

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	27
§ 1 Einleitung	35
A. Aktuelle Regelungsproblematik: Marktmanipulation und Marktpraktiken	35
B. Gang der Untersuchung	38
§ 2 Grundlagen	40
A. Marktmanipulation am Kapitalmarkt	40
B. Marktpraxis	89
§ 3 Ökonomischer Hintergrund der Marktmanipulation und Marktpraktiken	107
A. Begriff und Funktionen des Kapitalmarkts	108
B. Determinanten für die Funktionen des Kapitalmarkts	113
C. Marktversagen als eine Voraussetzung für (Selbst)-Regulierung	126
D. Zusammenfassung	147
§ 4 Marktmanipulation und Marktpraktiken in den USA	149
A. Die USA als gesetzgeberisches Vorbild im Kapitalmarktrecht	149
B. Die Regulierung der Marktmanipulation und Marktpraktiken	162
C. Zusammenfassung	179
§ 5 Entwicklung des Verbots der Marktmanipulation und der zulässigen Marktpraxis	181
A. Der europäische Weg zur Marktmisbrauchsverordnung	181
B. Der deutsche Weg zur Marktmisbrauchsverordnung	193

§ 6	Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 12, 15 MAR	199
A.	Anwendungsbereich	199
B.	Erscheinungsformen	200
C.	Vergleichende Würdigung des US-amerikanischen Manipulationsverbots	250
D.	Zusammenfassung	251
§ 7	Die zulässige Marktpraxis gem. Art. 13 MAR	253
A.	Begriff der zulässigen Marktpraxis	253
B.	Normzweck	258
C.	Dogmatische Einordnung der zulässigen Marktpraxis	260
D.	Die Voraussetzungen für die Anerkennung als zulässige Marktpraxis	272
E.	Verfahren zur Festlegung	304
F.	Einigungsverfahren zwischen verschiedenen nationalen Behörden	319
G.	Die Befugnisse der europäischen Behörden bei Unionsrechtsverstoß	324
H.	Rechtsschutz von Privatpersonen bei Anerkennung einer Marktpraxis	327
I.	Überprüfung der zulässigen Marktpraktiken und ihre Auswirkungen	329
J.	Übergangsvorschrift für ZMPen unter der MAD	332
K.	Vergleichende Würdigung gegenüber dem bisherigen Regelungsregime	333
L.	Zusammenfassung	334
§ 8	Die Safe-Harbour-Regelungen gem. Art. 5 MAR neben Art. 13 MAR	336
A.	Wesentliche Abgrenzungsmerkmale zu Art. 13 MAR	336
B.	Das Verhältnis der Safe-Harbour-Regelungen in Art. 5 MAR zueinander und zu Publizitätsvorschriften	338
C.	Rückkaufprogramme	339

D. Kursstabilisierung	348
E. Zusammenfassung	369
§ 9 Zusammenfassende Thesen	371
Literaturverzeichnis	383

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	27
§ 1 Einleitung	35
A. Aktuelle Regelungsproblematik: Marktmanipulation und Marktpraktiken	35
B. Gang der Untersuchung	38
§ 2 Grundlagen	40
A. Marktmanipulation am Kapitalmarkt	40
I. Definition der Marktmanipulation	40
II. Systematisierung der marktmanipulativen Erscheinungsformen	41
1. Informationsgestützte Manipulation	42
a) Scalping	44
b) Veröffentlichung falscher Ad-hoc-Mitteilungen	45
2. Handelsgestützte Manipulation	46
a) Fiktive Handelsaktivitäten	47
aa) Wash trades	48
bb) Matched orders	49
cc) Circular trades	49
b) Effektive Geschäfte	50
aa) Effektive Geschäfte mit marktmanipulativer Wirkung	50
bb) Manipulationstechniken mittels effektiver Geschäfte	52
(1) Pumping and Dumping	52
(2) Marking the Close	53
(3) Leerverkäufe	54
(i) Allgemeine Funktionsweise	54
(ii) Cornering und Short Squeezing als Manipulationsform	55

cc) Effektive Geschäfte ohne marktmanipulative Wirkung	57
(1) Erste Abgrenzung zur handelsgestützten Manipulation	57
(2) Kursstabilisierung	58
3. Handlungsgestützte Manipulation	59
4. Abgrenzung zu Insiderhandel und Spekulation	61
a) Insiderhandel	62
aa) Grundsätzliches	62
bb) Frontrunning	63
b) Spekulation	63
III. Algorithmischer Hochfrequenzhandel als marktmanipulative Problematik	64
1. Einleitung	64
2. Entwicklung	65
3. Begriffsbestimmung und Funktionsweise	67
a) Definition und Funktionskomponenten	67
b) Geschwindigkeit als Abgrenzungsmerkmal	69
4. Nutzen und Risiken des algorithmischen Hochfrequenzhandels	70
a) Einführung	70
b) Hochfrequenzhandelsstrategien	71
aa) Market-Making	71
bb) Direktionale Strategien	73
(1) Short-Term-Momentum-Strategie	73
(2) Liquidity Detection	74
cc) Arbitrage	74
(1) Statistical Arbitrage	74
(2) Sonderform: Latenz-Arbitrage	76
(3) US-Phänomen: Flash Trading	77
c) Systemische Risiken	77
d) Nutzen	78
5. Manipulationstechniken mithilfe des algorithmischen Hochfrequenzhandels	79
a) Spoofing	80
b) Layering	81
c) Smoking	82
d) Momentum Ignition	82
e) Quote Stuffing	83
f) Gaming	84

g) Elektronisches Front Running	85
6. Zusammenfassung	86
IV. Marktmanipulation und ihre Relevanz am Kapitalmarkt	87
V. Zusammenfassung	88
B. Marktpraxis	89
I. Definition	89
1. Begriffliche Annäherung	89
2. Der Handelsbrauch und die Börsenusance als Vergleichs- und Orientierungspunkt	90
a) Definition der Börsenusance	90
b) Die Börsenusance in Abgrenzung zur Marktpraxis	91
3. Erste Annäherung im ökonomischen Kontext	91
II. Anerkannte Marktpraktiken und Literaturvorschläge	92
1. Das Market-Making als Marktpraxis	92
a) Liquidity Contracts – Liquidity Providing	93
aa) Frankreich	93
bb) Frankreich: Debt Capital Market	94
cc) Niederlande	95
dd) Spanien	95
ee) Portugal	96
ff) Italien	96
b) Designated Sponsoring	97
2. Aktienrückkaufprogramme im Hinblick auf Unternehmensakquisitionen	98
3. Weitere zulässige Marktpraktiken in Italien	99
a) Aktienrückkaufprogramme	99
b) Rückerwerb eigener Anleihen zwecks Kursstabilisierung	99
4. Kompensgeschäfte	100
5. Marktpraxis an der London Metal Exchange	101
6. Vorschläge der BaFin	102
a) Bond valuation trades	102
b) Lead Manager	102
7. Vorschläge aus der Literatur	104
a) Hochfrequenzhandel	104
b) Aktienrückkaufprogramme	104
III. Zusammenfassung	105

§ 3	Ökonomischer Hintergrund der Marktmanipulation und Marktpraktiken	107
A.	Begriff und Funktionen des Kapitalmarkts	108
	I. Begriff des Kapitalmarkts	108
	II. Allokationsfunktion	109
	III. Markt- und Transformationsfunktion	110
	1. Mengentransformation	110
	2. Losgrößentransformation	111
	3. Fristentransformation	111
	4. Risikotransformation	111
	IV. Bewertungs- und Informationsfunktion	111
	V. Bedeutung des Primär- und Sekundärmarkts für die Funktionserfüllung	112
B.	Determinanten für die Funktionen des Kapitalmarkts	113
	I. Börsenkursbildung und Informationseffizienz	114
	1. Qualität der Preisbildung	115
	2. Transparenz und Informationseffizienz der Börsenkurse	115
	II. Liquidität und Transaktionskosten	118
	1. Unverzüglichkeit	119
	2. Markttiefe	120
	3. Marktbreite	120
	4. Erholungsfähigkeit eines Markts	120
	5. Transaktionskosten	121
	III. Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	122
	1. Vertrauen als maßgebender Faktor für die Funktion des Kapitalmarkts	122
	2. Rolle der Information-Trader	123
	IV. Die Funktionsbedingungen als Anerkennungsvoraussetzungen für eine Marktpraxis	125
C.	Marktversagen als eine Voraussetzung für (Selbst-)Regulierung	126
	I. Voraussetzungen für Regulierung	126
	II. Marktversagen durch Marktmanipulation	127
	1. Ökonomische Auswirkungen der Marktmanipulation	127
	2. Ökonomische Auswirkungen von Marktpraktiken	129
	a) Kursstabilisierende und liquiditätsbereitstellende Maßnahmen	129

b) Aktienrückkaufprogramme	130
III. Abwägung des Marktversagens gegen die Nachteile einer staatlichen Regulierung	
1. Die Regulierung der Marktmanipulation	131
a) Marktversagen in Abwägung mit Staatsversagen	131
b) Staatliche Regulierung gegen Selbstregulierung	132
2. Marktliche Ineffizienzen durch Überregulierung – Abhilfe durch Marktpraxis	135
a) Deregulierung	135
b) Ökonomische Rechtfertigung für die Anerkennung einer Marktpraxis	135
aa) Die Weite des Manipulationsverbots als Türöffner für Ausnahmetatbestände	135
bb) Kosten-Nutzen-Analyse einer Marktpraxis für die Anerkennung als Verbotsausnahme	137
(1) Kursstabilisierung	138
(i) Ökonomische Einführung	138
(ii) Kursstabilisierung und Informationseffizienz bei IPOs	139
(iii) Ökonomische Auswirkungen der Kursstabilisierung	140
(2) Aktienrückkauf	142
(3) Liquiditätsfördernde Maßnahmen – Market-Making	145
D. Zusammenfassung	147
§ 4 Marktmanipulation und Marktpraktiken in den USA	149
A. Die USA als gesetzgeberisches Vorbild im Kapitalmarktrecht	149
I. Die wichtigsten kapitalmarktrechtlichen Regelungen	150
II. Die SEC als Wächter des Kapitalmarkts – Der Kongress als Gesetzgeber	152
1. Einführung	152
2. Der Kongress als verfassungsrechtlicher und die SEC als faktischer Gesetzgeber?	153
a) Verfassungsrechtlicher Grundsatz: Separation of Powers – Gewaltenteilung	153
b) Kapitalmarktrechtliche Praxis: SEC als exekutiver Gesetzgeber	154
aa) Rulemaking	155

bb) Delegated Rulemaking für Substantive Rules	155
(1) Ermächtigungsgrundlage zur exekutiven Normsetzung	157
(2) Specific Rulemaking Power	157
(3) General Rulemaking Power	157
(4) Erlassverfahren für Substantive Rules	158
(i) Informelles Verfahren als Regelfall	159
(ii) Formelles Verfahren	159
cc) Weitere Formen des Rulemaking	160
(1) Interpretative Rulemaking	160
(2) Safe Harbour Rules als Sonderfall?	161
B. Die Regulierung der Marktmanipulation und Marktpraktiken	162
I. Grundtatbestände und Übersicht: Das Verbot der Marktmanipulation	162
1. Section 17(a) SA	163
2. Section 9 SEA	163
3. Section 10(b) SEA	165
II. Delegierte Rechtssetzung durch SEC – Marktmanipulation und Marktpraktiken	165
1. Rule 10b-5	165
2. Regulation M zur Regelung von Marktpraktiken bei Wertpapieremissionen	166
a) Rule 101 – Verbot der Marktmanipulation bei Wertpapierplatzierung	167
aa) Restricted Period vor Notierungsaufnahme	168
bb) Distribution of Securities	168
cc) Von Rule 101 nicht erfasste Securities	169
dd) Von Rule 101 nicht erfasste Aktivitäten	170
b) Rule 102 – Verbot der Marktmanipulation für Emittent und Altaktionär	170
c) Rule 104 – Das Verbot der Pure Stabilization und ihre Ausnahmen	171
aa) Stabilisierungspreis	172
bb) Mitteilungspflichten	173
d) NASDAQ Passive Market-Making als Verbotsausnahme	173
aa) Begrifflichkeit	174

bb) Das Anerkennungsverfahren einer zulässigen Marktpraxis (Trading Practice)	174
cc) Voraussetzungen unter Regulation M	175
3. Rule 105 – Short Selling	177
4. Safe Harbour Regelung Rule 10b-18 – Aktienrückkauf	178
a) Sinn und Zweck von Safe-Harbour-Regelungen	178
b) Einordnung und Voraussetzungen von Rule 10b-18	178
C. Zusammenfassung	179
 § 5 Entwicklung des Verbots der Marktmanipulation und der zulässigen Marktpraxis	181
A. Der europäische Weg zur Marktmisbrauchsverordnung	181
I. Segré-Report	181
II. Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts	182
III. Die Etablierung eines europäischen Marktmisbrauchsrechts	183
IV. Die Finanzmarktkrise und der Weg zu einer europäischen Aufsicht	185
V. Der Schritt zur Kapitalmarktunion	187
1. Kommissionsvorschlag zur Marktmisbrauchsverordnung	187
2. Erwägung der Abschaffung des Ausnahmetatbestands „Zulässige Marktpraxis“	188
3. Beschluss und Inkrafttreten der Marktmisbrauchsverordnung	189
4. Kommissionsvorschlag und Beschluss: Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen	190
5. MiFID II und MiFIR als Teil des Single Rulebook	191
B. Der deutsche Weg zur Marktmisbrauchsverordnung	193
I. Frühe Vorschriften	193
II. Reform durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz	194
III. Die Marktmisbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes	195
IV. Harmonisierung: MAR, die CRIM-MAD, Finanzmarktnovellierungsgesetz	196
V. Die Umsetzung in deutsches Recht	197

§ 6 Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 12, 15 MAR	199
A. Anwendungsbereich	199
I. Sachlicher und persönlicher Anwendungsbereich	199
II. Räumlicher Anwendungsbereich	200
B. Erscheinungsformen	200
I. Handelsgestützte Manipulation gem. Art. 12 Abs. 1	
lit. a. MAR	201
1. Tathandlungen	202
a) Abschluss eines Geschäfts	202
b) Handelsaufträge	203
c) Jede andere Handlung	204
d) Manipulation durch Unterlassen	205
2. Erste Alternative: Falsche oder irreführende Signale	207
a) Signal	207
b) Falsch oder irreführend	208
3. Zweite Alternative: Erzielen eines anormalen oder künstlichen Kursniveaus	210
a) Künstlichkeit des Kursniveaus	211
b) Sicherung bzw. Erzielen des Kursniveaus	213
4. Subjektives Element	213
II. Zwingende Beispiele aus Art. 12 Abs. 2 MAR	214
1. Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung – Cornering	214
a) Marktbeherrschende Stellung	215
b) Sicherung dieser Stellung	216
c) Auffangtatbestand „Unlautere Handelsbedingungen“	216
d) Abgrenzung zu legitimen Marktpraktiken	217
2. Kauf und Verkauf bei Handelsbeginn und -schluss – Marking the Close	218
a) Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten bei Handelsbeginn oder -schluss	219
b) Wahrscheinliche oder tatsächliche Irreführung auf Basis der angezeigten Kurse	220
c) Subjektive Elemente	222
d) Verhältnis zu weiteren Indikatoren der Delegierte VO 2016/522	222

3.	Algorithmische und Hochfrequenzhandelsstrategien	222
a)	Kauf- oder Verkaufsauftrag	223
b)	Potentielle Auswirkungen	224
aa)	Quote Stuffing	224
bb)	Layering und Spoofing	225
cc)	Setzen eines falschen oder irreführenden Preissignals	226
4.	Anwendungserweiterung des Art. 13 MAR auf Art. 12 Abs. 2 MAR	227
III.	Indikatoren für marktmanipulative Verhaltensweisen	
–	Designated Sponsoring	227
1.	Einleitung	227
2.	Kurzfristige Positionsumkehrungen – Designated Sponsoring	228
a)	Positionsumkehrungen	229
b)	Innerhalb eines kurzen Zeitraums	229
c)	Beträchtlicher Teil des Tagesvolumens iVm wesentlichen Preisänderungen	230
d)	Grundtatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a. MAR	232
e)	Beurteilung des Designated Sponsoring durch das VG Frankfurt iRd MAD	234
f)	Die MiFID II als Ausnahmetatbestand	234
IV.	Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. b., lit. c. und lit. d. MAR	235
1.	Vorspiegelung falscher Tatsachen – Art. 12 Abs. 1 lit. b. MAR	236
a)	Geschäfte, Handelsaufträge, sonstige Handlungen	236
b)	Täuschungselement: Vorspiegelung falscher Tatsachen, sonstige Formen der Täuschung	237
c)	Eignung zur oder tatsächliche Kursbeeinflussung	238
d)	Indikatoren	239
e)	Verhältnis zu Art. 12 Abs. 1 lit. a. und Art. 13 MAR	240
2.	Verbreitung falscher oder irreführender Informationen – Art. 12 Abs. 1 lit. c. MAR	241
a)	Verbreitung von Informationen und Gerüchten	242
aa)	Informationen und Gerüchte	242

bb) Verbreitung	244
(1) Diskussion um den Begriff „Verbreitung“	244
(2) Verbreitung durch Unterlassen	245
b) Potentieller Effekt: Sendung falscher Signale oder Herbeiführung eines künstlichen Kursniveaus	246
c) Subjektive Voraussetzungen	247
d) Verhältnis zu Art. 12 Abs. 1 lit. a. und Art. 13 MAR	247
3. Referenzwertmanipulation – Art. 12 Abs. 1 lit. d. MAR	247
a) Übermittlung falscher oder irreführender Angaben oder Bereitstellung falscher oder irreführender Ausgangsdaten	249
b) Subjektive Voraussetzungen	249
C. Vergleichende Würdigung des US-amerikanischen Manipulationsverbots	250
D. Zusammenfassung	251
 § 7 Die zulässige Marktpraxis gem. Art. 13 MAR	253
A. Begriff der zulässigen Marktpraxis	253
I. Marktpraxis	253
1. Gesetzliche Definition und Begriffsbestimmung durch die ESMA	253
2. Begriffsbestimmung mithilfe historischer und teleologischer Exegese	254
II. Zulässigkeit – Anerkennungserfordernis durch zuständige Behörde?	256
B. Normzweck	258
C. Dogmatische Einordnung der zulässigen Marktpraxis	260
I. Streit um den Safe-Harbour-Begriff	260
1. Einordnung als Safe-Harbour-Regelung	261
2. Argumente gegen Safe-Harbour-Regelung	261
3. Streitentscheid	262
II. Tatbestandsausschluss oder Rechtfertigungsgrund	263
1. Stimmen für Tatbestandsausschluss	264
2. Stimmen für Rechtfertigungsgrund	265

3. Streitentscheid	267
III. Voraussetzungen für den Tatbestandsausschluss	269
1. Sachlicher Anwendungsbereich	269
2. Legitime Gründe	270
D. Die Voraussetzungen für die Anerkennung als zulässige Marktpraxis	272
I. Markt- und Aufsichtstransparenz	273
1. Publizität bestimmter Informationen	274
a) Pre-Performing Period	274
b) Performing- und Post-Performing Period	275
c) Zeitpunkt der Veröffentlichung der Informationen	277
II. Publizität gegenüber der zuständigen Behörde	277
1. Pre-Performing Period (lit. a.)	278
2. Performing Period (lit. b.)	278
3. Sinn und Zweck der Transparenzpflicht ggü. der Aufsichtsbehörde	278
III. Funktionieren der Marktkräfte	279
1. Kriterien an die ausführende Person	280
2. Handelsbedingungen und die Unabhängigkeit der ausführenden Person	282
a) Vorabliste mit Handelsbedingungen	282
b) Ausfüllung der Handelsbedingungen durch Points for Convergence der ESMA	284
c) Unabhängigkeit des Ausführenden	285
IV. Marktliquidität und -effizienz	287
1. Unterschiede zwischen neuer und bisheriger Rechtslage und ihre ökonomische Bedeutung	287
2. Positive Auswirkungen auf Marktliquidität und -effizienz	288
a) Konkretisierende Kriterien	289
aa) Handelsvolumen (Art. 5 lit. a. Delegierte VO 2016/908)	289
bb) Ordertiefe (Art. 5 lit. b. Delegierte VO 2016/908)	290
cc) Geschwindigkeit der Durchführung der Geschäfte (Art. 5 lit. c. Delegierte VO 2016/908)	291

dd) Täglicher Schlusskurs und volumengewichteter Durchschnittskurs (Art. 5 lit. d. Delegierte VO 2016/908)	291
ee) Geld-Brief-Spanne, Preisvolatilität (Art. 5 lit. e. Delegierte VO 2016/908)	292
ff) Regelmäßigkeit von Angeboten und Geschäften (Art. 5 lit. f. Delegierte VO 2016/908)	292
b) Beurteilung der Kriterien in der Praxis	293
V. Berücksichtigung des Handelsmechanismus und Reaktionsmöglichkeit der Marktteilnehmer	293
1. Auswirkung auf Preisbildungsprozesse des betroffenen Handelsplatzes	294
2. Erleichterung der Preis- und Auftragsbeurteilung und Zuwiderlaufen der Regeln eines Handelsplatzes	295
3. Modalitäten der öffentlichen Bekanntgabe von Informationen	295
4. Aussetzung oder Einschränkung der ZMP	295
5. Ausübung der ZMP während Eröffnungs- oder Schlussauktionsphase und während Stabilisierung und Aktienrückkauf	296
VI. Keine Risiken für die Integrität verbundener Märkte	296
1. Beurteilung der Risiken	296
2. Die einzelnen Kriterien	297
VII. Marktmissbrauchsfeststellung	299
VIII. Strukturmerkmale des Markts	300
IX. Reichweite der Anerkennung als zulässige Marktpraxis	301
X. Vergleichende Würdigung der US-Rechtslage	302
XI. Zusammenfassung	303
E. Verfahren zur Festlegung	304
I. Rechtliche Einordnung der Anerkennung und des Anerkennungsverfahrens	304
II. Zuständige Behörde	305
III. Einleitung des Verfahrens	306
IV. Anhörung relevanter Stellen	307
V. Notifikation anderer zuständiger Behörden und der ESMA	308
1. Inhalt der Notifikation	309
2. Übermittlung und Form der Meldung	309

3. Frist für die Notifikation	312
VI. Stellungnahme der ESMA	312
1. Bewertungs- und Prüfungsumfang durch die ESMA	313
2. Informationsaustausch vor Festlegung einer ZMP	314
3. Offizielle Stellungnahme nach 2 Monaten	315
4. Vorzeitige Beendigung ohne Stellungnahme der ESMA bei wesentlichen Änderungen	315
VII. Festlegung einer zulässigen Marktpraxis und Veröffentlichung	316
VIII. Sonderveröffentlichungspflicht bei ablehnender Stellungnahme der ESMA	318
IX. Veröffentlichung der ZMP durch die ESMA	319
F. Einigungsverfahren zwischen verschiedenen nationalen Behörden	319
I. Einleitung	319
II. Das Verfahren	320
1. Das Initiativrecht	320
2. ESMA und ihre Befugnisse zur Einigungsunterstützung	321
a) Die Rolle als Vermittlerin	321
b) Befugnisse bei fehlgeschlagener Einigung	322
G. Die Befugnisse der europäischen Behörden bei Unionsrechtsverstoß	324
I. Drei-Stufen-Verfahren	324
1. Erste Stufe	324
2. Zweite Stufe	325
3. Dritte Stufe	325
II. Rechtsschutz	326
H. Rechtsschutz von Privatpersonen bei Anerkennung einer Marktpraxis	327
I. Fehlende europäische Ausgestaltung	327
II. US-Recht: Vorbild für ein Anerkennungsverfahren unter Mitwirkung von Marktteilnehmern	328
I. Überprüfung der zulässigen Marktpraktiken und ihre Auswirkungen	329
I. Regelmäßige Überprüfung	329
II. Zwingende Überprüfung	331

III.	Die Beendigung und Änderung aus verwaltungsrechtlicher Sicht	332
J.	Übergangsvorschrift für ZMPen unter der MAD	332
K.	Vergleichende Würdigung gegenüber dem bisherigen Regelungsregime	333
L.	Zusammenfassung	334
§ 8	Die Safe-Harbour-Regelungen gem. Art. 5 MAR neben Art. 13 MAR	336
A.	Wesentliche Abgrenzungsmerkmale zu Art. 13 MAR	336
B.	Das Verhältnis der Safe-Harbour-Regelungen in Art. 5 MAR zueinander und zu Publizitätsvorschriften	338
	I. Publizitätsvorschriften	338
	II. Rückkaufprogramme zu Kursstabilisierungsmaßnahmen	339
C.	Rückkaufprogramme	339
	I. Anwendungsbereich	339
	II. Voraussetzungen	340
	1. Voraussetzungen aus Art. 60–66 RL 2017/1132	341
	2. Vorgaben aus Art. 5 Abs. 1 und 3 MAR	342
	a) Publizität	342
	b) Limits	343
	(1) Preisgrenzen	343
	(2) Volumengrenzen	344
	3. Legitime Zwecke	345
	a) Kapitalherabsetzung	346
	b) Verpflichtungen aus Schuldtiteln	346
	c) Belegschaftsaktien	347
III.	Inkongruenz des Aktien- und Kapitalmarktrechts als potentielle ZMP gem. Art. 13 MAR	347
D.	Kursstabilisierung	348
	I. Gesetzliche Definition der Kursstabilisierung	349
	1. Allgemeine Definition	349
	2. Signifikantes Zeichnungsangebot	349
	a) IPO's und SPO's	349
	b) Problematik der öffentlichen Ankündigung	350
	aa) Allgemeines	350

bb) Handel mit Wertpapierblöcken als ZMP gem. Art. 13 MAR	351
II. Voraussetzungen	352
1. Anwendungsbereich	352
a) Sachlicher Anwendungsbereich	352
b) Persönlicher Anwendungsbereich	353
2. Zweckgebundene Kursstabilisierung	354
3. Stabilisierungszeitraum	355
a) Aktien und Aktien entsprechende Wertpapiere	355
b) Schuldverschreibungen	356
4. Veröffentlichung bestimmter Informationen	357
a) Vor der Wertpapierplatzierung (pre-stabilisation disclosure)	358
b) Während des Stabilisierungszeitraums	358
c) Nach Ablauf des Stabilisierungszeitraums (post-stabilisation disclosure)	359
5. Preislimitierungen bei Stabilisierungsmaßnahmen	359
III. Ergänzende Stabilisierungsmaßnahmen:	
Mehrzuteilung und Greenshoe	360
1. Einführung	360
2. Grundlagen	361
3. Die gesetzlichen Voraussetzungen	362
IV. Abgrenzung zu anderen Marktpraktiken	364
1. Designated Sponsoring und Market-Making	364
a) Funktionsweise eines Designated Sponsors und Market-Makers	364
b) Erfüllung des Manipulationstatbestands und Potential als ZMP gem. Art. 13 MAR	365
2. Marktschutzvereinbarungen: Lock-Up-Agreements	367
V. Vergleichende Würdigung der US-amerikanischen Regulierung	368
E. Zusammenfassung	369
§ 9 Zusammenfassende Thesen	371
Literaturverzeichnis	383