht als Insiderinformation betrachtet werden [...]“. Betrachtet man also die Absicht zur späteren Empfehlung der Aktien als *Handelsplan bzw. -strategie*, ist die Verneinung einer Insiderinformation naheliegend.

Zu dem gleichen Ergebnis führen auch die Überlegungen von *Klöhn* (ZIP 2016, 44, 46): Dieser geht zwar im Ausgangspunkt davon aus, dass auch selbst geschaffene innere Tatsachen als Insiderinformationen anzusehen sein könnten. Allerdings sei bei der Frage nach dem Vorliegen einer Insiderinformation *die gesamte Informationslage des Täters* zu berücksichtigen sei. Zu dieser Kenntnislage gehöre aber auch der Umstand, dass die

nachfolgende Empfehlung der Papiere *sachlich unbegründet sei*. Dieser Informationslage fehle nun die erforderliche *Kursrelevanz* (siehe dazu oben KK 299), da verständige Anleger keine Anlageentscheidung darauf stützten würden.

Letztlich spricht für die Verneinung eines verbotenen Insidergeschäfts auch der Umstand, dass das Scalping – wie gleich (KK 315) noch zu sehen sein wird – gemäß der MMVO als vertypte verbotene *Marktmanipulationshandlung* angesehen wird.

-> **§ 38 III Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 14 lit. a) MMVO (-)**

- Aus den gleichen Gründen ist auch eine Strafbarkeit gem. **§ 38 III Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 14 lit. b) MMVO** (Empfehlung zu Insidergeschäft) zu verneinen.
- **Empfehlung der Aktie als Marktmanipulation im Sinne von §§ 38 I Nr. 2, 39 III d Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 15 MMVO**

Während Art. 15 MMVO allgemein das Verbot der Marktmanipulation (bzw. des Versuchs dazu) regelt, enthält Art. 12 MMVO (wie bereits gesehen) eine Konkretisierung der verbotenen Verhaltensweisen. In Betracht kommt Art. 12 I lit. c) MMVO, der die Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Angebot und Nachfrage, sowie Kurse von Finanzinstrumenten setzen können, verbietet.

Eine nähere Subsumtion darunter ist allerdings nicht erforderlich, da das Scalping in **Art. 12 II lit. d) MMVO** bereits als *vertypte Marktmanipulationshandlung* geregelt ist (vgl. auch *Wittig* § 30 Rn. 41). Da es infolge der Empfehlung auch zu einem Anstieg des Aktienkurses gekommen ist (Einwirkungserfolg) und S zudem vorsätzlich handelte, liegen auch die strafbarkeitsbegründenden Voraussetzungen des § 38 I Nr. 2 WpHG vor.

→ §§ 38 I Nr. 2, 39 III d Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 15 MMVO (+)

▪ **§ 263 StGB (-)**

Eine Täuschung liegt wohl vor, aber es fehlt am Schaden, denn die Anleger erwarben die Aktien zu dem bei Vornahme des Geschäfts geltenden Börsenkurs. Dies war der Marktpreis.

▪ **§ 266 (-)**

Mangels eines Vermögensnachteils auf Seiten der Fondsteilnehmer (wie beim Betrug). Im Übrigen ist bereits das Vorliegen einer Vermögensbetreuungspflicht äußerst zweifelhaft.

d) Weiterer Übungsfall zur Marktmanipulation

aa) Sachverhalt (nach *Hellmann/Beckemper Wirtschaftsstrafrecht Fall 7*)

Der Aktionär A der F-AG möchte seine Aktien pushen. Daher verbreitet er über einen befreundeten (gutgläubigen) Redakteur und im Internet das Gerücht, die F-AG werde mit der X-GmbH fusionieren. Er bezweckt, dass andere Anleger seinem falschen Gerücht vertrauen und die Aktie durch gestiegene Nachfrage steigen wird. Diese Hoffnung erfüllt sich nicht, da der Kurs unverändert bleibt.

Strafbarkeit des A nach dem WpHG?

bb) Strafrechtliche Würdigung

- Nach **alter Rechtslage** kam eine Strafbarkeit nicht in Betracht, da der Aktienwert nicht reagierte (kein Erfolgseintritt im Sinne einer Einwirkung auf den Aktienkurs). Von einem fehlenden Erfolg muss jedenfalls in dubio pro reo ausgegangen werden. Denkbar ist nämlich grundsätzlich auch, dass Anleger aufgrund seiner Nachricht ihre Aktien nicht verkauft haben und dies den Kurs gestützt hat.

Mangels Versuchsstrafbarkeit war das Verhalten nach alter Rechtslage somit allein als Ordnungswidrigkeit gem. § 39 II Nr. 11 i.V.m. § 20a I 1 Nr. 1 Alt. 1 WpHG a.F. zu bewerten.

- Nach **neuer Rechtslage** ist das Verhalten dagegen als strafbarer Versuch einer informationsgestützten Marktmanipulation zu bewerten (**§§ 38 I Nr. 2, 39 III d Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 15, 12 I lit. c) MMVO, §§ 22, 23 StGB**).

Auch die gegenwärtige Gesetzeslage setzt zwar einen Einwirkungserfolg voraus (vgl. § 38 I WpHG). Allerdings ist nunmehr auch der **Versuch unter Strafe gestellt (§ 38 IV WpHG)**.

A hatte auch **Tatentschluss** zur Begehung einer informationsgestützten Marktmanipulation im Sinne von Art. 15, 12 I lit. c) MMVO: Dabei nennt Art. 12 I lit. c) MMVO ausdrücklich die Medien einschließlich des Internets als Verbreitungswege für die Informationen. Auch das Verbreiten von *Gerüchten* wird erfasst, wenn der Täter wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren (Art. 12 I lit. c) MMVO a.E.). Durch das Verbreiten der Informationen wollte A auch falsche (bzw. jedenfalls irreführende) Signale hinsichtlich des Aktienkurses setzen und auf diese Weise auf den Aktienkurs einwirken (Taterfolg). Soweit sich A zur Verbreitung der Informationen über die Medien eines befreundeten Journalisten bediente, liegt auch ein Tatentschluss bzgl. der Voraussetzungen der mittelbaren Täterschaft (in Form der Wissensherrschaft) vor.

→ **§§ 38 I Nr. 2, 39 III d Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 15, 12 I lit. c) MMVO, §§ 22, 23, 25 I Alt. 2 StGB (+)**

6. Exkurs: BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)

- Rechtsgrundlagen: „Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG)“.
- Die BaFin ist eine bundesunmittelbare, rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts und unterliegt der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen.
- Sie dient der Sicherung der Funktionsfähigkeit, Stabilität und Integrität des gesamten deutschen Finanzsystems, mithin dem Schutz der Marktteilnehmer. Weiterhin übt sie die Solvenzaufsicht für Banken, Finanzdienstleistungsunternehmen und Versicherungsunternehmen aus.
- Zur Verhinderung von Insiderhandel analysiert die BaFin routinemäßig das Handelsgeschehen: Sie wertet dabei die Daten aus, die von Kredit- und Finanzdienstleistungsunternehmen gemeldet werden müssen. Zudem überprüft sie alle Ad-hoc-Mitteilungen börsennotierter Unternehmen. Bei Anhaltspunkten für einen Verstoß leitet sie eine förmliche Untersuchung ein. Sofern sich der Verdacht erhärtet erstattet sie Strafanzeige bei der Staatsanwaltschaft (<https://strafrecht-online.org/bafin-insiderüberwachung>). Umgekehrt informiert die StA die BaFin über Ermittlungen, welche Straftaten nach § 38 WpHG zum Gegenstand haben (näher dazu § 40a WpHG).
- Im Zuge des eingangs genannten 1. FiMaNoG wurden die Aufgaben und Befugnisse der BaFin nochmals erweitert: § 4d FinDAG verpflichtet beispielsweise die BaFin zur Einrichtung einer Whistleblowing-Plattform.

-
- Daneben wird der BaFin zunehmend auch die Möglichkeit gewährt, von ihr getroffene unanfechtbare Maßnahmen oder Sanktionsentscheidungen öffentlich bekanntzumachen (siehe etwa §§ 40b ff. WpHG; § 319 VAG).

Schlagwörter zur Wiederholung

- Normenstruktur strafbarer Insiderhandlungen
- Was versteht man unter Ad-hoc-Publizität?
- Grundstruktur des strafrechtlichen Verbots von Marktmanipulationen
- Strafrechtliche Würdigung des sog. Scalping

Literatur- und Rechtsprechungshinweise:

zur neuen Rechtslage

Poelzig NZG 2016, 528

von der Linden DStR 2016, 1036

Klöhn ZIP 2016, 44 (zum Scalping)

Wittig § 30

zur Frage einer Strafbarkeitslücke im Zuge des 1. FiMaNoG

BGH NJW 2017, 966

Rothenfuß/Jäger NJW 2016, 2689

Lorenz/Zierden HRRS 2016, 443

zur alten Rechtslage

Hellmann/Beckemper Wirtschaftsstrafrecht Rn. 29-61, Rn. 62-101

Achenbach/Ransiek/Schröder Handbuch Wirtschaftsstrafrecht Kap. 10 Abschnitt 2