

# Greenwashing beim Vertrieb von Finanzprodukten als Anwendungsfall des § 264a StGB?

Zugleich Überlegungen zur Reichweite des Tatbestandes des Kapitalanlagebetrugs

Von Akad. Mitarbeiter Dr. Alexander Bechtel, Tübingen\*

*Greenwashing wird als Phänomen schon seit geraumer Zeit und in unterschiedlichsten Kontexten diskutiert. Die strafrechtliche Dimension des Phänomens geht dabei deutlich über Fragen des Betruges (§ 263 StGB) oder der unlauteren Werbung (§ 16 UWG) hinaus. So sehen sich Anleger am Kapitalmarkt in zunehmendem Maße mit „grünen“ bzw. nachhaltigen Finanzprodukten konfrontiert. Das Versprechen, mit der eigenen Geldanlage nicht nur individuelle finanzielle Vorsorge zu betreiben, sondern auch im Sinne des Gemeinwohls zu investieren, erweist sich dabei als äußerst attraktiv. Wenn nun aber das Nachhaltigkeitsversprechen nur formal existiert, die behauptete Nachhaltigkeitsorientierung also durch die beworbenen Produkte gar nicht geleistet wird, ergibt sich die Frage, ob bereits die „Falschdeklaration“ für sich genommen Anknüpfungspunkt einer Strafbarkeit wegen Kapitalanlagebetruges (§ 264a StGB) sein kann. Die Fragestellung erfordert dabei nicht nur eine Hinwendung zu den hinter der Vorschrift stehenden Rechtsgütern, sondern weiterführend auch eine Befassung mit dem auf eine Transformation (auch) der Kapitalmärkte in Richtung Nachhaltigkeit zielenden europäischen Regelungsrahmen.*

## I. Einleitung

Schon seit einigen Jahren erfreut sich der Begriff des „Greenwashings“ großer Beliebtheit, soweit es um die schönfärberische Bewerbung von Produkten unter dem Gesichtspunkt ihrer (angeblichen) Nachhaltigkeit geht. Mag man in diesem Zusammenhang auch zunächst an Konsumprodukte des täglichen Bedarfs denken, die für sich – sei es bezogen auf die Herstellung, sei es bezogen auf die Verpackung – eine besondere Nachhaltigkeit in Anspruch nehmen, so darf nicht aus dem Blick geraten, dass auch die Anbieter von Finanzprodukten längst die Attraktivität „nachhaltiger“ Investmentprodukte für sich entdeckt haben. Beworben werden neben ESG-Fonds, die sich an den Leitkriterien Environment (Umwelt), Social (Soziales) und Governance (gute Unternehmensführung) orientieren, auch „Green Bonds“, „grüne“ Anleihen also.

Dass die (allzu) schönfärberische Charakterisierung von Finanzprodukten als nachhaltig das Potential hat, die Strafverfolgungsbehörden auf den Plan zu rufen, zeigt sich am Beispiel der Fondsgesellschaft DWS, einer Tochter der Deutschen Bank, deren Räumlichkeiten seit 2022 mehrfach durchsucht wurden – der von der Staatsanwaltschaft nach außen kommunizierte Verdacht: Kapitalanlagebetrug.<sup>1</sup>

\* Der Verf. ist Akademischer Mitarbeiter am Lehrstuhl für Deutsches und Europäisches Straf- und Strafprozessrecht, Wirtschaftsstrafrecht und Computerstrafrecht an der Eberhard Karls Universität Tübingen.

<sup>1</sup> Vgl. zum Ganzen tagesschau v. 24.1.2024, abrufbar unter <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/dws-durchsuchung-greenwashing-100.html> (5.3.2025).

Dass der Tatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB) in diesem Kontext überhaupt in den Fokus rückt, hat unterschiedliche Gründe. So setzt der vermeintlich vorrangige Betrugstatbestand (§ 263 StGB) mit dem Erfordernis eines – über Irrtum und Vermögensverfügung vermittelten – Vermögensschadens (und eines damit korrespondierenden Vorsatzes) deutlich mehr voraus als der als abstraktes Gefährdungsdelikt ausgestaltete Kapitalanlagebetrug.<sup>2</sup> Dies wirkt sich notwendigerweise auf die (prozessuale) Frage der Beweisbarkeit aus, hat aber auch und bereits materiell-rechtliche Bedeutung.<sup>3</sup> Andere (Spezial-)Straftatbestände, namentlich solche aus BörsG, WpHG und AktG, weisen einen deutlich anders gelagerten Zuschnitt auf: Zum Teil genügt die schönfärbende Bewerbung bzw. Beschreibung für sich genommen von vornherein nicht zur Tatbestandsverwirklichung, zum Teil ist die täterschaftliche Verantwortlichkeit an das Innehaben einer bestimmten (Organ-)Stellung gekoppelt.<sup>4</sup>

§ 264a StGB kommt demnach – potentiell – eigenständige Bedeutung im Zusammenhang mit Schönfärbereien in Bezug auf die Nachhaltigkeit von Finanzprodukten zu. Dies wird auch im jüngeren Schrifttum so gesehen, wobei die insoweit mehrheitlich favorisierte Öffnung des Tatbestandes (auch) für nachhaltigkeitsbezogene Schönfärbereien<sup>5</sup> dezidiert

---

Ob daran eine „geänderte behördliche Verfolgungspraxis“ – i.S.e. (Wieder-)Entdeckung des Straftatbestandes des § 264a StGB – festzumachen ist (in diesem Sinne *Ruttloff/Wehlau/Wagner/Skoupil/Rothenburg*, BB 2023, 1283 [1287]), lässt sich gegenwärtig freilich (noch) nicht abschätzen.

<sup>2</sup> Zum Deliktscharakter siehe unten II. – Zur Anwendbarkeit des § 263 StGB im Zusammenhang mit Greenwashing (generell sowie auch und insbesondere beim Vertrieb von Finanzprodukten) vgl. im Übrigen *Heinelt*, BKR 2024, 58 (60 ff.); *Kasiske*, WM 2023, 53 (56 f.); *Schelzke/Bosch*, wistra 2024, 233 (234 ff.); ausführlich *Schrott/Mayer*, GA 2023, 615 (Teil 1), 675 (Teil 2).

<sup>3</sup> Den auch materiell-rechtlichen Unterschied zutreffend betonend *Tiedemann/Vogel*, in: *Laufhütte/Rissing-van Saan/Tiedemann* (Hrsg.), *Leipziger Kommentar, StGB*, Bd. 9/1, 12. Aufl. 2012, § 264a Rn. 11, wonach „Kapitalanlagebetrug [...] nicht notwendigerweise zumindest versuchter Betrug [ist] [...]“; so mag ein Prospektverantwortlicher trotz der vorsätzlichen Täuschung ernsthaft darauf vertrauen, es werde schon gut gehen“. Gleichwohl wird dem Tatbestand des § 264a StGB immer wieder vorgeworfen, seine Existenz einzig „den Problemen [bei] der forensischen Aufarbeitung von Betrügereien bei Kapitalanlagengeschäften“ zu verdanken, vgl. *Kindhäuser/Schumann*, in: *Hilgendorf/Kudlich/Valerius* (Hrsg.), *Handbuch des Strafrechts*, Bd. 5, 2020, § 34 Rn. 98.

<sup>4</sup> Zu weiteren (Spezial-)Tatbeständen des Kapitalmarktstrafrechts siehe unten V. 2.

<sup>5</sup> In diesem Sinne *Momsen/Laudien*, in: v. Heintschel-Heinegg/Kudlich (Hrsg.), *Beck'scher Online-Kommentar, Strafgesetzbuch*.

kritisch zu beleuchten ist. Dies gilt zunächst und in grundsätzlicher Weise im Hinblick auf die Erfassung (nur) ideeller Anlegerinteressen durch den Tatbestand, sodann aber auch im Hinblick auf die wertbildende Relevanz nachhaltigkeitsbezogener Gesichtspunkte. Im Hintergrund schwebt dabei stets die Frage nach den von der Vorschrift geschützten Rechtsgütern. So wird die Rechtsgutsfrage regelmäßig in die gegenwärtige Diskussion eingebracht, um die – jeweils – eigene Haltung abzusichern. Entsprechend wird die Frage auch in diesem Beitrag besonderen Raum einnehmen – freilich mit einem Befund, der von der gängigen Betrachtungsweise (jedenfalls in der Begründung) abweicht.

## II. § 264a StGB im Überblick

Die Vorschrift des § 264a StGB – im Gesetz (durchaus missverständlich) überschrieben mit „Kapitalanlagebetrug“<sup>6</sup> – sanktioniert Verhaltensweisen im Vorfeld eines Betruges.<sup>7</sup> Unter Strafe steht die Desinformation eines größeren Kreises von Anlegern in Bezug auf spezifische Anlageprodukte, die am Kapitalmarkt gehandelt werden, u.a. (und besonders bedeutsam) Wertpapiere. Werden nun in „Prospekten oder in Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand“, die für eine Anlage werben, unrichtige vorteilhafte Angaben

buch, Stand: 1.11.2024, § 264a Rn. 27; *Heinelt*, BKR 2024, 58 (64); *Kasiske*, WM 2023, 53 (58); *Mosbacher*, NJW 2023, 14 (15 f.); *ders.*, in: *Cirener/Radtke/Rissing-van Saan/Rönnau/Schluckebier* (Hrsg.), *Leipziger Kommentar, StGB*, Bd. 14, 13. Aufl. 2025, § 264a Rn. 7, 34 ff.; tendenziell auch *Kindhäuser/Böse*, *Strafrecht, Besonderer Teil II*, 13. Aufl. 2025, § 30 Rn. 3; *Wagenpfeil*, in: *Müller-Gugenberger*, *Wirtschaftsstrafrecht*, 8. Aufl. 2024, Kap. 27 Rn.127; *Schelzke/Bosch*, *wistra* 2024, 233 (238).

<sup>6</sup> Vgl. dazu auch *Tiedemann/Vogel* (Fn. 3), § 264a Rn. 24, wonach es treffender wäre, von „Prospektbetrug“ oder „Kapitalanlagenschwindel“ zu sprechen.

<sup>7</sup> BT-Drs. 10/318, S. 12; *Eisele*, *Strafrecht, Besonderer Teil II*, 6. Aufl. 2021, Rn. 746; *Bock*, in: *Graf/Jäger/Wittig* (Hrsg.), *Wirtschaftsstrafrecht*, Bd. 1, 3. Aufl. 2024, StGB § 264a Rn. 6; *Perron*, in: *Schönke/Schröder*, *Strafgesetzbuch, Kommentar*, 30. Aufl. 2019, § 264a Rn. 1; *Tiedemann*, *JZ* 1986, 865 (872); dezidiert krit. zu dieser Vorverlagerung *Duttge*, in: *Dölling/Duttge/König/Rössner* (Hrsg.), *Handkommentar, Gesamtes Strafrecht*, 5. Aufl. 2022, StGB § 264a Rn. 1 („legitimationstheoretisch wie kriminalpolitisch fragwürdig“); ferner *Theile*, *wistra* 2004, 121 f. (der die Reduzierung der tatbestandlichen Anforderungen gegenüber § 263 StGB als „Minimalisierung des materiellen Rechts“ begreift, welche in der „prozessualen Praxis“ dazu genutzt werde, Ermittlungsmaßnahmen anzustoßen, die zwar formal an den Verdacht des Kapitalanlagebetrugs anknüpfen, in Wahrheit jedoch auf den Nachweis „der Schädigung oder schadensgleichen Gefährdung eines Individualrechtsguts“ gerichtet seien); gar eine Streichung der Vorschrift „in ihrer derzeitigen Ausgestaltung“ anregend *Zieschang*, *GA* 2012, 607 (616), wobei er weniger die Vorverlagerung denn „die Vielzahl unklarer und schwierig zu handhabender Erfordernisse“ moniert (*ders.*, *GA* 2012, 607 [615]).

gemacht (Begehungsvariante) oder nachteilige Tatsachen verschwiegen (Unterlassungsvariante), droht auf Rechtsfolgenreise Geldstrafe oder Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren.

Die Vorschrift ist als abstraktes Gefährdungsdelikt ausgestaltet.<sup>8</sup> Die Tathandlung weist mit dem Machen unrichtiger vorteilhafter Angaben bzw. – in der Unterlassungsvariante – dem Verschweigen nachteiliger Tatsachen zwar ein Äquivalent zur Täuschung bzw. zur Täuschung durch Unterlassen im Rahmen des Betrugstatbestandes (§ 263 StGB) auf, verzichtet aber auf weitere Erfordernisse – Irrtum, Vermögensverfügung und Vermögensschaden (und ein darauf gerichteter Vorsatz) sind nicht vorausgesetzt. Das erspart insbesondere die vom Betrugstatbestand geforderte, bei Kapitalanlagen besonders komplexe Gesamtsaldierung, nach der (ggf. erst Jahre nach Erwerb) zu fragen wäre, ob die Anlage auch ungeachtet der behaupteten vorteilhaften Tatsachen im Zeitpunkt der Anlageentscheidung „ihr Geld wert war“.<sup>9</sup> Im Rahmen des § 264a StGB können dagegen auch und bereits völlig erfolglose (schönfärberische) Werbemaßnahmen, die nicht einen Anleger zu einer Anlageentscheidung bewegen, tatbestandsmäßig sein.<sup>10</sup>

Zur Begründung der Strafbarkeit genügt i.R.d. § 264a StGB damit grundsätzlich das Hinzufügen von (unrichtigen) vorteilhaften bzw. das Weglassen von nachteiligen Umständen, sofern dieses gegenüber einem größeren Personenkreis erfolgt. Dabei ist nach dem Tatbestand weiter erforderlich, dass die den Gegenstand des Hinzufügens oder Weglassens betreffenden Umstände „erheblich“ für die Anlageentscheidung sind. Konkretisierend ergibt sich demnach die Frage, ob unrichtige Angaben zur Nachhaltigkeit des Investments, etwa durch das Behaupten einer Orientierung an ESG-Kriterien<sup>11</sup>, für die Anlageentscheidung *erhebliche Umstände* betreffen.

## III. Greenwashing

Mit der vorgeblichen Orientierung an Nachhaltigkeitskriterien ist die Brücke zum Begriff des Greenwashings geschlagen. Eine einheitliche Begriffsdefinition existiert – wenig

<sup>8</sup> BGH JR 2024, 590; OLG Köln NJW 2000, 598 (599); *Eisele* (Fn. 7), Rn. 746; *Park*, in: *ders.* (Hrsg.), *Handkommentar, Kapitalmarktstrafrecht*, 6. Aufl. 2024, StGB § 264a Rn. 5; *Heger*, in: *Lackner/Kühl/Heger*, *Strafgesetzbuch, Kommentar*, 30. Aufl. 2023, § 264a Rn. 2; *Nestler*, *Jura* 2024, 590; *Hellmann*, in: *Kindhäuser/Neumann/Paeffgen/Saliger* (Hrsg.), *Nomos Kommentar, Strafgesetzbuch*, Bd. 4, 6. Aufl. 2023, § 264a Rn. 11; *Perron* (Fn. 7), § 264a Rn. 1; a.A. *Hoyer*, in: *Wolter* (Hrsg.), *Systematischer Kommentar zum Strafgesetzbuch*, Bd. 5, 9. Aufl. 2019, § 264a Rn. 11 („abstrakt-konkretes Vermögensgefährdungsdelikt“).

<sup>9</sup> Zu diesem „Vorteil“ des § 264a StGB gegenüber § 263 StGB vgl. nur *Worms*, in: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 6. Aufl. 2024, § 11 Rn. 3; *Joecks*, *wistra* 1986, 142 (143); ferner *Tiedemann*, *JZ* 1986, 865 (872).

<sup>10</sup> Vgl. dazu BGH JR 2024, 590 f. (in einer Entscheidung zum Verjährungsbeginn bei § 264a StGB).

<sup>11</sup> Zu diesen bereits oben I.

überraschend – nicht.<sup>12</sup> So werden unter „Greenwashing“ z.T. allein schöngefärbte umweltbezogene Angaben verstanden,<sup>13</sup> während ein anderes – weiter gefasstes – Begriffsverständnis dahin geht, auch solche Schönfärbereien einzubeziehen, welche die Einhaltung bestimmter sozialer Standards (im weiteren Sinne) betreffen.<sup>14</sup> Die Bandbreite der insoweit betroffenen „sozialen“ Themen ist enorm und reicht von Diversitätsfragen innerhalb des Unternehmens bis hin zur Achtung grundlegender Sorgfaltspflichten entlang der Lieferketten.

Unter dem Gesichtspunkt der Nachhaltigkeit, namentlich am Kapitalmarkt, haben sich die bereits erwähnten ESG-Kriterien – Environment (Umwelt), Social (Soziales) und Governance (gute Unternehmensführung) – etabliert. Anknüpfend daran wird im Rahmen dieses Beitrages von einem weiten Begriffsverständnis – konkret: unter Miteinbeziehung sozialer Gesichtspunkte – ausgegangen.<sup>15</sup>

Bezogen auf die Bewerbung von Finanzprodukten, um die es hier gehen soll, kann sich ein Greenwashing-Vorwurf etwa daraus ergeben, dass ein Fonds, der sich vorgeblich an ESG-Kriterien orientiert und sich selbst als „ökologisch nachhaltig“ einstuft, hauptsächlich Anteile an Unternehmen erwirbt, die – jedenfalls auch – auf fossile Energieträger setzen (z.B. an großen Energiekonzernen). Dabei soll davon ausgegangen werden, dass die (übrigen) Angaben zu Sicherheit, Rendite und Verfügbarkeit des Kapitals zutreffend sind.

<sup>12</sup> Dies attestierend etwa auch *Zeidler/Dürr*, CCZ 2022, 377.

<sup>13</sup> In diesem Sinne *Schelzke/Bosch*, wistra 2024, 233 f. („Socialwashing“ als Überbegriff, mit „Greenwashing“ als einem der Unterfälle „im Hinblick auf die Umweltverträglichkeit“), unter Verweis auf das Verständnis der EU-Kommission in: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat, Neue Verbraucheragenda, Stärkung der Resilienz der Verbraucher/innen für eine nachhaltige Erholung, KOM (2020) 696 endg., S. 9 f.; mit engem Verständnis auch *Schrott/Mayer*, GA 2023, 615 (616).

<sup>14</sup> Vgl. *Schwarz/Schieffer*, CCZ 2022, 345 („nicht nur umweltschutzbezogene Themen [...], sondern auch Fragen von Menschenrechten und guter Unternehmensführung“); ebenso *Zeidler/Dürr*, CCZ 2022, 377; wohl auch *Ahrens/Redwitz*, CCZ 2023, 6.

<sup>15</sup> Der Begriff des Greenwashings wird etwa auch von der BaFin in einen unmittelbaren Zusammenhang mit den ESG-Kriterien gestellt, vgl. dazu die Sustainable-Finance-Strategie der BaFin: „Greenwashing wird in der öffentlichen Diskussion unterschiedlich verstanden. Unumstritten betrifft es Praktiken im Vertrieb von Produkten bzw. bei Finanzdienstleistungen. Und zwar dann, wenn beaufsichtigte Unternehmen das Nachhaltigkeitsprofil nicht eindeutig und redlich offenlegen. Anlegerinnen und Anleger werden damit potentiell in die Irre geführt, dass ihre Anlagen *nicht die von ihnen gewünschte ESG-Wirkung entfalten*“ (*Hervorhebungen durch den Verf.*), abrufbar unter

[https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/Sustainable\\_Finance\\_Strategie/SF\\_Strategie\\_artikel.html;jsessionid=C635662A2916B422162B284A77108109.internet941?nn=19692320](https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/Sustainable_Finance_Strategie/SF_Strategie_artikel.html;jsessionid=C635662A2916B422162B284A77108109.internet941?nn=19692320) (5.3.2025).

#### IV. Die „Erheblichkeit“ als Gradmesser

Bei Beantwortung der hier interessierenden Frage, ob unrichtige Angaben zur Bedeutung von Nachhaltigkeitskriterien im Rahmen von Anlage-Informationsträgern solche sind, die i.S.d. § 264a Abs. 1 StGB für die Anlageentscheidung „erheblich“ sind, soll zunächst eine Hinwendung zur Definition des normativen Tatbestandsmerkmals durch Schrifttum und Rechtsprechung erfolgen.

##### 1. Definitionsversuche

Bevor eine Hinwendung zur (von weiten Teilen des Schrifttums jedenfalls dem Grunde nach geteilten) Definition der Erheblichkeit durch die Rechtsprechung erfolgt,<sup>16</sup> soll der Blick auf eine kaum mehr vertretene Minderauffassung gerichtet werden, welche in letzter Konsequenz eine weitgehende Annäherung an die materiell-rechtlichen Voraussetzungen des § 263 StGB mit sich bringt, zugleich aber zur Frage überleitet, in welchen (besonderen) Ausprägungen Vermögensschutz durch die Vorschrift des § 264a StGB gewährleistet wird.

##### a) Notwendigkeit eines Wertvergleichs

Namentlich *Samson* hat die Frage aufgeworfen, welche Konsequenzen aus der Orientierung des Tatbestandes (auch) am Schutz des Anlegervermögens zu ziehen sind.<sup>17</sup> Auf Basis einer ausschließlich vermögensschützenden Deutung der Vorschrift<sup>18</sup> gelangt er zu der Überzeugung, dass von einem „erheblichen“ (hinzugedichteten oder verschwiegenen) Umstand i.S.d. § 264a Abs. 1 StGB nur dann auszugehen sei, „wenn durch ihn der wahre Gesamtwert der Kapitalanlage derart reduziert wird, daß der Erwerb der Anlage wirtschaftlicher Vernunft widerspricht“; dies sei wiederum „nur dann der Fall, wenn die erworbene Anlage weniger als der bezahlte Preis wert ist“.<sup>19</sup> Dass damit ein Wertvergleich nach Art einer Gesamtsaldierung verlangt wird, räumt *Samson* unumwunden ein, wenn er feststellt, dass das Erheblichkeits-Merkmal „praktisch [...] den Schadensbegriff des Betrugstatbestandes enthält“<sup>20</sup>. Dass die von ihm postulierte „Notwendigkeit, den Wert der Kapitalanlage im Zeitpunkt ihres Vertriebs festzusetzen“, dem gesetzgeberischen Willen, wonach mit dem durch die Vorverlagerung bewirkten Gefährdungsschutz die Notwendigkeit einer Schadensfeststellung gerade entfallen

<sup>16</sup> Dazu sogleich b).

<sup>17</sup> Zum Vermögensschutz unten 2. a).

<sup>18</sup> So *Samson/Günther*, in: Rudolphi/Horn/Günther/Samson (Hrsg.), Systematischer Kommentar zum Strafgesetzbuch, Bd. 2, 39. Lfg., 5. Aufl. (Dezember 1996), § 264a Rn. 7.

<sup>19</sup> Jeweils *Samson/Günther* (Fn. 18), § 264a Rn. 47 (Rechtschreibung im Original); abgeschwächt auch *Hoyer* (Fn. 8), § 264a Rn. 11, 36 ff.

<sup>20</sup> *Samson/Günther* (Fn. 18), § 264a Rn. 48; *Samson* – obgleich jeweils von einer anderen Schutzrichtung ausgehend – eine jedenfalls konsequente Orientierung am Rechtsgut Vermögen attestierend: *Geerds*, Wirtschaftsstrafrecht und Vermögensschutz, 1990, S. 200 ff.; *Otto*, WM 1988, 729 (738 Fn. 81).

soll<sup>21</sup>, entgegenläuft, legt er ebenso offen.<sup>22</sup> Gleichwohl sieht er sich an den vom Betrugstatbestand vorgegebenen Schadensbegriff gebunden.<sup>23</sup> Dabei ist *Samson* darin zuzustimmen, dass bei einem Verständnis, welches auf einen Wertvergleich von erworbener Anlage und entrichtetem Preis (und damit eine Gesamtsaldierung) verzichtet, letztlich auch bloße Gewinnerwartungen des Kapitalanlegers geschützt werden (können).<sup>24</sup>

Die vorstehend skizzierte, einen Wertvergleich (im Vertriebszeitpunkt) verlangende Auffassung sieht sich einmal vor dem Problem, dass der Tatbestand – in konsequenter Umsetzung der gesetzgeberischen Intention – keinen Vermögensschaden verlangt.<sup>25</sup> Im Übrigen ist es dem Gesetzgeber nicht untersagt, auch Gewinnerwartungen zu schützen.<sup>26</sup> Dies gilt umso mehr, wenn man – anders als *Samson* – zusätzlich die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als geschützt ansieht.<sup>27</sup> Diese droht grundsätzlich auch bei einem (nur) zweckverfehlten Mitteleinsatz beeinträchtigt zu werden,<sup>28</sup> ohne dass damit freilich schon eine Aussage darüber getroffen wäre, ob die jeweils in Rede stehende Zweckverfehlung ihrerseits (auch) einen Vermögensbezug im weiteren Sinne aufweisen muss.<sup>29</sup>

#### b) Orientierung an wertbildenden Umständen

Entscheidungserheblich sind nach Maßgabe der (bisherigen) Rechtsprechung demgegenüber „wertbildende Umstände [...]“, die nach den Erwartungen des Kapitalmarkts für die Anleger

bei ihrer Investitionsentscheidung von Bedeutung sind. Dabei darf kein [...] alle möglichen Anlegerinteressen berücksichtigender subjektiver Maßstab angelegt werden. Vielmehr ist eine verobjektivierte Betrachtungsweise geboten. Maßgeblich ist der verständige, durchschnittlich vorsichtige Kapitalanleger, in dessen Rolle sich der Herausgeber des Prospekts zu versetzen hat [...].<sup>30</sup>

Während schon grundsätzlich bestritten wird, dass die Perspektive des durchschnittlichen Kapitalanlegers angesichts der Vielzahl an unterschiedlichen Anlageformen und -risiken einen geeigneten Filter darstellt,<sup>31</sup> interessiert im hiesigen Kontext primär die nähere Charakterisierung der erfassten Umstände. Abgestellt wird auf die *wertbildenden Umstände*. Darunter werden üblicherweise Umstände gefasst, die sich beziehen auf: die Sicherheit der Anlage, ihre Rendite und die Verfügbarkeit des Kapitals.<sup>32</sup> Etwas griffiger ist auch die Rede von „Wert, Chancen und Risiken“<sup>33</sup>. Dass die von der Unrichtigkeit betroffenen Angaben wertbildende Umstände betreffen müssen, erweist sich insbesondere dann als konsequent, wenn man durch § 264a StGB *ausschließlich* das Vermögen geschützt sieht,<sup>34</sup> ohne freilich den insoweit geleisteten Vermögensschutz (zugleich) als Einfallstor für die Notwendigkeit einer Gesamtsaldierung zu begreifen.<sup>35</sup> Damit ist endgültig der Bogen zur Frage geschlagen, welche Rechtsgüter hinter der Vorschrift stehen und wie sich die diesbezügliche Positionierung auf die Auslegung des Erheblichkeitsmerkmals auswirkt.

#### 2. Die Rechtsgutsfrage

Bis heute besteht Uneinigkeit über die hinter der Vorschrift des § 264a StGB stehenden Rechtsgüter. Dabei lässt sich die Entwicklung des Meinungsstandes grob dahingehend zusammenfassen, dass die anfänglich deutlich überwiegende Skepsis gegenüber einem über den Individualvermögensschutz hinausreichenden Schutzzweck sich – jedenfalls mehrheitlich

<sup>21</sup> BT-Drs. 10/318, S. 22.

<sup>22</sup> *Samson/Günther* (Fn. 18), § 264a Rn. 43.

<sup>23</sup> *Samson/Günther* (Fn. 18), § 264a Rn. 48: „Unausweichlichkeit des Schadensbegriffes“.

<sup>24</sup> *Samson/Günther* (Fn. 18), § 264a Rn. 42, mit dem häufig in Bezug genommenen Bsp.: „Zahlt der Anleger für den Anteil den Betrag von 100, ist der Anteil aber bei Berücksichtigung der vorgetäuschten Tatsache 130 und ohne diese Tatsache 110 wert, dann erleidet der Anleger durch die Täuschung keinen Schaden.“

<sup>25</sup> Vgl. auch *Ceffinato*, in: Erb/Schäfer (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Bd. 5, 4. Aufl. 2022, § 264a Rn. 54; *Schröder*, Aktienhandel und Strafrecht, 1994, S. 10; ferner *Schröder/Bergmann*, in: Matt/Renzikowski (Hrsg.), Strafgesetzbuch, Kommentar, 2. Aufl. 2020, § 264a Rn. 36; *Tiedemann/Vogel* (Fn. 3), § 264a Rn. 71.

<sup>26</sup> Treffend *Ceffinato* (Fn. 25), § 264a Rn. 11, wonach „die Betrugsdogmatik [...] auch Fallgestaltungen [kennt], in denen individuelle Einsatzmöglichkeiten des eigenen Vermögens anerkannt werden, gerade weil hiermit wirtschaftliche Entfaltung des Einzelnen im gegenständlichen Bereich gewährleistet wird.“ Die Frage nach der Einbeziehung von Gewinnerwartungen (in den Vermögensschutz) stellt sich konsequenterweise dann nicht, wenn man die Dispositionsfreiheit als geschütztes Individualrechtsgut begreift (dazu unten 2. a); zutreffend *Mosbacher* (Fn. 5), § 264a Rn. 12.

<sup>27</sup> Zum Rechtsgut der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes siehe unten 2. b).

<sup>28</sup> Treffend *Otto*, WM 1988, 729 (736, 738).

<sup>29</sup> Dazu unten 3. a) bb).

<sup>30</sup> BGH NStZ 2005, 568 (*Hervorhebungen durch den Verf.*); dem entspricht das Verständnis i.R.d. der zivilrechtlichen Prospekthaftung, vgl. nur BGH, Urt. v. 3.2.2022 – III ZR 84/21 = NZWiSt 2023, 143 (144).

<sup>31</sup> Vgl. nur *Nestler*, Jura 2024, 590 (596 f.); *Theile*, NZWiSt 2023, 146 (147).

<sup>32</sup> *Mosbacher*, NJW 2023, 14; ferner *Momsen/Laudien* (Fn. 5), § 264a Rn. 27 („Rentabilität, Sicherheit, Liquidität“).

<sup>33</sup> Vgl. bereits *Geerds* (Fn. 20), S. 215; *Tiedemann*, JZ 1986, 865 (873); ferner *Kindhäuser/Schumann* (Fn. 3), § 34 Rn. 103; *Heger* (Fn. 8), § 264a Rn. 13; *Kindhäuser/Hilgendorf*, Strafgesetzbuch, Lehr- und Praxiskommentar, 9. Aufl. 2022, § 264a Rn. 3; *Otto*, WM 1988, 729 (738); *ders.*, Jura 1989, 24 (31); *Schröder/Bergmann* (Fn. 25), § 264a Rn. 32; *Ceffinato* (Fn. 25), § 264a Rn. 53; *Hoyer* (Fn. 8), § 264a Rn. 35; *Wittig*, Wirtschaftsstrafrecht, 6. Aufl. 2023, § 18 Rn. 32; speziell für die Aktienemission zudem *Schröder* (Fn. 25), S. 25 („falsche Angabe eines wertbestimmenden Faktors“; *Hervorhebungen durch den Verf.*).

<sup>34</sup> Vgl. dazu die Nachweise in Fn. 38 (zweiter Teil der Fußnote).

<sup>35</sup> So aber die unter a) dargestellte Auffassung.

– in Richtung Anerkennung eines dualen Schutzkonzepts verschoben hat. Im Einzelnen:

a) *Vermögen als Rechtsgut*

Wie vorstehend bereits angedeutet, geht es weniger um die Frage, ob der Straftatbestand – jedenfalls auch – dem Individualvermögensschutz dient. Dass die Vorschrift – auch – vermögensschützenden Charakter hat, lässt sich neben der Verortung im 22. Abschnitt des Strafgesetzbuches (zu Betrug und Untreue) maßgeblich aus der auf die Beeinflussung einer *Investitionsentscheidung* zielenden Tatbestandsstruktur ableiten; anders ausgedrückt: ohne den Einsatz von Vermögen durch private oder institutionelle Anleger gäbe es auch keinen Kapitalmarkt, der – seinerseits – geschützt werden könnte. Das (Individual-)Vermögen der Marktteilnehmer ist konstitutiv für den Kapitalmarkt.<sup>36</sup> Schließlich ist auf den historischen Gesetzgeber Bezug zu nehmen, der davon ausging, dass „die Vorschrift nicht nur dem individuellen Vermögensschutz“ diene,<sup>37</sup> was – im Umkehrschluss – bedeutet, dass die Vorschrift jedenfalls auch individuellen Vermögensschutz leisten soll.<sup>38</sup>

<sup>36</sup> In diesem Sinne zu Recht auch *Momsen/Laudien* (Fn. 5), § 264a Rn. 3; *H. Kühl*, Die Strafbarkeit fehlender Information und Beratung nach § 264a StGB, 2019, S. 61.

<sup>37</sup> BT-Drs. 10/318, S. 12, 22.

<sup>38</sup> Für *auch* vermögensschützenden Charakter etwa auch OLG Köln NJW 2000, 598 (600); *Momsen/Laudien* (Fn. 5), § 264a Rn. 3; *dies.*, in: Leitner/Rosenau (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2022, StGB § 264a Rn. 8; *Cerny*, MDR 1987, 271 (272); *Eisele* (Fn. 7), Rn. 746; *Bock* (Fn. 7), StGB § 264a Rn. 5; *Schröder*, in: ders./Bergmann (Hrsg.), Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2020, Kap. 8 Rn. 13; *Park* (Fn. 8), StGB § 264a Rn. 3; *dies.*, ZWH 2022, 233 (235); *Hefendehl*, Kollektive Rechtsgüter im Strafrecht, 2002, S. 267 ff.; *Kudlich/Oğlakcioğlu*, Wirtschaftsstrafrecht, 3. Aufl. 2020, Rn. 301; *Heger* (Fn. 8), § 264a Rn. 1; *Schröder/Bergmann* (Fn. 25), § 264a Rn. 1; *Mitsch*, Strafrecht, Besonderer Teil 2, 3. Aufl. 2015, S. 419; *Wagenpfeil* (Fn. 5), Kap. 27 Rn. 110; *Nestler*, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, 2017, Rn. 449; *Rengier*, Strafrecht, Besonderer Teil I, 26. Aufl. 2024, § 17 Rn. 18; *Weber*, NStZ 1986, 481 (486); *Wessels/Hillenkamp/Schuhr*, Strafrecht, Besonderer Teil 2, 46. Aufl. 2023, Rn. 739; für *ausschließlich* vermögensschützenden Charakter demgegenüber *Hüls*, in: Achenbach/Ransiek/Rönnau (Hrsg.), Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 6. Aufl. 2024, Teil 12 Kap. 1 Rn. 10; *Worms*, Anlegerschutz durch Strafrecht, 1987, S. 312 ff.; *dies.* (Fn. 9), § 11 Rn. 22 f.; *Bremer*, § 264a StGB – Wie weit geht strafrechtlicher Anlegerschutz?, 2002, S. 65; *Borchert*, Gehalt und Nutzen des § 264a StGB, 2004, S. 23 ff. (insb. S. 33); *Jacobi*, Der Straftatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB), 2000, S. 51; *Joecks*, wistra 1986, 142 (143 f.); *Krey/Hellmann/Heinrich*, Strafrecht, Besonderer Teil, Bd. 2, 19. Aufl. 2024, Rn. 813; *Kindhäuser/Hilgendorf* (Fn. 33), § 264a Rn. 1; *Hellmann* (Fn. 8), § 264a Rn. 9; *Schlüchter*, Zweites Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, 1987, S. 156; v. *Schönborn*, Kapitalanlagebetrug, 2003, S. 20; abgeschwächt

Soweit vereinzelt vertreten wird, dass als Individualrechtsgut die Dispositionsfreiheit des Anlegers geschützt werde,<sup>39</sup> verträgt sich dies schwerlich mit der Charakterisierung der Vorschrift als *Vorfelddatbestand* des Betruges.<sup>40</sup> Diese Charakterisierung, die auch der Vorstellung des Gesetzgebers entspricht,<sup>41</sup> würde mit einer Loslösung von jeder Vermögensrelevanz (im weiteren Sinne) aufgegeben, womit sich ein auch systematisch schwer erklärbarer Bruch ergäbe.<sup>42</sup> Als weiterführend erweist sich zudem der Gedanke, dass bei Zugrundelegung eines Rechtsguts der Dispositionsfreiheit kaum verständlich wäre, dass der Tatbestand mit den Merkmalen „vorteilhaft“, „nachteilhaft“ und „erheblich“ nur besonders „qualifizierte“ Formen von Fehlinformationen erfasst. Mit anderen Worten: Die Tatbestandsfassung lässt sich unter Rückgriff auf das (weite) Rechtsgut der Dispositionsfreiheit nicht stimmig erklären.<sup>43</sup>

Nur am Rande sei schließlich angemerkt, dass die Überlegung, wonach bei Nichtgewährleistung eines (Vermögens-)Individualschutzes durch § 264a StGB auch der Schutzgesetzcharakter i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB im Rahmen der zivilrechtlichen Prospekthaftung entfiel,<sup>44</sup> kein eigenständiges

*Momsen*, in: Maurach/Schroeder/Maiwald/Hoyer/Momsen, Strafrecht, Besonderer Teil, Teilbd. 1, 11. Aufl. 2019, § 41 Rn. 173 (Rechtsgut sei „primär das Vermögen“); ähnl. *Krack*, NStZ 2001, 505 (506).

<sup>39</sup> *Tiedemann/Vogel* (Fn. 3), § 264a Rn. 24, die – neben der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts – „die auf Vermögenswerte, nämlich Kapitalanlagen, bezogene Dispositionsfreiheit des Kapitalanlegers“ geschützt sehen; für Schutz der Dispositionsfreiheit nunmehr auch *Mosbacher* (Fn. 5), § 264a Rn. 11 f.

<sup>40</sup> Vgl. die Nachweise in Fn. 7.

<sup>41</sup> BT-Drs. 10/318, S. 12.

<sup>42</sup> In diesem Sinne auch *Park* (Fn. 8), StGB § 264a Rn. 13; ferner *Borchard*, Gehalt und Nutzen des § 264a StGB (Kapitalanlagebetrug), 2004, S. 27 f.; i.E. ablehnend auch *Bremer* (Fn. 38), S. 66 (allerdings mit dem zirkelschlüssig anmutenden Argument, wonach wirkungsvoller Anlegerschutz keinen „Wahrheitsschutz“, sondern einen Schutz vor dem Erwerb schadensbringender Anlagen bedeute); ähnl. bereits *Worms* (Fn. 38), S. 310 f. (mit der Unterscheidung zwischen „voluntative[r]“ und „kognitive[r]“ Seite der intendierten Verfügung, wobei der Anlegerschutz allein auf die kognitive Seite zu beziehen sei, welche ihrerseits vollständige Informationen *zum Zwecke der Vermeidung nachteiliger Vermögensverfügungen* verlange).

<sup>43</sup> So zu Recht auch *Jacobi* (Fn. 38), S. 44 f.

<sup>44</sup> Vgl. *Momsen/Laudien* (Fn. 38), StGB § 264a Rn. 8 a.E., mit dem Hinweis, dass bei der Annahme eines ausschließlichen Kapitalmarktschutzes „eine in der Zivilgerichtsbarkeit durchaus in nennenswertem Umfang genutzte Haftungsgrundlage“ in Wegfall geriete. Zur Einstufung des § 264a StGB als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB vgl. nur BGH, Urt. v. 3.2.2022 – III ZR 84/21 = NZWiSt 2023, 143 (144); *Buck-Heeb/Dieckmann*, NJW 2022, 2873 (2877); *Förster*, in: Hau/Poseck (Hrsg.), Beck’scher Online-Kommentar, Bürgerliches Gesetzbuch, Stand: 1.8.2024, § 823 Rn. 291; *Wagner*, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limperg (Hrsg.), Münchener Kom-

Argument in der Rechtsgutsdiskussion darstellen kann. Denn darin läge lediglich eine – zugegebenermaßen unbequeme – haftungsrechtliche Konsequenz, die aber für sich genommen nicht geeignet ist, auf die Rechtsgutsfrage zurückzuwirken.

*b) Erweiterung um die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts*

Mehrheitlich wird (mittlerweile) angenommen, dass neben das Individualrechtsgut Vermögen der Schutz eines wichtigen Allgemeininteresses tritt. Die Rede ist von der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, wobei diese Umschreibung regelmäßig – und zu Recht – ergänzt wird um das auf die Funktionsfähigkeit bezogene „Vertrauen“ der Allgemeinheit.<sup>45</sup> Denn letztlich ist es, wie noch zu zeigen sein wird, die – mögliche – Enttäuschung eines Anlegervertrauens, welche die Funktionsfähigkeit zu beeinträchtigen vermag. Dabei bleibt im Rahmen dieses Beitrages kein Raum, zusätzlich der – primär rechtssoziologischen – Frage nachzugehen, inwiefern sich Systemvertrauen und Recht gegenseitig bedingen und inwiefern das Fehlverhalten Einzelner geeignet ist, ein Systemvertrauen zu erschüttern.<sup>46</sup> Dass Vertrauen (in Institutionen) durch (Straf-)Recht geschützt werden und auch durch das Fehlverhalten Einzelner beeinträchtigt werden kann, wird damit hier – gewissermaßen als Prämisse – vorausgesetzt.<sup>47</sup>

Als gesetzessystematisches Argument für einen Schutz (auch) der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch § 264a StGB wird zunächst auf die im Umfeld befindlichen Tatbestände der §§ 264, 265, 265b StGB verwiesen. Nachdem diese nicht nur Vermögensschutz, sondern auch den Schutz von Allgemeininteressen gewährleisteten (effektive staatliche Wirtschaftsförderung; Funktionsfähigkeit der Versicherungswirtschaft bzw. des Kreditwesens), spreche dies für eine (auch) überindividuelle Schutzrichtung auch des § 264a StGB.<sup>48</sup> Da freilich die Schutzzwecke der §§ 264, 265, 265b StGB ihrerseits umstritten sind, setzt das systematische Argument eine entsprechende (Vor-)Entscheidung der Schutzzweckfrage bei

mentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 7, 9. Aufl. 2024, § 823 Rn. 663.

<sup>45</sup> Den Gesichtspunkt des Vertrauens betonend etwa auch *Duttge* (Fn. 7), StGB § 264a Rn. 1; *Otto*, Jura 1989, 24 (31); ferner *Mehler*, Die erheblichen Umstände bei der Kapitalanlageentscheidung, 2009, S. 221 ff.; *Worms* (Fn. 38), S. 314.

<sup>46</sup> Vgl. dazu die kritischen Thesen *Beckempers*, ZIS 2011, 318 (322 f.). Vgl. ferner die Kritik von *Fischer*, Strafgesetzbuch mit Nebengesetzen, Kommentar, 72. Aufl. 2025, § 264a Rn. 2, der vor dem Hintergrund der Dynamik und Komplexität des Kapitalbeteiligungsmarkts am Vorhandensein eines „allgemeinen Vertrauens[s] in die Zuverlässigkeit der Regelungsmechanismen“ zweifelt (*Hervorhebungen* im Original).

<sup>47</sup> Dafür spricht ganz grundsätzlich, dass Rechtsgüter ohnehin nicht real verletzt oder gefährdet werden können; gleichwohl können sie als *ideelle Gebilde* im Rahmen der Auslegung berücksichtigt werden; in diese Richtung etwa auch *Bosch*, in: *Satzger/Schluckebier/Werner* (Hrsg.), Strafgesetzbuch, Kommentar, 6. Aufl. 2024, § 264a Rn. 1.

<sup>48</sup> In diesem Sinne etwa *Cerny*, MDR 1987, 271 (272); *Mommsen/Laudien* (Fn. 38), StGB § 264a Rn. 8; ferner *Bock* (Fn. 7), StGB § 264a Rn. 5.

den in Bezug genommenen Vorschriften voraus, greift also in besonderer Weise in die (Einzel-)Auslegung anderer Vorschriften über; das macht das Argument zwar nicht invalide, stellt es aber in einen besonderen Bedingungs-zusammenhang.

Als gewichtigeres Argument dafür, dass die Vorschrift nicht nur individuelle Vermögensinteressen absichert, sondern jedenfalls auch einem – übergeordneten – Institutionenschutz („Kapitalmarkt“) verpflichtet ist, lassen sich wiederum die Erwägungen des historischen Gesetzgebers heranziehen. Dieser sah – neben dem Vermögensschutz – den „Schutz des Vertrauens in die Redlichkeit des Kapitalmarktes“ gewährleistet.<sup>49</sup> Erläuternd wird festgehalten, dass die „Funktionsfähigkeit [des Kapitalmarkts] für die Wirtschaftsordnung von wesentlicher Bedeutung“ sei.<sup>50</sup> Überdies kann auf den spezifischen Angriffsweg des § 264a Abs. 1 StGB verwiesen werden: Erfasst werden nur unrichtige Angaben „gegenüber einem größeren Kreis von Personen“, womit schon deliktstruktural ein Verhalten vorausgesetzt ist, das geeignet ist, auf den Entscheidungsprozess *zahlreicher Marktteilnehmer* – und damit auch auf das „große Ganze“ – einzuwirken.<sup>51</sup>

Schließlich – und damit ist erneut die *Wechselbezüglichkeit von Vermögen und Kapitalmarkt* angesprochen – fehlte es ohne den Bezugsrahmen des Kapitalmarktes an einem Ordnungsrahmen, der überhaupt erst einen „sicheren“ Einsatz privaten Kapitals ermöglichte; anders ausgedrückt: die Anleger sind nur bereit, ihr Kapital einzusetzen, weil sie auf den Ordnungsrahmen vertrauen, sodass der Vermögensschutz nur unter den Bedingungen eines funktionierenden Kapitalmarktes Sinn macht.<sup>52</sup> Daher ist es konsequent, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als eigenständiges Rechtsgut einzubeziehen.<sup>53</sup>

Dass auf Täterseite nur die Anbieter, nicht aber auch die Anleger erfasst werden, ist im Übrigen kein Argument gegen

<sup>49</sup> BT-Drs. 10/318, S. 12, 22. – Unter Verweis auf die Gesetzgebungsmaterialien zu folgern, dem Gesetzgeber sei es „*ausschließlich* um den Schutz dieses überindividuellen Rechtsgutes [der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes]“ gegangen (so *Knauth*, NJW 1987, 28; *Hervorhebungen* durch den *Verf.*), erweist sich demgegenüber als nicht haltbar; vgl. dazu oben a) mit Fn. 37.

<sup>50</sup> BT-Drs. 10/318, S. 12, 22.

<sup>51</sup> In diesem Sinne auch *Gercke/Hembach*, in: *Leipold/Tsam-bikakis/Zöller* (Hrsg.), *AnwaltKommentar StGB*, 3. Aufl. 2020, § 264a Rn. 3; *Mommsen/Laudien* (Fn. 5), § 264a Rn. 3; *Otto*, Jura 1989, 24 (31); *Park* (Fn. 8), StGB § 264a Rn. 3; *Tiedemann/Vogel* (Fn. 3), § 264a Rn. 25; *Mehler* (Fn. 45), S. 26; *Nestler*, Jura 2024, 590; *Perron* (Fn. 7), § 264a Rn. 1; *Weber*, NStZ 1986, 481 (486); *Wessels/Hillenkamp/Schuh* (Fn. 38), Rn. 739.

<sup>52</sup> In diesem Sinne auch *H. Kühl* (Fn. 36), S. 61.

<sup>53</sup> Für einen Schutz *auch* der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes (neben einem Vermögensschutz) vgl. die Nachw. in Fn. 38 (erster Teil der Fußnote); für einen *ausschließlichen* Institutionenschutz aber *Geerds* (Fn. 20), S. 204 ff.; *Knauth*, NJW 1987, 28; *Mehler* (Fn. 45), S. 43; *Otto*, *Grundkurs Strafrecht*, 7. Aufl. 2005, § 61 Rn. 38; *ders.*, WM 1988, 729 (736); *ders.*, Jura 1989, 24 (31); *Bosch* (Fn. 47), § 264a Rn. 1.

einen Schutz (auch) der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Soweit vorgetragen wird, dass bei einem gewollten Schutz (auch) des Allgemeinrechtsguts der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts konsequenterweise auch bestimmte Formen des Anlegerverhaltens (z.B. eine Fehlallokation von Risikokapital) hätten unter Strafe gestellt werden müssen,<sup>54</sup> überzeugt dies nicht. Diese Argumentation verkennt, dass das Störungsrisiko durch ein Verhalten der Anbieter – strukturbedingt – deutlich höher ist. Der Gesetzgeber war daher (auch) unter dem Gesichtspunkt der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes nicht gehindert, „nur“ das Verhalten auf Anbieterseite unter Strafe zu stellen.

### c) (Zwischen-)Bewertung

Nach Deliktsstruktur, Gesetzessystematik und Entstehungsgeschichte der Vorschrift ist demnach davon auszugehen, dass die Vorschrift sowohl dem Individualvermögensschutz als auch dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dient. Dabei geht es um einen gleichberechtigten Schutz beider Rechtsgüter,<sup>55</sup> die – wie bereits gezeigt – in einer engen Wechselwirkung zueinander stehen, ohne dass eines aber derart dominieren würde, dass das jeweils andere nur „reflexhaft“ geschützt würde, wie es mitunter zu lesen ist.<sup>56</sup>

### 3. Zum Umgang mit ideellen Interessen

Damit steht bis zu dieser Stelle fest, dass die Vorschrift des § 264a StGB sowohl das Vermögen als auch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts schützt. Daraus aber zu folgern, dass neben Vermögens- auch umfassend ideelle Interessen – im hiesigen Kontext zu verstehen als das Interesse an einem nachhaltigen Investment – geschützt werden, wäre vorschnell. Umgekehrt erweise es sich als verkürzt, unrichtigen Angaben zu Nachhaltigkeitsgesichtspunkten von vornherein jede Vermögensrelevanz abzusprechen.

Das bedeutet, dass in einem ersten Schritt zu fragen ist, ob und inwieweit ideelle Anlegerinteressen – ungeachtet ihrer Vermögensrelevanz (!) – bereits unter dem Gesichtspunkt der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als mitgeschützt zu begreifen sind. Ohne zu viel vorwegnehmen zu wollen, sei schon an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass dies nach hier vertretener Auffassung *nicht* der Fall ist. So erklärt sich, weshalb in einem zweiten Schritt zu fragen ist, ob Nachhaltigkeitsinteressen wertbildende Relevanz zukommt, sodass diese doch vom Tatbestand erfasst werden könnten.

#### a) Zur Ausprägung des Kapitalmarktschutzes i.R.d. § 264a StGB

Dass es bei der rechtsgutsgeliteten Auslegung des Merkmals der Erheblichkeit nicht nur um die Abschichtung von Bagatell-

unrichtigkeiten gehen kann<sup>57</sup>, ergibt sich schon daraus, dass Bagatellunrichtigkeiten auch bereits als nicht „vorteilhaft“ begriffen werden können;<sup>58</sup> mit anderen Worten: eine eigenständige Bedeutung des Merkmals der Erheblichkeit (gegenüber den eigenständigen Tatbestandsmerkmalen der Vorteil- bzw. Nachteilhaftigkeit) verlangt geradezu nach einer Verengung der inhaltlichen Anforderungen.

#### aa) Argumente für eine Einbeziehung (nur) ideeller Interessen

Losgelöst davon lässt sich aber durchaus argumentieren, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch unrichtige Angaben zur Nachhaltigkeit des Investments beeinträchtigt werden kann. Insoweit hilft es, sich den (volks-)wirtschaftlichen Sinn von Kapitalmärkten vor Augen zu führen. Verkürzt kann dieser dahingehend beschrieben werden, dass der Kapitalbedarf von Wirtschaft (Privatunternehmen) und Staat durch die für Privatpersonen eröffnete Möglichkeit, eigenes Vermögen zu investieren, gedeckt werden soll.<sup>59</sup> Diese Funktion des Kapitalmarktes als „Kapitalbeschaffer“ droht auch dann beeinträchtigt zu werden, wenn Anleger in ihrem Vertrauen darauf, mit ihrem Investment bestimmte ideelle Zwecke zu verfolgen, enttäuscht werden. Diese Anleger könnten sich – enttäuscht – ganz vom Kapitalmarkt zurückziehen. Kurz gesagt: Aus welchen Gründen Anleger ihr Vertrauen in den Kapitalmarkt verlieren – seien sie vermögensbezogener oder ideeller Natur – und sich deshalb zurückziehen, ist zunächst einmal irrelevant.<sup>60</sup> So oder so droht die – volkswirt-

<sup>57</sup> Zur Notwendigkeit des Ausschlusses von Bagatellunrichtigkeiten *Park* (Fn. 8), StGB § 264a Rn. 13; *Ceffinato* (Fn. 25), § 264a Rn. 57; *Hellmann* (Fn. 8), § 264a Rn. 59.

<sup>58</sup> Vgl. *Schröder/Bergmann* (Fn. 25), § 264a Rn. 31; ferner *Schröder* (Fn. 25), S. 10. Umgekehrt gilt – bezogen auf die Unterlassungsvariante – auch, dass (verschwiegene) unwesentliche Gesichtspunkte bereits als nicht „nachteilig“ eingeordnet werden können; vor diesem Hintergrund zu Recht vor einer Verschleifung von „Nachteiligkeit“ und „Erheblichkeit“ warnend und eine eigenständige Kontur der „Erheblichkeit“ anmahmend *Rückert*, BKR 2022, 645.

<sup>59</sup> Dazu auch *Mehler* (Fn. 45), S. 39 f.; vgl. auch *Tiedemann/Vogel* (Fn. 3), § 264a Rn. 26; *Worms* (Fn. 38), S. 6; ferner bereits *Jaath*, in: Hanack/Rieß/Wendisch (Hrsg.), Festschrift für Hanns Dünnebieber zum 75. Geburtstag am 12. Juni 1982, 1982, S. 583 (607: ein funktionierender Kapitalmarkt als „entscheidende Voraussetzung für die Entfaltung und Nutzung wirtschaftlicher Produktivkräfte und damit auch für die Wohlfahrt in einem Gemeinwesen“).

<sup>60</sup> Ausdrücklich für eine generelle Einbeziehung nicht-vermögensbezogener Ziele daher *Mehler* (Fn. 45), S. 221 ff. (zusammenfassend auf S. 237 f.); anders *Geerds* (Fn. 20), S. 199, 208, 215 f., der eine – potentielle – Anlegerenttäuschung (infolge einer Zielverfehlung) primär bei (unrichtigen) Angaben mit Vermögensrelevanz vermutet, ohne dies aber eingehender zu begründen (krit. daher *Mehler* [Fn. 45], S. 220); beide – *Geerds* und *Mehler* – gehen dabei von einer nur überindividuellen Schutzrichtung i.S.e. ausschließlichen Schutzes der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes aus (zu *Geerds* vgl. auch unten bb) Fn. 78 bis 81).

<sup>54</sup> *Worms* (Fn. 38), S. 315; *ders.* (Fn. 9), § 11 Rn. 22; *ders.*, *wistra* 1987, 242 (245); ebenso *Borchard* (Fn. 42), S. 32.

<sup>55</sup> Dies zu Recht betonend auch *H. Kühl* (Fn. 36), S. 61 f.; vgl. ferner *Momsen/Niang/Bruckmann/Laudien*, *Wirtschaftsstrafrecht*, 2023, S. 171 f.

<sup>56</sup> Vgl. etwa *Hüls* (Fn. 38), Teil 12 Kap. 1 Rn. 10; *Worms* (Fn. 9), § 11 Rn. 22; *Joecks*, *wistra* 1986, 143 (144).

schaftlich notwendige – Funktion von Kapitalmärkten als „Kapitalbeschaffer“ beeinträchtigt zu werden.

Als verstärkendes Argument speziell für die Entscheidungserheblichkeit von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten lässt sich anführen, dass europäischer und nationaler Gesetzgeber in jüngerer Vergangenheit verstärkt Maßnahmen erlassen, die eine Orientierung auch des Kapitalmarkts an Nachhaltigkeitsaspekten vorsehen: Auf europäischer Ebene ist zunächst die der *ökologischen Nachhaltigkeit* verpflichtete Taxonomie-Verordnung<sup>61</sup> zu nennen, deren erklärtes Ziel es u.a. ist, „die Kapitalflüsse hin zu nachhaltigen Investitionen [zu] lenk[en]“ (Taxonomie-VO, Erwägungsgrund 9). Es müsse „ein nachhaltiges Finanzsystem zum Standard werden“ (Erwägungsgrund 10). Eine verstärkte Investition privater Anleger in nachhaltige Tätigkeiten soll konkret durch einheitliche Kriterien und Standards bezüglich der Frage, welche Wirtschaftstätigkeiten in welchem Grad als nachhaltig gelten, erreicht werden. Insbesondere sollen durch unionsweit einheitliche Kriterien etwaige (Anleger-)Hemmnisse, auch grenzüberschreitend zu investieren, abgebaut werden (Taxonomie-VO, Erwägungsgrund 11). Zugleich soll es für „Wirtschaftsteilnehmer, die Investitionen aus der gesamten Union anziehen möchten“, durch einheitliche Kriterien einfacher werden, in der gesamten Union als „ökologisch nachhaltig“ eingestuft zu werden (Taxonomie-VO, Erwägungsgrund 11). In eine ähnliche Kerbe schlug – wenig zuvor – bereits die Offenlegungs-Verordnung<sup>62</sup>, welche nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im *Finanzdienstleistungssektor* zum Gegenstand hat und durch die Taxonomie-VO in Teilen präzisiert wird. Dabei legt die Offenlegungs-VO, die sich (nur) an Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater richtet (Art. 1 Offenlegungs-VO), einen Nachhaltigkeits-Begriff zugrunde, der nicht nur ökologische Gesichtspunkte umfasst, sondern auch die Bereiche „Soziales“ und „Unternehmensführung“ abdeckt (vgl. Art. 2 Nr. 17 Offenlegungs-VO). Die Verordnung zielt darauf ab, „Informationsasymmetrien in den Beziehungen zwischen Auftraggebern und Auftragnehmern im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken, die Berücksichtigung nachteiliger Nachhaltigkeitsauswirkungen, die Bewerbung ökologischer oder sozialer Merkmale sowie im Hinblick auf nachhaltige Investitionen [...] abzubauen“ (Offenlegungs-VO, Erwägungsgrund 10). Konkret soll dies durch die Verpflichtung der Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater „zu vorvertraglichen Informationen und laufenden Offenlegungen“ bewirkt werden (Offenlegungs-VO, Erwägungsgrund 10).<sup>63</sup> Abgerundet wird das Bild durch die Green Bond-Verord-

nung,<sup>64</sup> die am 21.12.2024 in Kraft getreten ist und nicht nur die Anforderungen für die Verwendung der Bezeichnung „europäische grüne Anleihe“ oder „EuGB“, sondern auch Vorlagen für fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen zum Gegenstand hat (vgl. Art. 1 Green Bond-VO). Die Verordnung deckt dabei nur die *ökologische Nachhaltigkeit* ab (vgl. Green Bond-VO, Erwägungsgrund 9).

Auf nationaler Ebene kann etwa auf eine Erweiterung der bilanzrechtlichen Berichterstattungspflicht verwiesen werden; konkret verlangt § 289c Abs. 2 Nr. 1 HGB, dass im Rahmen der nichtfinanziellen Erklärung einer Kapitalgesellschaft auch „Umweltbelange“ abzubilden sind, namentlich Angaben zu „Treibhausgasemissionen, [...] Wasserverbrauch, [...] Luftverschmutzung, [...] Nutzung von erneuerbaren und nicht erneuerbaren Energien oder den Schutz der biologischen Vielfalt“. Aber auch „Arbeitnehmerbelange“, „Sozialbelange“, „die Achtung der Menschenrechte“ sowie „die Bekämpfung von Korruption und Bestechung“ (vgl. § 289c Abs. 2 Nr. 2–5 HGB) sind abzubilden. Diese nationale Regelung erweist sich wiederum als Umsetzung der CSR-Richtlinie<sup>65</sup>, welche nunmehr aber durch die Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)<sup>66</sup> abgelöst wurde, was u.a. eine beträchtliche Ausweitung des Kreises berichtspflichtiger Unternehmen wie auch eine Erweiterung der berichtspflichtigen Inhalte mit sich bringt.<sup>67</sup>

Aus diesem Wandel des auf den Kapitalmarkt bezogenen Regelungsrahmens kann also abgeleitet werden, dass dem Kapitalmarkt – nunmehr – auch die Funktion zugewiesen ist, als Katalysator einer nachhaltigen Wirtschaftsordnung zu wirken.<sup>68</sup> In dieser Funktion droht gar eine zweifache Beein-

<sup>61</sup> Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088.

<sup>62</sup> Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor.

<sup>63</sup> Zur Unterscheidung unternehmensbezogener und produktbezogener Transparenzpflichten *Geier/Hombach*, BKR 2021, 6 (12 ff.).

<sup>64</sup> Verordnung (EU) 2023/2631 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. November 2023 über europäische grüne Anleihen sowie fakultative Offenlegungen zu als ökologisch nachhaltig vermarkteten Anleihen und zu an Nachhaltigkeitsziele geknüpften Anleihen.

<sup>65</sup> CSR steht für „Corporate Social Responsibility“; vgl. Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen.

<sup>66</sup> Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014, und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen.

<sup>67</sup> Vgl. dazu den Überblick bei *Rothenburg/Rogg*, NZG 2024, 1439; ferner *Kasiske*, NZWiSt 2025, 45 (46). Eine Umsetzung der CSRD in nationales Recht hat bislang (Stand: 21.3.2025) allerdings noch nicht stattgefunden, weshalb ein Vertragsverletzungsverfahren läuft.

<sup>68</sup> In diesem Sinne *Kasiske*, WM 2023, 53 (58); *Mosbacher*, NJW 2023, 14 (15 f.); *ders.* (Fn. 5), § 264a Rn. 34 f.; ferner *Heinelt*, BKR 2024, 58 (64: es gehöre „zu den Zwecken des Kapitalmarkts als Institution [...], die Lenkung von privaten Investitionen [sic!] in positive Allgemeinzwecke wie dem Um-

trächtigung: einmal dahingehend, dass Anleger sich (aus Enttäuschung über die Verfehlung ideeller Zwecke) ganz zurückziehen und damit notwendig auch die Finanzierung nachhaltig wirtschaftender Unternehmen in Frage gestellt ist; sodann aber auch dahingehend, dass durch die (von den Anlegern nicht gewollte) Investition in die „falschen“ Unternehmen die gewünschte Transformation gar hintertrieben wird.<sup>69</sup> So oder so lassen sich unrichtige Angaben über Nachhaltigkeitsgesichtspunkte aus diesem Blickwinkel als erheblich einstufen.<sup>70</sup>

*bb) Eine rechtsgutsorientierte Gegenrede*

Diesen – für sich genommen durchaus gewichtigen – Argumenten ist Folgendes entgegenzusetzen:

Zunächst lässt sich ganz grundsätzlich bezweifeln, inwiefern es sinnvoll ist, den Tatbestand des Kapitalanlagebetrugs für ideelle Zwecke zu öffnen. Neben Nachhaltigkeitsgesichtspunkten im Sinne der ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales, gute Unternehmensführung) finden sich weitere Anlagezwecke, die unter dem Gesichtspunkt ideeller Anlageentscheidungen zu schützen wären.<sup>71</sup> Denn solange bestimmte Kriterien – und muten sie auch noch so absurd an – in einem Prospekt als relevant für einen Fonds herausgearbeitet werden, ist das nachfolgende Investitionsverhalten (der Fondsmanager) an diesen Kriterien zu messen. Eine Bewertung der Kriterien als „sinnvoll“ steht dem (Straf-)Rechtsanwender nicht zu. Demnach wäre auch die Enttäuschung des Anlegers geschützt, der in einen Fonds investiert, der verspricht, nur Anteile an Unternehmen mit einem „X“ im Namen zu erwerben, dies aber nicht einhält.<sup>72</sup>

Speziell mit Blick auf die häufig in Bezug genommene Transformation (auch) des Kapitalmarktes in Richtung Nachhaltigkeit ist zudem deutlich zu benennen, worum es dabei in erster Linie geht. In Bezug genommen ist eine politisch gewollte Lenkungswirkung im Hinblick auf das Anlegerverhalten.<sup>73</sup> Damit soll keinesfalls gesagt sein, dass die intendierte Lenkungswirkung illegitim ist – es ist aber grundsätzlich zu unterscheiden zwischen dem, was „die Politik“ sich von den Anlegern wünscht und den Interessen, welche die Anleger am

Kapitalmarkt verfolgen. Dass sich dabei auch das Anlegerverhalten in den letzten Jahren verändert und das Investieren in nachhaltige Wirtschaftsfelder an Bedeutung gewonnen hat,<sup>74</sup> soll nicht in Abrede gestellt werden. Die Folgerung, dass *allein* die Enttäuschung über die in Wahrheit fehlende Nachhaltigkeit des Investments zu einer Anwendbarkeit des Tatbestandes führt, lässt sich gleichwohl nur dann friktionslos ziehen, wenn man – neben der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes – nicht das Vermögen, sondern die Dispositionsfreiheit der Anleger geschützt sieht.<sup>75</sup>

Damit ist zu dem aus hiesiger Sicht wichtigsten Argument übergeleitet: Die Rechtsgüter „Vermögen“ und „Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts“ stehen – worauf bereits hingewiesen wurde – gerade nicht isoliert nebeneinander, sondern bedingen sich gegenseitig. Ohne den Einsatz privaten Vermögens verlöre der Kapitalmarkt seine Grundlage, ohne den Ordnungsrahmen des Kapitalmarkts fehlte den Anlegern das Vertrauen, ihr Vermögen einzusetzen. Das bedeutet aber, dass sich diese Wechselbeziehung auch bei der Tatbestandsauslegung ausdrücken muss. Konkret: Eine Auslegung, die sich allein an der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts orientiert, ohne – zugleich – den Gesichtspunkt des (Individual-)Vermögensschutzes zu berücksichtigen, überzeugt nicht.<sup>76</sup> Daran vermag auch ein sich in Richtung Nachhaltigkeit verschiebender regulatorischer Rahmen (auf europäischer und nationaler Ebene) nichts zu ändern. Vertrauensschutz kann also nur insoweit geleistet werden, wie zugleich eine – potentielle – Vermögensrelevanz besteht.

Bezeichnend ist im Übrigen, dass selbst diejenigen Stimmen im Schrifttum, die nur oder jedenfalls primär die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts geschützt sehen, ganz überwiegend eine Auslegung des Merkmals der „Erheblichkeit“ anhand wertbildender Faktoren vornehmen.<sup>77</sup> Dem liegt – so

welt- und Klimaschutz zu fördern“); *Kindhäuser/Böse* (Fn. 5), § 30 Rn. 3 („Transformation des Kapitalmarktes in Richtung Nachhaltigkeit“).

<sup>69</sup> Mit einer Unterscheidung von „richtigen“ bzw. „guten“ und „falschen“ bzw. „schlechten“ Investitionen geht freilich eine Bewertung der (gewollten oder ungewollten) Investitionsfolgen einher, die aus dem Blickwinkel eines liberalen Strafrechts von vornherein keine Rolle spielen dürfte.

<sup>70</sup> Dafür grds. *Heinelt*, BKR 2024, 58 (64); *Kasiske*, WM 2023, 53 (58); *Mosbacher*, NJW 2023, 14 (15 f.); ferner *Kindhäuser/Böse* (Fn. 5), § 30 Rn. 3; vgl. aus der Perspektive der zivilrechtlichen Kapitalmarkthaftung überdies *Hellgardt/Kienbaum*, BKR 2025, 108 (114).

<sup>71</sup> Darauf hinweisend auch *Schneider/Adam*, wistra 2024, 97 (100 f.).

<sup>72</sup> Bsp. angelehnt an *Mehler* (Fn. 45), S. 230.

<sup>73</sup> So ausdrücklich auch *Mosbacher* (Fn. 5), § 264a Rn. 34; ferner *Hellgardt/Kienbaum*, BKR 2025, 108.

<sup>74</sup> Darauf hinweisend etwa *Mosbacher* (Fn. 5), § 264a Rn. 34.

<sup>75</sup> Namentlich *Mosbacher* geht – freilich entgegen der h.M. (dazu oben 2. a) – von einem Dispositionsschutz aus, sodass seine Argumentation in sich durchaus stimmig ist.

<sup>76</sup> Explizit für die Notwendigkeit einer (auch) wertbildenden Relevanz der (unrichtigen) Angaben im Zusammenhang mit Greenwashing auch *Park* (Fn. 8), StGB § 264a Rn. 13 (man müsse „auch insoweit eine gewisse Relevanz für die Werthaltigkeit der betroffenen Kapitalanlage fordern“). In einem allgemeineren Sinne auch *Momsen/Niang/Bruckmann/Laudien* (Fn. 55), S. 171, wenn sie – treffend – festhalten, dass der „über das Individualvermögen hinausgehende Schutzbereich [...] dort endet, wo sich das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts nicht mehr auf das Individualvermögen auswirken kann.“

<sup>77</sup> Vgl. etwa *Duttge* (Fn. 7), StGB § 264a Rn. 1 („Erhaltung eines funktionierenden Kapitalmarktes“ als „primäres“ Ziel) und Rn. 7 (erhebliche Angaben als solche, die aus Anlegersicht „maßgeblich für Wert, Chancen und Risiken der Kapitalanlage im konkreten Einzelfall“ sind; *nicht* anlageerheblich sollen demgegenüber etwa „bloße Affektionsinteressen“ sein); ferner *Perron* (Fn. 7) § 264a Rn. 1 („Funktionieren des Kapitalmarktes“ als „primäres“ Ziel) und Rn. 30 („Unerheblich sind Umstände, die den Wert der Anlage nicht berühren.“);

darf man vermuten – die unausgesprochene Überzeugung zugrunde, dass ein Handeln am Kapitalmarkt für den durchschnittlichen Anleger doch immer (auch) mit der Hoffnung der eigenen Vermögensmehrung verbunden ist. Soweit diese Prämisse doch einmal ausgesprochen bzw. offengelegt wird<sup>78</sup>, um zu begründen, weshalb eine an „vermögensrelevante[n] Faktoren“<sup>79</sup> orientierte Auslegung nicht in Widerspruch zur Annahme eines ausschließlichen Institutionsschutzes tritt, erfolgt zusätzlich eine Heranziehung von „Strafwürdigkeitsüberlegungen“<sup>80</sup>. Die Strafwürdigkeit (nur) unrichtiger Angaben zu Wert, Chancen und Risiken einer Anlage ergebe sich „daraus, daß durch sie nicht nur das überindividuelle Rechtsgut des Kapitalmarkts, sondern zugleich Vermögensinteressen der Anleger gefährdet werden, ohne daß letztere damit bereits zum Rechtsgut des § 264a StGB werden.“<sup>81</sup>

Eines solchen Rückgriffs auf – ggf. nur stillschweigend zugrunde gelegte – Annahmen zu den (dominierenden) Zielen von (Privat-)Anlegern bzw. auf schwer greifbare „Strafwürdigkeitsüberlegungen“<sup>82</sup> bedarf es von vornherein nicht, wenn man – mit der hier vertretenen Auffassung – von einem Schutz von Kapitalmarkt und Vermögen ausgeht und dabei die Wechselbezüglichkeit der Schutzgüter in der Auslegung berücksichtigt.

Damit lautet das Zwischenfazit: Die Enttäuschung ideeller Anlageerwartungen für sich genommen – auch bezogen auf die Nachhaltigkeit des Investments – wird vom Tatbestand des Kapitalanlagebetrugs nicht erfasst. Das bedeutet: Fehlerhafte Angaben, die sich (nur) auf ideelle Gesichtspunkte beziehen, sind nicht als erhebliche Umstände i.S.d. § 264a Abs. 1 StGB einzustufen.<sup>83</sup> Zugleich beugt (nur) diese – auf

die *wertbildende* Relevanz bezogene – Deutung der Erheblichkeit einer Verschleifung mit dem Tatbestandsmerkmal der Vorteilhaftigkeit (in der Unterlassungsvariante: Nachteilhaftigkeit) vor. Mit diesem Verständnis ist im Übrigen auch der vielfach und – eingedenk der Strafbarkeitsvorverlagerung wie auch der gerade hinsichtlich der „Erheblichkeit“ weiten Tatbestandsfassung<sup>84</sup> – zu Recht erhobenen Forderung nach einer restriktiven Tatbestandsauslegung<sup>85</sup> Rechnung getragen. Nach alledem ist der Charakterisierung des für die (Bestimmung der) Erheblichkeit maßgeblichen Anlegers als *homo oeconomicus*<sup>86</sup> beizupflichten.

#### b) Nachhaltigkeit als wertbildender Faktor?

Von diesem Befund zu trennen ist die Frage, ob bestimmten ideellen Gesichtspunkten auch wertbildende Relevanz zukommen kann. So finden sich in jüngerer Vergangenheit vermehrt Literaturstimmen, die Nachhaltigkeitsgesichtspunkte als wertbildende Faktoren begreifen.<sup>87</sup> Bejaht man diese Frage, könnte – jedenfalls mit Blick auf Nachhaltigkeitsgesichtspunkte – doch ein Schutz über § 264a StGB gewährleistet werden, sofern das Investment in puncto Auswahlkriterien nicht hält, was es verspricht. Dabei ist vorwegzuschicken, dass die Frage nach der wertbildenden Relevanz von Nachhaltigkeitskriterien im Rahmen dieses Beitrages nur kursorisch sowie auf Basis des gegenwärtigen Erkenntnisstands behandelt werden kann.

bzw. marktrelevant werden“; abgeschwächt auch *Tiedemann/Vogel* (Fn. 3), nach denen „anlageethische oder Minderheits-Ansichten zu außer-vermögensmäßigen (ideellen) Gesichtspunkten [...] erst dann *erheblich sein* [...] *dürften*, wenn sie kurs- bzw. marktrelevant werden (können)“ (*Hervorhebungen* durch den *Verf.*).

<sup>84</sup> Deziert kritisch zur Tatbestandsfassung unter Bestimmtheitsgesichtspunkten *Heinrich*, in: *Arzt/Weber/Heinrich/Hilgendorf*, *Strafrecht*, Besonderer Teil, 4. Aufl. 2021, § 21 Rn. 85 ff.; vgl. auch die Grundsatzkritik an der Tatbestandsfassung von *Zieschang*, GA 2012, 607 ff.

<sup>85</sup> Vgl. nur *Saliger*, in: *Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis* (Hrsg.), *Wirtschaftsstrafrecht*, 2017, StGB § 264a Rn. 14; *Fischer* (Fn. 46); § 264a Rn. 2; *Heinelt*, BKR 2024, 58 (63); *Schröder/Bergmann* (Fn. 25), § 264a Rn. 31; *Ceffinato* (Fn. 25), § 264a Rn. 53; *Wendrich*, ZJS 2013, 238 (245); ferner *Tiedemann*, JZ 1986, 865 (873). Eine restriktive Auslegung bewirkt zwar eine Verengung des Schutzbereichs, kann jedoch in letzter Konsequenz durchaus im Interesse der Anleger sein, wenn man berücksichtigt, dass sich die Anbieter bei einem weiten Erheblichkeitsverständnis durch die Aufnahme möglichst vieler Angaben in ihre Prospekte usw. absichern könnten, was aber eine Orientierung für den einzelnen Anleger (noch) weiter erschweren würde; in diesem Sinne etwa auch *Hellmann*, *Wirtschaftsstrafrecht*, 6. Aufl. 2023, Rn. 12; *Schröder* (Fn. 38), Kap. 8 Rn. 63; ferner *Fischer* (Fn. 46), § 264a Rn. 16.

<sup>86</sup> *Tiedemann/Vogel* (Fn. 3), § 264a Rn. 71; verwendet auch von *Hoyer* (Fn. 8), § 264a Rn. 34.

<sup>87</sup> In diesem Sinne etwa *Schelzke/Bosch*, *wistra* 2024, 233 (238); vgl. auch *Ahrens/Redwitz*, CCZ 2023, 6 (7).

*Bosch* (Fn. 47), § 264a Rn. 1 („Funktionsbedingungen des Kapitalmarktes [...] als Schutzzweck“) und Rn. 17 (es müsse „im Hinblick auf die konkrete Anlage geprüft werden, ob nur unerhebliche, d.h. im konkreten Fall nur geringfügige Auswirkungen der unrichtigen Angaben auf die *Werthaltigkeit der Anlage* zu prognostizieren sind“; *Hervorhebungen* durch den *Verf.*).

<sup>78</sup> Vgl. *Geerds* (Fn. 20), S. 208: Es seien „vor allem Angaben über vermögensrelevante Umstände geeignet [...], [...] zu einem Vertrauensschwund [...] zu führen.“ „Naturgemäß“ reagiere der Anleger „auf unrichtige oder unvollständige Angaben dann besonders empfindlich, wenn durch sie sein Vermögen berührt wird“ (*ders.* [Fn. 20], S. 199).

<sup>79</sup> *Geerds* (Fn. 20), S. 208.

<sup>80</sup> *Geerds* (Fn. 20), S. 208, 216; vgl. auch *Otto* (Fn. 53), § 61 Rn. 39.

<sup>81</sup> *Geerds* (Fn. 20), S. 216 (Rechtschreibung im Original); ähnlich *Otto* (Fn. 53), § 61 Rn. 39.

<sup>82</sup> Vgl. wiederum *Geerds* (Fn. 20), S. 208, 216; ferner *Otto* (Fn. 53), § 61 Rn. 39.

<sup>83</sup> Übereinstimmend speziell mit Blick auf Nachhaltigkeitsgesichtspunkte *Haak/Pawel*, ESGZ 2023, 40 (42); „Affektionsinteressen“ generell als unerheblich einstuft ferner *Duttge* (Fn. 7), StGB § 264a Rn. 7; *Ceffinato* (Fn. 25), § 264a Rn. 57; *Hoyer* (Fn. 8), § 264a Rn. 35; deutlicher noch *Bock* (Fn. 7), StGB § 264a Rn. 23, wonach „anlageethische und ideelle Gesichtspunkte erst Erheblichkeit [erlangen], wenn sie kurs-

Für eine wertbildende Relevanz von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten wird angeführt, dass nachhaltig wirtschaftliche Unternehmen perspektivisch höhere Wachstumschancen aufweisen.<sup>88</sup> Dies ergebe sich auch aus einem niedrigeren Anlageisiko, da etwa die Gefahr, dass Unternehmen sich Schadensersatz- oder Bußgeldforderungen wegen der Verursachung von Umweltschäden oder der Nichteinhaltung von Arbeitsbedingungen ausgesetzt sehen, geringer sei.<sup>89</sup> In einem allgemeineren Sinne wird zudem auf den sich verändernden regulatorischen Rahmen (durch EU-Gesetzgebung und nationale Gesetzgebung) hingewiesen; diesem sei zu entnehmen, dass Nachhaltigkeitsgesichtspunkten am Kapitalmarkt bereits jetzt eine zentrale Bedeutung zukomme.<sup>90</sup>

Zunächst vermag allein ein sich verändernder regulatorischer Rahmen, der auf eine Umgestaltung (auch) des Kapitalmarktes hin zu einem nachhaltigen Finanzmarkt zielt, keine wertbildende Relevanz von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten zu begründen. Es existieren gar Befürchtungen, wonach eine Überregulierung droht, die ein – gerade im internationalen Wettbewerb – erfolgreiches unternehmerisches Wirken derart erschwert, dass Wachstum gehemmt oder gar ausgeschlossen wird.<sup>91</sup>

Überdies ist zu sehen, dass – nach aktueller Studienlage – ESG-Fonds weder merklich besser noch schlechter „performen“ als Nicht-ESG-Fonds.<sup>92</sup> Darauf zurückgreifend, wird man auch unter Zugrundelegung des verobjektivierten Leitbildes des verständigen, durchschnittlich vorsichtigen Kapitalanlegers zu der Einschätzung gelangen können, dass ESG-Eigenschaften *nicht* als wertbildend begriffen werden. Im Umkehrschluss: Soweit es die ESG-Eigenschaften betrifft, werden Investments nur unter ideellen Gesichtspunkten getätigt.

Die Annahme, dass Nachhaltigkeitsgesichtspunkte bereits gegenwärtig wertbildende Relevanz aufweisen, ist daher eher – wenngleich vorsichtig – zurückzuweisen. Insoweit handelt es sich nur um eine Einschätzung, die primär der Abrundung der behandelten Fragestellung dient.

### c) Befund für Greenwashing

Zurückkommend auf die im Titel des Beitrages aufgeworfene Fragestellung, ob sog. Greenwashing beim Vertrieb von Finanzprodukten eine Anwendbarkeit des § 264a StGB begründet, ist damit festzustellen, dass dies grundsätzlich nicht der Fall ist. Dies ergibt sich aus dem kumulierten Schutz von Vermögen und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, wonach die Enttäuschung (nur) ideeller Anlegerinteressen nicht als entscheidungserheblich im Sinne der Vorschrift zu begreifen ist. Eine Anwendbarkeit des § 264a StGB kann gegen-

<sup>88</sup> Schelzke/Bosch, wistra 2024, 233 (238); dazu auch Kasiske, WM 2023, 57 f.

<sup>89</sup> Schelzke/Bosch, wistra 2024, 233 (238); dazu auch Kasiske, WM 2023, 57 (58).

<sup>90</sup> Vgl. wiederum Mosbacher, NJW 2023, 14 (15 f.); Schelzke/Bosch, wistra 2024, 233 (238).

<sup>91</sup> Vgl. dazu Ekkenga/Schirmmacher/Schneider, NJW 2021, 1509 (1510).

<sup>92</sup> Vgl. Kasiske, WM 2023, 35 (58) m.w.N.

wärtig wohl auch (noch) nicht über eine Charakterisierung von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten als wertbildend begründet werden.

Bezogen auf das oben skizzierte Beispiel der unzutreffenden Behauptung der Orientierung eines Fonds an ESG-Kriterien und der gleichzeitigen (Selbst-)Charakterisierung als „ökologisch nachhaltig“ bedeutet dies, dass eine Strafbarkeit unter dem Gesichtspunkt des § 264a StGB grundsätzlich nicht in Betracht kommt. Vorausgesetzt ist dabei freilich, dass die (übrigen) Angaben zu Wert, Chancen und Risiken der Anlage zutreffend sind.

## V. Weitere Tatbestände

Dass – jedenfalls nach hier vertretener Auffassung – ein Rückgriff auf § 264a StGB beim Greenwashing im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzprodukten (noch) nicht in Betracht kommt, bedeutet nicht, dass ein Strafrechtsschutz insgesamt ausbleibt bzw. ausbleiben muss. Dabei kann im Rahmen dieses Beitrages nur ein cursorischer Blick auf weitere (Spezial-)Tatbestände geworfen werden, deren Verwirklichung – je nach Einzelfall – in Betracht kommt. Der Betrug bleibt dabei, eingedenk seiner erheblich über das Machen unrichtiger (und vorteilhafter) Angaben hinausgehender Voraussetzungen, bewusst ausgeklammert.<sup>93</sup>

### 1. § 16 Abs. 1 UWG

Möglich bleibt – bereits gegenwärtig – eine Ahndbarkeit schönfärbender Angaben zur Nachhaltigkeit eines Finanzprodukts gem. § 16 Abs. 1 UWG (Irreführendes Werben). Im Rahmen des § 16 Abs. 1 UWG ist mit Blick auf die Einbeziehung unrichtiger (Werbe-)Angaben zur Nachhaltigkeit eines (Finanz-)Produkts freilich die Frage zu stellen, ob (im subjektiven Tatbestand) die Anscheinssetzungsabsicht auf ein „besonders günstiges“ Angebot bezogen ist. Soweit man als Schutzgut des § 16 Abs. 1 UWG auch und insbesondere die Dispositionsfreiheit begreift,<sup>94</sup> ist diese (potentiell) auch bei Vorspiegelung von Tatsachen mit nur ideeller Relevanz (z.B. Herstellung der Produkte durch Blinde<sup>95</sup>) beeinträchtigt. Darunter fallen grds. auch nachhaltigkeitsbezogene Angaben. Interessanterweise begreifen auch solche Stimmen, die durch § 16 Abs. 1 UWG nur das Individualvermögen (abstrakt) geschützt sehen,<sup>96</sup> unrichtige Angaben von (nur) ideeller Rele-

<sup>93</sup> Zur Betrugsstrafbarkeit im Zusammenhang mit Greenwashing (generell sowie auch und insbesondere beim Vertrieb von Finanzprodukten) vgl. die Nachweise in Fn. 2.

<sup>94</sup> Vgl. Diemer/Lutz, in: Erbs/Kohlhaas (Hrsg.), Strafrechtliche Nebengesetze, 248. Lfg., Stand: Juli 2023, UWG § 16 Rn. 7; Rengier, in: Fezer/Büscher/Obergfell (Hrsg.), UWG, Lauterkeitsrecht, Kommentar, Bd. 2, 3. Aufl. 2016, § 16 Rn. 31; Kasiske, WM 2023, 53 (55).

<sup>95</sup> Vgl. BGHSt 4, 44 (46).

<sup>96</sup> So etwa Brammsen, Lauterkeitsstrafrecht, 2020, UWG § 16 Rn. 12; Hohmann, in: Erb/Schäfer (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Bd. 8, 4. Aufl. 2023, UWG § 16 Rn. 3.

vanz als „günstig“ im Hinblick auf das Angebot;<sup>97</sup> als stimmig erweist sich dies, wenn insoweit das *Vermögen der Mitbewerber* in Bezug genommen ist (unter dem Gesichtspunkt der Beeinträchtigung von Erwerbchancen).

Im Einzelfall lässt sich zudem fragen, ob das Angebot auch als „besonders“ günstig erscheinen soll, was etwa dann zu verneinen sein kann, wenn eine (werbende) Bezeichnung noch als „branchenüblich“ gilt und damit eben neben anderen Angeboten nicht heraussticht (z.B. bei Bezeichnung eines Produkts nur als „umweltfreundlich“).<sup>98</sup>

## 2. Weitere Tatbestände des Kapitalmarktstrafrechts

Bereits eingangs wurden zudem auf weitere (Spezial-)Tatbestände des Kapitalmarktstrafrechts verwiesen, die aufgrund ihres Zuschnitts aber mit dem – jedenfalls potentiellen – Schutzbereich des § 264a StGB nicht vergleichbar sind. So setzt § 49 BörsG, der die Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften (entgegen § 26 Abs. 1 BörsG) unter Strafe stellt, einen Einwirkungserfolg voraus.<sup>99</sup> Entsprechendes gilt für die strafbare Marktmanipulation nach § 119 Abs. 1 WpHG, die eine Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis bzw. die Berechnung des Referenzwerts voraussetzt.<sup>100</sup> Dass tatbestandlich eine bestimmte Art des Erfolges vorausgesetzt wird, beinhaltet dabei nicht zwingend eine Aussage zum Deliktcharakter: Auch Tatbestände mit Erfolgserfordernis können – je nach geschütztem Rechtsgut – als abstrakte Gefährungsdelikte einzustufen sein.<sup>101</sup>

Mit Blick auf die sog. Falschangabedelikte des AktG (§§ 399, 400 AktG), die auch bei beschönigenden Angaben zur Nachhaltigkeit der Unternehmenstätigkeit Relevanz gewinnen können<sup>102</sup>, ist zu sehen, dass der Täterkreis von vornherein auf „Personen mit besonderer Affinität zur Gesell-

schaft“ beschränkt ist.<sup>103</sup> Auch die Bilanzdelikte der §§ 331 ff. HGB sind tatbestandlich grds. offen für Schönfärbereien hinsichtlich der Nachhaltigkeit des unternehmerischen Wirkens,<sup>104</sup> weisen aber ihrerseits die Besonderheit auf, dass ihr Sonderdeliktcharakter den Kreis möglicher Täter deutlich einschränkt. Überdies handelt es sich – jeweils – um Tat handlungen, die nicht in einem unmittelbaren Zusammenhang mit dem *Vertrieb* von (Finanz-)Produkten stehen.

## VI. Fazit

Das Fazit soll sich darauf beschränken, die wesentlichen Befunde der vorstehenden Überlegungen thesenartig darzustellen:

- Ein Schutz der Anlageentscheidung allein unter anlageethischen Gesichtspunkten lässt sich nicht unter Hinweis auf das von der Vorschrift des § 264a StGB mitgeschützte (Allgemein-)Rechtsgut der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes begründen, da dieses in einer Wechselwirkung zum mitgeschützten (Individual-)Vermögen steht.
- Ein Schutz der Anlageentscheidung unter anlageethischen Gesichtspunkten ist i.R.d. § 264a StGB (nur) insoweit denkbar, wie ebendiesen Gesichtspunkten (auch) wertbildende Relevanz zugeschrieben werden kann.
- Unrichtigen Angaben über die Nachhaltigkeit der Anlage, insbesondere unter Vorgabe der Orientierung an ESG-Kriterien, kann jedenfalls gegenwärtig (noch) keine wertbildende Relevanz zugeschrieben werden.

<sup>97</sup> Vgl. *Brammsen* (Fn. 96), UWG § 16 Rn. 62; *Hohmann* (Fn. 96), UWG § 16 Rn. 45.

<sup>98</sup> *Heinelt*, BKR 2024, 58 (64 f.); krit. aber *Schelzke/Bosch*, wistra 2024, 233 (240).

<sup>99</sup> Dabei ist umstritten, ob der Erfolg bereits mit erfolgreicher Willensbeeinflussung (so *Richter*, in: Erbs/Kohlhaas [Fn. 94], BörsG § 49 Rn. 7) oder erst mit Abschluss des Börsenspekulationsgeschäfts durch den Verleiteten (so *Park* [Fn. 8], Kommentierung zu BörsG §§ 49, 26 Abs. 1 Rn. 35) eintritt. In jedem Falle bedarf es aber einer *nachweisbaren Einwirkung* auf den Willensbildungsprozess einer anderen Person, was gegenüber § 264a StGB bereits ein Mehr darstellt.

<sup>100</sup> Vgl. *Kämpfer/Travers*, in: Seibt/Buck-Heeb/Harnos (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar, Wertpapierhandelsrecht, Stand: 1.10.2024, WpHG § 119 Rn. 103; *Pananis*, in: Erb/Schäfer (Fn. 96), WpHG § 119 Rn. 10; zu den damit verbundenen Nachweisschwierigkeiten *Hellmann* (Fn. 85), Rn. 103.

<sup>101</sup> Dies gilt namentlich für § 49 BörsG, der (im Hinblick auf das geschützte Vermögen) abstraktes Gefährungsdelikt ist; vgl. *Park* (Fn. 8), Kommentierung zu BörsG §§ 49, 26 Abs. 1 Rn. 5 m.w.N.

<sup>102</sup> Dazu *Heinelt*, BKR 2024, 58 (65).

<sup>103</sup> *Hefendehl*, in: Stilz/Veil (Hrsg.), in: Beck'scher Online Großkommentar, Aktiengesetz, Stand: 1.10.2024, § 399 Rn. 27.

<sup>104</sup> Vgl. wiederum *Heinelt*, BKR 2024, 58 (65); ferner *Schelzke/Bosch*, wistra 2024, 233 (241 f.); jüngst *Kasiske*, NZWiSt 2025, 45 (47 ff.).