

Sabrina Birkner

Der Einwirkungserfolg bei
der Marktmanipulation im
Kontext nationalen und
europäischen Rechts

Heft 155

Juli 2018

Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts

Von

Sabrina Birkner

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Sabrina Birkner ist Absolventin im Fach Rechtswissenschaft am Juristischen Bereich der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg und des postgraduellen Studiengangs „Master of Business and Economic Law“ am Institut für Wirtschaftsrecht an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Christoph Kumpan (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 155

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-960-1 (print)

ISBN 978-3-86829-961-8 (elektr.)

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

<http://institut.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/de/node/23>

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/node/23>

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	5
B. Die Definition der Marktmanipulation	5
C. Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation	8
I. Die tatsächliche Einwirkung auf den Markt- oder Börsenpreis	8
1. Legitimität des Einwirkungserfolgs als Strafbarkeitsvoraussetzung.....	8
2. Die Annahme eines Einwirkungserfolgs.....	9
a) Einwirkung	9
b) Arten der Preiseinwirkung	11
(1) Unmittelbare Preiseinwirkung.....	11
(2) Mittelbare Preiseinwirkung	11
c) Börsen- und Marktpreis.....	12
d) Kausalität der Manipulationshandlung.....	14
e) Objektive Zurechnung	16
f) Erheblichkeit der Preiseinwirkung.....	17
II. Die Preiseinwirkung durch Unterlassen	19
III. Die Bestimmung des Einwirkungserfolgs	20
1. Bestimmung anhand der Betrachtung des Schlusskurses	20
2. Bestimmung anhand der Betrachtung fortlaufender Notierungen.....	21
IV. Fazit zum Einwirkungserfolg.....	22
D. Rechtliche Folgen der Herbeiführung (bzw. Nichtherbeiführung) des Einwirkungserfolgs im Kontext des nationalen Rechts und des Unionsrechts.....	23
I. Rechtsentwicklung der letzten Jahre.....	23
1. Das Marktmissbrauchsrecht bis zum 02. Juli 2016.....	23
2. Änderungen des Marktmissbrauchsrecht durch die MAR seit 03. Juli 2016	24
II. Sanktionierung der Marktmanipulation unter Berücksichtigung des Einwirkungserfolgs	26
1. Strafrechtliche Sanktionierung	26
a) Strafbarkeit vorsätzlicher Marktmanipulation	26
(1) §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR	26
(a) Umsetzung unionsrechtlicher Vorgaben in das nationale Recht.....	26
(b) Objektiver Tatbestand	27
(i) Objektiver Tatbestand der Art. 12, 15 MAR.....	27
(ii) Objektiver Tatbestand der §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG.....	28
(iii) Die Einführung des Einwirkungserfolgs als Strafbarkeitsvoraussetzung durch den deutschen Gesetzgeber.....	28
((a)) Grund für die Einführung des Einwirkungserfolgs	28
((b)) Unionsrechtskonformität der Einführung des Erfolgsanfordernisses.....	29

(c) Subjektiver Tatbestand.....	30
(d) Strafraumen.....	30
(2) Weitere Verbotsnormen	31
b) Strafbarkeit des Versuchs	31
2. Verwaltungsrechtliche Sanktionierung und andere Maßnahmen	32
a) Bußgeldrechtliche Sanktionen	32
(1) Ermessensspielraum des nationalen Gesetzgebers im Rahmen verwaltungsrechtlicher Sanktionen	33
(2) Bußgeldhöhe	33
b) Weitere verwaltungsrechtliche Sanktionen	34
3. Zivilrechtliche Folgen	35
E. Ergebnis	37
Schrifttum	39

A. Einleitung

Im Berichtsjahr 2016 analysierte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als zuständige nationale Aufsichtsbehörde¹ 706 Vorgänge im Hinblick auf Marktmanipulation und Insiderhandel², die unter dem Oberbegriff des Marktmissbrauchsrechts zusammengefasst werden können. Davon unterfielen 103 der insgesamt 149 positiven Marktanalysen der Marktmanipulation.³ Zudem untersuchte sie 272 neue Sachverhalte wegen Verdachts auf eine solche.⁴ Verglichen mit vergangenen Jahren zeichnet sich dabei, mit einigen Ausnahmen, ein wachsender Trend marktmanipulativer Verhaltensweisen im Wirtschaftsverkehr ab.⁵

Eine Kernvorschrift im deutschen Kapitalmarktstrafrecht stellt das Verbot der Marktmanipulation dar, das es untersagt, manipulative Einwirkungen auf die Preisbildung durch irreführende Informationsverbreitung oder Handlungsaktivität auszuführen, §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR.⁶ Nach § 119 Abs. 1 WpHG soll eine ordnungswidrige Manipulationshandlung zu einer strafbaren Marktmanipulation führen, wenn die Handlung tatsächlich auf den Preis des Finanzinstruments eingewirkt hat. Somit kommt dem Einwirkungserfolg eine herausragend wichtige Funktion zu, da allein sein Vorliegen entscheidet, ob noch lediglich zu beußendes Unrecht oder schon eine Straftat vorliegt. Aufgrund dieser Erheblichkeit des Tatbestandsmerkmals sollen im Rahmen des folgenden Beitrags die sich im deutschen Recht abzeichnenden Konturen des Einwirkungserfolgs dargestellt werden, bevor auf die rechtlichen Folgen der Herbeiführung (bzw. Nichtherbeiführung) des Einwirkungserfolgs im nationalrechtlichen und unionsrechtlichen Kontext eingegangen wird.

B. Die Definition der Marktmanipulation

Gemäß der Blankettnorm des §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR wird mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft, wer eine in § 120 Abs. 2 Nr. 3 WpHG oder Abs. 15 Nr. 2 bezeichnete vorsätzliche Handlung (Marktmanipulation) begeht und dadurch auf den inländi-

¹ *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371 (2377 f.); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (603); *Veil/Koch*, WM 2011, 2297, 2305.

² BaFin Jahresbericht 2016, 174 f.

³ *Ibid.*, 175.

⁴ *Ibid.*, 177. Dabei gingen insgesamt 178 auf Abgaben der Handelsuüberwachungsstellen der deutschen Börsen zurück; 11 auf Staatsanwaltschaften und Polizeibehörden.

⁵ So waren es im Jahre 2011 259 Marktanalysen (64 davon positiv bzgl. Marktmanipulation), 2012 354 (76 davon positiv bzgl. Marktmanipulation), 2013 425 (119 davon positiv bzgl. Marktmanipulation), 2014 721 (105 davon positiv bzgl. Marktmanipulation), 2015 570 (79 davon positiv bzgl. Marktmanipulation). Die Zahlen können den jeweiligen Jahresberichten der BaFin entnommen werden.

⁶ *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 5; *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157 (165).

schen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments [...], den Preis eines Finanzinstruments oder eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts an einem organisierten Markt [...], den Preis einer Ware im Sinne des § 2 Absatz 5 [...] oder die Berechnung eines Referenzwertes im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat [...] der Europäischen Union einwirkt.⁷

Um sich genauer mit diesen Tatbestandsmerkmalen auseinanderzusetzen, gilt es zunächst zu klären, was unter der in § 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG genannten Marktmanipulation zu verstehen ist. Nähert man sich dem Begriff alltagssprachlich, lässt sich Manipulation als undurchschaubares, geschicktes Vorgehen, mit dem sich jemand einen Vorteil verschaffen möchte,⁸ umschreiben und wird einhergehend mit der Beeinflussung oder gezielten Lenkung einer Entscheidung oder einer Sache verstanden.⁹ Im Kern geht es also darum, auf etwas Einfluss zu nehmen.¹⁰ Aus der Deutung des Wortlautes des § 119 Abs. 1 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR ergibt sich, dass dieser nicht auf die „Marktmanipulation“ als solche, sondern auf eine Preismanipulation abstellt.

Vor der neuen Marktmissbrauchsverordnung¹¹, die seit dem 03. Juli 2016 in Kraft trat, sah das Gesetz keine Legaldefinition der strafbaren „Marktmanipulation“ vor. Viel mehr fand der Begriff lediglich in der Überschrift des 4. Abschnitts und des § 20a WpHG Verwendung.¹² Auch Literatur und Rechtsprechung geben seither keine einheitliche Definition der Marktmanipulation. *Hopt* definiert die Kurspreismanipulation als „die Verwendung auf Täuschung des Effektenpublikums angelegter Mittel, um die Kursentwicklung in eine bestimmte Richtung zu beeinflussen“.¹³ Andere Teile des

⁷ Aufgrund der mehrfach gestuften blankettartigen Verweisung und der Verwendung zahlreicher unbestimmter Rechtsbegriffe wurden im Schrifttum erhebliche Bedenken hinsichtlich der Vereinbarkeit an den an § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1-3 WpHG aF anknüpfende Bußgeldtatbestand (§ 39 Abs. 1 Nr. 1, 2, Abs. 2. S. 11 WpHG aF) als auch den Straftatbestand bei tatsächlicher Einwirkung manipulativen Verhaltens auf den Börsen- oder Marktpreis (§ 38 Abs. 2, 5 WpHG) aF mit dem Bestimmtheitsgrundsatz (Art. 103 Abs. 2 GG) geäußert. Diese wurden auch nach Verabschiedung der MAR und Ersetzung des § 20a WpHG durch Art. 15, 12 MAR nicht beseitigt und bestehen ebenso ab dem 2. FiMaNoG fort. Ausführlich dazu: *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 24-28; Für eine Verordnung der Union gilt grundsätzlich allein der unionsrechtliche Bestimmtheitsgrundsatz des Art. 49 Abs. 1 GRCh, *Jarass*, GrCh EU, Art. 53 Rn 8 f. mwN; Mit der Inkorporierung der Art. 12, 15 MAR in eine Blankettstrafnorm des nationalen Rechts werden die Verhaltensnormen zugleich Teil dieses, welches selbst wiederum am strengeren, deutschen Bestimmtheitsgrundsatz nach Art. 103 Abs. 2 GG zu messen ist; *Ambos*, Internationales Strafrecht, § 11 Rn 29; *Heger*, in: Böse (Hrsg), EnzEuR, Bd. 9, § 5, Rn 61; *Enderle*, Blankettstrafgesetze, 199; *Hecker*, Europäisches Strafrecht, Teil 3, Rn 80; *C. Schröder*, HRRS 2013, 253 (258); *Schützendübel*, Blankettstrafgesetze, 257.

⁸ Duden, Fremdwörterbuch, Stichwort „Manipulation“.

⁹ *Dahme*, Manipulation, in: Ritter/Gründer (Hrsg), Historisches Wörterbuch der Philosophie, Bd. 5, Sp. 726.

¹⁰ *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 11.

¹¹ Verordnung 596/2014/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173/1 vom 12. Juni 2014 (market abuse regulation); Im Folgenden MAR.

¹² *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 11; *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 27.

¹³ Vgl *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, 491.

Schrifttums fassen unter den Begriff der Marktmanipulation allgemein alle Verhaltensweisen, durch die auf unredliche Weise auf die Kurs- oder Preisbildung eingewirkt wird, wodurch ein Preis herbeigeführt wird, der bei freiem Spiel von Angebot und Nachfrage nicht bestünde.¹⁴ In Wahrnehmung der vom deutschen Gesetzgeber erteilten Verordnungsermächtigung übernahm das Bundesministerium für Finanzen im Rahmen der Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (MaKonV) die nähere Umschreibung einzelner marktmanipulativer Verhaltensweisen.¹⁵

Seit Inkrafttreten der MAR regelt nun, im Zuge des Europäisierungsprozesses¹⁶ des Marktmissbrauchsrechts, der Unionsgesetzgeber selbst die Konkretisierung des in Art. 15 MAR ausgesprochenen Verbots der Marktmanipulation¹⁷, indem er einerseits in der Vorschrift des Art. 12 Abs. 1, 2 MAR die Handlungen aufzählt, die unter anderem als Marktmanipulation gelten sollen, andererseits im Anhang I der MAR eine nicht erschöpfende Aufzählung von Indikatoren tätigt, die auf eine solche Manipulation hindeuten.¹⁸

Nach Art. 12 der MAR erfasst der Begriff der Marktmanipulation damit u.a. Handlungen,

- die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments geben oder Handlungen, durch die ein künstliches Kursniveau erzielt wird, Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR,
- die durch Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags oder jegliche sonstige Tätigkeit den Kurs eines Finanzinstruments beeinflussen oder hierzu geeignet sind, Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR,
- durch die Informationen verbreitet werden, die falsche oder irreführende hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines Finanzinstruments geben, Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR,
- durch die Referenzwerte durch Übermittlung falscher oder irreführender Angaben oder Bereitstellung falscher oder irreführender Ausgangsdaten manipuliert werden, Art. 12 Abs. 1 lit. d MAR.

¹⁴ *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, 3; *Watter*, SWZ 1990, 193 (194).

¹⁵ *Kutzner*, WM 2005, 1401 (1406); *Trüg*, NJW 2014, 1347.

¹⁶ Zum Begriff der Europäisierung: *Radaelli*, in: Radaelli/Featherstone (Hrsg), *The Europeanization of Public Policy*, 30; Europäisierung ist ein „mehrdimensionaler Prozess der Konstruktion, Verbreitung und Institutionalisierung von formellen und informellen Regelungen, Verfahren, Politikvorstellungen, Verhaltensweisen sowie von gemeinsam geteilten Überzeugungen und Normen, die ursprünglich im Rahmen von EU-Entscheidungsprozessen definiert und verankert wurden und dann in die Logik des innenpolitischen Diskurses, der nationalen Identitäten, politischen Strukturen und Politikbereichen aufgenommen worden sind.“

¹⁷ *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), *KapitalmarktstrafR*, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 305.

¹⁸ *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), *WpHG*, § 38, Rn 13, 88; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), *KapitalmarktstrafR*, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 16; *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), *WirtschaftsstrafR*, § 38 WpHG, Rn 2; *von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1040).

C. Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation

I. Die tatsächliche Einwirkung auf den Markt- oder Börsenpreis

1. Legitimität des Einwirkungserfolgs als Strafbarkeitsvoraussetzung

Nach § 119 Abs. 1 WpHG soll eine ordnungswidrige Manipulationshandlung zu einer strafbaren Marktmanipulation führen, wenn diese tatsächlich auf den Preis des Finanzinstruments eingewirkt hat.¹⁹ Die Formulierung des § 119 Abs. 1 WpHG verlangt einerseits eine preiseinwirkende Handlung, andererseits einen tatsächlichen Einfluss derer auf den Marktpreis, wodurch diese zunächst scheinbar zusammenhängenden Tatbestandsmerkmale isoliert voneinander betrachtet werden müssen.²⁰ Dem Einwirkungserfolg kommt eine Weichenstellfunktion zu, da allein das Vorliegen dieses Erfolgs darüber entscheidet, ob noch eine Ordnungswidrigkeit oder schon eine Strafbarkeit begründet wurde.

Im Lichte der Bedeutung des Erfolgs einer Manipulationshandlung auf den Börsen- oder Marktpreis erscheint es auf den ersten Blick durchaus gerechtfertigt, eine bis dahin nur ordnungswidrige Tat als kriminelles Unrecht einzustufen. Mithin stellt der nach weit überwiegend vertretener Ansicht durch § 119 WpHG bezweckte Schutz der Funktionsfähigkeit des organisierten Kapitalmarkts²¹ ein äußerst wichtiges Rechtsgut dar, das es dementsprechend streng zu schützen gilt. Auch mit dem, von einem Teil der Literatur vertretenen, Schutzzweck des *Vertrauens*-²² und *Vermögensschutzes*²³ der Anleger in *Finanzmärkte*²⁴ käme man zu keinem anderen Ergebnis.

¹⁹ Die Einführung des Erfordernisses eines Taterfolgs wurde in Rechtsprechung und Literatur teils heftig kritisiert, da darin, aufgrund der Schwierigkeit des Nachweises einer kausalen Erfolgshandlung, die weitgehende Bedeutungslosigkeit der Vorschrift gesehen wurde. Zum Streit u.a.: Vgl LG München I, NJW 2003, 2328 (2330) (EM.TV); ferner *Hahn*, Ansätze im Anlegerschutz, 207; *Kutzner*, WM 2005, 1401 (1406 ff.); *Tripmaker*, wistra 2002, 288 (292); *Rössner*, AG 2003, R16 f.; *Ziouvass/Walter*, WM 2002, 1483 (1487); skeptisch auch: *Zimmer/Cloppenburg*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg), Kapitalmarktrechtskommentar, § 38 WpHG, Rn 10 f.

²⁰ *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000 (2002, 2007); *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 21.

²¹ Diesbezüglich wird auf den § 38 aF WpHG verwiesen, der ab dem 03. Januar 2018 aufgrund des 2. FiMaNoG unnummeriert und (leicht) abgeändert zu § 119 WpHG nF wurde. Vgl RegE 2. FMFG, BT-Drs. 12/6679, 33; BVerfG, NStZ 2003, 210; LG Augsburg, NStZ 2005, 109, 111; LG Berlin, wistra 2005, 277 ff.; *Kramer*, Kurspflagemassnahmen, 41; *Kretschmer*, Jura 2012, 380; *Kudlich*, wistra 2011, 361 (363); *Pananis*, in: Joecks/Schmitz (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 4, 7; jew. mwN *Gehrmann*, in: Schork/Groß (Hrsg), Rn 469, 550; *Schmitz*, ZStW 115 (2003), Heft 3, 501 ff.; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 109; *Trüg*, in: Leitner/Rosenau (Hrsg), Wirtschafts- und SteuerstrafR, Rn 30 ff.; *Wäßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 6; kritisch dazu: *Park*, NStZ 2007, 369 ff.

²² *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 372, *Trüstedt*, Börsenkursmanipulationen, 78.

²³ Unmittelbarer Vermögensschutz als Rechtsgut: *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 3; *Hellmann/Beckemper*, WirtschaftsstrafR, Rn 30; *Ziouvass*, Neues KapitalmarktstrafR, 175 f.; mittelbarer Vermögensschutz: *Colussi*, KapitalmarktstrafR, 108; *Hohn*, in: Momsen/Grützner (Hrsg), Kap. 6, Lit. B., Rn 3; *Kretschmer*, Jura 2012, 380 (381).

²⁴ Eine Sonderstellung nehmen die Straftatbestände des § 38 Abs. 1 Nr. 2 iVm § 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15,12 Abs. 1 lit. d MAR und des § 38 Abs. 2 WpHG iVm Art. 38-40 VO Nr. 1031/2010 ein, da Art. 12 Abs. 1 lit. d MAR die Referenzwertmanipulation und damit kein eigentliches Marktgeschehen erfasst, wird hier als Schutzgut die Regelmäßigkeit der

Bei genauerer Betrachtung erweist sich diese Rechtfertigung jedoch als Trugschluss, insbesondere wenn man sich vor Augen führt, dass es sich um einen Tatbestand handelt, den der Täter im Einzelfall nicht mehr zu steuern vermag.²⁵ Zwar findet sich dieses Konstrukt der erfolgsabhängigen Aufstufung einer Ordnungswidrigkeit zu einer Straftat auch auf anderen Gebieten des Rechts wieder,²⁶ dieser erklärt sich aber regelmäßig aus der Qualität des verletzten oder gefährdeten Rechtsguts, wie es beispielsweise im Rahmen des § 24a StVG und § 315c StGB der Fall ist, der auf den Schutz von Individualrechtsgütern, wie u.a. die körperliche Unversehrtheit und das Leben, sowie der Sicherheit des Verkehrs als Universalrechtsgut abzielt.²⁷ Im Kontext des § 119 Abs. 1 WpHG geht es jedoch nur um eine schlichte Kurseinwirkung, ohne dass ein Mindestmaß genannt wird.²⁸ Dies vermag eine derartige erfolgsabhängige Aufstufung von einer Ordnungswidrigkeit zur Straftat, die nahezu zufallsabhängig sein kann, nicht rechtfertigen. Aufgrund einer bislang fehlenden überzeugenderen Abgrenzungsmethode von Ordnungswidrigkeit und Straftat scheint es jedoch vertretbar, die Wahl dem Gesetzgeber innerhalb einer Einschätzungsprärogative zur höheren Präventionswirksamkeit des Strafrechts zu überlassen.²⁹

2. Die Annahme eines Einwirkungserfolgs

a) Einwirkung

Kernstück der Betrachtung bildet die Frage, wann von einer Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis gesprochen werden kann. Eine solche soll als gegeben angesehen werden, wenn durch die Täterhandlung ein künstliches Preisniveau geschaffen wird, d.h. eine Erhöhung, Erniedrigung oder Stabilisierung des Preises entgegen den

Referenzwertbestimmung angesehen. Art. 38 Abs. 2 sanktioniert Verstöße gegen das Verbot von Insidergeschäften nach Art. 38-40 EU-Versteigerungsverordnung und schützt damit die Integrität des EU-Emissionshandelssystems, *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 7; *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 7; aA *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 6: Schutz des Vermögens des die Emissionszertifikate versteigernden Staates.

²⁵ So auch: *Altenhain*, BB 2002, 1874 (1876); *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 563, aA *Szesny*, DB 2016, 1420 (1422), der auch bei einer kurzfristigen Kursbeeinflussung eine nicht mehr ordnungsgemäße Abbildung der wirtschaftlichen Realitäten annimmt und damit eine Strafbegründung mit Blick auf das Schutzgut zu rechtfertigen scheint. Ebenso aufgrund fehlender Zufälligkeit ablehnend, *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, 164; *Schönwälder*, Marktmanipulation, 208.

²⁶ *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 563.

²⁷ Über das geschützte Rechtsgut bei den Straßenverkehrsdelikten des StGB besteht erhebliche Uneinigkeit. Die hM zieht zutreffend beide Rechtsgüter heran, wobei teilweise der Schutz der Allgemeinheit als primär erachtet wird, teilweise die Individualrechtsgüter als im Vordergrund stehende Schutzgüter angesehen werden. Ausführlich zum Streitstand: *Pegel*, in: Hefendehl/Hohmann (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 5, § 315 StGB, Rn 1ff.

²⁸ *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 563.

²⁹ So auch *Schönwälder*, Marktmanipulation, 209 f. Um dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit und Angemessenheit der Sanktionierung gerecht zu werden, sollte insoweit jedoch bei Vorliegen eines Einwirkungserfolgs an anderen Stellen zurückhaltend agiert werden, beispielsweise durch Einführung einer Erheblichkeitsschwelle. Zur Erheblichkeit siehe C. I. 2. e).

wahren wirtschaftlichen Verhältnissen auftritt.³⁰ Demzufolge liegt auch eine Einwirkung vor, wenn der Täter durch seine Handlung erreicht, dass sich der Börsen- oder Marktpreis auf demselben Niveau hält, vorausgesetzt dies wäre ohne seinen Eingriff nicht der Fall gewesen.³¹ Zu beachten ist, dass bis zu diesem Zeitpunkt überhaupt ein Börsen- oder Marktpreis existiert haben muss, auf den eingewirkt werden kann. Ein erstmaliges Bewirken eines Preises wird als nicht ausreichend erachtet.³² Nicht von Belang ist hingegen, auf welcher Börse oder welchem Markt die Preiseinwirkung stattfindet.³³ Sofern ein Finanzinstrument an verschiedenen Börsen oder Märkten gehandelt wird, ist jeder einzelne Preis davon tauglicher Taterfolg.³⁴ Ebenso irrelevant ist es, in welchem Marktsegment die Preiseinwirkung erfolgte oder wie und unter welchem System der Preis festgestellt wird.³⁵

Eine gewisse Mindestdauer des Bestands des manipulierten Börsenpreises ist nicht gefordert.³⁶ Der EuGH verdeutlicht in seiner Entscheidung vom 07. Juli 2011 zu Art. 1 Nr. 2 lit. a, 2. Spiegelstrich Marktmissbrauchsrichtlinie, dass es nicht erforderlich ist, den Kurs über einen „gewissen Zeitraum“ hinaus auf einem anormalen oder künstlichen Kursniveau zu halten. Es reicht selbst die Dauer einer einzigen Preisfeststellung. Dies ist nicht zuletzt dem Umstand geschuldet, dass im Hochfrequenzhandels nicht der zeitliche Bestand des manipulierten Preises, sondern die Liquidität des Marktes über die Profitabilität von Marktmanipulationstechniken von entscheidender Bedeutung ist.³⁷ Es bedarf folglich auch keiner Einwirkung auf den Schlusskurs; eine Einwirkung auf irgendeinen festgestellten Preis im laufenden Handel genügt.³⁸

³⁰ BGH, NJW 2014, 1399 (1401), Rn 18; OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667 (3669); BaFin Emittentenleitfaden 2009, 112; *Arlt*, Anlegerschutz, 187; *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 102; *Gehrmann*, in: Schork/Groß (Hrsg), Rn 567; *Hohn*, in: Momsen/Grützner (Hrsg), Kap. 6, Lit. B, Rn 69; *Hohnel*, in: Hohnel (Hrsg), KapitalmarktstrafR, 1. Teil A, Rn 88; *Koppmann*, ZWH 2012, 27; *Nestler*, Banken- und KapitalmarktstrafR, Rn 702; *Pananis*, in: Joecks/Schmitz (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 240; *Trüg*, in: Leitner/Rosenau (Hrsg), Wirtschafts- und SteuerstrafR, Rn 93; *Trüg*, NJW 2014, 1347; *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 94.

³¹ *Arlt*, Anlegerschutz, 187; *Colussi*, KapitalmarktstrafR, 100; *Gehrmann/Zacharias*, in: Szesny/Kuthe (Hrsg), Kapital 28, Rn 79; *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 227.

³² BGH, NJW 2014, 1399 (1401), Rn 21; vgl. *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38 Rn 102; *Trüg*, in: Leitner/Rosenau (Hrsg), Wirtschafts- und SteuerstrafR, Rn 91; *Gehrmann*, GWR 2014, 133; *Kwaayvanger*, ZWH 2014, 149 f.; *Fleischer*, ZIP 2003, 2045 (2052); *Trüg*, NJW 2014, 1346 (1348); *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 94; *Ziouvas*, ZGR 2003, 113 (137).

³³ *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 112; *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 102.

³⁴ OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667 (3669).

³⁵ *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 102; nähere Ausführungen in *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 571.

³⁶ EuGH, Rs. C-445/09, *IMC Securities*, Slg. 2011, I-5919 Rn 29; zustimmend: *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 112; *Gehrmann*, GWR 2011, 385; *Heusel/Schmidberger*, BKR 2011, 425; *Klöhn*, NZG 2011, 934 (935 f.); *Pananis*, in: Joecks/Schmitz (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 240; *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 94; *Waßmer*, ZBB 2011, 288 (289).

³⁷ Vgl. *Kasiske*, WM 2014, 1933 (1937); *Klöhn*, NZG 2011, 934 (935 f.); *Pananis*, in: Joecks/Schmitz (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 240; *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 94; *Waßmer*, ZBB 2011, 288 (289).

³⁸ BGH, NZG 2014, 315; OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667; *Heusel/Schmidberger*, BKR 2011, 425;

b) Arten der Preiseinwirkung

Der Einwirkungserfolg kann mittels vielfältiger Manipulationsmethoden herbeigeführt werden. Unabhängig davon, ob eine informationsgestützte, handelsgestützte oder handlungsgestützte Marktmanipulation vorliegt, lässt sich die Einwirkung durch positives Tun in zwei Arten untergliedern. Zum einen kann eine Einwirkung durch unmittelbar manipulatives Verhalten bewirkt werden, zum anderen kann diese auf mittelbarem Wege zum Erfolg führen.³⁹

(1) Unmittelbare Preiseinwirkung

Bei der unmittelbaren Preismanipulation verursacht der Täter den Einwirkungserfolg selbst, indem er direkt auf die Preisbildung Einfluss nimmt.⁴⁰ Dies ist insbesondere in Fällen der Einflussnahme auf die Orderlage (u.a. in Form von Hacking oder unerlaubter Marktpflege),⁴¹ der direkten Erzeugung von manipulierten Umsätzen und Preisen (beispielsweise in Form von „Wash Sales“)⁴² oder einem Market Impact⁴³ gegeben. Diese treten zumeist als Spielart der handelsgestützten Marktmanipulation am Markt in Erscheinung.⁴⁴

(2) Mittelbare Preiseinwirkung

Eine mittelbare Preiseinwirkung liegt vor, wenn der Täter auf andere Marktteilnehmer einwirkt, die an seiner Stelle durch ihre Handelsaktivitäten auf den Börsen- oder

ausführlich *Woodtli*, NZWiSt 2012, 51 (53). Dies ist im Bereich der handelsgestützten Marktmanipulation nicht unumstritten. Diesbezüglich wird vertreten, dass der aufgrund der Ordererteilung des Täters unmittelbar festgestellte Preis nicht tatbestandsmäßiger Erfolg sei. Viel mehr läge erst ein Erfolgseintritt vor, wenn weitere Marktteilnehmer Geschäfte tätigen, denen das durch das manipulative Geschäft verursachte künstliche Kursniveau zugrunde liegt, so *Kudlich*, wistra 2011, 361; *Hohn*, in: Momsen/Grützner (Hrsg), Kap. 6, Lit. B, Rn 74; *Woodtli*, NZWiSt 2012, 51 (52); aA OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667 (3669); *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 103 f.

³⁹ Vgl *Benner*, in: Volk (Hrsg), MAH Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 1. Auflage, § 22, Rn 420; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 569 f.; *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 253 ff. Andere Teile der Literatur unterscheiden stattdessen zwischen interner und externer Einwirkung, so *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 20a, Rn 117. Eine interne Einwirkung soll vorliegen, wenn eine Einwirkung auf das Verfahren der Preisfeststellung stattfand, eine externe Einwirkung bei einer Einwirkung auf die tatsächliche Marktlage iSd § 24 Abs. 2 S. 1 BörsG.

⁴⁰ *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 24; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 569; kritisch: *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 257 ff.

⁴¹ *Benner*, in: Volk (Hrsg), MAH Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 1. Auflage, § 22 Rn 421.

⁴² *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 569;

⁴³ *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 328; *Karst*, Marktmanipulationsverbot, 137; *Schönwälder*, Marktmanipulation, 218 (295 f.) (301 f.). Als „Market Impact“ bezeichnet man den Einfluss, den ein (großer) Marktteilnehmer auf den Preis eines Finanztitels hat, wenn er diesen kauft oder verkauft. Der Effekt bedingt Preissteigerungen bei Käufen durch Erhöhung der Nachfrage und Preisverfall bei Verkäufen durch Erhöhung des Angebots auf dem Markt.

⁴⁴ *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 569; *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 257.

Marktpreis Einfluss nehmen.⁴⁵ Konkreter übt der Manipulant eine informative oder täuschende Verhaltensweise im Sinne einer (Fehl-)Information auf andere Marktteilnehmer aus, die ihrerseits aufgrund dieser (Fehl-)Information Transaktionen am Markt tätigen, die zu einer Preisänderung führen können.⁴⁶ Da der „Manipulationsschaden“ nicht zwingend bei der getäuschten Person, sondern bei der Gesamtheit der am Markt agierenden Teilnehmer entsteht, ähnelt die Funktion des durch den Manipulanten getäuschten, tatsächlich handelnden Marktteilnehmers der eines Tatmittlers, wie es bei der mittelbaren Täterschaft der Fall ist.⁴⁷

Die mittelbare Preiseinwirkung umfasst vorwiegend Fälle der informationsgestützten Marktmanipulation,⁴⁸ die sich gerade dadurch charakterisieren, dass der Täter eine Fehlinformation außerhalb des Kapitalmarktes verbreitet, auf die andere Marktteilnehmer reagieren sollen.⁴⁹ Eine direkte Preiseinwirkung ist folglich von vorneherein unmöglich, da eine Mitwirkung anderer Teilnehmer zur Erfolgsherbeiführung nötig ist. Ausgeschlossen ist es jedoch nicht, dass auch eine handelsgestützte Marktmanipulation mittelbare Wirkung entfalten kann. Zwar ist zur Begehung einer handelsgestützten Marktmanipulation zunächst eine eigene Handelsaktivität des Täters am Markt notwendig. Dies schließt es aber nicht aus, dass auch andere Marktteilnehmer sich am Verhalten des Täters orientieren und ihrerseits ihre Orders strategisch oder nachahmend platzieren, wenn beispielsweise aufgrund besonders großvolumiger, vom Täter beeinflusster Transaktionen von einer, dem Marktteilnehmer noch unbekannt, Information ausgegangen werden kann.⁵⁰ Für die Marktteilnehmer ist es insoweit irrelevant, ob sie eine Fehlinformation außerhalb oder innerhalb des Marktprozesses aufnehmen und aufgrund dieser zur Handelsaktivität angeregt werden.

c) Börsen- und Marktpreis

Nach § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG muss es zu einem Einwirkungserfolg hinsichtlich eines inländischen Börsen- oder Marktpreises eines der genannten Tatobjekte kommen. Was unter einem inländischen Börsenpreis zu verstehen ist, wurde vom Gesetzgeber in § 24 Abs. 1 S. 1 BörsG legaldefiniert. Danach sind Börsenpreise solche Preise, die während der Börsenzeit an einer Börse festgestellt werden.⁵¹ Marktpreise hingegen sind die

⁴⁵ Bergmann, Strafbarkeit vertragswidrigen Unterlassens, 160 ff; C. Schröder, HdB KapitalmarktR, Rn 570; Yim, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 254 ff.

⁴⁶ Yim, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 254 f.

⁴⁷ Bergmann, Strafbarkeit vertragswidrigen Unterlassens, 162; Schönwälder, Marktmanipulation, 303 f.

⁴⁸ Yim, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 254.

⁴⁹ Eichelberger, Verbot der Marktmanipulation, 18 ff. (330).

⁵⁰ *Ibid.*, 24; Karst, Marktmanipulationsverbot 137; Trüstedt, Börsenkursmanipulationen, 126; Yim, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 255 ff.

⁵¹ BGH, NJW 2014, 1399 (1401), Rn 18; *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 101; *Hohnel*, in: Hohnel (Hrsg), KapitalmarktstrafR, 1. Teil A, Rn 88; *Pananis*, Joecks/Schmitz (Hrsg), in: MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 239; *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), WirtschaftsstrafR, § 38 WpHG, Rn 57; *Trüg*, in: Leitner/Rosenau (Hrsg), Wirtschafts- und SteuerstrafR, Rn 91; *Trüstedt*, Börsenkursmanipulationen, 52; *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 95. Damit kommt nicht nur der Schlusskurs, sondern jeder gebildete Börsenpreis als tatbestandsmäßiger Erfolg in Betracht, *Yim*,

Durchschnittspreise, die auf einem Markt, der nicht den rechtlichen Status einer Börse hat, auf der Grundlage der dort während eines bestimmten Zeitraumes abgeschlossenen Geschäfte ermittelt werden.⁵² Zu beachten ist insoweit, dass es nicht „den“ Börsen- oder Marktpreis gibt, sondern eine Vielzahl von Aktien an mehreren Börsen gehandelt werden.⁵³ Daher könnte vertreten werden, dass eine tatbestandsmäßige Einwirkung iSd § 119 Abs. 1 WpHG erst dann vorliege, wenn der Börsen- oder Marktpreis in seiner Gesamtschau aller Notierungen manipuliert wurde. Dieser Gedankengang ist jedoch abzulehnen, da er schwerlich mit dem Gesetz vereinbar wäre und insoweit fraglich ist, weil sich kurzfristige Manipulationen gerade nicht auf allen Märkten abbilden müssen.⁵⁴ Zudem funktionieren einige Manipulationsmethoden lediglich an Einzelbörsen, für die trotzdem ein Bedürfnis der Strafbarkeit nach § 119 Abs. 1 WpHG besteht.⁵⁵

Weiterhin erfasst § 119 Abs. 1 Nr. 2 WpHG Preise eines Finanzinstruments oder eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts, die an einem organisierten Markt oder einem multilateralen Handelssystem in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union [...] ermittelt werden und § 119 Abs. 1 Nr. 3 WpHG die Einwirkung auf den Preis eines von § 25 WpHG erfassten Tatobjektes 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. Seit der neuen Marktmissbrauchsverordnung⁵⁶ schließt § 119 Abs.1 Nr. 4 WpHG zudem die Einwirkung auf die Berechnung eines Referenzwertes im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union [...] als taugliches Einwirkungsobjekt ein.⁵⁷

Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 223.

⁵² *Altenbain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 109; *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38 Rn 101; *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), WirtschaftsstrafR, § 38 WpHG, Rn 57; *Park*, BB 2003, 1513 (1514); *Sorgenfrei*, wistra 2002, 321 (326); *Trüg* in: Leitner/Rosenau (Hrsg), Wirtschafts- und SteuerstrafR, Rn 93; kritisch zum Marktbeginn: *Arlt*, Anlegerschutz, 188 f.

⁵³ *C. Schröder*, in: Achenbach/Ransiek/Rönnau (Hrsg), Teil 10 Kap. 2 Rn 84.

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ *Ibid.*, Als Beispiel werden „Wash Sales“ genannt. Dies sind Scheintransaktionen, bei denen Aktien (nicht selten Pennystocks) zunächst verkauft werden um diese dann innerhalb weniger Sekunden wieder zu kaufen, ohne dass ein Eigentümerwechsel stattfindet. Dadurch soll der Eindruck regen Handels entstehen, was Auswirkungen auf die Kursentwicklung haben kann, *Zieschang*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, § 263 StGB, Rn 174.

⁵⁶ Verordnung 596/2014/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173/1 vom 12. Juni 2014 (market abuse regulation).

⁵⁷ Zur näheren Bestimmung der einzelnen Tatobjekte: *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 20 ff.

d) Kausalität der Manipulationshandlung

Tathandlungen, in denen nur die Geeignetheit zur Kursbeeinflussung ruht, ohne jedoch einen tatsächlichen und nachweisbaren Einwirkungserfolg zu begründen, genügen nicht, um eine Strafbarkeit nach § 119 Abs. 1 WpHG entstehen zu lassen. Diese können lediglich im Rahmen einer Ordnungswidrigkeit nach § 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG sanktioniert werden. Mithin muss das manipulative Verhalten kausal für eine Börsenpreisbildung geworden sein. Das bedeutet, dass es entscheidend darauf ankommt, ob, unter Heranziehung der *Conditio-sine-qua-non*-Formel, bei Hinwegdenken des jeweiligen Manipulationsverhaltens ein anderer Preis herausgebildet worden wäre.⁵⁸ Mitursächlichkeit wird hierbei als ausreichend erachtet.⁵⁹

Problematisch ist indes die Feststellung eines Ursachenzusammenhangs zwischen Manipulationshandlung und Einwirkungserfolg. Das Marktgeschehen wird von unzähligen, häufig miteinander in Beziehung stehenden Faktoren bestimmt. Diese Multikausalität führt dazu, dass sich der Einfluss der getätigten Manipulationshandlung auf den Kurs nur schwer herausfiltern lässt.⁶⁰ Teilweise wird sogar davon ausgegangen, dass ein solcher Nachweis nicht zu führen sei.⁶¹

Diesem Problem begegnet der BGH damit, dass er an die Feststellung des Einwirkungserfolgs keine hohen Anforderungen stellt, indem er vom Erfordernis der strengen Kausalität im Sinne hinreichender Bedingtheit Abstand nimmt und sich auf eine indizielle Lösung einlässt bzw. mit hohen Wahrscheinlichkeitsgraden begnügt. Nach diesem sei der Nachweis der Kursbeeinflussung bereits durch Vergleiche von bisherigem Kursverlauf und Umsatz, der Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Papiers am konkreten Tag sowie der Ordergröße hinreichend zu belegen. Eine Befragung der Marktteilnehmer sei nicht veranlasst.⁶²

⁵⁸ *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 114; *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 105; *Hohn*, in: Momsen/Grützner (Hrsg), Kap. 6, Lit. b, Rn 73; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 564; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 307 ff.; *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), WirtschaftsstrafR, § 38 WpHG, Rn 58; *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 20a, Rn 118; § 38, Rn 52; *Zimmer/Cloppenburg*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg), Kapitalmarktrechtskommentar, § 38, Rn 11; *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 97 ff.; so auch: OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667 (3669).

⁵⁹ *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 113; *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 105; *Haouache/Mülbert*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg), Kapitalmarktinformation, § 27 Rn 99; *Panaris*, in: Joecks/Schmitz (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 241; *Schlitt*, NZG 2006, 925 (929); *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 53; *Waßmer*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 97; kritisch: *Kutzner*, WM 2005, 1401 (1407).

⁶⁰ *Hohn*, in: Momsen/Grützner (Hrsg), Kap. 6, Lit. B., Rn 73; *Karst*, Marktmanipulationsverbot, 133 ff.; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 565; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 307; *Trüg*, NStZ 2014, 558 (561).

⁶¹ Vgl *Trüstedt*, Börsenkursmanipulationen, 126 ff.; *Schönwälder*, Marktmanipulation, 289 ff. (298, 369 ff.).

⁶² BGHSt 48, 373 (383 ff.); BGH, NJW 2010, 882; BGH, NJW 2014, 1896 (1989 f.); OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667 (3670); *Gehrmann*, in: Schork/Groß (Hrsg), Rn 592; *Kramer*, Kurspfliegemaßnahmen, 145 ff.; *Wehowsky*, in: Erbs/Kohlhaas/Ambs (Hrsg), 184. EL April 2011, § 38 WpHG, Rn 31; kritisch: *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 117 f.;

Diese Vorgehensweise vermag zwar in den Fällen, in denen es zu einer deutlichen und sprunghaften Veränderung des Preisniveaus nach einer Manipulationshandlung gekommen ist, erfolgversprechend sein. Treffen jedoch zufälligerweise etwa Käufe von vorgetäuschten Anlegern auf eine gegenläufige Verkaufsoffer eines großen Investors, kann der Börsenpreis unverändert bleiben.⁶³ Auch bietet die Herangehensweise keine geeignete Lösung in Fällen, in denen auffällige Kurs- und Umsatzentwicklungen ebenso anhand anderer Ursachen erklärt werden können.⁶⁴

Ferner führt die Absenkung der Anforderungen an den Kausalitätsnachweis zu einem Verschwimmen der Grenzen zwischen Erfolgs- und Gefährdungsdelikten. Dies ist insbesondere in den Fällen unangebracht, bei denen allein das Vorliegen eines kausalen Einwirkungserfolgs zur Abgrenzung von Ordnungswidrigkeit und Straftatbestand dient. Wenn das Gesetz die tatsächliche Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis verlangt, ist dieses auch konkret zu prüfen und bedarf der tatrichterlichen Feststellung, dass die Börsenpreisbildung ohne die Tathandlung anders verlaufen wäre.⁶⁵ Vielfach wird in der Literatur in Bezug auf die Vorgehensweise des BGH die strikte Beachtung der Unschuldsvermutung aus Art. 6 Abs. 2 EMRK angemahnt.⁶⁶

Erforderlich ist dahingehend viel mehr eine Gesamtbewertung der Umstände, die zu dem nachvollziehbaren Ergebnis gelangt, dass die Preiseinwirkung nach der freien, aus dem Inbegriff der Verhandlung geschöpften Überzeugung des Gerichts feststeht, § 261 StPO.⁶⁷ Insoweit ist dem BGH in dem Punkt zuzustimmen, dass ein solcher Kausalitätsnachweis keine absolute, von niemandem anzweifelbare Gewissheit verlange, sondern ein nach der Lebenserfahrung ausreichendes Maß an Sicherheit, dass keine vernünftigen Zweifel bestehen, genüge.⁶⁸ Dies wäre erfüllt, wenn keine andere plausible

Kutzner, WM 2005, 1401 (1406 ff.); *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 564 ff.; *Trüg*, in: *Leitner/Rosenau* (Hrsg), Wirtschafts- und SteuerstrafR, Rn 94; *Waßmer*, in: *Fuchs* (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 99 ff.

⁶³ *Altenhain*, in: *Hirte/Möllers* (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 117; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 564 ff.

⁶⁴ *Kutzner*, WM 2005, 1401 (1407); *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 566.

⁶⁵ So *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 567; *C. Schröder*, in: *Achenbach/Ransiek/Rönnau* (Hrsg), HdB WirtschaftsstrafR, Teil 10 Kap. 2, Rn 89; *Sorgenfrei/Saliger*, in: *Park* (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 307; *Waßmer*, in: *Fuchs* (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 99 ff.

⁶⁶ *Altenhain*, in: *Hirte/Möllers* (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 118; *Brammsen*, WM 2012, 2134 (2140); *Eichelberger*, VuR 2012, 31 (33); *Koppmann*, ZWH 2012, 27 (28); *Kutzner*, WM 2005, 1401 (1406 ff.); *Rübenstahl/Tsambikakis*, in: *Volk* (Hrsg), MAH Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 2. Auflage, § 23 Rn 112; *Schömann*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, 63; *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, 161 (163 ff.); *Schönwälder*, Marktmanipulation, 364 ff.; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 567; *Sorgenfrei/Saliger*, in: *Park* (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 307; *Trüg*, NStZ 2014, 558 (561); *Waßmer*, in: *Fuchs* (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 99; *Zimmer/Cloppenburg*, in: *Schwark/Zimmer* (Hrsg), § 38 WpHG, Rn 11.

⁶⁷ Vgl OLG München, NJW 2011, 3664; *Diversity/Köpferl*, in: *Graf/Jäger/Wittig* (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 107; *Trüg*, NStZ 2014, 558 (561); *Vogel*, in: *Assmann/Schneider* (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 54; *Waßmer*, in: *Fuchs* (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 100.

⁶⁸ Vgl BGHSt 41, 206, 214 f.; *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 326; *Waßmer*, in: *Fuchs* (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 100.

Ursache für die Preisänderung gefunden werden kann.⁶⁹ Die konkrete Vorgehensweise des BGH erscheint jedoch nicht in allen Fällen zielführend zu sein. Im Sinne der Unschuldsvermutung ist die Schwelle der Nachweisbarkeit daher nicht zu Lasten des Angeklagten zu niedrig anzusetzen.

In der Praxis ist die Einholung eines Sachverständigengutachtens, regelmäßig durch die BaFin⁷⁰, oft unerlässlich, da der Nachweis der Preiseinwirkung besondere Sachkunde voraussetzt.⁷¹ Kann der Nachweis der kausalen Verbindung von Täterhandlung und Einwirkungserfolg nicht geführt werden, besteht seit der neuen Marktmissbrauchsverordnung 596/2014/EU⁷² mit Geltung ab dem 03. Juli 2016 gegebenenfalls die Möglichkeit der Strafbarkeit des Versuchs.

e) Objektive Zurechnung

Der Erfolg muss dem Täter objektiv zurechenbar sein. Das heißt, das vom Täter gesetzte, missbilligte Risiko muss sich im verursachten Börsen- oder Marktpreis verwirklicht haben.⁷³ Die objektive Zurechnung dürfte im Regelfall zu bejahen sein, da die Tathandlung bereits eine gewisse Einwirkungseignung voraussetzt. Ein Zurechnungsausschluss ist jedoch in Fällen denkbar, in denen es zu einem untypischen Kausalverlauf kommt.⁷⁴

Fraglich ist, ob ein solcher Ausschluss erfolgen soll, wenn ein freiverantwortliches Dazwischentreten Dritter vorliegt. So wird teilweise ein Entfallen der Zurechnung angenommen, wenn Marktteilnehmer eine Manipulationshandlung als solche erkannt haben, nichtsdestotrotz aber der Intention des Täters entsprechend verkaufen oder kaufen, weil sie vom erwarteten Kursanstieg profitieren wollen und so die beabsichtigte

⁶⁹ Vgl. *Haouache/Mülbert*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Kapitalmarktinformation, § 27, Rn 100; *Karst*, Marktmanipulationsverbot, 137.

⁷⁰ Kommt es zum Gutachterstreit, ist eine starke Literaturlauffassung der Ansicht, dass *in dubio pro reo* freizusprechen sei, weil der Richter weder imstande noch befugt sei, einen Streit zu entscheiden, den die Wissenschaft nicht entscheiden könne, *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 55 mwN; *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 333 f.

⁷¹ *Colussi*, KapitalmarktstrafR, 101; *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 108; *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 332 ff.; *Gehrmann/Zacharias*, in: Szesny/Kuthe (Hrsg.), Kapital 28 Rn 79; *Hohnel*, in: Hohnel (Hrsg.), KapitalmarktstrafR, 1. Teil A, Rn 96; *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 55; *Wäßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 102.

⁷² Verordnung 596/2014/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173/1 vom 12. Juni 2014 (market abuse regulation); Erwägungsgrund (41) S. 1 MAR.

⁷³ *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 38, Rn 119; *Trüg*, NStZ 2014, 558 (561); *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 52; *Wäßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 104.

⁷⁴ *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 38, Rn 119; *Diversy/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 110; *Wäßmer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 38, Rn 104.

Preisveränderung herbeiführen.⁷⁵ Die vom Täter gesetzte Gefahr beinhaltet jedoch gerade das Risiko, dass Dritte aufgrund des Täterverhaltens am Markt tätig werden, unabhängig aus welchen Beweggründen sie dies tun und ob sie das Spiel des Täters durchschaut haben, da es Ziel eines jeden Marktteilnehmers sein dürfte, maximale Gewinne zu erzielen.⁷⁶ Wer durch das Verbreiten von Informationen oder durch Handelsaktivitäten Signale in den Markt sendet, der schafft gerade das Risiko, dass Dritte aufgrund dieser Signale zu einem Marktverhalten veranlasst werden, auch wenn sie erkennen, dass es sich um irreführende Signale handelt. Es verwirklicht sich damit die vom Täter durch Schaffung eines künstlichen Preisniveaus gesetzte Gefahr.⁷⁷ Ein Entfallen der Zurechnung im Falle eines Dazwischentretens Dritter, die die Manipulationshandlung erkannt haben, ist demzufolge abzulehnen.

f) Erheblichkeit der Preiseinwirkung

Auch bezüglich der Erheblichkeit einer Preiseinwirkung besteht Uneinigkeit. In dem § 119 WpHG explizit auf die Merkmale wie „erheblich“ oder „nachhaltig“ verzichtet, genügt grundsätzlich jeder, auch noch so kleine Einwirkungserfolg.⁷⁸ Dies ist nicht unproblematisch, weil es aufgrund des teils vom Zufall abhängenden Erfolgseintritts zu einer Asymmetrie von strafwürdigem Unrechtsgehalt und schuldangemessener Strafe kommen kann. So ist es an kleineren Börsen wahrscheinlich, dass in einem liquiden Dax-Wert eine manipulationsbedingte Order auch mit einem geringen Volumen auf die Börsenpreisbildung einwirkt. Wird hingegen eine manipulationsbedingte Order im selben Volumen an einer Börse mit großer Liquidität abgegeben, ist es möglich, dass diese keinen Einfluss auf die Kursbildung nimmt. Demnach hinge die Strafbarkeit allein von dem Umstand ab, an welcher Börse das Opfer der Manipulation die Order platziert bzw. welche Liquidität diese Börse aufweist.⁷⁹ Daher wird von einem Teil der Literatur vertreten, dass der Eintritt eines Einwirkungserfolgs in Bagatellfällen im Wege einer teleologischen Reduktion verneint werden soll.⁸⁰ Ein Bagatellfall liegt allerdings

⁷⁵ *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 119; *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 52.

⁷⁶ Vgl. *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 109.

⁷⁷ *Ibid.*, § 38, Rn 109.

⁷⁸ OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667 (3669); *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 112; *Arlt*, Anlegerschutz, 187; *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 102; *Gebmann*, in: Schork/Groß (Hrsg), Rn 591; *Klöbn*, NZG 2011, 934 (935 f.); *Pananis*, in: Joecks/Schmitz (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 241; *Rübenstahl/Tsambikakis*, in: Volk (Hrsg), MAH Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 2. Auflage, § 23 Rn 111; *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 274 ff.

⁷⁹ Argument aus *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 586 (577).

⁸⁰ So etwa *Ibid.*; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 307; *Sorgenfrei*, wistra 2002, 321 (326 f.); *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), WirtschaftsstrafR, § 38 WpHG, Rn 57; *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 20a, Rn 116, § 38 WpHG, Rn 51 f.; gegen die Anerkennung eines Bagatellprinzips: *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 112; *Woodtli*, NZWiSt 2012, 51 (55) mit Hinweis auf die Möglichkeit, Bagatellfälle unter Opportunitätsgrundsätzen zu bescheiden; kritisch: *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 274 ff.

nicht schon deshalb vor, weil es sich um Aktien mit geringem Stückpreis, sogenannte „penny stocks“, handelt und die mögliche Preiseinwirkung in absoluten Zahlen lediglich kleinere Differenzbeträge ausmacht.⁸¹ Viel mehr können im Einzelfall auch bagatellartige Preisänderungen um wenige Cents erhebliche Kursänderungen herbeiführen, beispielsweise wenn durch die geringwertige Einflussnahme ein Betrag erreicht wird, dessen Auftreten eine Welle von Stop-Loss-Orders bzw. Stop-Buy-Orders⁸² in Gang setzt. Dies wird berechtigterweise auch von Vertretern der Gegenmeinung angeführt.⁸³

Zudem werden insbesondere Bedenken bezüglich der Aufrechterhaltung des Schutzzweckes der Norm hervorgebracht. Schließlich sei das Schutzgut der Manipulationsverbote nicht das Vermögen der anderen Marktteilnehmer als solches, sondern die Chancengleichheit bei der Ausnutzung von Informationen mit dem übergeordneten Ziel des Schutzes der Funktionsfähigkeit des organisierten Kapitalmarkts.⁸⁴ Das für die Funktionsfähigkeit benötigte Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt⁸⁵ könne dabei erheblich erschüttert werden, wenn solch manipulative Verhaltensweisen, mögen diese auch noch so kleine Kursänderungen herbeiführen, nicht strafrechtlich sanktioniert werden.⁸⁶ Ebenfalls können minimale Kursausschläge gewinnbringend genutzt werden.⁸⁷

Dem wird entgegengehalten, dass die Vorschrift des § 119 WpHG unverkennbar eine Manipulation des Marktes und dessen Preisbildung verhindern möchte, da ansonsten insgesamt auf den Einwirkungserfolg hätte verzichtet werden können. Davon kann jedoch noch keine Rede sein, wenn es nur zu einer geringfügigen, nicht spürbaren Einwirkung auf den Börsenplatz kommt.⁸⁸

Vorzugswürdig erscheint es, erst von einer strafbaren Einwirkung auszugehen, wenn der Täter zumindest an einem Markt spürbar auf das Kursbild des betroffenen Finanzinstruments oder eines davon abgeleiteten Preises eines anderen Finanzinstruments eingewirkt hat. Jedoch gilt es, um den berechtigten Einwänden der Gegenmeinung gerecht zu werden, ebenso zu beachten, ob durch die minimale Kursbeeinflussung beispielsweise oben genannte Orders ausgelöst oder höhere Gewinne erzielt wurden. Dabei sollte der Umstand der „Spürbarkeit“ der Beeinflussung nicht zu eng ausgelegt werden. Letztlich ist im konkreten Einzelfall zu entscheiden. Im Übrigen kann dem

⁸¹ *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 307.

⁸² Eine „Stop-Loss-Order“ bezeichnet eine Order mit Limitzusätzen, bei der ab oder unterhalb eines festgelegten Stopwertes der Verkaufsauftrag automatisch ausgelöst wird, um weitere Verluste zu vermeiden. „Stop-Buy-Orders“ (auch „Start-Buy-Orders“) bezeichnen, im Gegenteil zu den erstgenannten, einen Kaufauftrag, der bei Erreichen eines vom Anleger festgesetzten Kurses zum nächsten erhältlichen Börsenpreis billigst ausgeführt wird.

⁸³ *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 274; *Hohn*, in: Momsen/Grützner (Hrsg), Kap. 6, Lit. B., Rn 71; *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 275.

⁸⁴ Zum Schutzzweck siehe C. I. 1.

⁸⁵ *Schönwälder*, Marktmanipulation, 208 ff.

⁸⁶ Vgl *Hohn*, in: Momsen/Grützner (Hrsg), Kap. 6, Lit. B., Rn 71; *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 20a, Rn 116; *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 276.

⁸⁷ *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 275; *Klöhn*, NZG 2011, 934 (935); *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 20a, Rn 116.

⁸⁸ Vgl *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 586.

Verhältnismäßigkeitsgrundsatz straf- und bußgeldrechtlich über das ordnungswidrigkeitenrechtliche Opportunitätsprinzip des § 47 Abs. 1 OWiG und über §§ 153, 153a StPO Rechnung getragen werden.⁸⁹

II. Die Preiseinwirkung durch Unterlassen

Wenig umstritten war vor der Streichung des § 20a WpHG, dass der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation auch durch ein Unterlassen in Form von Verschweigen herbeiführt werden konnte.⁹⁰ Dies war dem Umstand geschuldet, dass § 20a Abs. 1 Nr. 1 2. Alt. WpHG ausdrücklich das Verschweigen von bewertungserheblicher Tatsachen als Manipulationsvariante der informationsgestützten Marktmanipulation nannte. Mit Neufassung des Marktmissbrauchsrechts durch die Marktmissbrauchsverordnung⁹¹ vom Juli 2014 und damit einhergehender Ersetzung des § 20a WpHG durch Art. 12 MAR wurde diese Tatbestandsvariante ersatzlos gestrichen.⁹² Das Verschweigen bewertungserheblicher Umstände ist folglich nicht vom unionsrechtlichen Marktmanipulationsverbot umfasst. Damit kommt im Rahmen des § 119 Abs. 1 WpHG lediglich eine Strafbarkeit wegen unechten Unterlassens unter den zusätzlichen Voraussetzungen des § 13 Abs. 1 StGB in Betracht, was die Anforderungen an eine Unterlassungsstrafbarkeit erheblich erhöht.⁹³ Diesbezüglich werden Bedenken geäußert, eine Verwirklichung der Tatbestandsmerkmale durch Unterlassen liefe der durch die Verordnung angestrebten Vollharmonisierung des Marktmissbrauchsrechts zuwider, mit dem Schluss, dass eine Begehung durch Unterlassen nicht strafbar wäre.⁹⁴ Auch ließe sich aus dem ersatzlosen Streichen der Unterlassungsvariante des § 20a Abs. 1 Nr. 1 2. Alt. WpHG durch den Unionsgesetzgeber schließen, dieser wollte im Rahmen einer Vollharmonisierung an der Fassung des deutschen Gesetzgebers nicht festhalten. Diesen Einwänden ist jedoch nicht zuzustimmen. Viel mehr bringt der Unionsgesetzgeber durch Art. 2 Abs. 4 MAR zweifelsfrei zum Ausdruck, dass die Gebots- und Verbotstatbestände auch eine Begehung durch Unterlassen erfassen sollen.⁹⁵

⁸⁹ Vogel, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, § 20a, Rn 116; Woodtli, NZWiSt 2012, 51 (55).

⁹⁰ Altenhain, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 107; Arlt, Anlegerschutz, 175 ff. (195 f.); Hellgardt, ZIP 2005, 2000 (2002) mit Fn 25; Hellmann, in: Hellmann/Beckemper (Hrsg), Wirtschaftsstrafrecht, Rn 87; C. Schröder, HdB KapitalmarktstrafR, Rn 589; Yim, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 243 ff.; ferner BT-Drucks 17/4739, 13.

⁹¹ Verordnung 596/2014/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173/1 vom 12. Juni 2014 (market abuse regulation).

⁹² Diversy/Köpferl, in: Graf/Jäger//Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 67, 114; Stoll, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 20a, Rn 170.

⁹³ Diversy/Köpferl, in: Graf/Jäger//Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 67, 114. Eine Garantienstellung kann sich dabei insbesondere aus der Geschäftsherrenhaftung ergeben, ausführlich dazu: Wessing/Dann, in: Bürkle/Hauschka (Hrsg), Der Compliance Officer, § 9, Rn 73 ff; Zur Anerkennung der Geschäftsherrenhaftung durch den BGH: Schlösser, NZWiSt 2012, 281 ff.

⁹⁴ Bator, BKR 2016, 1 (3 f.).

⁹⁵ Diversy/Köpferl, in: Graf/Jäger//Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 67, 115. Keine Unterlassensvariante des Marktmissbrauchsrechts stellt hingegen nunmehr der praktisch sehr wichtige Fall der Verletzung der *Ad-hoc*-Mitteilungspflicht dar, der noch vom § 20a Abs. 1 Nr. 1

III. Die Bestimmung des Einwirkungserfolgs

§ 119 Abs. 1 WpHG gibt kein Preisfeststellungsverfahren zur Bestimmung des Einwirkungserfolgs und dessen Höhe vor. Unabhängig von welcher Methode man ausgeht, muss für die Bestimmung des Einwirkungserfolgs zunächst ein gebildeter Preis festgestellt werden.⁹⁶ Dieser wird anhand des Börsen- oder Marktpreises ermittelt, der zum Zeitpunkt vor der Täterhandlung existierte. Kommt es, ausgehend von diesem Ausgangswert, zu einer Preisänderung, besagt dies noch nicht, dass der Preis durch manipulative Verhaltensweisen zustande gekommen ist. Vielmehr kommen bei dem dynamischen Preisbildungsprozess, wie er an Börsen und Märkten vorliegt, für eine solche Änderung ebenso anderweitige Faktoren in Betracht, die den Preis nach oben, unten oder zur Seite variieren lassen können.⁹⁷ Eine bestimmte Preishöhe auf Grundlage eines dynamischen Preisbildungsprozesses stellt dabei ein punktuell Ereignis dar, das zu einem bestimmten Zeitpunkt vorgelegen hat.⁹⁸ Von einem Einwirkungserfolg iSd § 119 Abs. 1 WpHG kann erst dann gesprochen werden, wenn der gebildete Preis zweifelsfrei auf die Manipulationshandlung des Täters zurückgeführt werden kann.⁹⁹

1. Bestimmung anhand der Betrachtung des Schlusskurses

In der Literatur wird teilweise vertreten, dass die Bestimmung des Einwirkungserfolgs anhand des Schlusskurses zu erfolgen hat.¹⁰⁰ Dies ist derjenige Kurs, der im variablen Handel zum Ende einer Börsensitzung festgestellt wird. Er wird im Parketthandel und bei Auktionen im elektronischen Handel im Grundsatz nach dem Meistausführungsprinzip ermittelt.¹⁰¹ Hierbei errechnet der Skontroführer¹⁰² oder das elektronische Handelssystem (Xetra) denjenigen Preis, nach dem gemäß seinem Orderbuch der höchste Börsenumsatz erzielt werden kann, indem Kauf- und Verkaufsaufträge übereingelassen werden.¹⁰³

Nach dieser Bestimmungsmethode läge demnach ein Einwirkungserfolg erst dann vor, wenn die Schlussnotierung des Börsenpreises nicht dem Wert entspräche, die er

2. Alt aF erfasst war. Das von Art. 17 Abs. 1 MAR genannte Unterlassen der Verbreitung von Informationen trotz Veröffentlichungspflicht ist nicht mit einem „Verbreiten durch Unterlassen“ gleichzustellen, *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 67, 117. Kritisch zur Verwirklichung durch Unterlassen nach § 13 StGB: *Trüstedt*, Börsenkursmanipulationen, 129 ff., die davon ausgeht, dass eine Verwirklichung nur in Ausnahmefällen in Betracht kommt.

⁹⁶ *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 223 ff.

⁹⁷ *Ibid.*, 226.

⁹⁸ Zur Formulierung: *Waßmer*, ZBB 2011, 288 (289); *Yim*, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 226.

⁹⁹ Zur Problematik der Kausalität siehe C. I. 2. c).

¹⁰⁰ *Kutzner*, WM 2005, 1401 (1407).

¹⁰¹ *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 585.

¹⁰² Der Begriff des Skontroführers wird in § 27 Abs. 1 BörsG legaldefiniert als „mit der Feststellung von Börsenpreisen an dieser Wertpapierbörse“ betrautes Unternehmen.

¹⁰³ *Gerke*, Börsenlexikon, 529. Zwischen Eröffnung- und Schlusskurs findet eine fortlaufende Notierung statt. Die einzelnen Notierungen kommen im fortlaufenden elektronischen Handel durch das sog. Matching zustande.

aufwiese, wenn der Täter nicht manipulativ kausal auf den Handel eingewirkt hätte. Diese Betrachtungsweise widerspricht jedoch zum einen dem Wortlaut des § 24 Abs. 1 S. 1 BörsG, wonach unter einem Börsenpreis auch jede variable Notierung zu verstehen ist. Dies hat zur Folge, dass grundsätzlich jedes Einwirken auf irgendeinen Börsenpreis genügt.¹⁰⁴ Zum anderen stellt es das Vorliegen eines Einwirkungserfolgs auf die Ebene des Zufalls. Denn es ist durchaus möglich, dass eine irreführende Meldung noch am selben Tag von der betroffenen Gesellschaft dementiert wird und der Kurs auf die Ausgangshöhe zurückfällt. Allein an der Tatsache, dass die Dementierung (zufälligerweise) noch am selben Tag vor Börsenschluss erfolgt und der Kurs (zufälligerweise) auf sein Ausgangsniveau zurückfällt, kann keine folgenerhebliche Abgrenzung zwischen Straftat und bloßer Ordnungswidrigkeit erfolgen.¹⁰⁵

2. Bestimmung anhand der Betrachtung fortlaufender Notierungen

Vorzugswürdig erscheint es, im Hinblick auf die soeben genannten Schwächen der Betrachtung des Schlusskurses, den Einwirkungserfolg anhand der fortlaufenden Notierung zu bestimmen. Für die Feststellung, ob eine Einwirkung auf den Kurs stattgefunden hat, bedarf es einer *ex-post*-Betrachtung der *ex ante* festgehaltenen Handelsdaten.¹⁰⁶ Wann zu welchem Zeitpunkt welcher Börsenpreis vorgelegen hat, ist aufgrund des heutigen Börsenrechts leicht zu ermitteln. So legt § 7 Abs. 1 S. 2 BörsG fest, dass die Handelsüberwachungsstelle Daten über den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten sowie notwendige Ermittlungen durchzuführen hat. Mithilfe dieser Börsennotizen ist die Handelsüberwachung in der Lage, die zum Teil bis auf zehntausendstel Sekunden erfasste Orderlage zu rekonstruieren, und somit diese vor und nach der manipulativen Verhaltensweise genauestens zu analysieren.¹⁰⁷ Dabei umfassen die festzuhaltenden Börsendaten nicht bloß die Kaufs- und Verkaufspreise eines Finanzinstruments, sondern lassen es ebenso zu, die konkreten Käufer und Verkäufer zu ermitteln, gleichgültig ob sie das Geschäft selbst oder durch Dritte abschließen.¹⁰⁸ Dies ermöglicht eine Feststellung, ob Verkäufer/Käufer infolge einer Manipulationshandlung ge- oder verkauft haben und lässt die Möglichkeit einer Befragung der Marktteilnehmer, die auf einen potentiell manipulierten Preis reagiert haben, offen.

Jedoch genügt alleine diese Feststellung nicht für die Annahme eines Einwirkungserfolgs. Vielmehr muss nachgewiesen werden, dass die Börsenpreisfindung ohne die

¹⁰⁴ EuGH, Rs. C-445/09, *IMC Securities*, Slg. 2011, I-5919, Rn 29; BGH, NZG 2014, 315; OLG Stuttgart, NJW 2011, 3667; Altenhain, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 112; Heussel/Schmidberger, BKR 2011, 425; C. Schröder, HdB KapitalmarktR, Rn 578 f.; Pananis, in: Joecks/Schmitz (Hrsg), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn 240; Waßmer, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 94; ausführlich Woodtli, NZWiSt 2012, 51 (53).

¹⁰⁵ Beispiel aus C. Schröder, HdB KapitalmarktR, Rn 578.

¹⁰⁶ *Ibid.*, Rn 580.

¹⁰⁷ Benner, in: Wabnitz/Janovsky (Hrsg), HdB Wirtschafts- und SteuerstrafR, 3. Auflage, 9. Kap. Rn 38.

¹⁰⁸ C. Schröder, HdB KapitalmarktR, Rn 581.

Tathandlung anders verlaufen wäre.¹⁰⁹ Steht die zum Tatzeitpunkt bestehende Orderlage anhand der Börsennotizen fest, ist diese zunächst um die manipulative Handlung zu bereinigen. Sodann ist *ex post* der Preisverlauf festzustellen, der ohne das Täterhandeln bestanden hätte, indem Käufe und Verkäufe hinweggedacht werden, die auf das Manipulationsverhalten zurückzuführen sind.¹¹⁰ Wird nun eine Differenz zwischen dem tatsächlichen Wert des Börsenpreises nach der Täterhandlung und dem Börsenpreis unter Hinwegdenken aller von der Handlung motivierten Käufe und Verkäufe festgestellt, liegt ein Einwirkungserfolg iSd § 119 Abs. 1 WpHG vor. Zu beachten ist dabei, dass der Einwirkungserfolg nicht zwangsläufig eine Kursabweichung nach oben oder unten hervorrufen muss. Der Erfolg ist ebenso als gegeben anzusehen, wenn es zu einer Stabilisierung des Börsenpreises kommt, wäre dieser ohne die manipulationsbedingte Order gefallen.¹¹¹ Diese Vorgehensweise ermöglicht es grundsätzlich, einen bestimmten Manipulationserfolg festzustellen bzw. eine Höhe dieses Erfolgs anzugeben. Sie entbindet die Rechtsprechung jedoch nicht vom Problem des Nachweises einer kausalen Manipulationshandlung durch den Täter.

IV. Fazit zum Einwirkungserfolg

Generell lässt sich festhalten, dass der Einwirkungserfolg, sowohl durch aktives Tun als auch durch Unterlassen herbeigeführt, ein durchaus komplexes Tatbestandsmerkmal der nationalen Rechtsnorm des § 119 Abs. 1 WpHG darstellt, dessen Vorliegen nach dem Gesetzgeberwillen die Abgrenzung zwischen Ordnungswidrigkeit und Straftat entscheiden soll. Dabei besteht auch heute noch, mehr als 15 Jahre nach der Einführung des Einwirkungserfolgs als Strafbarkeitsvoraussetzung der Marktmanipulation¹¹², Uneinigkeit über die Auslegung zahlreicher Kriterien. Die größte Hürde scheint dabei der Kausalitätsnachweis darzustellen, dessen Anforderungen seit jeher umstritten sind.¹¹³ Diesbezüglich ist festzuhalten, dass eine stiefmütterliche Vorgehensweise, wie ihn der BGH in seiner Grundsatzentscheidung¹¹⁴ an den Tag legte, aufgrund der *Indubio-pro-reo*-Regelung in zahlreichen Fällen zu keiner sachgerechten Lösung führen kann, die der Funktion des Einwirkungserfolgs als Abgrenzungskriterium gerecht wird und es somit in der praktischen Anwendung der Norm durch den obersten Gerichtshof der Bundesrepublik Deutschland eines Umdenkens bedarf. Ist dieser Nachweis jedoch einmal geführt, ermöglicht die gesetzlich angeordnete, systematische und lückenlose

¹⁰⁹ Hohnel, in: Hohnel (Hrsg), KapitalmarktstrafR, 1. Teil A, Rn 93; C. Schröder, HdB KapitalmarktR, Rn 582, 585; Yim, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 238 ff.

¹¹⁰ Hohnel, in: Hohnel (Hrsg), KapitalmarktstrafR, 1. Teil A, Rn 94; C. Schröder, HdB KapitalmarktR, Rn 582.

¹¹¹ Arlt, Anlegerschutz, 187; C. Schröder, HdB KapitalmarktR, Rn 583; Yim, Zurechnung des Einwirkungserfolgs, 227.

¹¹² Das Erfordernis des Einwirkungserfolgs wurde ab dem 01. Juli 2002 aufgrund des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes Voraussetzung der Strafbarkeit der Marktmanipulation. Bis *dato* sah § 88 BörsG aF bereits eine Vollendung vor, wenn der Täter falsche Angaben machte oder täuschende Mittel anwendete, ohne einen Einwirkungserfolg als solchen zu fordern.

¹¹³ Zur Kausalität siehe C. I. 2. c).

¹¹⁴ BGHSt 48, 373 (383 ff.).

Erfassung der Börsendaten eine genaue Erfolgsbestimmung. Kam es in Folge der Manipulationshandlung lediglich zu einer geringwertigen Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis, blüht der Streit über die Notwendigkeit einer Erheblichkeitsschwelle des Einwirkungserfolgs auf. Dabei erscheint es vorzugswürdig, erst eine strafbare Einwirkung anzunehmen, wenn der Täter spürbar auf das Kursbild Einfluss nahm, ohne wiederum an diese „Spürbarkeit“ zu hohe Anforderungen zu stellen.¹¹⁵

D. Rechtliche Folgen der Herbeiführung (bzw. Nichtherbeiführung) des Einwirkungserfolgs im Kontext des nationalen Rechts und des Unionsrecht

Der internationale Kapitalmarkt befindet sich in einem stetigen Wandel, der nicht zuletzt auf die voranschreitende Internationalisierung und Globalisierung gewisser Politik- und Wirtschaftszweige zurückzuführen ist.¹¹⁶ Die rasante Entwicklung des Kapitalmarktes geht mit grundlegenden Änderungen der gesetzlichen Rahmbedingungen einher, die nicht in unerheblichem Maße durch Rechtsakte der Europäischen Union geprägt sind, um die Funktionsfähigkeit der Märkte und den Anlegerschutz aufrecht zu erhalten.¹¹⁷ Aufgrund der Dynamik dieser Materie soll im folgenden Abschnitt zunächst kurz die Rechtsentwicklung des Marktmissbrauchsrechts dargestellt werden.

Zur Durchsetzung der Verbotstatbestände sind vom Unionsgesetzgeber strafrechtliche und verwaltungsrechtliche Sanktionen vorgesehen worden, die modifiziert in das deutsche Recht Einzug hielten. Auf diese Sanktionierungsmöglichkeiten der Marktmanipulation im derzeit geltenden Recht soll, unter Berücksichtigung des Einwirkungserfolgs, im Anschluss an die rechtliche Entwicklung der Marktmanipulationsnormen eingegangen werden. Ebenso wird die umstrittene Frage, ob die Herbeiführung eines Einwirkungserfolgs eine zivilrechtliche Haftung begründen kann, beleuchtet.

I. Rechtsentwicklung der letzten Jahre

1. Das Marktmissbrauchsrecht bis zum 02. Juli 2016

Bereits vor Einführung der MAR waren sowohl das Verbot des Insiderhandels als auch das Verbot der Marktmanipulation aufgrund der früheren EU-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG¹¹⁸ ausdrücklich im WpHG normiert. Bis Mitte 2016 regelten §§ 12-16b, 20a WpHG die Marktmissbrauchsüberwachung und das Verbot der Marktmanipulation. Konkretisiert wurden diese durch die Marktmanipulationskonkretisierungsverordnung (MaKonV). Dabei sah der Gesetzgeber in § 20a WpHG vor, dass Tätigen unrichtiger oder irreführender Angaben bzw. das entsprechende Unterlassen (sog. informationsgestützte Marktmanipulation), die Vornahme manipulative

¹¹⁵ Zur Erheblichkeit siehe C. I. 2. e).

¹¹⁶ *Wilhelm*, KapitalgesellschaftsR, Rn 39b.

¹¹⁷ *Groß*, KapitalmarktR, V; *de Schmidt*, RdF 2016, 4, *Wilhelm*, KapitalgesellschaftsR, Rn 39.

¹¹⁸ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 vom 12. April 2003 (market abuse directive), (MAD I).

Handlungen am Markt (sog. handelsgestützte Marktmanipulation) und die Vornahme sonstige Täuschungshandlungen, die dazu geeignet waren, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments einzuwirken (sog. handlungsgestützte Marktmanipulation), unter Strafe zu stellen. Von diesem Verbotstatbestand waren die entsprechenden Sanktionsnormen der §§ 38, 39 WpHG aF¹¹⁹ abgespalten.¹²⁰ Diese stellten im Zusammenspiel mit § 20a WpHG einen Regelungskomplex dar, der durchaus geeignet war, gegen die Marktmanipulation im deutschen Raum vorzugehen. Auf EU-Ebene führte die MAD I, die zwar ein umfassendes Verbot marktmanipulativen Verhaltens aufstellte, sich im Rahmen der Sanktionierung aber lediglich auf das Ergreifen geeigneter Verwaltungsmaßnahmen in den einzelnen Mitgliedsstaaten beschränkte,¹²¹ aufgrund des zugestandene Regelungsspielraum der erfolgten Mindestharmonisierung jedoch zu einer stark abweichenden Behandlung der Marktmanipulation innerhalb der Mitgliedsstaaten.¹²² Daher wurde der bestehende mitgliedstaatliche Sanktionsrahmen im Zuge einer öffentlichen Konsultation im Jahre 2009 für zu uneinheitlich und milde befunden.¹²³

2. Änderungen des Marktmissbrauchsrecht durch die MAR seit 03. Juli 2016

Das Marktmissbrauchsrecht, das bis *dato* in Umsetzung der MAD II¹²⁴ geregelt war, wurde als Reaktion auf die Finanzkrise mit dem Ziel der Schaffung eines effizienten und transparenten Finanzmarktes innerhalb der EU,¹²⁵ mit umfassender Geltung¹²⁶ der

¹¹⁹ In der vor dem 02. Juli 2016 geltenden Fassung.

¹²⁰ Ausführlich zum alten Marktmissbrauchsrecht: *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 20a und § 38, Rn 48 ff.; Zur Rechtsentwicklung bis zum 02. Juli 2016: *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 1 ff.

¹²¹ Danach stand es den Mitgliedsstaaten frei, unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, strafrechtliche Sanktionen zu verhängen, Art. 5 iVm Art. 14 Abs. 1 S. 1, 2 der MAD I; *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 20a, Rn 14; zur „überschießenden Richtlinienumsetzung“ des deutschen Gesetzgebers im Übrigen Rn 17; ebenso *Möllers/Hailer*, in: Burgard/Hadding/Mülbert/Nietsch/Welter (Hrsg), FS Schneider, 831 (836 f.).

¹²² *Becker/Rodde*, ZBB 2016, 11 (12); *Kert*, NZWiSt 2013, 252 (257); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 6; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park, KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 6. So sahen lediglich 13 Mitgliedsstaaten strafrechtliche Sanktionen für Verstöße gegen die MiFID I vor, während alle Mitgliedstaaten Verwaltungssanktionen vorsehen, die aber nicht immer öffentlich bekannt gemacht werden konnten, *Buttlar*, BB 2014, 451 (452).

¹²³ Erwägungsgrund (3)-(5) MAR, *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 339; ausführlich *Becker/Rodde*, ZBB 2016, 11 (12 f.); *Brodowski*, ZIS 2011, 940 (945 f.); ausführlich zu den Schwächen der bisherigen Sanktionsregelungen *Buttlar*, BB 2014, 451 (452 f.).

¹²⁴ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 vom 12. April 2003 (market abuse directive).

¹²⁵ *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (594); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 8; *Veil*, in: Veil (Hrsg), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1, Rn 21 ff.

¹²⁶ Zum Inkrafttreten und zur Geltung siehe Art. 39 MAR. Art. 39 II MAR statuiert dabei Ausnahmenormen, die ihre Geltung erst ab den dort genannten Geltungszeiträumen entfalten

bereits im Juli 2014 in Kraft getretenen Verordnung (EG) Nr. 596/2014 über den Marktmissbrauch (MAR) ab 03. Juli 2016 erheblich umgestaltet.¹²⁷ Nunmehr ergibt sich das neue Marktmissbrauchsrecht aus mehreren Rechtsakten unterschiedlicher Regelungsebenen, Rechtsakten nationaler und europäischer Art.¹²⁸ Während die umfangreichen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften durch die MAR in Form einer Verordnung nach Art. 288 II AEUV kodifiziert werden, werden die strafrechtlichen Aspekte mittels der Richtlinie MAD II¹²⁹ nach Art. 288 III AEUV geregelt.¹³⁰ An der bisherigen blankettartigen Regelungssystematik hielt der Gesetzgeber weiterhin fest.¹³¹ Ziel der MAR ist es, existierende Lücken in den Regelungen der Mitgliedsstaaten zu schließen und die Verfolgung und Sanktionierung der Marktmanipulation zu vereinheitlichen und zu verschärfen.¹³²

Grund für die Gestaltung der Neuregelung in Form einer Verordnung iSd Art. 288 II AEUV an Stelle der alten Marktmissbrauchsrichtlinie war, eine verbindliche und unmittelbare Anwendung der Normen durchzusetzen, um zu Handelshemmnissen und erheblicher Wettbewerbsverzerrung führende, abweichende nationale Vorschriften zu verhindern und weitgehend einheitliche Bedingungen in allen Mitgliedsstaaten zu gewährleisten.¹³³ Hierfür soll die unmittelbar geltende MAR als einheitliches, europäisches Regelwerk, sog. Single Rulebook, alle kapitalmarktrechtlichen Hauptrechtsquellen zusammenführen.¹³⁴ Zudem wird eine stärkere Orientierung der Auslegung an europäischen Maßgaben ermöglicht.¹³⁵

Mit der unmittelbaren Geltung der Marktmissbrauchsverordnung wurde eine Anpassung des nationalen Kapitalmarktrechts, insbesondere des WpHG, erforderlich.¹³⁶ Zur Verankerung der durch die EU verabschiedeten Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD II) und der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) im nationalen Recht und zur Umsetzung der Mindestvorgaben hat der Bundestag am 14. April 2016

sollen. Die Mandate für die Kommission und die ESMA gelten bereits seit dem Inkrafttreten der MAR.

¹²⁷ *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3 Rn 11; Zu den Gründen Veil ZBB 2014, 85 (86).

¹²⁸ *Poelzig*, NZG 2016, 528; kritisch dazu *Kert*, NZWiSt 2013, 252 (261), der eine gesamte Regelung innerhalb einer Richtlinie für vorzugswürdiger hält.

¹²⁹ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173/179 vom 12. Juni 2014 (market abuse directive), im Folgenden MAD II.

¹³⁰ *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 8.

¹³¹ Vergleichend *Kudlich*, AG 2016, 459 (462).

¹³² Erwägungsgrund (3)-(5) MAD II; *Buttlar*, BB 2014, 451; *Kert*, NZWiSt 2013, 252; *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 15, 18; *Schorck/Reichling*, StraFo 2012, 125 (126); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (594); *Veil/Koch*, WM 2011, 2297.

¹³³ Erwägungsgrund (5) S.1, 2, 3 MAR.

¹³⁴ Erwägungsgrund (3) S.3 MAR; *Becker/Rodde*, ZBB 2016, 11 (13); *Buttlar*, BB 2014, 451; *von der Linden*, DStR 2016, 1036; *Parmentier*, BKR 2013, 133 (134); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 8; *Schmolke*, AG 2016, 434, 436 f.; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593; *Walla*, BB 2012, 1358 (1361).

¹³⁵ Erwägungsgrund (5) S. 3 MAR.

¹³⁶ *Poelzig*, NZG 2016, 528 (529).

den Regierungsentwurf für das 1. FiMaNoG in der vom Finanzausschuss geänderten Fassung beschlossen. Da das Insiderrecht und das Marktmanipulationsverbot nun unmittelbar in Art. 7-16 MAR geregelt sind, wurde die Existenz der §§ 10, 12-14 und insbesondere § 20a WpHG obsolet. Diese wurden ersatzlos gestrichen bzw. neu gefasst.¹³⁷ Die Straf- und Bußgeldvorschriften der §§ 38, 39 WpHG wurden indes weitgehend beibehalten und angepasst. Mit Inkrafttreten von Art. 3 des 2. FiMaNoG am 03. Januar 2018 wurde die Strafvorschrift des § 38 WpHG redaktionell geändert und an die Neu Nummerierung des Gesetzes über den Wertpapierhandel angepasst.¹³⁸ Diese befinden sich nunmehr in §§ 119, 120 WpHG. Zudem sieht die MAR erstmals eine Einstufung des Versuchs der Marktmanipulation als Rechtsverstoß vor.¹³⁹

II. Sanktionierung der Marktmanipulation unter Berücksichtigung des Einwirkungserfolgs

1. Strafrechtliche Sanktionierung

a) Strafbarkeit vorsätzlicher Marktmanipulation

(1) §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR

(a) Umsetzung unionsrechtlicher Vorgaben in das nationale Recht

Die wohl praktisch bedeutendste nationale Norm der strafrechtlichen Sanktionierung der Marktmanipulation stellt §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR dar. Mit der Neuregelung des § 38 WpHG¹⁴⁰ (nunmehr § 119 WpHG) sah der Unionsgesetzgeber in Umsetzung der Vorgaben der MAD II vor, ein Mindestmaß an strafrechtlichen Sanktionen in allen Mitgliedsstaaten der EU, zumindest für schwerwiegende und vorsätzliche Marktmanipulationen und Insiderverstöße, zu schaffen, was zuvor aufgrund der durch die MAD I erfolgten Mindestharmonisierung nicht gewährleistet war.¹⁴¹ In nationales Recht umgesetzt beschränkt sich § 119 Abs. 1 WpHG nicht nur auf schwerwiegende Verstöße, sondern erfasst jeden vorsätzlichen Verstoß, unabhängig von der Schwere der Auswirkungen als Straftat.¹⁴² Insoweit fand die vom europäischen Gesetzgeber ursprünglich vorhergesehene Unterscheidung der Marktmanipulation in strafwürdiges Unrecht beim Vorliegen schwer-

¹³⁷ Begr. RegE 1. FiMaNoG, BT-Drs. 18/7482, 71 f., 74.; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 12; *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), WirtschaftsstrafR, Vor §§ 38, 39 WpHG Rn 2; *Poelzig*, NZG 2016, 528 (530). Vgl auch *Kert*, NZWiSt 2013, 252 (253); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (594).

¹³⁸ BT-Drs. 18/10936, 91 ff. (251 ff.).

¹³⁹ Erwägungsgrund (41) S. 1 MAR.

¹⁴⁰ In der Fassung ab dem 03. Juli 2016.

¹⁴¹ Erwägungsgrund (3)-(5) MAD II.

¹⁴² Erwägungsgrund (11) MAD II; *Poelzig*, NZG 2016, 492 (495).

wiegender Fälle und ansonsten lediglich zu bebußendes Unrecht in Form einer Ordnungswidrigkeit durch das 1. FiMaNoG keinen Anklang.¹⁴³ Eine solche strafscharfende Abweichung steht dem nationalen Gesetzgeber aufgrund des überschießenden Gestaltungsspielraums bei der Umsetzung der Vorgaben der MAD II durchaus zu.¹⁴⁴

(b) *Objektiver Tatbestand*

(i) Objektiver Tatbestand der Art. 12, 15 MAR

Strafbar sind gem. §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG vorsätzliche Marktmanipulationen, die den Tatbestand des Art. 15 in Verbindung mit Art. 12 MAR erfüllen und zusätzlich einen Einwirkungserfolg aufweisen. Art. 15 stellt dabei lediglich blanketthaft das Verbot der Marktmanipulation auf, während Art. 12 MAR Handlungen nennt, die als Marktmanipulation gelten sollen.

Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR erfasst Geschäfte, Handelsaufträge und alle anderen Handlungen, die (wahrscheinlich) falsche oder irreführende Signale senden oder ein künstliches Kursniveau herbeiführen. Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR regelt als Auffangtatbestand alle sonstigen handels- und handlungsgestützten Marktmanipulationen unter Verwendung falscher Tatsachen, sonstiger Kunstgriffe oder durch Täuschung, während Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR die informationsgestützte Marktmanipulation durch Verbreitung falscher oder irreführender Informationen oder Signale erfasst. Art. 12 Abs. 1 lit. d MAR untersagt indes die Übermittlung falscher oder irreführender Angaben oder die Bereitstellung falscher oder irreführender Ausgangsdaten bezüglich eines Referenzwerts und sonstige Handlungen, durch die die Berechnung unentgeltlich oder entgeltlich veröffentlichter Referenzwerte¹⁴⁵ manipuliert wird.

Zudem enthält Anhang I der MAR eine nicht erschöpfende Aufzählung von Indikatoren, die auf eine Manipulation hindeuten.¹⁴⁶ Handlungsweisen, die unter den Wortlaut dieser Indikatoren fallen, sollen für sich genommen nicht zwingend als Marktmanipulation anzusehen sein, sind aber von den Marktteilnehmern und den zuständigen Behörden zu berücksichtigen, wenn diese Geschäfte oder Handelsaufträge prüfen.¹⁴⁷

Art. 12 MAR lässt die *Eignung* der Geschäfte, falsche oder irreführende Signale zu geben bzw. ein anormales Kursniveau zu sichern, also die potenzielle (generelle) Kausalität zwischen Handlung und möglicher Folge im konkreten Einzelfall zur Begehung

¹⁴³ Poller, NZWiSt 2017, 430 (431).

¹⁴⁴ Die MAD II legt lediglich Mindestvorgaben fest, die nicht unterschritten werden dürfen. So liegt es in der Hand der Mitgliedsstaaten sowohl über die sanktionierenden Verhaltensweisen als auch das Maß der strafrechtlichen Sanktion hinauszugehen, Erwägungsgrund (7), (10), (20) MAD II, Wortlaut des Art. 3 Abs. 1, Art. 4 Abs. 1, Art. 5 Abs. 1 MAD II „zumindest in schweren Fällen“.

¹⁴⁵ Erwägungsgrund (44) S. 3 MAR.

¹⁴⁶ *Diversity/Köpferl*, in: Graf/Jäger/Wittig (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 13, 88; *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 16; *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), WirtschaftsstrafR, § 38 WpHG, Rn 2; *von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1040).

¹⁴⁷ *de Schmidt*, RdF 2016, 8.

einer Marktmanipulation genügen. Damit sind die in diesem Artikel verbotenen Formen der Marktmanipulation als abstrakte Gefährungsdelikte ausgestaltet, die zunächst keinen Taterfolg in Form eines Einwirkungserfolgs fordern.¹⁴⁸

(ii) Objektiver Tatbestand der §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG

Erst das Zusammenspiel der Art. 12, 15 MAR mit den vom deutschen Gesetzgeber ausgestalteten Normen der §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG ergeben die Strafbarkeit der Marktmanipulation unter zwingendem Vorliegen eines Einwirkungserfolgs. Damit ist die strafbare Marktmanipulation nach überwiegender Auffassung als Erfolgsdelikt einzustufen.¹⁴⁹

(iii) Die Einführung des Einwirkungserfolgs als Strafbarkeitsvoraussetzung durch den deutschen Gesetzgeber

((a)) Grund für die Einführung des Einwirkungserfolgs

Grund für die Einführung des Einwirkungserfolgs durch das vierte Finanzmarktförderungsgesetz¹⁵⁰ im Jahre 2002 war es, eine wirksame und unmittelbare Sanktionierung von Verstößen durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu gewährleisten, da sich das bis dato geltende Börsenstrafrecht als nahezu unwirksam und rechtsvergleichend rückständig erwies.¹⁵¹ Deshalb war es ein Ziel „den Anlegerschutz zu stärken, indem [...] die rechtlichen Voraussetzungen dafür geschaffen werden, das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation [...] wirksam durchzusetzen.“¹⁵² Ob die Differenzierung zwischen Straftat- und Ordnungswidrigkeitentatbestand dem Rechnung trägt, ist fraglich. Jedoch ist aufgrund einer bislang fehlenden überzeugenderen Abgrenzungsmethode dem Gesetzgeber eine Einschätzungsprärogative zur höheren Präventionswirksamkeit des Strafrechts einzuräumen.¹⁵³ Zudem wurde mit der Neuregelung und Umstrukturierung des BörsG in das WpHG unter anderem erreicht, dass

¹⁴⁸ Koch, in: Sieber/Satzger/Heintschel-Heinegg (Hrsg), Europäisches StrafR, § 17 Rn 60; Sorgenfrei/Saliger, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 40, 71.

¹⁴⁹ BGHSt 48, 373 (382); BGH. BB 2004, 11 (14); LG München NStZ 2004, 291 (292); Altenhain, BB 2002, 1874 (1875 f.); Arlt, Anlegerschutz, 187; Eichelberger, NStZ 2004, 292 (293); Hellgardt, ZIP 2005, 2000 (2001); Holzborn/Israel, WM 2004, 1948 (1954); Kutzner, WM 2005, 1401 (1406); Park, BB 2003, 1513 (1514); Schömann, Strafbarkeit der Marktmanipulation, 53 ff.; Schönwälder, Marktmanipulation, 211 f.; Tripmaker, wistra 2002, 288 (291); Waßmer, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 38, Rn 91; Zimmer/Cloppenburg, in: Schwark/Zimmer (Hrsg), Kapitalmarktrechtskommentar, § 38 WpHG, Rn 10; aA Wälther, ZJapanR 16 (2003), 189 (218 f.), nach der einzig die Auslegung als unechtes Unternehmensdelikt nach „Sinn und Zweck“ naheliegt.

¹⁵⁰ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 21. Juni 2002, BGBl. 2002 I, 2010.

¹⁵¹ Altenhain, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 17; Fleischer, NJW 2002, 2977 (2978); Vogel, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, Vor § 38, Rn 1 ff.

¹⁵² Begr RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, 62 f.

¹⁵³ Zur Legitimität des Einwirkungserfolgs als strafbegründendes Merkmal siehe C. I. 1.

nicht mehr in erster Linie den Staatsanwaltschaften der verschiedenen Gerichte für die Verfolgung von Marktpreismanipulationen zuständig sind, sondern die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.¹⁵⁴ Damit wurde die Einhaltung der Marktmanipulationsvorschriften seitdem bundesweit von einer Behörde überwacht, die zugleich für die Verhängung von Geldbußen zuständig ist und deshalb sofort auf einen festgestellten Verstoß reagieren kann.¹⁵⁵ Eine Entkriminalisierung wurde mit der Einführung des Erfolgserfordernisses hingegen nicht bezweckt.¹⁵⁶

(b)) Unionsrechtskonformität der Einführung des Erfolgserfordernisses

Wie bereits festgestellt, ist das Verbot der Marktmanipulation durch Art. 12, 15 MAR als bloßes Gefährungsdelikt ausgestaltet, das keinen Einwirkungserfolg erfordert. Ebenso sieht Art. 5 Abs. 2 MAD II in lediglich drei von fünf der in der Richtlinie genannten Begehungsformen zwingend eine tatsächliche Kursbeeinflussung vor, um die Tat als Straftat zu ahnden.¹⁵⁷ Nach deutschem Recht ist die Erfüllung des Straftatbestands jedoch in allen Tatmodalitäten vom Vorliegen eines Einwirkungserfolgs abhängig. Insoweit lässt sich möglicherweise eine gewisse Diskrepanz zwischen dem Willen des unionsrechtlichen und des deutschen Gesetzgebers erblicken, die die Frage nach der Unionsrechtskonformität dieses eingefügten Erfolgserfordernisses aufwirft.

Diesbezüglich wird vertreten, dass der Einwirkungserfolg im derzeit geltenden Recht ein von der MAD II nicht vorgesehenes Kriterium darstellt, wodurch der deutsche Gesetzgeber durch seine Umsetzungsakte hinter den Richtlinienvorgaben zurückbleibe.¹⁵⁸ Dem ist allerdings zu entgegen, dass die MAD II nur schwerwiegende Fälle mit Strafe versehen möchte, so dass dem nationalen Gesetzgeber ein gewisser Beurteilungsspielraum verbleibt.¹⁵⁹ Gemäß Erwägungsgrund (12) der MAD II sollen unter anderem Fälle der Marktmanipulation 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 oder die Änderung des Werts der Finanzinstrumente [...] hoch sind. Insoweit kann eine Marktmanipulation, die keinen Einwirkungserfolg aufweist, keine signifikanten

¹⁵⁴ *Altenhain*, BB 2002, 1874 (1876).

¹⁵⁵ BT-Drucks. 14/8017, 64; 14/8601, 20.

¹⁵⁶ *Altenhain*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 38, Rn 17; *Blumenberg*, Marktmanipulation und Compliance, 70.

¹⁵⁷ Danach ist ein Einwirkungserfolg nur in Fällen der Art. 5 Abs. 2 lit a) ii) b) und d) MAD II erforderlich; *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 39; *Teigelack/Dolff*, BB 2016, 387 (392).

¹⁵⁸ So *Bator*, BKR 2016, 1 (2 f.); *Brodowski*, ZIS 2011, 940 (946); *Sorgenfrei*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, 3. Auflage, Teil 3, Kapitel 4, A., Rn. 50; *Schorck/Reichling*, StraFo 2012, 125 (127); *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg), WpHG, Vor § 38, Rn 7a. Das Umsetzungsdefizit würde sich lediglich auf die handelsgestützten Tatbestandsvariante des Art. 5 Abs. 2 lit. a) i) MAD II beziehen, da bei der Referenzwertmanipulation des Art. 5 Abs. 2 lit. d) auch nach deutscher Fassung nur auf die Referenzwertberechnung und nicht auf die damit in Zusammenhang stehenden Finanzinstrumente eingewirkt werden müsste, *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, Fn 231.

¹⁵⁹ BT-Drucks. 18/7482, 64; Erwägungsgrund (10) MAD II; so auch *Szesny*, DB 2016, 1420 (1422).

Schäden hervorrufen, da diese nicht die wirtschaftliche Realität des Marktes beeinflusst.¹⁶⁰ Ebenso lässt sich das vom deutschen Gesetzgeber eingeführte Kriterium des Einwirkungserfolgs zur Tatbestandsverwirklichung der Strafnorm mit dem *Ultima-ratio*-Gedanken¹⁶¹ des deutschen Strafrechts begründen.¹⁶²

Demzufolge ist nicht davon auszugehen, dass die Einführung bzw. Aufrechterhaltung des Erfordernisses des Einwirkungserfolgs durch den deutschen Gesetzgeber dem Willen des Unionsgesetzgebers zuwiderläuft. Die Existenz des Einwirkungserfolgs als strafbegründendes Merkmal ist unionsrechtskonform.¹⁶³

(c) *Subjektiver Tatbestand*

Strafbar ist nur die vorsätzliche Marktmanipulation, §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG. Der Vorsatz umfasst das Wissen und Wollen der Verwirklichung des objektiven Tatbestandes in Kenntnis seiner Tatumstände.¹⁶⁴ Er muss sich auf sämtliche Tatbestandselemente der gestuften und zusammenzulesenden Normen erstrecken. *Dolus eventualis* ist insoweit ausreichend.¹⁶⁵ Eine Schädigungs- oder Bereicherungsabsicht ist nicht erforderlich.¹⁶⁶ Von der durch Art. 5 I MAD eröffneten Möglichkeit, auch rücksichtslose oder grob fahrlässige Marktmanipulationen in den Straftatbestand einzubeziehen und stattdessen auf verwaltungsrechtliche Sanktionen zu verzichten, wurde kein Gebrauch gemacht.¹⁶⁷

(d) *Strafrahmen*

Der in nationales Recht umzusetzende Art. 7 MAD II sieht als Mindestfreiheitsstrafe ein Höchstmaß von vier Jahren vor, um ein einheitliches Strafniveau innerhalb der Mitgliedstaaten zu gewährleisten.¹⁶⁸ In Umsetzung durch das 1. FiMaNoG weicht der deutsche Gesetzgeber von diesem Mindestmaß strafscharfend ab, indem er bei einem Verstoß gegen §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm

¹⁶⁰ Vgl BT-Drucks. 18/7482, 64; *Gehrmann*, WM 2016, 542 (548); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 40; *Szesny*, DB 2016, 1420 (1422).

¹⁶¹ Das Strafrecht soll als schärfstes Instrument des Staates nur dann eingesetzt werden, wenn alle anderen Möglichkeiten, einen Missstand zu beseitigen, versagen, *Lüthke/Müller*, Strafjustiz, 19; *Kindhäuser*, in: Lüderssen/Nestler-Tremel/Weigend (Hrsg), *Modernes Strafrecht und ultima-ratio-Prinzip*, 29

¹⁶² So auch *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 40

¹⁶³ *Ibid.*, 38 ff.; *Szesny*, DB 2016, 1420 (1422); ohne Begründung bejahend: *Poelzig*, NZG 2016, 492 (495); *dies.*, NZG 2016, 528 (537); *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157 (167); *Theusinger/Teigelack*, jurisPR-Compl 2/2016 Anm 3, B. II.

¹⁶⁴ *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 590.

¹⁶⁵ *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 313; *Theile*, in: Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis (Hrsg), WirtschaftsstrafR, § 38 WpHG, Rn 60.

¹⁶⁶ *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 313.

¹⁶⁷ Erwägungsgrund (21) MAD II; *Poelzig*, NZG 2016, 492 (495).

¹⁶⁸ Erwägungsgrund (16) MAD II; *Buttlar*, BB 2014, 451 (456); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 43; ausführlich *Kert*, NZWiSt 2013, 252 (258 f.).

Art. 15, 12 MAR eine Sanktionierung mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe vorsieht.

Die Anwendung einer Geldstrafe ist dabei nicht unumstritten. Teilweise wird kritisiert, dass das 1. FiMaNoG mit einer rein finanziellen Strafandrohung hinter den Richtlinienvorgaben zurückbliebe, da Art. 7 Abs. 2 MAD II keine Geldstrafe als Sanktionierungsmöglichkeit nennt.¹⁶⁹ Art. 7 Abs. 2 MAD II ist jedoch nicht so zu verstehen, dass zwingend Freiheitsstrafen als einziges strafrechtliches Sanktionierungsmittel verhängt werden müssen.¹⁷⁰ Dies gelte nach *Kudlich* umso mehr, als in Art. 7 Abs. 3 MAD II nur eine Höchststrafe von mindestens zwei Jahren vorgeschrieben wird, so dass man zu einem grotesk engen Strafraum zwischen zwingender Freiheitsstrafe und zwei Jahren Obergrenze kommen würde.¹⁷¹ Viel mehr kann die vom europäischen Parlament vorgegebene Höchststrafandrohung im Einzelfall unterschritten werden, da die MAD II keine Mindestfreiheitsstrafe im Sinne einer Untergrenze möglicher Sanktionierungsmittel festlegt.

(2) Weitere Verbotsnormen

Neben der Strafbarkeit aus §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR stellen Verstöße gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismannipulation oftmals auch Verletzungen anderer Verbotsnormen dar. Bezüglich der informationsgestützten Marktmanipulation sind dabei unter anderem die § 119 Abs. 3 WpHG iVm Art. 14 MAR, § 331 HGB, § 400 AktG, § 399 AktG, § 26 BörsG, § 16 UWG und § 264a StGB zu nennen, die im Einzelfall tangiert sein können.¹⁷² In einigen Fällen kann die informations-, handels- und handlungsgestützte Marktmanipulation ebenso § 263 Abs. 1 StGB unterfallen.¹⁷³ Eine Erfassung durch diesen erfolgt jedoch nur fragmentarisch und zufallsbedingt.¹⁷⁴ Da die genannten Verbotsnormen jedoch nicht im zwingenden Zusammenhang mit dem Einwirkungserfolg stehen, soll an dieser Stelle nicht weiter auf sie eingegangen werden.

b) Strafbarkeit des Versuchs

Nach Art. 15 Abs. 1 MAR ist der Versuch der Marktmanipulation strafbar. In Umsetzung der Vorgaben des Art. 6 Abs. 2 MAD II durch das 1. FiMaNoG wurde die Versuchsstrafbarkeit in § 119 Abs. 4 WpHG festgehalten, wobei darunter unter anderem Handlungen fallen, bei denen es dem Täter versagt blieb, einen Einwirkungserfolg,

¹⁶⁹ *Teigelack/Dolff*, BB 2016, 387 (393).

¹⁷⁰ *Kudlich*, AG 2016, 459 (462); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 44.

¹⁷¹ *Kudlich*, AG 2016, 459 (462).

¹⁷² Ausführlich *Arlt*, Anlegerschutz, 99 ff.

¹⁷³ Ausführlich zu den einzelnen kapitalmarktrechtlichen Manipulationsvorgehensweisen und deren Unterfallen unter den Betrugsstraftatbestand: *Zieschang*, in: Park (Hrsg), KapitalmarktstrafR, § 263 StGB, Rn 93 ff.

¹⁷⁴ *Colussi*, KapitalmarktstrafR, 67 ff.; *Mock*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, § 20a, Rn 83; *C. Schröder*, HdB KapitalmarktR, Rn 623 ff.

wie er in §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR gefordert ist, herbeizuführen.

Die Sinnhaftigkeit der Versuchsstrafbarkeit der Marktmanipulation lässt sich jedoch bezweifeln.¹⁷⁵ Zum einen wird, mangels weiterer möglicher Unwägbarkeiten, die einmal ins Versuchsstadium geratene Ausführung eines Geschäfts regelmäßig auch zur Vollendung führen, zum anderen verfügt der Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG bereits über einen ausreichenden Mechanismus die nicht zum Erfolg geführte Marktmanipulationshandlung zu sanktionieren. Dagegen wird es unausweichlich zu Konkurrenzen zwischen dem versuchten Straftatbestand des § 119 Abs. 4 WpHG und der vollendeten Ordnungswidrigkeit des § 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG kommen.¹⁷⁶ Im Konkurrenzfall findet § 21 OWiG Anwendung, nach dessen Abs. 1 eine Handlung, die gleichzeitig Straftat und Ordnungswidrigkeit ist, nur unter dem Straftatbestand sanktioniert wird.

Problematisch ist indes die unionsrechtskonforme Abgrenzung zwischen versuchter und verwirklichter Marktmanipulation, da Art. 12 Abs. 1 MAR bereits die Geeignetheit von Manipulationshandlungen zur Vollendung des Tatbestandes genügen lässt, während der deutsche Gesetzgeber die Herbeiführung eines Einwirkungserfolgs als Abgrenzungskriterium zwischen Versuch und Vollendung heranzog.¹⁷⁷ Die Ausgestaltung des deutschen Gesetzgebers in Form der Einführung eines Einwirkungserfolgs steht diesem jedoch aufgrund des zugestanden Umsetzungsspielraums der MAD II durchaus zu, sodass nicht von einem Umsetzungsdefizit oder Umsetzungsfehler ausgegangen werden kann.¹⁷⁸ Die unmittelbar wirkende MAR enthält hingegen in Art. 15 MAR keine konkreten Ausgestaltungserfordernisse des Verbots des Versuchs der Marktmanipulation. Vielmehr ist der nationale Gesetzgeber mit der Einführung der Versuchsstrafbarkeit in § 119 Abs. 4 WpHG den Richtlinienanforderungen nachgekommen. Wie eine Abgrenzung in der Praxis tatsächlich vorgenommen wird, bleibt abzuwarten.

2. Verwaltungsrechtliche Sanktionierung und andere Maßnahmen

a) Bußgeldrechtliche Sanktionen

Liegt kein Einwirkungserfolg vor, sieht § 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 WpHG eine Sanktionierung des tatbestandlichen Verhaltens als Ordnungswidrigkeit vor.

¹⁷⁵ Kudlich, AG 2016, 459 (463 f.); Poller, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 41.

¹⁷⁶ Kudlich, AG 2016, 459 (463 f.).

¹⁷⁷ Kiesewetter/Parmentier, BB 2013, 2371 (2375); Poller, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 41; Teigelack, BB 2012, 1361 (1364).

¹⁷⁸ Zur Europarechtskonformität der Einführung des Einwirkungserfolgs siehe D. II. 1. a) (1) (b) (i) ((b)).

(1) *Ermessensspielraum des nationalen Gesetzgebers im Rahmen verwaltungsrechtlicher Sanktionen*

Art. 30 MAR enthält ausführliche Regelungen zu Bußgeldern und anderen verwaltungsrechtlichen Sanktionen.¹⁷⁹ Für die Sanktionen weicht der Verordnungstext vom Vollharmonisierungsniveau der restlichen Normen ab und unterbreitet lediglich Mindestvorgaben, welche der Umsetzung in nationales Recht bedürfen.¹⁸⁰ In diesem Sinne steht es den Mitgliedsstaaten frei, über die Vorgaben der MAR hinauszugehen und höhere Geldbußen oder weitergehende Sanktionsbefugnisse einzuräumen. Der deutsche Gesetzgeber unterwirft die Verwirklichung der Bußgeldbestände dem allgemeinen Vorsatz- und Leichtfertigkeitkriterium nach § 10 OWiG.¹⁸¹ Obwohl die MAR solche subjektiven Voraussetzungen des Marktmanipulationstatbestandes nicht vorsieht, ist darin keine unzulässige Abweichung von den Vorgaben des Unionsgesetzgebers zu sehen, da Art. 30 MAR untypischerweise nicht voll- sondern nur mindestharmonisierend wirkt, so dass den Mitgliedsstaaten bei der Ergreifung verwaltungsrechtlicher Sanktionen Umsetzungsspielraum zukommt, der auch durch Hinzufügen subjektiver Anforderungen ausgeübt werden kann.¹⁸²

(2) *Bußgeldhöhe*

Unter Orientierung am EU-Kartellrecht¹⁸³ stellt Art. 30 Abs. 2 lit. i (i), j (i) MAR Vorgaben für die Mindesthöhe von Bußgeldern bei Verstößen gegen das Marktmanipulationsverbot mittels der Setzung einer Mindestobergrenze auf.¹⁸⁴ Bei Gesetzesverstößen im Bereich des Insiderhandels und der Marktmanipulation soll die maximale bußgeldrechtliche Belastung bei natürlichen Personen fünf Mio. Euro nicht unterschreiten, Art. 30 Abs. 2 lit i (i) MAR. Noch drastischer fallen die bußgeldrechtlichen Sanktionen gegenüber juristischen Personen aus. Hierbei sieht der Unionsgesetzgeber einen Mindestbußgeldrahmen von bis zu 15 Mio. Euro oder 15% des jährlichen Umsatzes vor,

¹⁷⁹ *von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1041); *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371 (2377 f.); *Krause*, CCZ 2014, 248 (258); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (603); *Veill/Koch*, WM 2011, 2297 (2298) (2305).

¹⁸⁰ *von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1041); *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371 (2377 f.); *Krause*, CCZ 2014, 248 (258); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (603); *Veill/Koch*, WM 2011, 2297 (2305).

¹⁸¹ *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 46.

¹⁸² *Buck-Heeb*, DB 22/2016, M5 (DB1205090); *Buttlar*, BB 2014, 451 (453); *Kert*, NZWiSt 2013, 252 (254); vgl. *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371; *Poelzig*, NZG 2016, 528 (529); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 12 f., 46; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (595).

¹⁸³ *Parmentier*, BB 2013, 2371 (2378); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (603); eingehend zur Bemessung von Geldbußen im Wettbewerbs- und Kapitalmarktrecht: *Kämmerer*, in: Grundmann/Haar/Merkel/Mülbert/Wellenhofer (Hrsg), FS Hopt, 2010 (2043 ff.). Die Orientierung des Bußgelds am EU-Kartellrecht wird dabei als höchst problematisch erachtet, dazu: *Seibt*, ZHR 177 (2013), 388, (419 mwN in Fn 125); wertungs Offen: *Buttlar*, BB 2014, 451 (455).

¹⁸⁴ *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 47; *Teigelack/Dolff*, BB 2016, 387 (389).

Art. 30 Abs. 2 lit j (i) MAR.¹⁸⁵ Das deutliche Überschreiten des in § 17 OWiG genannten Bußgeldhöchstmaßes wird damit begründet, dass die genannten Verstöße besonders schwerwiegende Auswirkungen auf den Finanzmarkt hätten, da sie die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an Börsen und Märkten beeinträchtigen.¹⁸⁶

Unabhängig davon ist durch die Mitgliedsstaaten sicherzustellen, dass bei Verstößen gegen die in Art. 30 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a genannten Vorschriften der dabei erlangte Gewinn oder vermiedene Verlust mindestens bis zur dreifachen Höhe dessen mit einer verwaltungsrechtlichen Sanktion belegt werden kann, sofern Gewinn oder Verlust bezifferbar ist, Art. 30 Abs. 2 lit. h MAR.¹⁸⁷ In Umsetzung der Vorgaben in das nationale Recht hält der deutsche Gesetzgeber an den genannten Werten ohne Erhöhung des Bußgeldrahmes der Mindestobergrenze fest und ahndet den Verstoß gegen das Marktmanipulationsverbot nach § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG durch eine natürliche Person gemäß § 120 Abs. 18 WpHG mit einer Geldbuße von bis zu fünf Mio. Euro, bei juristischen Personen gem. § 120 Abs. 18 Nr. 1 bis zu fünfzehn Mio. Euro (oder 15% des Gesamtumsatzes).

b) Weitere verwaltungsrechtliche Sanktionen

Neben den Geldbußen müssen die Mitgliedsstaaten ihre Behörden ermächtigen, bei Verstößen gegen das Marktmanipulationsverbot mit weiteren verwaltungsrechtlichen Maßnahmen reagieren zu können, Art. 30 Abs. 2 lit. a-g, 31-34 MAR. So ist die BaFin als nationale Aufsichtsbehörde gem. § 125 WpHG in Umsetzung von Art. 34 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR verpflichtet, jede ihrer Entscheidungen über Sanktionen und Maßnahmen gem. §§ 6, 120 WpHG bei Verstößen gegen Art. 14-19 MAR auf ihrer Internetseite bekanntzumachen (sog. Naming and Shaming¹⁸⁸).

¹⁸⁵ Bei konzernzugehörigen Gesellschaften soll es auf den Gesamtumsatz, der aus dem konsolidierten Abschluss der Spitzengesellschaft hervorgeht, ankommen, Art. 30 Abs. 2 Unterabs. 3 MAR. Eine Umsetzung in das nationale Recht erfolgte über § 120 Abs. 23 S. 2 WpHG. *Kudlich* kritisiert dabei, dass dies letztlich zu einer verschuldensunabhängigen Bußgelderhöhung für eine Gesellschaft führe, „nur“ weil eine Tochtergesellschaft zu einem wohlhabenden Konzern gehört, räumt jedoch ein, dass ohne die Vorschrift eine „Auslagerung“ von potentiell bußgeldrelevanten Handlungen im Konzern auf wenig umsatzstarke Tochtergesellschaften drohen könnte, *Kudlich*, AG 2016, 459 (464); kritisch aufgrund der Unverhältnismäßigkeit: *Szesny*, DB 2016, 1420 (1423).

¹⁸⁶ BT-Drucks. 14/8017, 99.

¹⁸⁷ Vgl. *Poelzig*, NZG 2016, 492 (499). Die zuvor genannten Mindesthöchstbeträge können überschritten werden, wenn dieser Betrag zur Erfassung des durch die Kapitalmarktrechtsverletzung erzielten wirtschaftlichen Vorteils nicht ausreicht.

¹⁸⁸ Ausführlicher zum „Naming and Shaming“: *Krause*, CCZ 2014, 248 (259); *Nartowska/Knierbein*, NZG 2016, 256 ff.; *Poelzig*, NZG 2016, 492 (499 f.); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (605); *Szesny*, DB 2016, 1420 (1424); zu der geringen praktischen Relevanz des § 125 WpHG (ehemals 40 b WpHG), *Walla*, Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, 2012, 124 f. Die Bekanntmachung soll nach dem Willen des Unionsgesetzgebers in erster Linie generalpräventiven Zwecken dienen, indem die Entscheidungen der Aufsichtsbehörden einer breiten Öffentlichkeit zur Kenntnis gebracht und alle Marktteilnehmer über die Rechtslage informiert werden, Erwägungsgrund (73) MAR. Die Veröffentlichung auf der Internetseite der BaFin geschieht auch dann, wenn die Maßnahme oder Sanktion mittels eines Rechtsbehelfs angegriffen wurde und damit keine Bestandskraft entfaltet. Die durch die Veröffentlichung bei den Betroffenen entstandenen Reputations- und Vermögensschäden können, trotz Veröffentlichung der

3. Zivilrechtliche Folgen

Fraglich ist, ob das Herbeiführen eines Einwirkungserfolgs durch eine Manipulationshandlung eine zivilrechtliche Haftung für den Täter mit sich bringen kann. Der Unionsgesetzgeber selbst schweigt zu den zivilrechtlichen Folgen im Falle einer Marktmanipulation und begnügt sich in MAR und MAD II mit verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionen. Dies könnte unter anderem darauf zurückzuführen sein, dass es der europäischen Kommission um die gesellschaftliche Missbilligung von Marktmissbrauch geht, wobei den zivilrechtlichen Ausgleichsmechanismen keine abschreckende Wirkung zukommt.¹⁸⁹ Da es sich bei den sekundärrechtlichen Vorgaben jedoch lediglich um Mindestvorgaben handelt, ist es den Mitgliedstaaten nicht verwehrt, neben den eben genannten Sanktionen eine zivilrechtliche Haftung für Verstöße gegen Vorschriften der MAR vorzusehen.¹⁹⁰ Die ausdrückliche Normierung einer zivilrechtlichen Haftung im Falle der Herbeiführen eines Einwirkungserfolgs bei der Marktmanipulation, so wie es beispielsweise bei §§ 97, 98 WpHG der Fall ist, konnte bisher nicht verbucht werden.

Doch könnte der – bislang überwiegend abgelehnte¹⁹¹ – § 823 Abs. 2 BGB seit der Neufassung des Marktmissbrauchsrechts durch MAR und MAD II eine solche Haftung begründen. Die Nichterfassung der Marktmanipulation durch den ehemaligen § 20a WpHG als Schutzgesetz iSd § 823 Abs. 2 BGB wurde darauf zurückgeführt, dass das Marktmanipulationsverbot in erster Linie die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte gewährleisten soll; Individualschützende Interessen wurden weitestgehend abgelehnt. Einige Vertreter¹⁹² halten an dieser Ansicht mit der Begründung fest, dass sich

Aufhebung, nicht mehr rückgängig gemacht werden, *Poelzig*, NZG 2016, 492 (500) mwN.

¹⁸⁹ So *Veill/Koch*, WM 2011, 2297 (2305).

¹⁹⁰ *von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1041); *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371 (2377 f.); *Krause*, CCZ 2014, 248 (258); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (603); *Poelzig*, NZG 2016, 492 (501); *Veill/Koch*, WM 2011, 2297 (2305).

¹⁹¹ Zu § 20 a WpHG (der nun durch Art. 12, 15 MAR ersetzt wurde) mit ausführlicher Begründung BGHZ 192, 90 (97 ff.), BGH, NZG 2012, 263; ebenso die Schutzzeigenschaft ablehnend: *Bachmann*, JZ 2012, 578 (579); *Barnert*, WM 2002, 1473 (1477 ff.); *Edelmann*, BB 2004, 2031 (2032); *Dryander*, Individualschutz bei Marktmissbrauch, 145 ff.; *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 363 ff.; *Fleischer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 20a, Rn 154; *Groß*, WM 2002, 477 (484); *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932 (938); *Kautzsch*, in: Kuthe/Rückert/Sickinger (Hrsg.), Compliance-Handbuch, Kap. 7, Rn 87; *Kort*, AG 2005, 21 (23); *Maier-Reimer/Webering*, WM 2002, 1857 (1864); *Schmolke*, ZBB 2012, 165 (168 f.); *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, 11 ff.; *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193 (215); *Spindler*, WM 2004, 2089 (2090 f.); *Teigelack*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 14, Rn 90 ff.; *Schwark*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, § 20 a WpHG, Rn 7; *Trüstedt*, Börsenkursmanipulationen, 82; *Vogel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 20a, Rn 31; für die Schutzzeigenschaft aber: *Altenhain*, BB 2002, 1874 (1875); *Frisch*, in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Handbuch Bankrecht, § 52, Rn 96; *Fleischer*, NJW 2002, 2977 (2979); *Fuchs/Dühn*, BKR 2002, 1063 (1066); *Grüger*, Kurspflege, 125 ff.; *Hellgardt*, AG 2012, 154 (158, 164 f.); *Hopt/Voigt*, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 49 (71); *Leisch*, ZIP 2004, 1573 (1578); *Lenzen*, ZBB 2002, 279 (284); *Mock*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), KK-WpHG, § 20a, Rn 473 ff.; *Möllers*, ZBB 2003, 390 (400); differenzierend *Ekkenga*, ZIP 2004, 781 (785). Siehe aber auch BGH, NZG 2012, 263, Rn 57, wonach der Umstand, dass §§ 37b, 37c WpHG aF zivilrechtliche Schadensersatzansprüche gewährten, den durch § 15 WpHG aF (auch) intendierten unbeschränkten Individualschutz belege.

¹⁹² *Sorgenfrei/Saliger*, in: Park (Hrsg.), KapitalmarktstrafR, Teil 3, Kommentierung zu §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR, Rn 355; *Theusinger/Teigelack*, jurisPR-Compl 2/2016 Anm. 3, B. III.; *Wagner*, in: Habersack (Hrsg.),

an der Schutzrichtung des Marktmanipulationsverbots nach wie vor nichts geändert hat. Allerdings nennt Art. 1 MAR neben dem auch schon von der MAD I erfassten Schutz der Integrität der Finanzmärkte und des Anlegervertrauens¹⁹³ erstmalig den Anlegerschutz als eigenständiges Regelungsziel.¹⁹⁴ Zudem verweist der Unionsgesetzgeber in Erwägungsgrund (47) S. 4 der MAR nunmehr darauf, dass informationsbasierte Marktmanipulation den Anlegern „in besonderer Weise“ schade, weil sie sie dazu veranlasse, ihre Anlageentscheidungen auf unrichtige oder verzerrte Informationen zu stützen, so dass auch hier die Annahme eines intendierten Drittschutzes denkbar wäre.¹⁹⁵

Auch unter Einbeziehung der unionsrechtlichen Vorgaben zur zivilrechtlichen Sanktionierung von Verordnungen kann man zu dem Ergebnis kommen, dass es unionsrechtlich geboten ist, zivilrechtliche Haftungsfolgen an Verstöße gegen Art. 12 Abs. 1 MAR zu knüpfen. Diesbezüglich hat der EuGH in einigen Entscheidungen¹⁹⁶ aus dem „*effet utile*“ des Art. 4 Abs. 3 Unterabs. 2 EUV¹⁹⁷ eine Pflicht der Mitgliedstaaten hergeleitet, die Beachtung von Verordnungen sicherzustellen bzw. Verstöße unter Berücksichtigung des Äquivalenz- und Effektivitätsgebots zu sanktionieren.¹⁹⁸

Nach Maßstäben des *Muñoz*-Urteils¹⁹⁹ reicht es für die Begründung eines zivilrechtlichen Drittschutzes aus, dass die volle Wirksamkeit der Verordnungsregelung dadurch gewährleistet wird, dass ein solcher Anspruch die Durchsetzungskraft der Regelung verstärkt, indem ihm eine ergänzende Funktion zukommt.²⁰⁰ Damit hängt das Bestehen eines Anspruchs nach § 823 Abs. 2 BGB nicht mehr allein davon ab, ob die verletzte Norm den Schutz Privater zu dienen bestimmt ist, sondern vielmehr ist jeder von dem Rechtsverstoß Betroffene aktivlegitimiert.²⁰¹

Zusammenfassend ist bezüglich der zivilrechtlichen Haftung bei Herbeiführung eines Einwirkungserfolgs festzuhalten, dass sowohl das ausdrückliche Anerkennen des Anlegerschutzes als Schutzgut der Marktmissbrauchsverordnung, als auch die Pflicht

MüKo BGB, Bd. 6, § 823 Rn 509.

¹⁹³ Erwägungsgrund (12) MAD I.

¹⁹⁴ *Poelzig*, NZG 2016, 492 (501); *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517 (520); *Zetzsche*, ZHR 179 (2015), 490 (494).

¹⁹⁵ *Hellgardt*, AG 2012, 154 (165).

¹⁹⁶ EuGH, Rs. 68/88, *Kommission/Griechenland*, Slg. 1989, 2279 (2984) Rn 23; Rs. C-253/00, *Muñoz*, Slg. 2002, I-7312 Rn 30 f.; Rs. C-230/01, *Penycoed*, Slg. 2004, I-960 (976) Rn 36.

¹⁹⁷ „*Effet utile*“ bezeichnet den unionsrechtlichen Effektivitätsgrundsatz, wonach jede Rechtsnorm einem bestimmten Zweck dient und darauf angelegt ist, diesen effektiv zu verwirklichen, *W. Schröder*, Europarecht, § 5 Rn 1.

¹⁹⁸ *Hellgardt*, AG 2012, 154 (165); *Poelzig*, NZG 2016, 492 (501); *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517 (520); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (607).

¹⁹⁹ EuGH, Rs. C-253/00, *Muñoz*, Slg. 2002, I-7289 ff.

²⁰⁰ *Ibid.*, I-7289 (7321 f.) Rn 30, 33.

²⁰¹ *Hellgardt*, AG 2012, 154 (165); *Schmidt*, in: Heldrich/Pröls/Koller/Langenbacher/Grigoleit/Hager/Hey/Neuner/Petersen/Singer (Hrsg.), FS Canaris, Bd. I, 1175 (1186 ff.); *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517 (520); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (607); *Steindorff*, EG-Vertrag und Privatrecht, 311 f. Siehe ebenso die kartellrechtliche Entscheidung BGH, KZR 75/10, BB 2012, 75 (76), Rn 17, wonach der Ausschluss (zivilrechtlicher) Schadensersatzsanktionen mit der Pflicht der nationalen Gerichte, dem Kartellverbot volle Wirksamkeit zu verleihen, unvereinbar wäre, vgl. *Bulst*, NJW 2004, 2201 (2202); *Berrisch/Burianski*, WuW 2005, 878 (881).

der Beachtung europäischer Vorgaben im Zusammenspiel mit dem unionsrechtlichen Effektivitätsgrundsatzes für eine Anerkennung als Schutzgesetz iSd § 823 II BGB sprechen, wodurch eine zivilrechtliche Haftung begründet wird.²⁰² Ob es in Literatur und Rechtsprechung insoweit zu einer Änderung der bisher abgelehnten Schutzzeigenschaft des § 823 II BGB kommt, ist abzuwarten.

E. Ergebnis

Die immer stärker werdende Globalisierung der Finanzmärkte stellt hohe Anforderungen an das regulatorische Umfeld dieser, wodurch das Marktmissbrauchsrecht einem stetigen Wandel unterliegt.²⁰³ Dies führte in den letzten Jahren zu zahlreichen Neufassungen und Änderungen des Marktmissbrauchsrechts, bei dem sich ein deutlicher Trend voranschreiten der Europäisierung und Harmonisierung des Kapitalmarktrechts abzeichnet, vor allem hinsichtlich einer Vereinheitlichung und Ausweitung der Marktmissbrauchsvorschriften. Insbesondere gingen mit der Verabschiedung der MAR und MAD II grundlegende Veränderungen des nationalen Marktmissbrauchsrechts einher.²⁰⁴

Die starke Verknüpfung zwischen unionalem und deutschem Kapitalmarktrecht hinderte den deutschen Gesetzgeber allerdings bisher nicht, eigene Wege und Mittel zur Durchsetzbarkeit und Sanktionierung zu gehen. In diesem Sinne hielt er am, durch das 4. FiMaNoG im Jahre 2002 selbst eingeführte, Erfordernis des Einwirkungserfolgs zur Abgrenzung zwischen Straftat und Ordnungswidrigkeit fest, was mit Blick auf die Kontinuität und Konsequenz der deutschen Gesetzgebungsorgane durchaus begrüßenswert ist. Die Tatsache, dass dem Unionsgesetzgeber die Funktion des Einwirkungserfolgs als Abgrenzungskriterium in dieser Form fremd ist, führt in einigen Fällen zu praktischen Anwendungsschwierigkeiten, wie sich im Falle der Abgrenzung zwischen Ordnungswidrigkeit und, seit der MAR einzuführenden, Strafbarkeit des Versuchs der Marktmanipulation zeigt.²⁰⁵ Diesbezüglich besteht bei Ausbleiben des Einwirkungserfolgs die Möglichkeit die Handlung als versuchte Marktmanipulation zu bestrafen, was jedoch die Vorschrift des § 120 WpHG zur Sanktionierung der Marktmanipulation als Ordnungswidrigkeit weitestgehend leerlaufen lassen würde.²⁰⁶

Auch wenn sich über die Effektivität und Legitimität dieses Erfordernisses zur Abgrenzung zwischen lediglich bebußbarem Unrecht und Straftat durchaus streiten lässt,²⁰⁷ ist dem deutschen Gesetzgeber eine gewisse Einschätzungsprärogative zuzugestehen, was die Geeignetheit dieses Kriterium anbelangt. Doch sind auch innerhalb des deutschen Rechts bezüglich der rechtlichen Ausgestaltung und den Voraussetzungen des Einwirkungserfolgs noch nicht alle Fronten geklärt. Insbesondere im Rahmen des

²⁰² Ergänzend zu Haftung, Verschulden, Kausalität und Schadensberechnung im Falle der zivilrechtlichen Haftung: *Hellgardt*, AG 2012, 154 (165 f.).

²⁰³ *Blumenberg*, Marktmanipulation und Compliance, 183.

²⁰⁴ Zu den durch das neue Marktmissbrauchsrecht eingetretenen Veränderungen im Überblick siehe *Poelzig*, NZG 2016, 528 ff; BaFin Jahresbericht 2016, 166 ff.

²⁰⁵ Siehe dazu D. II. 1. b).

²⁰⁶ In derartigen Fällen regelt § 21 OWiG ein Konkurrenzverhältnis der Normen.

²⁰⁷ Zur Legitimität des Einwirkungserfolgs als strafbegründendes Merkmal siehe C. I. 1.

Nachweises der Kausalität der Einwirkungshandlung für den tatsächlichen Preiseinwirkungserfolg und der Erforderlichkeit einer Erheblichkeitsschwelle der herbeigeführten Preisänderung besteht noch Uneinigkeit. Da diese Diskrepanzen sich auch im Laufe der bisher fast sechzehnjährigen Existenzgeschichte des Einwirkungserfolgs nicht beseitigen ließen, ist auch zukünftig eine Einigung nicht zu erwarten. Wie sich die praktische Handhabung der unübersichtlich anmutenden Normen entwickelt, bleibt abzuwarten. Dies bezieht sich ebenso auf die noch nicht ausdiskutierte Frage der Schutzgesetzeigenschaft der Marktmanipulationsnorm im Sinne des § 823 BGB, die aufgrund des neuen Marktmissbrauchsrechts wieder an Bedeutung gewann. Hier ist eine Anerkennung der solchen als Schutzgesetz wünschenswert, um auch auf zivilrechtlicher Haftungsebene bei Herbeiführung eines Einwirkungserfolgs einen Ausgleich schaffen zu können.

Schließlich ist ungewiss, ob und wie lange der deutsche Gesetzgeber am Erfordernis des Einwirkungserfolgs festhalten kann. Eine Ende der ausgedehnt blankettartigen Regulierungstätigkeit der Europäischen Union auf dem Gebiet des Marktmissbrauchsrechts ist jedenfalls nicht in Sicht.²⁰⁸ So ist es auch nicht auszuschließen, dass der Unionsgesetzgeber den nationalen Gesetzgebungsstellen im Sinne einer enger an der Europäischen Union orientierten Gesetzgebung in Zukunft weniger Spielraum lassen wird.

²⁰⁸ Art. 38 MAR; *Buttlar*, BB 2014, 451 (457); *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371 (2379); *Poller*, Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation, 58.

SCHRIFTTUM

- Achenbach, Hans/Ransiek, Andreas/Rönnau, Thomas*, Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 4. Auflage, Heidelberg 2015.
- Altenhain, Karsten*, Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, Betriebs-Berater 2002, 1874-1879.
- Ambos, Kai*, Internationales Strafrecht – Strafanwendungsrecht, Völkerstrafrecht, Europäischen Strafrecht, Rechtshilfe, 4. Auflage, München 2014.
- Arlt, Michael*, Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation, Frankfurt am Mai 2004.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H.*, Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 6. Auflage, Köln 2012.
- Bachmann, Gregor*, Anmerkung zum BGH Urteil vom 13.12.2011 – XI ZR 51/10, Juristenzeitung 2012, 578-582.
- Barnert, Thomas*, Deliktischer Schadensersatz bei Kursmanipulation de lege lata und de lege ferenda, Zeitschrift für Wirtschaft- und Bankrecht 2002, 1473-1483.
- Bator, Jakob*, Die Marktmanipulation im Entwurf zum Finanzmarktnovellierungsgesetz – unionsrechtskonform?, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2016, 1-7.
- Becker, Ralf/Rodde, Anja*, Auswirkungen europäischer Rechtsakte auf das Kapitalmarkt-sanktionsrecht – Neuerungen durch das Finanzmarktnovellierungsgesetz, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2016, 11-20.
- Bergmann, Marcus*, Strafbarkeit vertragswidrigen Unterlassens, Baden-Baden 2012.
- Berrisch, Georg/Burianski, Markus*, Kartellrechtliche Schadensersatzansprüche nach der 7. GWB-Novelle, Wirtschaft und Wettbewerb 2005, 878-888.
- Blumenberg, Axel-Dirk*, Marktmanipulation und Compliance, Passau 2016.
- Böse, Martin*, Enzyklopädie Europarecht, Europäisches Strafrecht, Band 9, 1. Auflage, Baden-Baden 2013.
- Brammsen, Joerg*, Marktmanipulation (§38 Abs. 2 WpHG) „über die Bande“ - Das perfekte „Delikt“?, Zeitschrift für Wirtschaft- und Bankrecht 2012, 2134-2143.
- Brodowski, Dominik*, Strafrechtsrelevante Entwicklungen in der Europäischen Union - ein Überblick, Zeitschrift für internationale Strafrechtsdogmatik 2011, 940-954.
- Buck-Heeb, Petra*, Das 1. Finanzmarktförderungsgesetz – Zwischen Verunsicherung und verbessertem Anlegerschutz, der Betrieb 22 (2016), M5 (DB1205090).
- Bulst, Friedrich Wenzel*, Private Kartellrechtsdurchsetzung durch die Marktgegenseite – deutsche Gerichte auf Kollisionskurs zum EuGH, Neue Juristische Wochenschrift 2004, 2201-2203.
- Bürkle, Jürgen/Hauschka, Christoph E.*, Der Compliance Officer, München 2015.
- Buttlar, Julia von*, Die Stärkung der Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse im EU-Kapitalmarktrecht: ein neues „field of dreams“ für Regulierer?, Betriebs-Berater 2014, 451-458.
- Colussi, Mark*, Kapitalmarktstrafrecht – Insiderhandel und Marktmanipulation, Frankfurt am Main 2010.
- Dahme, Hans-Jürgen*, Stichwort „Manipulation“, in: Ritter, Joachim/Gründer, Karlfried (Hrsg.), Historisches Wörterbuch der Philosophie, Band 5, Basel 1980, 726-728.

- Derleder, Peter/Knops, Kai-Oliver/Bamberger, Heinz Georg*, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, 2. Auflage, Berlin/Heidelberg 2009.
- Dryander, Konstantin*, Individualschutz bei Marktmissbrauch am Kapitalmarkt, München 2008.
- Edelmann, Hervé*, Haftung von Vorstandsmitgliedern für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen -Besprechung der Infomatec-Urteile des BGH, Betriebs-Berater 2004, 2031-2033.
- Eichelberger, Jan*, Anmerkung zu BGH, Beschluss vom 20.07.2011 – Az.: 3 StR 506/10, Verurteilung eines Bankvorstandes wegen vorsätzlicher Marktmanipulation, Verbraucher und Recht 2012, 31-33.
- Das Verbot der Marktmanipulation (§20a WpHG), Schriften zum Wirtschaftsrecht, Band 1 99, Berlin 2006.
 - Anmerkung zu LG München I, Urteil vom 21. 11. 2002 – 6 KLS 305 Js 34066/02, Neue Zeitschrift für Strafrecht 2004, 292-293.
- Ekkenga, Jens*, Fragen der deliktischen Haftungsbegründung bei Kursmanipulation und Insidergeschäften, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, 781-793.
- Enderle, Bettina*, Blankettstrafgesetze, Frankfurt am Main 2000.
- Erbs, Georg/Kohlhaas, Max/Amb, Friedrich*, Strafrechtliche Nebengesetze, Loseblattsammlung, 184. Ergänzungslieferung, Stand 2011.
- Esser, Robert/Rübenstahl, Markus/Saliger, Frank/Tsambikakis, Michael*, Wirtschaftsstrafrecht mit Steuerstrafrecht und Verfahrensrecht, Kommentar, 1. Auflage, Köln 2017.
- Featherstone, Kevin/Radaelli, Claudio*, The Politics of Europeanization, Oxford 2003.
- Fleischer, Holger*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, Neue Juristische Wochenschrift 2002, 2977-2983.
- Fleischer, Holger*, Statthaftigkeit und Grenzen der Kursstabilisierung, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2003, 2045-2053.
- Fuchs, Andreas*, Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, München 2016.
- */Dühn, Matthias*, Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, Zugleich Besprechung des Urteils des OLG München BKR 2002, 1096, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2002, 1063-1071.
- Gehrmann, Philipp*, Anmerkungen zum strafbewehrten Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2016, 542-548.
- Einwirkung auf Börsenpreis erfordert keine Manipulationsabsicht, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht 2014, 133.
 - Auch bereits kurzfristige Kursbeeinflussung ist Marktmanipulation, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht 2011, 385-386.
- Gerke, Wolfgang*, Börsenlexikon, 1. Auflage, Wiesbaden 2002.
- Graf, Jürger Peter/Jäger, Markus/Wittig, Petra*, Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Auflage, München 2017.
- Groß, Wolfgang*, Kapitalmarktrecht, 6. Auflage, München 2016.
- Haftung für fehlerhafte oder fehlende Regel- oder ad-hoc-Publizität, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2002, 477-486.

- Grüger*, Tobias Wolfgang, Kurspflege- Zulässige Kurspflagemassnahmen oder verbotene Kursmanipulation?: eine Untersuchung der rechtlichen Zulässigkeit von Kurspflagemassnahmen nach deutschem, britischem und europäischem Kapitalmarktrecht, Baden-Baden 2006.
- Habersack*, Mathias (Hrsg), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 6, Schuldrecht – Besonderer Teil IV, §§ 705 – 853, 7. Auflage, München 2017.
- *Mülberg*, Peter O./*Schlitt*, Michael, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Auflage, München 2013.
- Hahn*, Stefan: Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, Frankfurt am Main 2004.
- Hecker*, Bernd, Europäisches Strafrecht, 5. Auflage, Berlin 2016.
- Hefendehl*, Roland/*Hohmann*, Olaf, Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Band 5, §§ 263 – 358, 2. Auflage, München 2014.
- Hellgardt*, Alexander, Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität als strafbare Marktmanipulation, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2005, 2000-2008.
- Hellmann*, Uwe/*Beckemper*, Katharina, Wirtschaftsstrafrecht, 4. Auflage, Stuttgart 2013.
- Heusel*, Matthias/*Schmidberger*, Aljoscha, Anmerkungen zu EuGH, Urteil vom 07.07.2011 -Rs. C-445/09 (IMC Securities), Marktmanipulation durch kurzfristige Kursbeeinflussung, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2011, 425-427.
- Hirte*, Heribert/*Möllers*, Thomas, Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln 2014.
- Hohmel*, Andreas, Kapitalmarktstrafrecht, Kommentar, München 2013.
- Holzborn*, Timo/*Israel*, Alexander, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2004, 1948-1956.
- *Foelsch*, Eberhard, Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, Neue Juristische Wochenschrift 2003, 932-940.
- Hopt*, Klaus/*Voigt*, Hans-Christoph, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Tübingen 2005.
- Der Anlegerschutz im Recht der Banken: gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, München 1975.
- Jarass*, Hans D., Charta der Grundrechte der Europäischen Union, 3. Auflage, München 2016.
- Joecks*, Wolfgang/*Schmitz*, Roland, Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Band 7, Nebenstrafrecht II, 2. Auflage, München 2015.
- Kämmerer*, Jörn Axel, Bemessung von Geldbußen im Wettbewerbs- und Kapitalmarktrecht: Eine komparative Betrachtung, in: Grundmann, Stefan/Haar, Brigitte/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O./Wellenhofer, Marina (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt, Band 2, Berlin 2010, 2043-2059.
- Kasiske*, Peter, Marktmissbräuchliche Strategien im Hochfrequenzhandel, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2014, 1933-1939.

- Kert*, Robert, Vorschläge für neue EU-Instrumente zur (strafrechtlichen) Bekämpfung von Insiderhandel und Marktmanipulation, *Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht* 2013, 252-261.
- Kiesewetter*, Matthias/*Parmentier*, Miriam, Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts – ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, *Betriebs-Berater* 2013, 2371-2379.
- Kindhäuser*, Urs, Strafe, Strafrechtsgut und Rechtsgüterschutz, in: Lüderssen, Klaus/Nestler-Tremel, Cornelius/Weigend, Ewa (Hrsg.), *Modernes Strafrecht und ultima-ratio-Prinzip*, Frankfurt am Main 1990, 29-37.
- Klöhn*, Lars, Marktmanipulation auch bei kurzfristiger Kursbeeinflussung – das „IMC Securities“-Urteil des EuGH, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2011, 934-936.
- Koppmann*, Tobias, Anmerkung zum Urteil des OLG Stuttgart vom 04.10.2011 – 2 Ss 65/11; Zur Frage der Marktmanipulation durch abgestimmte Kauf- und Verkaufsangebote, *Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht und Haftung im Unternehmen* 2012, 27-28.
- Kort*, Michael, Die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche Ad-hoc-Mitteilungen, *Die Aktiengesellschaft* 2005, 21-26.
- Kraayvanger*, Jan, Anmerkung zu einer Entscheidung des BGH, Urteil vom 27.11.2013 - 3 StR 5/13 – Zur Manipulation von Finanzmärkten durch eine Börsenpreiseinwirkung, *Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht und Haftung im Unternehmen* 2014, 149-150.
- Kramer*, Steffen, Kurspflagemassnahmen – zwischen strafbarer Marktmanipulation und zulässiger Kursstabilisierung, Ist jenseits der "Safe Harbour"-Regelungen Raum für zulässige Kurspflege?, *Baden-Baden* 2015.
- Krause*, Hartmut, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, *Corporate Compliance Zeitschrift* 2014, 248-260.
- Kretschmer*, Joachim, Das Verbot des Insiderhandels im Wertpapierhandelsgesetz, *Jura* 2012, 380-385.
- Kudlich*, Hans, MADness Takes Its Toll – Ein Zeitsprung im Europäischen Strafrecht?, *Die Aktiengesellschaft* 2016, 459-465.
- Zur Frage des erforderlichen Einwirkungserfolgs bei handelsgestützten Marktmanipulationen, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht* 2011, Heft 10, 361-365.
- Kuthe*, Thorsten/*Rückert*, Susanne/*Sickingher*, Mirko, *Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht*, Heidelberg 2004.
- Kutzner*, Lars, Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG – Modernes Strafrecht?, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2005, 1401-1408.
- Leisch*, Clemens, Vorstandshaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – ein höchst richterlicher Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2004, 1573-1580.
- Leitner*, Werner/*Rosenau*, Henning, *Wirtschafts- und Steuerstrafrecht*, 1. Auflage, Baden-Baden 2017.

- Lenzen, Ursula*, Das neue Recht der Kursmanipulation, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2002, 279-287.
- Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, Frankfurt am Main 2000.
- Lüthke, Albrecht/Müller, Ingo*, *Strafjustiz für Nicht-Juristen*, 3. Auflage, Wiesbaden 2014.
- Maier-Reimer, Georg/Webering, Anabel*, Ad-hoc-Publizität und Schadensersatzhaftung, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2002, 1857-1864.
- Möllers, Thomas M. J./Hailer, Sabrina*, Systembrüche bei der Anwendung strafrechtlicher Grundprinzipien auf das kapitalmarktrechtliche Marktmanipulationsverbot, in: Burgard, Ulrich/Hadding, Walther/Mülbert, Peter O./Nietsch, Michael/Welter, Reinhard (Hrsg.), *Festschrift für Uwe H. Schneider*, Köln 2001, 831-853.
- Möllers, Thomas*, Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2003, 390-409.
- Momsen, Carsten/Grützner, Thomas*, *Wirtschaftsstrafrecht, Handbuch für die Unternehmens- und Anwaltspraxis*, 1. Auflage, München 2013.
- Nartowska, Urszula/Knierbein, Michael*, Ausgewählte Aspekte des „Naming and Shaming“ nach § 40 c WpHG, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2016, 256-261.
- Nestler, Nina*, *Bank- und Kapitalmarktstrafrecht*, Berlin 2017.
- Park, Tido*, *Kapitalmarktstrafrecht, Straftaten, Ordnungswidrigkeiten, Finanzaufsicht, Compliance, Handkommentar*, 4. Auflage, Baden-Baden 2017.
- *Kapitalmarktstrafrecht, Straftaten, Ordnungswidrigkeiten, Finanzaufsicht, Compliance, Handkommentar*, 3. Auflage, Baden-Baden 2013.
 - *Kapitalmarktstrafrecht und Anlegererschutz*, *Neue Zeitschrift für Strafrecht* 2007, 369-377.
 - *Kapitalmarktstrafrechtliche Neuerungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes*, *Betriebs-Berater* 2003, 1513-1517.
- Parmontier, Miriam*, Die Verhandlung eines Rechtssetzungsvorschlags der Kommission in den Arbeitsgruppen des Rates am Beispiel des EU-Marktmissbrauchsrechts, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2013, 133-141.
- Poelzig, Dörte*, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2016, 528-538.
- *Durchsetzung und Sanktionierung des neuen Marktmissbrauchsrechts*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2016, 492-502.
- Poller, Michelle*, Der Verbrechenstatbestand der Marktmanipulation in § 119 Abs. 5 WpHG n.F. – erhöhtes Strafbarkeitsrisiko für Kapitalmarktteilnehmer durch die gerechtfertigte Aufwertung bestimmter Begehungsformen zum Verbrechen, *Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht* 2017, 430-436.
- *Neuer Sanktionsrahmen auf dem Gebiet der Marktmanipulation nach dem aktuellen europäischen Marktmissbrauchsrecht – Europarechtskonformität des 1. Finanzmarktmissbrauchsrechts*, *Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht*, Heft 142, Halle (Saale) 2017.
- Renz, Hartmut T./Leibold, Michael*, Die neuen strafrechtlichen Sanktionsregelungen im Kapitalmarktrecht, *Corporate Compliance Zeitschrift* 2016, 157-172.

- Rössner*, Michael-Christian, Anlegerschutz – Beweisprobleme für die Kursrelevanz fehlerhafter Unternehmensmeldungen, Die Aktiengesellschaft - AG Report 2003, R16-R18.
- Schlitt*, Christian, Strafrechtliche Risiken bei Squeeze-out und Delisting, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2006, 925-930.
- Schlösser*, Jan, Die Anerkennung der Geschäftsherrenhaftung durch den BGH, Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht 2012, 281-286.
- de Schmidt*, Sebastian, Neufassung des Verbots der Marktmanipulation durch MAR und CRIM-MAD, Recht der Finanzinstrumente 2016, 4-12.
- Schmitz*, Roland, Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts in Europa, Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft 2003, Heft 3, 501-537.
- Schmolke*, Klaus Ulrich, Das Verbot der Marktmanipulation nach dem neuen Marktmissbrauchsregime, Die Aktiengesellschaft 2016, 434-445.
- Die Haftung für fehlerhafte Sekundärinformationen nach dem „IKB“-Urteil des BGH, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2012, 165-178.
- Schmidt*, Carsten, Bankrott oder Bewährung des § 823 Abs. 2 BGB?, in: Heldrich, Andreas/Pröls, Jürgen/Koller, Ingo/Langenbucher, Katja/Grigoleit, Hans Christoph/Hager, Johannes/Hey, Felix-Christopher/Neuner, Jörg/Petersen, Jens/Singer, Reinhard, Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag, Band I, München 2007, 1175-1190.
- Schockenhoff*, Martin/*Culmann*, Johannes, Rechtsschutz gegen Leerverkäufer?, Die Aktiengesellschaft 2016, 517-529.
- Schömann*, Matthias, Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 38 Abs. 2 WpHG, Frankfurt am Main 2010.
- Schönhöft*, Andreas M., Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG, Frankfurt am Main 2006.
- Schönwälder*, Yannick, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation, Berlin 2011.
- Shork*, Alexander/*Groß*, Bernd, Bankstrafrecht, Frankfurt am Main 2013.
- */Reichling*, Tilman, Neues Strafrecht aus Brüssel? – Europäische Kommission forciert Verschärfung des Kapitalmarktstrafrechts und Einführung des Unternehmensstrafrechts, Strafverteidiger-Forum 2012, 125-128.
- Schröder*, Christian, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 3. Auflage, Köln 2015.
- Die Europäisierung des Strafrechts nach Art. 83 Abs. 2 AEUV am Beispiel des Marktmissbrauchsrechts: Anmerkungen zu einem Fehlstart, Höchstrichterliche Rechtsprechung im Strafrecht 2013, 253-263.
- Schröder*, Werner, Grundkurs Europarecht, 5. Auflage, München 2017.
- Schuster*, Gunnar, Kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten nach § 15a WpHG, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 167, 193-215.
- Schützendübel*, Charleen, Die Bezugnahme auf EU-Verordnungen in Blankettstrafgesetzen, Baden-Baden 2012.
- Schwark*, Eberhard/*Zimmer*, Daniel, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Auflage, München 2010.
- Seibt*, Christoph H./*Wollenschläger*, Bernward, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, Die Aktiengesellschaft 2014, 593-608.

- Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 177 (2013), 388-426.
- Sieber, Ulrich/Satzger, Helmut/Heintschel-Heinegg, Bernd*, Europäisches Strafrecht, 2. Auflage, Baden-Baden 2014.
- Sorgenfrei, Ulrich*, Zum Verbot der Kurs- oder Marktpreismanipulation nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht 2002, 321-331.
- Spindler, Gerald*, Persönliche Haftung der Organmitglieder für Falschinformationen des Kapitalmarktes, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2004, 2089-2098.
- Steindorff, Ernst*, EG-Vertrag und Privatrecht, 1. Auflage, Baden-Baden 1996.
- Szesny, André M.*, Das Sanktionsregime im neuen Marktmissbrauchsrecht, Der Betrieb 2016, 1420-1425.
- */Kuthe, Thorsten*, Kapitalmarkt Compliance, 1. Auflage, Heidelberg 2014.
- Theusinger, Ingo/Teigelack, Lars*, Gesetz zur Finanzmarktnovellierung verabschiedet – Verschärfung der kapitalmarktrechtlichen Sanktionen, jurisPR-Compl 2/2016, Anm. 3.
- Tripmaker, Stefan*, Der subjektive Tatbestand des Kursbetrugs, Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht 2002, 288-292.
- Trüg, Gerson*, Umfang und Grenzen des Scalping als strafbare Marktmanipulation, Neue Zeitschrift für Strafrecht 2014, 558-562.
- Neue Konturen der Rechtsprechung zur strafbaren Marktmanipulation, Neue Juristische Wochenschrift 2014, 1346-1349.
- Trüstedt, Anna*, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen, Frankfurt am Main 2004.
- Veil, Rüdiger*, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2014, 85-96.
- Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Tübingen 2014.
- */Koch, Philipp*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2011, 2297-2306.
- Volk, Klaus*, Münchener Anwaltshandbuch, Verteidigung in Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 2. Auflage, München 2014.
- Münchener Anwaltshandbuch, Verteidigung in Wirtschafts- und Steuerstrafsachen, 1. Auflage, München 2006.
- von der Linden, Klaus*, Das neue Marktmissbrauchsrecht im Überblick, Deutsches Steuerrecht 2016, 1036-1041.
- Wabnitz, Heinz-Bernd/Janovsky, Thomas*, Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts, 3. Auflage, München 2007.
- Walla, Fabian*, Die Konzeption der Kapitalmarktaufsicht in Deutschland, Baden-Baden 2012.
- Die Reformen der Europäischen Kommission zum Marktmissbrauchs- und Transparenzregime – Regelungskonzeption, Aufsicht und Sanktionen, Betriebs-Berater 2012, 1358-1361.
- Walther, Susanne*, Bilanzfälschung, Kurs- und Marktpreismanipulation sowie fehlerhafte Publizität – Hautprobleme aus kriminalstrafrechtlicher Sicht, Zeitschrift für Japanisches Recht 16 (2003), 189-222.

- Waßmer*, Martin Paul, Der „gewisse Zeitraum“ bei der Marktmanipulation, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2011, 288-290.
- Watter*, Rolf, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 1990, 193-206.
- Wilhelm*, Jan, Kapitalgesellschaftsrecht, 3. Auflage, Berlin 2009.
- Woodtli*, Reto, Marktpreismanipulation durch abgesprochene Geschäfte: Einwirkung auf den Börsenpreis und Verfall – Besprechung von OLG Stuttgart, Urteil vom 4.10.2011 – zugleich Erwiderung zu Kudlich, wistra 2011, 361, Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht 2012, 51-55.
- Yim*, Chul-Hee, Die Zurechnung des Einwirkungserfolgs bei der strafbaren Marktmanipulation im Sinne des § 38 Abs. 2 WpHG, Hamburg 2013.
- Zetzsche*, Dirk, Europäisches Wirtschaftsrecht und Deliktsrecht, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 179 (2015), 490-526.
- Ziouvas*, Dimitris, Das neue Kapitalmarktstrafrecht, Köln/Berlin/Bonn/München 2005.
- Das neue Recht gegen Kurs- und Marktpreismanipulation im 4. Finanzmarkt-förderungsgesetz, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2003, 113-146.
 - / *Walter*, Tonio, Das neue Börsenrecht im Blick auf das Europarecht – Zur Reform des § 88 BörsG, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2002, 1483-1488.

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht

(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

Bislang erschienene Hefte

- Heft 100 Ernst-Joachim Mestmäcker, Die Wirtschaftsverfassung der EU im globalen Systemwettbewerb, März 2011, ISBN 978-3-86829-346-3
- Heft 101 Daniel Scharf, Das Komitologieverfahren nach dem Vertrag von Lissabon – Neuerungen und Auswirkungen auf die Gemeinsame Handelspolitik, Dezember 2010, ISBN 978-3-86829-308-1
- Heft 102 Matthias Böttcher, „Clearstream“ – Die Fortschreibung der Essential Facilities-Doktrin im Europäischen Wettbewerbsrecht, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-318-0
- Heft 103 Dana Ruddigkeit, Die kartellrechtliche Beurteilung der Kopplungsgeschäfte von *eBay* und *PayPal*, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-316-6
- Heft 104 Christian Tietje, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenen-system des Rechts, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-320-3
- Heft 105 Jürgen Bering/Tillmann Rudolf Braun/Ralph Alexander Lorz/Stephan W. Schill/Christian J. Tams/Christian Tietje, General Public International Law and International Investment Law – A Research Sketch on Selected Issues –, März 2011, ISBN 978-3-86829-324-1
- Heft 106 Christoph Benedict/Patrick Fiedler/Richard Happ/Stephan Hobe/Robert Hunter/Lutz Kniprath/Ulrich Klemm/Sabine Konrad/Patricia Nacimiento/Hartmut Paulsen/Markus Perkams/Marie Louise Seelig/Anke Sessler, The Determination of the Nationality of Investors under Investment Protection Treaties, März 2011, ISBN 978-3-86829-341-8
- Heft 107 Christian Tietje, Global Information Law – Some Systemic Thoughts, April 2011, ISBN 978-3-86829-354-8
- Heft 108 Claudia Koch, Incentives to Innovate in the Conflicting Area between EU Competition Law and Intellectual Property Protection – Investigation on the Microsoft Case, April 2011, ISBN 978-3-86829-356-2
- Heft 109 Christian Tietje, Architektur der Weltfinanzordnung, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-358-6
- Heft 110 Kai Hennig, Der Schutz geistiger Eigentumsrechte durch internationales Investitionsschutzrecht, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-362-3
- Heft 111 Dana Ruddigkeit, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-369-2

- Heft 112 Beatriz Huarte Melgar/Karsten Nowrot/Wang Yuan, The 2011 Update of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Balanced Outcome or an Opportunity Missed?, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-380-7
- Heft 113 Matthias Müller, Die Besteuerung von Stiftungen im nationalen und grenzüberschreitenden Sachverhalt, Juli 2011, ISBN 978-3-86829-385-2
- Heft 114 Martina Franke, WTO, China – Raw Materials: Ein Beitrag zu fairem Rohstoffhandel?, November 2011, ISBN 978-3-86829-419-4
- Heft 115 Tilman Michael Dralle, Der Fair and Equitable Treatment-Standard im Investitionsschutzrecht am Beispiel des Schiedsspruchs *Glamis Gold v. United States*, Dezember 2011, ISBN 978-3-86829-433-0
- Heft 116 Steffen Herz, Emissionshandel im Luftverkehr: Zwischen EuGH-Entscheidung und völkerrechtlichen Gegenmaßnahmen?, Januar 2012, ISBN 978-3-86829-447-7
- Heft 117 Maria Joswig, Die Geschichte der Kapitalverkehrskontrollen im IWF-Übereinkommen, Februar 2012, ISBN 978-3-86829-451-4
- Heft 118 Christian Pitschas/Hannes Schloemann, WTO Compatibility of the EU Seal Regime: Why Public Morality is Enough (but May not Be Necessary) – The WTO Dispute Settlement Case “European Communities – Measures Prohibiting the Importation and Marketing of Seal Products”, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-484-2
- Heft 119 Karl M. Meessen, Auf der Suche nach einem der Wirtschaft gemäßen Wirtschaftsrecht, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-488-0
- Heft 120 Christian Tietje, Individualrechte im Menschenrechts- und Investitionsschutzbereich – Kohärenz von Staaten- und Unternehmensverantwortung?, Juni 2012, ISBN 978-3-86829-495-8
- Heft 121 Susen Bielech, Problemschwerpunkte des Internationalen Insolvenzrechts unter besonderer Berücksichtigung der Durchsetzung eines transnationalen Eigentumsvorbehalts in der Insolvenz des Käufers, Juli 2012, ISBN 978-3-86829-500-9
- Heft 122 Karsten Nowrot, Ein notwendiger „Blick über den Tellerrand“: Zur Ausstrahlungswirkung der Menschenrechte im internationalen Investitionsrecht, August 2012, ISBN 978-3-86829-520-7
- Heft 123 Henrike Landgraf, Das neue Komitologieverfahren der EU: Auswirkungen im EU-Antidumpingrecht, September 2012, ISBN 978-3-86829-518-4
- Heft 124 Constantin Fabricius, Der Technische Regulierungsstandard für Finanzdienstleistungen – Eine kritische Würdigung unter besonderer Berücksichtigung des Art. 290 AEUV, Februar 2013, ISBN 978-3-86829-576-4
- Heft 125 Johannes Rehahn, Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt, April 2013, ISBN 978-3-86829-587-0
- Heft 126 Yuan Wang, Introduction and Comparison of Chinese Arbitration Institutions, Mai 2013, ISBN 978-3-86829-589-4

- Heft 127 Eva Seydewitz, Die Betriebsaufspaltung im nationalen und internationalen Kontext – kritische Würdigung und Gestaltungsüberlegungen, August 2013, ISBN 978-3-86829-616-7
- Heft 128 Karsten Nowrot, Bilaterale Rohstoffpartnerschaften: Betrachtungen zu einem neuen Steuerungsinstrument aus der Perspektive des Europa- und Völkerrechts, September 2013, ISBN 978-3-86829-626-6
- Heft 129 Christian Tietje, Jürgen Bering, Tobias Zuber, Völker- und europarechtliche Zulässigkeit extraterritorialer Anknüpfung einer Finanztransaktionssteuer, März 2014, ISBN 978-3-86829-671-6
- Heft 130 Stephan Madaus, Help for Europe's Zombie Banks? – Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime, Juli 2014, ISBN 978-3-86829-700-3
- Heft 131 Frank Zeugner, Das WTO Trade Facilitation-Übereinkommen vom 7. Dezember 2013: Hintergrund, Analyse und Einordnung in den Gesamtkontext der Trade Facilitation im internationalen Wirtschaftsrecht, Oktober 2014, ISBN 978-3-86829-735-5
- Heft 132 Joachim Renzikowski, Strafvorschriften gegen Menschenhandel und Zwangsprostitution de lege lata und de lege ferenda, November 2014, ISBN 978-3-86829-739-3
- Heft 133 Konrad Richter, Die Novellierung des InvStG unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zum Außensteuergesetz, März 2015, ISBN 978-3-86829-744-7
- Heft 134 Simon René Barth, Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR, April 2015, ISBN 978-3-86829-752-2
- Heft 135 Johannes Ungerer, Das europäische IPR auf dem Weg zum Einheitsrecht Ausgewählte Fragen und Probleme, Mai 2015, ISBN 978-3-86829-754-6
- Heft 136 Lina Lorenzoni Escobar, Sustainable Development and International Investment: A legal analysis of the EU's policy from FTAs to CETA, Juni 2015, ISBN 978-3-86829-762-1
- Heft 137 Jona-Marie Winkler, Denial of Justice im internationalen Investitionsschutzrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, September 2015, ISBN 978-3-86829-778-2
- Heft 138 Andrej Lang, Der Europäische Gerichtshof und die Investor-Staat-Streitbeilegung in TTIP und CETA: Zwischen Konfrontation, Konstitutionalisierung und Zurückhaltung, Oktober 2015, ISBN 978-3-86829-790-4
- Heft 139 Vinzenz Sacher, Freihandelsabkommen und WTO-Recht Der Peru-Agricultural Products Fall, Dezember 2015, ISBN 978-3-86829-814-7
- Heft 140 Clemens Wackernagel, The Twilight of the BITs? EU Judicial Proceedings, the Consensual Termination of Intra-EU BITs and Why that Matters for International Law, Januar 2016, ISBN 978-3-86829-820-8
- Heft 141 Christian Tietje/Andrej Lang, Community Interests in World Trade Law, Dezember 2016, ISBN 978-3-86829-874-1
- Heft 142 Michelle Poller, Neuer Sanktionsrahmen bei Kapitalmarktdelikten nach dem aktuellen

europäischen Marktmissbrauchsrecht - Europarechtskonformität des 1. Finanzmarktmissbrauchsrichtlinien, Januar 2017, ISBN 978-3-86829-876-5

- Heft 143 Katja Gehne/Romulo Brillo, Stabilization Clauses in International Investment Law: Beyond Balancing and Fair and Equitable Treatment, März 2017, ISBN 978-3-86829-885-7
- Heft 144 Kevin Crow/Lina Lorenzoni Escobar, International Corporate Obligations, Human Rights, and the Urbaser Standard: Breaking New Ground?, ISBN 978-3-86829-899-4
- Heft 145 Philipp Stegmann, The Application of the Financial Responsibility Regulation in the Context of the Energy Charter Treaty – Case for Convergence or “Square Peg, Round Hole”?, September 2017, ISBN 978-3-86829-913-7
- Heft 146 Vinzenz Sacher, Neuer Kurs im Umgang mit China? Die Reformvorschläge zum EU-Antidumpingrecht und ihre Vereinbarkeit mit WTO-Recht, Oktober 2017, ISBN 978-3-86829-918-2
- Heft 147 Maike Schäfer, Die Rechtsstellung des Vereinigten Königreiches nach dem Brexit in der WTO: Verfahren, Rechtslage, Herausforderungen, November 2017, ISBN 978-3-86829-924-3
- Heft 148 Miriam Elsholz, Die EU-Verordnung zu Konfliktmineralien Hat die EU die richtigen Schlüsse aus bestehenden Regulierungsansätzen gezogen?, Dezember 2017, ISBN 978-3-86829-926-7
- Heft 149 Andreas Kastl, Brexit - Auswirkungen auf den Europäischen Pass für Banken, April 2018, ISBN 978-3-86829-936-6
- Heft 150 Jona Marie Winkler, Das Verhältnis zwischen Investitionsschiedsgerichten und nationalen Gerichten: Vorläufiger Rechtsschutz und Emergency Arbitrator, April 2018, ISBN 978-3-86829-946-5
- Heft 151 Hrabrin Bachev, Yixian Chen, Jasmin Hansohm, Farhat Jahan, Lina Lorenzoni Escobar, Andrii Mykhailov, Olga Yekimovskaya, Legal and Economic Challenges for Sustainable Food Security in the 21st Century, DAAD and IAMO Summer School, April 2018, ISBN (elektr.) 978-3-86829-948-9
- Heft 152 Robin Misterek, Insiderrechtliche Fragen bei Unternehmensübernahmen Transaktionsbezogene Nutzung und Offenlegung von Insiderinformationen unter der Marktmissbrauchsverordnung, April 2018, ISBN 978-3-86829-949-6
- Heft 153 Christian Tietje, Vinzenz Sacher, The New Anti-Dumping Methodology of the European Union – A Breach of WTO-Law?. Mai 2018, ISBN 978-3-86829-954-0
- Heft 154 Aline Schäfer, Der Report of the Human Rights Council Advisory Committee on the activities of vulture funds and the impact on human rights (A/HRC/33/54): Hintergrund, Entwicklung, Rechtsrahmen sowie kritische völkerrechtliche Analyse, Juni 2018, ISBN 978-3-86829-957-1
- Heft 155 Sabrina Birkner, Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts, Juli 2018, ISBN 978-3-86829-960-1.

Die Hefte 1 bis 99 erhalten Sie als kostenlosen Download unter:
<http://telc.jura.uni-halle.de/de/forschungen-und-publikationen/beitr%C3%A4ge-transnationalen-wirtschaftsrecht>