



Ausarbeitung

Sanktionierbarkeit von Verhalten im Rahmen der GameStop-Vorgänge

Einzelfragen zu möglichen Straftaten und Ordnungswidrigkeiten von Aktienkäufern und Leerverkäufern

Sanktionierbarkeit von Verhalten im Rahmen der GameStop-Vorgänge

Einzelfragen zu möglichen Straftaten und Ordnungswidrigkeiten von Aktienkäufern und Leerverkäufern

Aktenzeichen: WD 4 - 3000 - 019/21
Abschluss der Arbeit: 26. Februar 2021
Fachbereich: WD 4: Haushalt und Finanzen

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages unterstützen die Mitglieder des Deutschen Bundestages bei ihrer mandatsbezogenen Tätigkeit. Ihre Arbeiten geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste geben nur den zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes aktuellen Stand wieder und stellen eine individuelle Auftragsarbeit für einen Abgeordneten des Bundestages dar. Die Arbeiten können der Geheimschutzordnung des Bundestages unterliegende, geschützte oder andere nicht zur Veröffentlichung geeignete Informationen enthalten. Eine beabsichtigte Weitergabe oder Veröffentlichung ist vorab dem jeweiligen Fachbereich anzuzeigen und nur mit Angabe der Quelle zulässig. Der Fachbereich berät über die dabei zu berücksichtigenden Fragen.

Inhaltsverzeichnis

1.	Frage 1: Strafbarkeit deutscher Anleger wegen des Erwerbs von GameStop-Aktien	4
1.1.	Einleitung	4
1.2.	Anwendbarkeit deutschen Strafrechts	4
1.3.	Strafbarkeit nach den Vorschriften über Marktmanipulation	5
1.3.1.	Allgemeine Tatbestandsvoraussetzungen von § 119 I Nr. 1 WpHG	5
1.3.1.1.	Taterfolg	5
1.3.1.2.	Vorsatz	6
1.3.2.	Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung (Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR)	6
1.3.2.1.	Vorliegen der begrifflichen Voraussetzungen einer marktbeherrschenden Stellung	7
1.3.2.2.	Vorliegen einer Absprache im Sinne des Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR	7
1.3.2.3.	Abgrenzung zwischen legitimem Aktienkauf und illegitimer Preisbildungskontrolle	7
1.3.3.	Handelsgestützte Marktmanipulation (Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR)	8
1.3.3.1.	Irreführungswahrscheinlichkeit	9
1.3.3.2.	Preismanipulationswahrscheinlichkeit	10
1.4.	Ergebnis	10
2.	Frage 2: Leerverkauf als Ordnungswidrigkeit oder strafbare Marktmanipulation	10
2.1.	Begriff des Leerverkaufs	10
2.2.	Ordnungswidrigkeit nach § 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG	11
2.3.	Strafbare Marktmanipulation nach § 119 Abs. 1 WpHG	11
2.4.	Ergebnis	13
3.	Literaturverzeichnis	14

1. Frage 1: Strafbarkeit deutscher Anleger wegen des Erwerbs von GameStop-Aktien

1.1. Einleitung

Ende Januar 2021 verständigte sich eine Vielzahl von Kleinanlegern¹ auf Online-Foren wie *Reddit*, Aktien und Kaufoptionen des amerikanischen Computerspiel-Unternehmens *GameStop* zu kaufen; in Bezug auf dieses Unternehmen hatten viele Hedgefonds durch Leerverkäufe auf sinkende Kurse gesetzt. Ziel war ein sog. *short squeeze*. Dabei werden bei Akteuren, die Leerverkäufe getätigt haben, massive Verluste herbeigeführt, indem der Kurs und damit der (Rück-)Kaufwert bestimmter Aktien durch sprunghaft steigende Nachfrage massiv gesteigert wird. Dadurch sollen Leerverkäufer zur Aufgabe ihrer Positionen durch verlustbegrenzende schnelle Rückkäufe gezwungen werden, die wiederum den Kurs steigern. Viele Anleger außerhalb der Foren schlossen sich der „Kaufwelle“ an. Der Wert der GameStop-Aktie stieg von 30€ (15. Januar 2021) auf 230€ (29. Januar 2021). Dies führte bei den betroffenen Hedgefonds zu Milliardenverlusten.²

Dargestellt werden im Folgenden die Voraussetzungen einer Strafbarkeit von Anlegern mit deutscher Staatsangehörigkeit nach deutschem Strafrecht durch den Kauf von GameStop-Aktien oder darauf gerichteter Optionen auf der Grundlage dieses Sachverhalts.

1.2. Anwendbarkeit deutschen Strafrechts

Um überhaupt eine Strafbarkeit und Verfolgbarkeit der Anleger unter deutschem Recht begründen zu können, muss ihr Verhalten dem Anwendungsbereich des deutschen Strafrechts unterfallen. Bei Taten deutscher Staatsangehöriger nach dem hier einschlägigen Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) kann dieser insbesondere aufgrund des sog. Territorialitätsprinzips (Art. 1 Abs. 1 EGStGB i.V.m. §§ 3, 9 StGB) oder des sog. aktiven Personalitätsprinzips (Art. 1 Abs. 1 EGStGB i.V.m. § 7 Abs. 2 Nr. 1 StGB) eröffnet sein.

Nach dem Territorialitätsprinzip ist das deutsche Strafrecht immer dann anwendbar, wenn Handlungs- oder Erfolgsort der Tat im Inland liegt (Ubiquitätsprinzip).³ Tathandlung ist vorliegend der Erwerb der Aktien oder Optionen durch die Anleger, sodass der Anwendungsbereich deutschen Strafrechts jedenfalls in Bezug auf die Anleger eröffnet ist, die diesen von Deutschland aus vorgenommen haben; in diesem Fall liegt der Handlungsort im Inland. Bezüglich derjenigen, die ihren Erwerb vom Ausland aus getätigt haben, ist für eine Eröffnung des Anwendungsbereichs deutschen Strafrechts gem. §§ 3, 9 StGB hingegen erforderlich, dass der tatbestandliche

1 Ausschließlich zum Zwecke der besseren Lesbarkeit wird auf eine genderspezifische Schreibweise verzichtet. Alle personenbezogenen Bezeichnungen in dieser Ausarbeitung sind somit geschlechtsneutral zu verstehen; die verwendete grammatikalisch maskuline Form bezieht sich stets auf weibliche, männliche und diverse Personen.

2 Der zugrunde gelegte Sachverhalt ist angelehnt an die Darstellung von *Wegner*, LTO v. 01.02.2021.

3 BeckOK StGB/*Heintschel-Heinegg*, StGB § 9 Rn. 1.

Erfolg im Inland eingetreten ist. Dies würde konkret den Nachweis einer Einwirkung des jeweiligen Erwerbs auf den Preis der GameStop-Aktie an der inländischen Börse bzw. einem inländischen geregelten oder organisierten Markt voraussetzen.⁴

Soweit der Erwerb weder von Deutschland aus vorgenommen wurde noch ein hinreichender Einfluss auf den inländischen Finanzmarkt nachweisbar ist, kann sich die Anwendbarkeit dennoch aus der deutschen Staatsbürgerschaft der betreffenden Anleger ergeben, § 7 Abs. 2 Nr. 1 StGB. Dies setzt insbesondere voraus, dass die Tat am jeweiligen Tatort ebenfalls mit Strafe bedroht ist, was unter Heranziehung des Rechts des jeweiligen Ortes zu beurteilen ist.

1.3. Strafbarkeit nach den Vorschriften über Marktmanipulation

Der Erwerb von Aktien oder Optionen kann als Marktmanipulation strafbar sein. Nach Art. 15 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) sind Marktmanipulation und ihr Versuch verboten. Welche Handlungen Marktmanipulation darstellen, regelt Art. 12 MAR, wobei Abs. 1 die Tathandlungen allgemein definiert und Abs. 2 Fälle regelt, die stets als Marktmanipulation gelten.⁵ Gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 120 Abs. 2 Nr. 3 WpHG ist das Verbot der Marktmanipulation strafbewehrt, wenn durch die manipulative Handlung vorsätzlich der Erfolg der Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten wie Aktien herbeigeführt wird.⁶

1.3.1. Allgemeine Tatbestandsvoraussetzungen von § 119 I Nr. 1 WpHG

1.3.1.1. Taterfolg

Während die Handlungsbeschreibungen in Art. 12 MAR überwiegend ausreichen lassen, dass eine Beeinflussung des Marktes möglich oder wahrscheinlich ist, setzt § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG stets den Eintritt eines Taterfolgs voraus. Dazu muss tatsächlich auf den Börsen- oder Marktpreis der betreffenden Aktie eingewirkt worden sein, dieser also künstlich, d.h. im Widerspruch zu den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen am Markt, erhöht, abgesenkt oder stabilisiert worden sein.⁷ Diese Auswirkung muss weder dauerhaft noch erheblich sein.⁸ Erforderlich ist nach den allgemeinen strafrechtsdogmatischen Grundsätzen des Erfolgsdelikts allerdings, dass die Auswirkung auf den Preis kausal und objektiv zurechenbar auf die manipulative Handlung zurückgeführt werden kann.⁹ Die Beweisführung im Prozess muss deshalb eine richterliche Überzeugung herbeiführen, dass der Preis sich ohne die Handlung anders entwickelt hätte, die Manipulation

4 Assmann/Schneider/Mülbert/Spoerr, WpHG § 119 Rn. 45. Für nähere Ausführungen über den tatbestandlichen Erfolg der Marktmanipulation nach § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG, s.u. S. 5.

5 Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 3.

6 MüKo StGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 1.

7 BGHSt 59, 80 (87).

8 MüKo StGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 148 f.

9 Birkner, Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation, S. 16.

für seine tatsächliche Entwicklung also zumindest mitursächlich war.¹⁰ Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung sind an diesen Nachweis indes keine überspannten Anforderungen zu stellen.¹¹

1.3.1.2. Vorsatz

Gemäß § 119 Abs. 1 WpHG muss der Täter vorsätzlich gehandelt haben, wobei alle Vorsatzformen ausreichen. Ausdrücklich nicht erforderlich ist Absicht hinsichtlich der Einwirkung auf den Preis.¹² Fahrlässige oder leichtfertige Handlungen können hingegen allenfalls als Ordnungswidrigkeit nach § 120 WpHG sanktioniert werden.¹³

1.3.2. Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung (Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR)

Als einschlägige Tathandlung kommt zunächst die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR in Betracht.

Diese setzt voraus, dass eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen sich eine marktbeherrschende Stellung in Bezug auf ein Finanzinstrument sichern. Die Folge muss die Festsetzung von Preisen oder unlauteren Handelsbedingungen sein. Erfasst werden soll mit diesem Tatbestand der sog. *abusive squeeze* bzw. die *market corner*, bei welchen jeweils die am Markt verfügbaren Finanzinstrumente durch eigene Geschäfte verknappt werden, um Leerverkäufer zu Massenkäufen zu den dadurch erhöhten Preisen zu bewegen, was zu einer weiteren Preissteigerung führt.¹⁴

Die erforderliche marktbeherrschende Stellung liegt dabei nach kapitalmarktrechtlichem Verständnis vor, wenn eine faktische Kontrolle über die Preisbildung oder die Handelsbedingungen in Bezug auf ein Finanzinstrument erreicht ist, wenn also die tatsächliche Möglichkeit besteht, diese ohne Rücksicht auf andere Marktteilnehmer festzusetzen.¹⁵ Gesichert ist diese Stellung bei Bestehen für mehr als einen nur unerheblichen Zeitraum, wobei an die Dauer keine hohen Anforderungen gestellt werden.¹⁶

10 MüKo StGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 150.

11 BGHSt 48, 373 (384).

12 MüKo StGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 151.

13 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 104.

14 MüKo StGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 132.

15 Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 220; Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 113.

16 Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 219; Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 113.

1.3.2.1. Vorliegen der begrifflichen Voraussetzungen einer marktbeherrschenden Stellung

Erforderlich wäre im konkreten Fall des GameStop-Aktien-Erwerbs demnach zunächst, dass die deutschen Anleger sich in Bezug auf die GameStop-Aktien begrifflich eine marktbeherrschende Stellung gesichert haben. Da der geschilderte Sachverhalt keine Hinweise auf faktische Bestimmungsmacht eines einzelnen Anlegers in Bezug auf den Preis dieser Aktie enthält, kann diese Stellung allenfalls durch ein Kollektiv von Käufern und durch die Gesamtzahl an von ihnen getätigten Käufen gesichert worden sein, da sich nur daraus die Verknappung am Markt und die Preissteigerung ergeben haben kann.

Einerseits müsste also die Gesamtheit der Käufe von GameStop-Aktien durch die Anleger objektiv zu einer Determination des Aktienpreises befähigt und nachweislich tatsächlich dazu geführt haben. Andererseits ist erforderlich, dass auch die Käufe des jeweils konkret untersuchten deutschen Anlegers zu dieser Gesamtheit zu zählen sind.

1.3.2.2. Vorliegen einer Absprache im Sinne des Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR

Bei Vorliegen einer solchen kollektiven marktbeherrschenden Stellung setzt Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR zudem voraus, dass sie „in Absprache“ der beteiligten Personen erlangt wurde. Dargelegt und bewiesen werden müsste daher, dass die Kommunikation in den Foren wie *Reddit* den allgemeinen Anforderungen an eine Absprache, die in Rechtsprechung und Literatur noch nicht abschließend erörtert sind, genügt. Zudem müsste der jeweils betreffende Anleger an dieser Absprache auch in ausreichender Weise beteiligt gewesen sein. Dies liegt bei aktiver Teilnahme an einer ausdrücklichen Abstimmung und Koordination von Käufen nahe, erscheint bei Mitlesen solcher Absprachen anderer Teilnehmer oder einem bloßen „Aufspringen auf den fahrenden Zug“ der Aktienkäufe in Kenntnis des Kontextes und der Effekte auf die Preisentwicklung, aber ohne eigenen Anteil an der diesbezüglichen Kommunikation hingegen zweifelhaft.¹⁷

1.3.2.3. Abgrenzung zwischen legitimem Aktienkauf und illegitimer Preisbildungskontrolle

Schließlich ist fraglich, ob der Kauf der GameStop-Aktien im jeweils konkreten Fall genügt, um die Sicherung einer der Strafvorschrift unterfallenden illegalen Marktbeherrschung zu begründen. Ausgangspunkt dieser Fragestellung ist, dass der Kauf von Aktien und selbst die Einwirkung auf eine unerwünschte Leerverkaufsstrategie am Markt zunächst neutrales und damit strafrechtlich unbeachtliches Verhalten darstellen. Weil der Unrechtskern von Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR in der „monopolbedingten Außerkraftsetzung eines Marktmechanismus“¹⁸ liegt, ist dem Grunde nach anerkannt, dass nicht jede Erlangung einer marktbeherrschenden Stellung den Tatbestand erfüllt, sondern dass es vielmehr zusätzlich einer auf diesem Unrechtskern basierenden Abgrenzung zwischen illegitimer Marktmanipulation und legitimer Marktstrategie bedarf.¹⁹ Die Kriterien für diese Abgrenzung sind in der Literatur umstritten. Herrschend scheint insoweit eine Strömung zu sein, die das Fehlen einer wirtschaftlich legitimen Zielsetzung für die Sicherung der

17 Ähnlich *Wegner*, LTO v. 01.02.2021.

18 *Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms*, § 10 Rn. 42.

19 *Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert*, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 223.

marktbeherrschenden Stellung²⁰ bzw. eine manipulative Motivation des Täters²¹ für maßgeblich hält. Dies wird bei der bloßen „Bündelung von Interessen“²² durch sog. *acting in concert* bezweifelt; hingegen wird die Absicht zur Herbeiführung eines groß angelegten *short squeeze* zulasten von Hedgefonds zum Hochtreiben der Preise für ausreichend gehalten.²³

Eine in diesem Sinne ausreichende Motivationslage müsste bei den untersuchten deutschen Anlegern somit individuell nachgewiesen werden.

1.3.3. Handelsgestützte Marktmanipulation (Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR)

Andererseits kommt eine sog. handelsgestützte Marktmanipulation gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR in Betracht. Danach strafbar ist ein Geschäft, eine Handelsauftragserteilung oder andere Handlung, aus dem oder der sich entweder falsche oder irreführende Signale hinsichtlich Angebot, Nachfrage oder Preis eines Finanzinstruments (sog. Irreführungswahrscheinlichkeit) oder ein anormales oder künstliches Kursniveau (sog. Preismanipulationswahrscheinlichkeit) ergeben oder ergeben können.

Geschäfte im Sinne dieser Vorschrift sind alle Transaktionen in Bezug auf Finanzinstrumente,²⁴ also auch der Kauf von GameStop-Aktien und darauf gerichteten Optionen. Welche Signale von solchen Geschäften ausgehen, ergibt sich trotz der prinzipiellen Neutralität von Handelsaktivitäten aus deren immanentem Informationsgehalt.²⁵ Sie gelten als falsch, wenn sie nicht den tatsächlichen Marktverhältnissen in Bezug auf das jeweilige Finanzinstrument entsprechen,²⁶ und als irreführend, wenn sie geeignet sind börsenkundige und marktvertraute Anleger zu täuschen.²⁷ Maßgebliche Marktverhältnisse sind hierbei alle preisbildungsrelevanten Umstände, so also auch die Angebots- und Nachfragemenge.²⁸ Ein anormaler oder künstlicher Preis als Folge des Geschäfts liegt demgegenüber vor, wenn dieser nicht mehr als Ergebnis unbeeinflusster Marktprozesse angesehen werden kann.²⁹

20 Assmann/Schneider/Mülbert/Mülbert, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 12 Rn. 223.

21 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 42.

22 Park/Saliger, Kap. 6.1. Rn. 99.

23 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 42.

24 MüKoStGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 61.

25 MüKoStGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 62.

26 MüKoStGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 62.

27 BGH Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2014, 315 (317).

28 MüKoStGB/Pananis, WpHG § 119 Rn. 63.

29 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 40.

Im Anhang der MAR befindet sich ein Katalog von Indikatoren, welche die Beurteilung von Handlungen anhand der Verbotsnorm erleichtern soll. Indiziell sind danach unter anderem ein bedeutender Anteil der jeweiligen Handlung am Tagesvolumen sowie ein Anteil der Handlung an wesentlichen Kursänderungen, wie es insbesondere beim *abusive squeeze* der Fall ist. Die Aussagekraft der Indikatoren ist aber begrenzt, weil ihr Vorliegen nicht von der Feststellung der sämtlicher Voraussetzungen des Manipulationstatbestands im Einzelfall entbindet.³⁰

Nach Art. 12 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 13 MAR greift zudem ein Tatbestandsausschluss ein, wenn aufgrund eines legitimen Grundes und in Übereinstimmung mit einer als zulässig anerkannten Marktpraxis gehandelt wurde. Dieser Ausschluss hat im deutschen Recht aber keinerlei Relevanz, da die zuständige deutsche Behörde noch keine Marktpraxis anerkannt hat.³¹

1.3.3.1. Irreführungswahrscheinlichkeit

Für den Fall des Kaufs von GameStop-Aktien ist daher zunächst relevant, ob der Erwerb von Aktien überhaupt geeignet sein kann, Marktbeteiligte zu täuschen. Eine Täuschungswahrscheinlichkeit besteht typischerweise bei fiktiven Geschäften; bei effektiven Geschäften wird die Realität auf dem Markt hingegen durch das Geschäft selbst geschaffen, sodass zumeist weder eine Abweichung von der geschäftlichen Wirklichkeit noch eine Irreführung vorliegt.³²

Unter welchen Voraussetzungen auch von effektiven Geschäften eine Täuschungswirkung gegenüber dem Markt ausgehen kann, ist in Bezug auf die aktuelle Rechtslage nicht abschließend geklärt. Die wohl herrschende Ansicht in der Literatur orientiert sich am Wortsinn der Überschrift „Marktmanipulation“ und dem Normzweck des Schutzes des Finanzmarkts vor Fehlinformationen in Bezug auf die Preisbildung; als maßgeblich wird aufgrund dessen erachtet, ob die innere Willensrichtung der Geschäftsperson primär dem persönlich-wirtschaftlichen Effekt des Geschäfts, also der Generierung persönlicher Gewinne, oder vielmehr der Veränderung der Marktsituation entspricht.³³

Danach müsste den betreffenden deutschen Anlegern für eine Strafbarkeit individuell nachgewiesen werden, dass es ihnen nicht auf persönlichen Profit, sondern vor allem auf die Schädigung der Leerverkäufer ankam.

30 MüKoStGB/*Pananis*, WpHG § 119 Rn. 67.

31 Schwark/*Zimmer/Böse/Jansen*, WpHG § 119 Rn. 16.

32 MüKoStGB/*Pananis*, WpHG § 119 Rn. 64.

33 MüKoStGB/*Pananis*, WpHG § 119 Rn. 63, 65. Vgl. auch Assmann/*Schütze/Buck-Heeb/Worms*, § 10 Rn. 57 sowie *Wegner*, LTO v. 01.02.2021. Zu beachten ist indes, dass der BGH in Bezug auf die alte Rechtslage, bei welcher „Marktmanipulation“ noch nicht die amtliche Überschrift war, ausdrücklich nicht vom Erfordernis einer Manipulationsabsicht ausging, BGH NZG 2014, 315 (318).

1.3.3.2. Preismanipulationswahrscheinlichkeit

Die Beurteilung der Alternative der Preismanipulationswahrscheinlichkeit bereitet aufgrund des weit gefassten Wortlauts Schwierigkeiten. Zentraler Gesichtspunkt der Diskussion ist die Frage, welche Marktprozesse einen Preis im Rahmen des „Normalen“ und „Natürlichen“ beeinflussen und welche Geschäfte „anormal“ und „künstlich“ Einfluss nehmen.³⁴ Erneut ist damit eine wertende Abgrenzung zwischen legitimen und illegitimen Marktvorgängen erforderlich, welche aufgrund des identischen Normzwecks in mit der Abgrenzungsfragen bezüglich der Irreführungswahrscheinlichkeit vergleichbarer Weise zu beantworten und auf den Fall des Erwerbs von GameStop-Aktien anzuwenden sein dürfte.

1.4. Ergebnis

Die Strafbarkeit deutscher Anleger aufgrund des Kaufs von GameStop-Aktien zur Erzielung eines *short squeeze* kann sich aus dem Tatbestand der Marktmanipulation ergeben. Dafür ist aber erforderlich, dass neben der Anwendbarkeit deutschen Strafrechts, Taterfolg und Vorsatz das Vorliegen der teilweise umstrittenen Voraussetzungen der möglichen Tathandlungen nachweisbar ist. Im Falle von Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR kommt es hierbei insbesondere auf die Erfüllung der Anforderungen an eine Absprache sowie eine illegitime Marktbeherrschung durch eine Gesamtheit von Käufern, welche den jeweils untersuchten Anleger einschließt, an. Bezüglich Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR dürfte im Sinne der wohl herrschenden Literatur der Nachweis der individuellen handlungsbestimmenden Absicht zur Schädigung der Leerverkäufer maßgeblich sein.

2. Frage 2: Leerverkauf als Ordnungswidrigkeit oder strafbare Marktmanipulation

Untersucht wird im Folgenden, unter welchen Voraussetzungen die Vornahme eines Leerverkaufs an sich einen Ordnungswidrigkeitstatbestand oder den Straftatbestand der Marktmanipulation erfüllt.

2.1. Begriff des Leerverkaufs

Bei einem Leerverkauf (engl.: *short sale*) veräußert ein Verkäufer Basiswerte, welche ihm nicht gehören. Im Rahmen eines gedeckten Leerverkaufs leiht er diese zuvor – typischerweise gegen Zahlung einer Gebühr – von ihrem Inhaber und erwirbt seinerseits bis zu einem vereinbarten Zeitpunkt nach der Veräußerung Basiswerte derselben Art, um sie dem Verleiher zurückgeben zu können. Bei einem ungedeckten Leerverkauf ist der Verkäufer im Moment des Verkaufs an den Käufer nicht (leihweise) Inhaber der veräußerten Basiswerte, sondern erwirbt diese nach Vertragsschluss, aber vor dem Lieferzeitpunkt.³⁵

34 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 40. Teilweise wird wegen dieser Unklarheit die nach Art. 103 Abs. 2 GG erforderliche Bestimmtheit der Vorschrift bezweifelt, MüKoStGB/Panaris, WpHG § 119 Rn. 66; vgl. auch Wabnitz/Janovsky/Schmitt/Gehrmann, Kap. 11 Rn. 126.

35 Eine Legaldefinition des Leerverkaufs findet sich in Art. 2 Abs. 1 lit. b) EU-Leerverkaufsverordnung.

2.2. Ordnungswidrigkeit nach § 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG

Gemäß § 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG stellt die Vornahme eines verbotenen Leerverkaufs eine Ordnungswidrigkeit dar, die mit Geldbuße bis zu 500.000€ sanktioniert werden kann, § 120 Abs. 24 Var. 1 WpHG. Die rechtlichen Grenzen erlaubter Leerverkäufe ergeben sich hierbei aus Art. 12 EU-Leerverkaufsverordnung:

Eine natürliche oder juristische Person kann eine zum Handel an einem Handelsplatz zugelassene Aktie nur dann leer verkaufen, wenn eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist:

a) die natürliche oder juristische Person hat die Aktie geliehen oder hat alternative Vorkehrungen getroffen, die zu gleichen rechtlichen Ergebnissen führen;

b) die natürliche oder juristische Person hat bezüglich der Aktie eine Leihvereinbarung getroffen oder hat einen vertragsrechtlich oder eigentumsrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übertragung des Eigentums an einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren derselben Gattung, so dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann;

c) die natürliche oder juristische Person hat von einem Dritten die Zusage erhalten, dass die Aktie lokalisiert wurde, und dass dieser Dritte die Maßnahmen gegenüber Dritten ergriffen hat, die dafür notwendig sind, dass die natürliche oder juristische Person berechtigterweise erwarten kann, dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann.

Demnach sind ungedeckte Leerverkäufe bei Fehlen einer der genannten Vorkehrungen zur Sicherung der Abwicklung bei Fälligkeit verboten.

Die Vornahme eines solchen Leerverkaufs kann als Ordnungswidrigkeit sanktioniert werden, wenn zusätzlich der räumliche Anwendbarkeit des deutschen Ordnungswidrigkeitsrechts nach dem Territorialitätsprinzip (§ 5 OWiG) eröffnet ist und der Täter vorsätzlich oder leichtfertig gehandelt hat (§ 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG). Der Vorwurf der Leichtfertigkeit setzt hierbei das Außerachtlassen der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt in besonders grobem Maße durch grob unachtsame Ignoranz von sich aufdrängenden Anzeichen für die Tatbestandsverwirklichung voraus.³⁶

2.3. Strafbare Marktmanipulation nach § 119 Abs. 1 WpHG

Es gibt keinen Tatbestand, welcher den Leerverkauf explizit unter Strafe stellt. Dieser kann allenfalls als Marktmanipulation nach § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR mit den bereits dargestellten Voraussetzungen strafbar sein.

Problematisch ist in diesem Kontext insbesondere die erforderliche Irreführungswahrscheinlichkeit. Denn in der Regel gehen von einem Leerverkauf keine falschen oder irreführenden Signale aus. Die damit verbundenen Einzelgeschäfte enthalten grundsätzlich keine Signale, die über die

36 Schwark/Zimmer/Böse/Jansen, WpHG § 120 Rn. 90.

Lieferung des leerverkauften Gegenstands hinausgehen und beinhalten insoweit weder keine Abweichung von den tatsächlichen Marktverhältnissen.³⁷ Dass der Rechtsverkehr auf der Grundlage eines Leerverkaufs möglicherweise über die Motive des Verkäufers – d.h. seine Hoffnung auf eine Kursenkung – oder die zukünftige Kursentwicklung irrt, ist irrelevant, da beide Umstände nicht Gegenstand der durch den Leerverkauf ausgesandten Signale sind. Insoweit ist der Leerverkäufer nicht für die falschen Schlüsse der anderen Marktteilnehmer verantwortlich.³⁸ Im Grundsatz stellt sich der gedeckte wie auch der ungedeckte Leerverkauf daher als legitime oder ausschließlich durch das Ordnungswidrigkeitsrecht sanktionierte Handelsstrategie dar.

Für eine Strafbarkeit als handelsgestützte Marktmanipulation bedarf es aus diesem Grund des Hinzutretens manipulativer Elemente, wobei wiederum die oben dargestellte Problematik der Abgrenzung zwischen legitimem und illegitimem Handeln relevant wird. Diskutiert wird eine Strafbarkeit vor allem in den Fällen von sog. *bear raids* und *naked short sales*.³⁹

Bei *bear raids* werden Leerverkäufe in erheblichem Umfang eingesetzt, um durch die Verkäufe selbst die erwünschte Senkung des Kurses herbeizuführen.⁴⁰ Eine Strafbarkeit gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR wird mit dem Argument befürwortet, im Vordergrund stünde in diesem Fall nicht mehr die Spekulation auf eine bestimmte Kursentwicklung, sondern die gezielte Schaffung dieser Entwicklung durch den Täter selbst.⁴¹ Es komme dann nicht einmal auf eine Manipulationsabsicht an, weil sich diese bereits objektiv manifestiert habe.⁴² Dieser Argumentation wird allerdings teilweise entgegengehalten, die bloße objektive Einwirkung auf die Kurse sei in gewissem Umfang beinahe jedem Aktiengeschäft eigen und können daher an sich noch kein manipulatives Element dar.⁴³

Im Rahmen von *naked short sales* werden massenhaft ungedeckte Leerverkäufe getätigt, ohne dass der Verkäufer beabsichtigt, seine Verbindlichkeit zu erfüllen. Das Vorliegen eines falschen oder irreführenden Signals wird in diesem Fall damit begründet, der Verkäufer erkläre durch seinen Verkauf zumindest konkludent, bei Fälligkeit erfüllen zu können und zu wollen.⁴⁴ Eine entsprechende rechtliche Bewertung des Aussagegehalts eines Vertragsschlusses ist in Bezug auf die

37 Ebenso Trüg, NJW 2009, 3202 (3205); Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 58; Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 33.

38 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 58.

39 Im Übrigen kann sich die Strafbarkeit aus der Verbindung von Leerverkäufen mit manipulativen Handlungen, insbesondere täuschendem Informationsverhalten am Markt, ergeben, vgl. Bayram/Meier, BKR 2018, S. 55 ff.; Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 58.

40 Für eine Einordnung als Marktmanipulation Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 58; Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 33.

41 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 58.

42 Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 33.

43 Vgl. Trüg, NJW 2009, 3202 (3205).

44 So Trüg, NJW 2009, 3202 (3205); Schwark/Zimmer/Zimmer/Bator, VO (EU) 596/2014 Art. 12 Rn. 33.

konkludente Täuschung des Vertragspartners im Rahmen des Betrugstatbestands nach § 263 StGB anerkannt.⁴⁵ Worms gibt in Bezug auf den Tatbestand der Marktmanipulation jedoch zu bedenken, dass ein Verkäufer, der bei Fälligkeit nicht den geschuldeten Gegenstand liefern wolle, seine Leerverkaufsposition noch durch Gegengeschäfte glattstellen könne, sodass das ausgesandte Signal nicht notwendig falsch oder irreführend sei.⁴⁶

2.4. Ergebnis

Der ungedeckte Leerverkauf stellt im Regelfall eine Ordnungswidrigkeit nach § 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG dar. Eine Strafbarkeit als Marktmanipulation gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR, kommt nur in besonders gelagerten Fällen, insbesondere bei *bear raids* und massenhaften *naked short sales* in Betracht.

* * *

45 BGH Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht (wistra) 1982, 66 (67). Vgl. auch MüKoStGB/Hefendehl, StGB § 263 Rn. 159.

46 Assmann/Schütze/Buck-Heeb/Worms, § 10 Rn. 58.

3. Literaturverzeichnis

- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O. (Hrsg.), *Kommentar zum Wertpapierhandelsrecht*, 7. Auflage, Köln 2019.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A./Buck-Heeb, Petra (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlage-rechts*, 5. Auflage, München 2020.
- Bayram, Milan/Meier, Dominik, *Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken*, Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2018, S. 55 ff.
- Birkner, Sabrina, *Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts*, in: Tietje, Christian/Kraft, Gerhard/Kumpan, Christoph (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 155, Halle (Saale) 2018.
- Heintschel-Heinegg, Bernd von (Hrsg.), *Beck Online Kommentar zum StGB*, 48. Edition, München 2020.
- Joecks, Wolfgang/Miebach, Klaus (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum StGB*, Band 5: §§ 263-358 StGB, 3. Auflage, München 2019; Band 7: Nebenstrafrecht II, 3. Auflage, München 2019.
- Park, Tido (Hrsg.), *Handkommentar zum Kapitalmarktstrafrecht*, 5. Auflage, Baden-Baden 2019.
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 5. Auflage, München 2020.
- Trüg, Gerson, *Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?*, Neue Juristische Wochenschrift (NJW) 2009, S. 3202 ff.
- Wabnitz, Heinz-Bernd/Janovsky, Thomas/Schmitt, Lothar (Hrsg.), *Handbuch Wirtschafts- und Steuerstrafrecht*, 5. Auflage, München 2020.
- Wegner, Kilian, *Noch Business as usual oder schon Marktmissbrauch?*, Legal Tribune Online (LTO) vom 1. Februar 2021, abrufbar unter <<https://www.lto.de/recht/hintergruende/h/game-stop-aktien-reddit-wallstreetbets-hedgefonds-short-sale-squeeze-boerse-spekulation-marktmissbrauch-recht-wphg/>>, zuletzt abgerufen am 18. Februar 2021.