

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	XVII
Einführung .....	1
Erster Teil: Hintergründe des Marktmanipulationsrechts .....	3
Kapitel 1: Entwicklung des Marktmanipulationsrechts .....	3
A. Begriff und Erscheinungsformen der Marktmanipulation .....	3
B. Geschichtliche Entwicklung .....	6
I. Nationale Entwicklung .....	6
1. Erste Ansätze und rechtshistorische Kritik .....	6
2. Das vierte Finanzmarktförderungsgesetz .....	7
3. Das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes .....	8
II. Entwicklungen auf europäischer Ebene .....	9
C. Internationale Entwicklung .....	11
I. Der Common-Law Rechtskreis .....	11
1. USA .....	11
2. Vereinigtes Königreich .....	13
II. Japan .....	14
III. Österreich .....	15
IV. Schweiz .....	16
V. Typische Regelungsmuster .....	17
D. Behördenpraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht .....	18
E. Stellungnahme .....	19
Kapitel 2: Marktmanipulationsrecht im Kontext .....	20
A. Anknüpfungspunkt verschiedener Rechtsgebiete .....	20
I. Überblick .....	20
II. Normenhierarchien im Marktmisbrauchsrecht .....	21
1. Überschließende Umsetzung .....	21
2. Auswirkungen auf die Auslegung und den Rechtsschutz .....	23
III. Kapitalmarktrecht und Strafrecht .....	23
1. Das Spannungsfeld .....	23
2. Konsequenzen und Lösungsansätze .....	24

IV. Verfassungsrechtliche Problemfelder .....	25
B. Ökonomischer Hintergrund des Marktmanipulationsrechts .....	27
I. Ökonomische Analyse des Marktmanipulationsrechts .....	28
1. Gewinnmöglichkeit .....	29
2. Wirkungen der Marktmanipulation .....	32
a. Auswirkungen auf ausgewählte Akteure .....	32
aa. Vertragspartner des Manipulators .....	32
bb. Fernwirkung auf andere Marktteilnehmer und Dritte .....	32
(1) Negative Wirkungen .....	32
(2) Positive Wirkungen .....	33
b. Volkswirtschaftliche Schäden durch Marktmanipulation .....	36
aa. Die Kapitalaufbringungsfunktion .....	37
bb. Die Kapitalbewertungsfunktion .....	37
cc. Die Kapitalallokationsfunktion .....	38
dd. Volkswirtschaftliche Fernwirkungen .....	40
3. Kosten-Nutzen-Analyse .....	40
4. Ökonomisch abgeleitete Handlungsempfehlungen .....	41
5. Zwischenergebnis .....	42
II. Wirtschaftswissenschaftliche Ansätze als Hilfsfunktion .....	42
1. Kategorisierung .....	43
a. Informationsgestützte Manipulation .....	43
aa. Scalping .....	43
bb. Frontrunning .....	44
cc. Falsche ad hoc-Mitteilungen .....	44
b. Handelsgestützte Manipulation .....	45
aa. Effektive Geschäfte .....	45
(1) Leerverkäufe .....	46
(2) Corners .....	47
(3) Abusive Squeezes .....	47
(4) Designated Sponsoring .....	48
(5) Parking und Warehousing .....	48
(6) Kurspflege .....	48
(7) Pools .....	49
(8) Painting the Tape .....	49
(9) Marking the Close .....	50
(10) Pumping and Dumping .....	50
(11) Ausnutzen von Orderzusätzen .....	50
bb. Fiktive Geschäfte .....	51

(1) Matched Orders und Circular Trades .....	52
(2) Wash Sales .....	52
c. Handlungsbasierende Manipulation .....	53
d. Abgrenzung zu anderem Marktverhalten .....	53
2. Theoriebereitstellung .....	54
a. Eigenschaften moderner Kapitalmärkte .....	54
b. Grundpositionen der Kapitalmarkttheorie .....	56
aa. Neoklassische Finanztheorie .....	57
(1) Grundlagen neoklassischer Preisbildungsmodelle .....	57
(a) Rationalitätsannahme .....	57
(b) Die Annahme informationseffizienter Kapitalmärkte .....	59
(2) Neoklassische Preisbildungsmodelle i.w.S. ....	60
bb. Behavioristische Ansätze (Verhaltensökonomie) ....	63
(1) Gründe für Marktanomalien .....	63
(2) Gründe für irrationales Investorenverhalten ....	64
(a) Kognitive Ursachen .....	64
(b) Emotive Ursachen .....	66
(c) Normative Ursachen .....	66
(3) Einschränkung des neoklassischen Arbitragemanagements .....	67
(4) Kritik an der Behavioral Finance .....	67
cc. Ergebnis und Stellungnahme .....	68
C. Schlussfolgerungen und Zwischenergebnis .....	68
 Zweiter Teil: Das Marktmanipulationsverbot .....	71
Kapitel 3: Die Regelungen des Marktmanipulationsrechts .....	71
A. Europarechtliche Regelungsquellen und -inhalte .....	71
I. Die Marktmisbrauchsrichtlinie .....	71
1. Ziele und Hintergründe .....	71
2. Definitionen .....	73
3. Regelungsüberblick .....	75
a. Anwendungsbereich und Einschränkungen .....	75
b. Organisatorische Umsetzung der Richtlinie .....	76
II. Durchführungsmaßnahmen .....	77
1. Durchführungs-Verordnung (EG) Nr.2273/2003 .....	78
a. Gegenstand und Ziele der Verordnung .....	78
b. Regelungsüberblick .....	78

2. Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG .....	79
3. Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG .....	81
4. Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG .....	82
a. Ziele der Richtlinie .....	82
b. Regelungsüberblick .....	83
<b>B. Nationale Regelungsquellen und -inhalte .....</b>	<b>84</b>
I. Parlamentsrecht .....	84
1. Anwendungsbereich .....	85
a. Räumlicher Anwendungsbereich .....	85
b. Internationales Strafrecht .....	85
c. Internationales Verwaltungsrecht .....	85
aa. Geltungsbereich .....	86
bb. Anwendungsbereich .....	86
d. Sachlicher Anwendungsbereich .....	88
e. Persönlicher Anwendungsbereich .....	91
f. Öffentlich-rechtliche Bereichseinschränkung .....	92
2. Der Tatbestand des § 20a WpHG .....	92
a. Regelungsüberblick .....	92
b. Die Verbotstatbestände gem. § 20a Abs. 1 S. 1 WpHG .....	94
aa. Das Machen oder Verschweigen von Angaben (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr.1) .....	94
(1) Überblick .....	94
(2) Angaben .....	94
(3) Unrichtigkeit und Irreführungscharakter von Angaben .....	96
(4) Das Machen von Angaben .....	98
(5) Einwirkungseignung der Angaben .....	99
(6) Bewertungserheblichkeit der Umstände .....	102
(7) Abgrenzung von Bewertungserheblichkeit und Preisbeeinflussungseignung .....	106
(8) Unterlassenskonstellationen .....	109
(a) Verschweigen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Alt. 2 WpHG) .....	109
(b) Pflichtwidriges Unterlassen gem. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Alt. 1 WpHG .....	113
bb. Marktmanipulation durch die Vornahme von Geschäften oder Erteilung von Aufträgen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2) .....	114
(1) Vornahme von Geschäfte .....	115
(2) Erteilung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen .....	116

(3) Eignung, falsche oder irreführende Signale zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen .....	116
cc. Sonstige Täuschungshandlungen (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3) .....	122
dd. Subjektive Anforderungen .....	124
c. Die zulässige Marktpraxis (§ 20a Abs. 2 WpHG) .....	125
d. Die „Safe Harbor“-Regelung (§ 20a Abs. 3 WpHG) .....	126
e. Das „Journalistenprivileg“ (§ 20a Abs. 6 WpHG) .....	127
3. Die straf- und ordnungsrechtliche Anknüpfung .....	129
a. Materielles Recht .....	130
aa. Objektiver Tatbestand .....	130
(1) Ordnungsrecht .....	130
(2) Strafrecht .....	132
(a) Allgemeines .....	132
(b) Ermittlung des kausalen Taterfolges .....	133
bb. Subjektiver Tatbestand .....	139
cc. Safe Harbors als Rechtfertigungsgründe? .....	140
b. Sanktionsrahmen .....	141
4. Zivilrechtliche Anknüpfung .....	141
a. Spezialgesetzliche Regelungen .....	141
b. § 20a WpHG als Schutzgesetz .....	142
aa. Überblick .....	142
bb. Der Streitstand .....	143
c. § 20a WpHG als Verbotsgesetz .....	146
d. Sittenwidrige Schädigung .....	147
II. Untergesetzliches Recht (MaKonV) .....	147
1. Bewertungserhebliche Umstände .....	149
a. Regelmäßig bewertungserhebliche Umstände .....	151
b. Zwingend bewertungserhebliche Umstände .....	152
c. Im Einzelfall zu beurteilende Bewertungserheblichkeit .....	153
2. Falsche und irreführende Signale und künstliches Preisniveau .....	154
a. Anzeichen für falsche oder irreführende Signale oder ein künstliches Preisniveau .....	155
aa. § 3 Abs. 1 Nr. 1 MaKonV .....	155
bb. § 3 Abs. 1 Nr. 2 MaKonV .....	158
cc. § 3 Abs. 1 Nr. 3 MaKonV .....	159
b. Verbindliche Beispiele für falsche oder irreführende Signale oder ein künstliches Preisniveau .....	160

aa. § 3 Abs. 2 Nr. 1 MaKonV.....	160
bb. § 3 Abs. 2 Nr. 2 MaKonV.....	161
cc. § 3 Abs. 2 Nr. 3 MaKonV.....	162
3. Sonstige Täuschungshandlungen.....	163
a. Definition der „sonstigen Täuschungshandlung“ nach § 4 Abs. 1 MaKonV.....	163
b. Anzeichen nach § 4 Abs. 2 MaKonV.....	164
aa. § 4 Abs. 2 Nr. 1 MaKonV.....	165
bb. § 4 Abs. 2 Nr. 2 MaKonV.....	165
c. Verbindliche Beispiele für sonstige Täuschungshand- lungen .....	167
aa. § 4 Abs. 3 Nr. 1 MaKonV.....	167
bb. § 4 Abs. 3 Nr. 2 MaKonV.....	169
4. Safe Harbors und Anerkennung ausländischer Stabilisie- rungsregeln .....	171
a. Nationales Regelungssystem .....	171
b. Anerkennung ausländischer Stabilisierungsregeln .....	172
5. Zulässige Marktplaxis .....	173
C. Zwischenergebnis .....	174
 Dritter Teil: Die Bereichsausnahmen .....	175
Kapital 4: Hintergrund .....	175
A. Zweck und Funktionsweise .....	175
I. Allgemeines .....	175
II. Kapitalmarktspezifische Besonderheiten .....	176
B. Abgrenzung der Regelungsbereiche der Bereichsausnahmen .....	178
I. Verhältnis von § 20a Abs. 2 und Abs. 3 WpHG .....	178
II. Verhältnis von Stabilisierungsmaßnahmen und Rückkauf- programmen nach § 20a Abs. 3 WpHG .....	180
C. Allgemeines Verhältnis zu anderen Vorschriften .....	180
Kapitel 5: Die zulässige Marktplaxis .....	181
A. Überblick .....	181
I. Europarechtlicher Hintergrund .....	182
II. Tatbestandseinschränkung zu § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	182
III. Konkretisierung durch die MaKonV .....	183
B. Regelungsbereich .....	184
I. Vereinbarkeit der Handlung mit der zulässigen Marktplaxis und legitime Gründe .....	184
1. Beurteilungskriterien .....	184
2. Legitime Gründe .....	187

II. Verhältnis von § 20a Abs. 2 S. 2 WpHG zu § 20a Abs. 2 S. 3 WpHG.....	188
III. Bindungswirkung der Anerkennung.....	190
C. Konkretisierung durch § 20 Abs. 5 Nr. 5 WpHG i.V.m. §§ 7-10 MaKonV.....	191
I. Der Ablauf des Anerkennungsverfahrens .....	191
II. Rechtsnatur der Anerkennung.....	194
III. Rechtsschutzmöglichkeiten gegen die Anerkennungentscheidung .....	195
D. Zulässige Marktpraxis anderer Mitgliedsstaaten.....	196
E. Diskussion um einzelne Marktpraktiken .....	197
Kapitel 6: Rückkaufprogramme.....	198
A. Begriff .....	198
B. Ökonomischer Hintergrund .....	199
C. Regelungsbereich .....	199
I. Erwerbszwecke .....	199
II. Bedingungen für Rückkaufprogramme und Bekanntgabe .....	200
III. Handelsbedingungen (Art. 5 Durchführungs-VO (EG) Nr. 2273/2003) .....	202
IV. Einschränkungen (Art. 6 Durchführungs-VO (EG) Nr. 2273/2003).....	205
D. Verhältnis zu anderen Vorschriften .....	206
I. Aktienrechtliche Regelungen (§§ 71 ff. AktG) .....	207
II. Übernahmerecht (§ 33 WpÜG).....	208
III. Weitere Kapitalmarktrechtliche Regelungen.....	208
E. Rückkauf von Aktien außerhalb der „Safe-Harbor“- Regelung....	208
Kapitel 7: Stabilisierungsmaßnahmen .....	209
A. Begriff.....	209
B. Ökonomischer Hintergrund .....	210
C. Regelungsbereich.....	211
I. Sachlicher Anwendungsbereich .....	211
1. Ziele der Durchführenden.....	211
2. Transaktionsform und Transaktionsgegenstand .....	212
a. Erfasste Wertpapiere .....	212
b. Erfasste Transaktionen .....	213
aa. Allgemeines .....	213
bb. IPO/SPO.....	213
cc. Bezugsrechtsemission.....	215
dd. Equity-Linked Emissionen .....	217
ee. Privatplatzierungen.....	218

3. Bekanntgabe- und Meldevoraussetzungen .....	220
4. Voraussetzungen hinsichtlich des Stabilisierungskurses ...	223
5. Bedingungen für ergänzende Stabilisierungsmaßnahmen	224
II. Zeitlicher Anwendungsbereich .....	228
III. Persönlicher Anwendungsbereich .....	231
IV. Räumlicher Anwendungsbereich .....	232
Kapitel 8: Zulässigkeit der Schaffung weiterer „Safe-Harbors“ .....	233
Vierter Teil: Schluss .....	235
Kapitel 9: Zusammenfassung und Ergebnisse .....	235
A. Begriff, Entwicklung und theoretische Grundlagen .....	235
B. Der Verbotstatbestand .....	236
C. Die Safe Harbors .....	239
Literaturverzeichnis .....	243