

## 4. Teil: Schutz von kollektiven Rechtsgütern

### § 9: Vertrauensrechtsgüter (Teil 3)

#### III. Vertrauen in das Funktionieren des Wertpapierhandels, § 119 WpHG – Fortsetzung

#### 5. Strafbare Marktmanipulation, §§ 119 I, 120 XV Nr. 2 WpHG

##### a) Allgemeines

§ 119 I WpHG verweist (unter anderem) auf den Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 120 XV Nr. 2 WpHG: Danach handelt ordnungswidrig, wer vorsätzlich oder leichtfertig **entgegen Art. 15 MAR eine Marktmanipulation** begeht. Im Vergleich dazu ist die strafrechtliche Regelung (also § 119 I WpHG) allerdings enger: Zum einen sind nur **vorsätzliche** Handlungen strafbar, zum anderen setzt die Strafbarkeit einen **Einwirkungserfolg** voraus (etwa Einwirkung auf den inländische Börsen- oder Marktpreis, § 119 I Nr. 1 WpHG).

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

Art. 12 MAR 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 MAR enthält verschiedene abstrakte Charakterisierungen von verbotenen Handlungen. Anhang I der MAR benennt Indikatoren für ein manipulatives Handeln im Sinne von Art. 12 I MAR (siehe dazu auch Art. 12 III MAR, der explizit auf den Anhang verweist). Weiterhin werden in Art. 12 II MAR 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 a) MAR)

Art. 12 I a) MAR 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 MAR handeln sollte.

Als **Beispiel** einer verbotenen Handlung benennt Art. 12 II a) MAR 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 dann die Preise „diktieren“ (*Schröder* HB Kapitalmarktstrafrecht Rn. 503). Hierbei handelt es sich also um eine durch Art. 12 II MAR vertypte Verhaltensweise, bei der durch Geschäftsabschlüsse ein anormales bzw. künstliches Kursniveau im Sinne von Art. 12 I a) MAR geschaffen wird.

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

Art. 12 I b) MAR 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 c) und d) MAR)

Gemäß Art. 12 I 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 d) MAR, die allerdings für die Vorlesung nicht weiter von Relevanz sind.

Ein Beispiel für eine solche informationsgestützte Marktmanipulation im Sinne von Art. 12 I c) MAR stellt das sog. **Scalping** dar, das zudem in Art. 12 II d) als vertypete Manipulationsform umschrieben ist. 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. Zur Verdeutlichung s. den nachfolgenden Beispielfall.

## 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

- 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. § 119 III Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 14 a) MAR darstellt.

Gemäß Art. 8 I MAR 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 MAR 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 und *Hellmann* Wirtschaftsstrafrecht Rn. 96):

Art. 9 V MAR geht wohl davon aus, dass selbst geschaffene innere Tatsachen grundsätzlich Insiderinformationen sein können. Für die bisherige Linie des BGH (Verneinung einer Insiderinformation) könnte aber Erwägungsgrund Nr. 54 S. 3 MAR 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 KK 299), da verständige Anleger keine Anlageentscheidung darauf stützen würden.

Eine andere Lösung wäre es, den nach Art. 7 I a) MAR erforderlichen Bezug der Information, also der Empfehlungsabsicht, zu Emittenten bzw. Finanzinstrumenten abzulehnen (so *Hellmann* Wirtschaftsstrafrecht Rn. 97).

---

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 MAR als vertypte verbotene Marktmanipulationshandlung angesehen wird.

→ § 38 III Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 14 a) MAR (-)

- Aus den gleichen Gründen ist auch eine Strafbarkeit gem. **§ 119 III Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 14 b) MAR** (Empfehlung zu Insidergeschäft) zu verneinen.
- **Empfehlung der Aktie als Marktmanipulation im Sinne von §§ 119 I, 120 XV Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 15 MAR**

Während Art. 15 MAR allgemein das Verbot der Marktmanipulation (bzw. des Versuchs dazu) regelt, enthält Art. 12 MAR (wie bereits gesehen) eine Konkretisierung der verbotenen Verhaltensweisen. In Betracht kommt Art. 12 I c) MAR, 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 d) MAR** 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 § 119 I Nr. 1 WpHG vor.

→ §§ 119 I, 120 XV Nr. 2 WpHG i.V.m. Art. 15 MAR (+)

▪ **§ 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.



## 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 StA (<https://strafrecht-online.org/bafin-insideruberwachung>). Umgekehrt informiert die StA die BaFin über Ermittlungen, welche Straftaten nach § 119 WpHG zum Gegenstand haben (näher dazu § 122 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 §§ 123 ff. WpHG; § 319 VAG).

## **Schlagwörter zur Wiederholung**

- I. Grundstruktur des strafrechtlichen Verbots von Marktmanipulationen
- II. Strafrechtliche Würdigung des sog. Scalping

**Literatur- und Rechtsprechungshinweise:**

**Zur neuen Rechtslage des Marktmissbrauchs:**

*Hellmann* Wirtschaftsstrafrecht Rn. 77–115

**Zur Rechtslage vor dem 2. FiMaNoG [im Wesentlichen noch relevant]:**

*Poelzig* NZG 2016, 528

*von der Linden* DStR 2016, 1036

*Klöhn* ZIP 2016, 44 (zum Scalping)

*Wittig* § 30