

Schriften zum Gesellschafts-, Bilanz- und Unternehmensteuerrecht

Herausgegeben von Joachim Hennrichs

Björn Karst

Das Marktmanipulationsverbot gem. § 20a WpHG

Unter besonderer Berücksichtigung
der „Safe-Harbor“-Regelung

SGBU 7



PETER LANG Internationaler Verlag der Wissenschaften

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 Marktmissbrauchsrecht	21
1. Überschießende 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 Arbitrageansatzes	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 Marktmissbrauchsrichtlinie	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. Nationale Regelungsquellen und -inhalte	84
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 Täuschungshandlungen.....	167
aa. § 4 Abs. 3 Nr. 1 MaKonV.....	167
bb. § 4 Abs. 3 Nr. 2 MaKonV.....	169
4. Safe Harbors und Anerkennung ausländischer Stabilisierungsregeln.....	171
a. Nationales Regelungssystem.....	171
b. Anerkennung ausländischer Stabilisierungsregeln.....	172
5. Zulässige Marktpraxis.....	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 Rückkaufprogrammen nach § 20a Abs. 3 WpHG.....	180
C. Allgemeines Verhältnis zu anderen Vorschriften.....	180
Kapitel 5: Die zulässige Marktpraxis.....	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 Marktpraxis 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 Anerkennungsentscheidung	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. Erwerbzwecke	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