

# Inhaltsverzeichnis

|   |    |
|---|----|
| <b>§ 1 Einleitung</b> .....   | 25 |
| A. Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation .....  | 26 |
| B. Kurspflege .....   | 28 |
| C. Geltung des Verbots der Marktpreismanipulation vor Notierungsaufnahme .....  | 29 |
| I. Einführung von § 20a Abs. 1 S. 3 WpHG .....  | 29 |
| II. Der IPO der Postbank im Jahr 2004 .....   | 30 |
| III. Die Zweitplatzierung von Scania-Aktien .....   | 34 |
| IV. Der dritte Fall: Cytos .....  | 34 |
| D. Das Problem .....  | 35 |
| I. Bestehender Interessenkonflikt .....   | 35 |
| II. Fragestellungen .....   | 36 |
| E. Gang der Untersuchung .....  | 38 |
| <b>§ 2 Das Verbot der Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG</b> .....  | 39 |
| A. Anwendungsbereich .....  | 39 |
| I. Geschützte Handelsgegenstände – Sachlicher Anwendungsbereich .....   | 39 |
| 1. Finanzinstrumente, § 2 Abs. 2b WpHG .....  | 39 |
| 2. Zulassung zum Handel an einer Börse oder Einbeziehung in den regulierten Markt oder den Freiverkehr, 20a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG .. | 39 |
| 3. Stellung des Antrags auf Zulassung oder Einbeziehung oder dessen öffentliche Ankündigung, § 20a Abs. 1 S. 3 WpHG .....             | 40 |
| II. Räumlicher Anwendungsbereich .....  | 42 |
| III. Persönlicher Anwendungsbereich .....   | 43 |

|  |    |
|--|----|
| B. Informationsgestützte Manipulationen, § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG .....  | 44 |
| I. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Fall 1 WpHG .....   | 46 |
| 1. Angaben .....   | 46 |
| 2. Machen der Angabe .....   | 48 |
| 3. Unrichtige Angaben .....  | 49 |
| a) Tatsachen .....   | 49 |
| b) Werturteile und Prognosen .....   | 49 |
| c) Prospektrechtliche Vorgaben für Gewinnprognosen und Gewinnschätzungen .....                                     | 51 |
| d) Vorgaben für Werbung .....  | 54 |
| 4. Irreführende Angaben .....  | 56 |
| 5. Bewertungserheblichkeit .....   | 58 |
| a) Tatsachen und Werturteile, § 2 Abs. 1 MaKonV .....  | 58 |
| b) Bewertungserhebliche Umstände nach § 2 Abs. 2–4 MaKonV .....  | 60 |
| c) Bewertungserheblichkeit von Angaben, die nicht im Katalog des § 2 MaKonV enthalten sind .....                   | 61 |
| aa) Unvollständige Regelung .....  | 61 |
| bb) Konkretisierung der Bewertungserheblichkeit von Angaben unter Rückgriff auf das Wertpapierprospektgesetz ..... | 63 |
| d) Verständiger Anleger .....  | 65 |
| 6. Eignung zur Einwirkung auf den Preis .....  | 69 |
| a) Preis .....   | 69 |
| b) Eignung zur Einwirkung .....  | 70 |
| II. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Fall 2 WpHG .....  | 71 |
| 1. Rechtspflicht zur Offenbarung .....   | 71 |
| a) Publizitätsvorschriften des WpPG .....  | 73 |
| aa) Nachtragspflicht gem. § 16 Abs. 1 WpPG .....   | 73 |
| bb) § 15 WpPG .....  | 75 |
| b) Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 WpHG .....   | 77 |
| 2. Verschweigen .....  | 78 |

|   |     |
|---|-----|
| III. Veröffentlichung zusätzlicher Informationen? .....                   | 79  |
| 1. Regelungen der Going Public-Grundsätze .....                           | 80  |
| a) Inhalt .....   | 80  |
| b) Grund .....  | 81  |
| 2. § 15 WpPG .....  | 82  |
| 3. Fazit .....  | 83  |
| IV. Journalisten .....  | 84  |
| 1. Bedeutung der Presseberichterstattung für die Anlageentscheidung ..... | 84  |
| 2. § 20a Abs. 6 WpHG .....  | 86  |
| a) Journalist .....   | 87  |
| b) In Ausübung des Berufs .....   | 87  |
| c) Kein Nutzen oder Gewinn .....  | 88  |
| d) Berufsständische Regelungen .....                                      | 88  |
| e) Rechtsfolgen .....   | 91  |
| C. Handelsgestützte Manipulationen, § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....    | 93  |
| I. Voraussetzungen .....  | 94  |
| 1. Vornahme von Geschäften und Erteilung von Aufträgen .....              | 94  |
| 2. Falsche oder irreführende Signale .....                                | 95  |
| II. Manipulationen im Handel per Erscheinen .....                         | 99  |
| 1. Grundlagen des Handels per Erscheinen .....                            | 99  |
| 2. Leerverkäufe .....   | 101 |
| a) Konkretisierung nach § 3 MaKonV .....                                  | 102 |
| aa) § 3 Abs. 2 Nr. 1 und 2 MaKonV .....                                   | 102 |
| bb) § 3 Abs. 2 Nr. 3 MaKonV .....   | 102 |
| b) Anerkennungsfähige Marktplaxis, § 20a Abs. 2 WpHG .....                | 104 |
| c) Rechtslage auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt .....                | 109 |
| d) § 30 h WpHG .....  | 110 |
| e) Fazit .....  | 110 |
| 3. Haltevereinbarungen .....  | 111 |
| a) Grundlagen .....   | 111 |
| b) Verstoß gegen § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG? .....                      | 112 |

|  |            |
|--|------------|
| c) Anerkannte Marktpraxis nach § 20a Abs. 2 WpHG? .....                      | 114        |
| D. Sonstige Täuschungshandlungen, § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG .....         | 115        |
| E. Subjektiver Tatbestand .....  | 116        |
| F. Zusammenfassung .....   | 116        |
| I. Der Anwendungsbereich des Verbots nach § 20a WpHG .....                   | 116        |
| II. Informationsgestützte Manipulationen, § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG ..... | 117        |
| 1. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Fall 1 WpHG .....                                 | 117        |
| 2. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Fall 2 WpHG .....                                 | 119        |
| 3. Veröffentlichung zusätzlicher Informationen? .....                        | 119        |
| 4. Journalisten .....  | 119        |
| III. Handelsgestützte Manipulationen .....                                   | 120        |
| <b>§ 3 Marktpreisstabilisierung .....</b>                                    | <b>122</b> |
| A. Begriffsbestimmung .....  | 122        |
| B. Zulässige Stabilisierungsmaßnahmen nach VO 2273/2003/EG .....             | 123        |
| I. § 20a Abs. 3 WpHG i.V.m. VO 2273/2003/EG .....                            | 123        |
| 1. Voraussetzungen .....   | 124        |
| 2. Handel per Erscheinen .....   | 125        |
| a) Schlusskurs .....   | 125        |
| b) Transparenzanforderungen .....  | 125        |
| c) Zweitplatzierungen .....  | 126        |
| II. Analoge Anwendung der VO 2273/2003/EG? .....                             | 127        |
| C. Zulässige Stabilisierungsmaßnahmen nach § 20a Abs. 2 WpHG .....           | 128        |
| I. Zulässige Marktpraxis .....   | 129        |
| 1. Notwendigkeit der Anerkennung durch die BaFin .....                       | 129        |
| 2. Anerkennungsverfahren .....   | 130        |
| 3. Anerkennungskriterien .....   | 130        |
| a) § 8 Abs. 1 Nr. 1 MaKonV .....   | 131        |

|   |     |
|---|-----|
| b) Weitere Kriterien nach § 8 Abs. 1 Nr. 2 – 6 MaKonV   | 133 |
| aa) Gründe des Gesetzgebers zur bisherigen Anerkennung der gesetzlich zugelassenen Stabilisierungsmaßnahmen | 134 |
| bb) Handel per Erscheinen   | 135 |
| c) Zwischenergebnis   | 135 |
| 4. Stabilisierungsmaßnahmen   | 136 |
| a) Kursstabilisierungen   | 136 |
| b) Ergänzende Kursstabilisierungsmaßnahmen, Art. 2 Nr. 12 VO 2273/2003/EG                                   | 137 |
| aa) Mehrzuteilung   | 137 |
| bb) Greenshoe-Option  | 137 |
| c) Vertragliche Veräußerungsbeschränkungen  | 138 |
| aa) Haltevereinbarungen   | 138 |
| bb) Penalty Bids  | 139 |
| 5. Wirkungsweise der Stabilisierungsmaßnahmen   | 140 |
| a) Direkter Zusammenhang von Angebot und Nachfrage  | 140 |
| b) Nur indirekter Zusammenhang von Angebot und Nachfrage  | 141 |
| c) Dauer der stabilisierenden Wirkung   | 143 |
| 6. Ökonomische Gründe zur Rechtfertigung der Stabilisierung   | 143 |
| a) Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes  | 143 |
| aa) Allokationseffizienz  | 144 |
| bb) Operationale Effizienz  | 144 |
| cc) Institutionelle Effizienz   | 145 |
| b) Preisfestsetzung am Primärmarkt  | 145 |
| c) Unterbewertung   | 146 |
| aa) Ad-hoc-Hypothesen   | 147 |
| bb) Informationsasymmetrien   | 147 |
| (1) Erklärungsansätze   | 147 |
| (2) Stabilisierung als Mittel zur Verringerung der Unterbewertung?  | 149 |
| cc) Andere Erklärungsansätze  | 150 |
| 7. Fazit  | 153 |
| II. Legitime Gründe   | 156 |

|   |     |
|---|-----|
| <b>D. Zusammenfassung</b> .....   | 159 |
| I. Zulässige Stabilisierungsmaßnahmen nach VO 2273/2003/EG .....                  | 159 |
| II. Zulässige Stabilisierungsmaßnahmen nach § 20a Abs. 2 WpHG .....               | 159 |
| 1. Anerkannte Marktpraxis .....   | 159 |
| a) Anerkennungsverfahren .....  | 159 |
| b) Anerkennungskriterien .....  | 160 |
| 2. Legitime Gründe .....  | 161 |
| <b>§ 4 Die Folgen einer unzulässigen Einflussnahme auf die Preisbildung</b> ..... | 162 |
| A. Straf- und ordnungswidrigkeitsrechtliche Folgen .....                          | 162 |
| I. § 38 Abs. 2 WpHG .....   | 162 |
| 1. Tatbestand .....   | 162 |
| 2. Rechtsfolgen .....   | 164 |
| 3. Ausnahmen .....  | 165 |
| II. § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 2 Nr. 11 WpHG .....                             | 165 |
| 1. § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG .....   | 166 |
| 2. § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG .....  | 166 |
| 3. Bußgeld gem. § 39 Abs. 4 WpHG .....  | 167 |
| III. § 130 OWiG .....   | 170 |
| IV. Beurteilung der Vorgänge im Ausgangsfall .....                                | 170 |
| 1. Strafrechtliche Beurteilung .....  | 170 |
| 2. Ordnungswidrigkeiten .....   | 171 |
| B. Zivilrechtliche Haftungsfolgen .....   | 172 |
| I. Vertragliche Ansprüche, §§ 280, 311 BGB .....                                  | 172 |
| II. Deliktische Ansprüche .....   | 173 |
| 1. § 823 Abs. 1 BGB .....   | 173 |
| 2. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. einem Schutzgesetz .....                               | 173 |
| a) § 15 WpHG .....  | 173 |
| b) § 20a WpHG .....   | 174 |

|   |     |
|---|-----|
| c) § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG .....  | 178 |
| d) § 263 StGB .....   | 179 |
| e) § 264a StGB .....  | 181 |
| 3. § 826 BGB .....  | 182 |
| a) Anwendbarkeit .....  | 182 |
| b) Anspruchsgegner .....  | 182 |
| c) Vorsätzlich sittenwidrige Schädigung .....                                     | 183 |
| aa) Sittenwidriges Verhalten .....  | 183 |
| (1) Sittenwidrige Fehlinformation .....   | 183 |
| (2) Sittenwidrige Geschäfte oder Aufträge und sonstige Täuschungshandlungen ..... | 185 |
| (3) Sittenwidrigkeit der Vorgänge im Ausgangsfall .....                           | 186 |
| bb) Vorsatz .....   | 186 |
| d) Haftungsbegründende Kausalität .....   | 187 |
| aa) Grundsatz .....   | 187 |
| bb) Anforderungen des BGH nach Comroad I – VIII .....                             | 188 |
| (1) Keine Beweislastumkehr .....  | 188 |
| (2) Kein Anscheinsbeweis einer Anlagestimmung .....                               | 189 |
| (3) Einzelfallbezogene, konkrete Anlagestimmung .....                             | 190 |
| (4) Keine Anwendbarkeit der „fraud on the market theory“ .....                    | 192 |
| (5) Keine „Dauerkausalität“ .....   | 193 |
| cc) Stellungnahme .....   | 194 |
| dd) Anforderungen an den Vortrag des Klägers .....                                | 195 |
| e) Schaden .....  | 196 |
| II. Kapitalmarktrechtliche Haftung .....  | 198 |
| 1. Börsenrechtliche Prospekthaftung .....   | 198 |
| 2. § 37b WpHG .....   | 200 |
| 3. § 37c WpHG .....   | 202 |
| C. De lege ferenda: Ausdehnung der Haftung? .....                                 | 203 |
| I. Ausgangssituation .....  | 203 |
| II. Der Entwurf des Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) ..        | 204 |

|  |     |
|--|-----|
| III. Für und Wider des Entwurfs .....                                  | 205 |
| 1. Einführung eines allgemeinen Haftungstatbestandes .....             | 205 |
| 2. Einführung einer Organaußenhaftung .....                            | 207 |
| a) Argumente gegen die Einführung einer Organaußenhaftung .....        | 207 |
| b) Stellungnahme .....   | 207 |
| aa) Organaußenhaftung als Systembruch .....                            | 207 |
| bb) Keine verbesserte Prävention .....                                 | 208 |
| cc) Förderung risikoaversen Verhaltens der Organmitglieder .....       | 209 |
| dd) Verhinderung des Aufbaus einer internen Kontrollorganisation ..    | 210 |
| ee) Missbräuchliche Klagen enttäuschter Aktionäre .....                | 211 |
| c) Fazit .....   | 211 |
| 3. „Pauschalierung“ des Schadens? .....                                | 212 |
| a) Inhalt der Regelung .....   | 212 |
| b) Bewertung des Vorschlags in der Literatur .....                     | 212 |
| c) Stellungnahme .....   | 213 |
| 4. Fazit .....   | 215 |
| D. Zusammenfassung .....   | 215 |
| I. Straf- und ordnungswidrigkeitsrechtliche Folgen .....               | 215 |
| II. Zivilrechtliche Ansprüche .....                                    | 216 |
| 1. Vertragliche Ansprüche .....  | 216 |
| 2. Deliktische Ansprüche .....   | 217 |
| III. Kapitalmarktrechtliche Ansprüche .....                            | 219 |
| 1. Börsenrechtliche Prospekthaftung, §§ 44 f. BörsG .....              | 219 |
| 2. Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen, §§ 37b, 37c WpHG .. | 219 |
| IV. Neuregelung der Kapitalmarktinformationshaftung? .....             | 219 |
| 1. De lege lata .....  | 219 |
| 2. De lege ferenda .....   | 220 |
| § 5 Schlussbetrachtung .....   | 222 |

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| <b>Literaturverzeichnis</b> ..... | 226 |
| <b>Sachwortverzeichnis</b> .....  | 247 |