

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1 Einleitung	1
§ 1 Kurspflege und Kapitalmarktrecht	1
I. Problemaufriss	1
II. Kurspflege und Marktmanipulation im historischen Überblick	2
III. Marktintegrität im Fokus des Gesetzgebers	3
§ 2 Gang der Untersuchung	5
I. Ziel der Arbeit	5
II. Gliederung	7
 Kapitel 2 Grundlagen und ihre Bedeutung	 9
§ 3 Börsenkurs als Bezugsobjekt	9
I. Bedeutung des Börsenkurses	9
1. Börsenkurs und Kurspflege	9
2. Bedeutung für den Emittenten	9
3. Bedeutung für den Aktionär	13
4. Bedeutung für die Emissionsbank	18
5. Bedeutung für die Volkswirtschaft	20
II. Unbeeinflusste Börsenkurse als Ziel	21
1. Ziele der Kapitalmarktregulierung	21
a) Funktionsschutz und Anlegerschutz	22
b) Marktintegrität und Börsenkurs	24
2. Wert unbeeinflusster Börsenkurse	25
3. Tragfähiges Regulierungssystem	27
III. Börsenkursbildung	29
1. Rechtsrahmen	29
a) Bedeutung der staatlichen Regulierung und Aufsicht	29
b) Vorschriften zur Börsenkursbildung	30
aa) Kurswahrheit	30
bb) Ordnungsmäßiges Zustandekommen	32
c) Kursbildungsvorschriften als Instrument gegen Manipulation	34
2. Faktoren	37
a) Wirtschaftliche Faktoren	37
b) Persönliche Faktoren der Marktteilnehmer	38

aa) Effiziente und rationale Informationsverarbeitung	39
bb) Quasi-rationale Informationsverarbeitung	42
cc) Zusammenfassung	45
c) Börsentechnische Faktoren	46
aa) Liquidität	46
bb) Auktionsmarkt und Market Making	48
cc) Börsenzwang und Internalisierung	49
IV. Zusammenfassung	50
§ 4 Kursbeeinflussung und ihre Erscheinungsformen	51
I. Nomenklatur	52
1. Kursbeeinflussung	52
2. Kursmanipulation und Kurspflege	52
3. Abweichende Differenzierungen in der Literatur	53
II. Kurspflege durch den Emittenten	54
1. Rückkauf eigener Aktien	54
a) Bedeutung	54
b) Motive	55
aa) Strategische Finanzpolitik	55
bb) Signalwirkung und Kurseffekt	56
c) Erwerbsmethoden	58
2. Einflussnahme auf die Aktionärsstruktur	60
a) Zuteilung	61
b) Marktschonungsvereinbarungen	64
c) Vinkulierte Aktien	67
III. Kurspflege durch die Emissionsbanken	68
1. Kurspflege im Primärmarkt	68
a) Underwriting	68
b) Underpricing	69
2. Kurspflege im Sekundärmarkt	71
a) Mehrzuteilungsoption	71
b) Andere Options-Strategien	72
c) Aktienkäufe	73
d) Market Making und Wertpapieranalyse	74
3. Faktische Grenzen der Kurspflege	75
4. Verpflichtung und Befugnis der Emissionsbanken zur Kurspflege	77
a) Bedeutung der Banken im Emissionsgeschäft	77
b) Gesetzliche Verpflichtung	78
c) Vertragliche Abrede	80
aa) Kurspflegekonsortium	80

bb) Übernahmevertrag	80
cc) Konsortialvertrag	82
d) Nachvertraglich wirkende Nebenpflicht	84
IV. Erscheinungsformen der Marktmanipulation	86
1. Effektive Geschäfte	87
a) Bull Manipulation	88
b) Bear Manipulation	89
2. Fiktive Geschäfte	90
a) Matched Orders	91
b) Wash Sales	92
3. Informationsbezogene Handlungen	92
V. Zusammenfassung	95
 Kapitel 3 Marktmanipulation und Kurspflege in ausländischen Rechtsordnungen und im EG-Recht	97
§ 5 Rechtsrahmen in den Vereinigten Staaten von Amerika und in der Schweiz im Überblick	97
I. Grundzüge der Kapitalmarktregulierung	97
1. Bedeutung und Wirkung der ausländischen Bezüge	97
2. Vereinigte Staaten von Amerika	97
3. Schweiz	98
4. Kapitalmarktrecht als Wettbewerbsfaktor	101
II. Regelungen zur Marktmanipulation	104
1. Vereinigte Staaten von Amerika	104
a) Grundlagen der marktbezogenen Regulierung	104
b) Einzelheiten der bundesrechtlichen Manipulationsverbote	105
c) Verbot der Kursbeeinflussung durch Reg. M	107
aa) Reg. M Rule 101 (a)	108
bb) Reg. M Rule 102	110
2. Schweiz	110
a) Objektiver Tatbestand des Kursmanipulationsverbots	111
aa) Informationsdelikt	111
bb) Transaktionsdelikt	112
b) Subjektiver Tatbestand des Kursmanipulationsverbots	113
aa) Vorsatz	113
bb) Beabsichtigte Kursbeeinflussung	113
cc) Beabsichtigter unrechtmäßiger Vermögensvorteil	115
III. Regelungen zur Kurspflege	116
1. Vereinigte Staaten von Amerika	116
a) Reg. M und Kursstabilisierung	116

b)	Ausnahmen vom Verbot der Kursbeeinflussung durch Reg. M	119
aa)	Reg. M Rule 101	119
bb)	Reg. M Rule 102	120
cc)	Reg. M Rule 103	121
dd)	Reg. M Rule 104	122
c)	Extraterritoriale Wirkung der Reg. M	123
d)	Mehrzuteilung	125
e)	Kursstabilisierung und Börsenordnung	126
f)	Abgrenzung zwischen Kurspflege und Marktmanipulation	126
2.	Schweiz	127
a)	Fehlende regulatorische Vorgaben	127
b)	Abgrenzung zwischen Kurspflege und Marktmanipulation	129
IV.	Zusammenfassung	132
§ 6	Marktmissbrauchs-Richtlinie und Durchführungsbestimmungen	132
I.	Integration der Finanzmärkte	132
1.	Regelungsziel und Rechtsetzungskompetenz	132
2.	Aktionsplan Finanzdienstleistungen	133
3.	Rechtssetzungsverfahren für die Finanzmärkte	134
II.	Grundlagen	136
1.	Entstehung der Richtlinie	136
2.	Anwendungsbereich	137
a)	Sachlicher Anwendungsbereich	137
b)	Räumlicher Anwendungsbereich	138
c)	Ausnahmetatbestände	139
III.	Regelungszweck	139
IV.	Manipulationsverbot	141
V.	Definitionen	141
1.	Marktmanipulation	141
a)	Effektive Geschäfte	142
aa)	Falsche oder irreführende Signale	142
bb)	Anormales oder künstliches Kursniveau	143
cc)	Konkretisierung durch die Durchführungsbestimmung	143
dd)	Legitime Gründe und zulässige Marktpraxis	146
b)	Täuschung	148
c)	Informationsverbreitung	149
d)	Beispiele	150
2.	Zulässige Marktpraxis	151
VI.	Safe Harbour-Regelungen	152
1.	Rückkaufprogramme	154
a)	Zweckbindung und Transparenz	154

b) Handelsbedingungen und Restriktionen	156
2. Kursstabilisierungsmaßnahmen	158
a) Begriffsbestimmung	159
b) Koordiniertes Vorgehen	160
c) Zeitrahmen und Kursgrenze	160
d) Vor- und nachlaufende Publizität	161
e) Greenshoe und Überzeichnung	164
VII. Zusammenfassung	166
1. Regelungsziel	166
2. Verzicht auf subjektive Elemente	166
Kapitel 4 Marktmanipulation und Kurspflege im deutschen Recht	169
§ 7 Marktmanipulationsverbot	169
I. Verbot der Marktmanipulation	169
1. Einführung	169
a) Verbotsnorm in § 20a WpHG	169
b) Anwendungsbereich und Schutzzweck	169
c) Manipulationsobjekte	171
aa) Finanzinstrumente	171
bb) Vor- und außerbörsliche Transaktionen	172
cc) Ausnahmen	174
d) Konkretisierung durch MaKonV	174
2. Informationsgestützte Manipulation (§ 20a I 1 Nr. 1 WpHG)	175
a) Unrichtige oder irreführende Angaben	175
b) Bewertungserhebliche Umstände	176
c) Konkretisierung durch MaKonV	177
d) Einwirkungseignung	178
3. Handelsgestützte Manipulation (§ 20a I 1 Nr. 2 WpHG)	180
a) Transaktionen und Orders	180
b) Falsche oder irreführende Signale	181
c) Künstliches Preisniveau	181
d) Konkretisierung durch § 3 I MaKonV – Indizien für falsche oder irreführende Signale oder künstliches Preisniveau	182
aa) Fehlender wirtschaftlicher Eigentumswechsel	183
bb) Orderrücknahme	183
cc) Bedeutender Anteil am Tagesgeschäftsvolumen und erhebliche Preisänderung	184
dd) Erhebliche Preisänderung bei selbst gehaltenen Papieren ..	184
ee) Gegenläufige Positionen	185
ff) Häufung von Transaktionen oder Orders	186

gg) Einwirkung auf den Referenzpreis	186
e) Konkretisierung durch § 3 II MaKonV – Beispiele für irreführende Signale sendendes Verhalten	187
aa) Täuschung über Orderlage bei Referenzpreisfeststellung ...	187
bb) Vortäuschen von Börsenumsatz	188
f) Grenzen der Konkretisierungsfunktion von § 3 MaKonV	189
4. Manipulation durch sonstige Täuschungen (§ 20a I 1 Nr. 3 WpHG)	189
a) Sonstige Täuschungshandlungen	189
b) Konkretisierung durch § 4 I MaKonV – Eignung zur Irreführung und zur Preisbeeinflussung	190
aa) Eignung zur Irreführung verständiger Anleger	190
bb) Eignung zur Preisbeeinflussung	191
c) Konkretisierung durch § 4 II MaKonV – Anzeichen für sonstige Täuschungshandlungen	192
aa) Informationsweitergabe	192
bb) Finanzanalysen	193
d) Konkretisierung durch § 4 III MaKonV – Beispiele für sonstige Täuschungshandlungen	193
aa) Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung	193
bb) Verbreitung von Gerüchten durch Medien	195
II. Ausnahmetatbestände durch § 20a II, III WpHG	195
1. Tatbestandsausschluss für § 20a I 1 Nr. 2 WpHG	195
a) Zulässige Marktpraxis	196
b) Legitime Gründe	197
2. Safe Harbour-Regeln nach § 20a III WpHG	199
a) Unmittelbare Geltung der EG-Durchführungsverordnung	199
b) Publizitätspflichten	199
III. Straf- und bußgeldbewehrte Verstöße gegen das Verbot	202
1. Ordnungswidrige Marktmanipulation	202
2. Strafbare Marktmanipulation	202
a) Erfolgsqualifikation	202
b) Preiseinwirkung	203
c) Kausalität	205
3. Abstufung des Rechtsfolgensystems	207
a) Einheitlicher Tatbestand als Straftat	208
b) Einheitlicher Tatbestand als Ordnungswidrigkeit	209
c) Angemessene Abstufung	211
d) Alternativkriterium für Abstufung	212
aa) Schwierigkeiten der bestehenden Erfolgsqualifikation	213

bb) Bereicherungsabsicht	213
4. Stellungnahme	215
IV. Bindungswirkung der MaKonV	215
1. Regelungsmethode der MaKonV	215
2. Zulässigkeit der näheren Tatbestandsbestimmung durch die MaKonV	217
a) Verfassungsrechtlicher und verfassungsgerichtlicher Rahmen ..	218
b) Ansichten der Literatur	219
aa) Nicht hinreichende Bestimmtheit	220
bb) Hinreichende Bestimmtheit	220
cc) Hinreichende Bestimmtheit bei Berücksichtigung der EG-Vorgaben	222
c) Ansicht des BGH	223
d) Stellungnahme	224
3. Zulässigkeit der Verbotsausnahmen durch die MaKonV	227
a) Ansichten der Literatur	227
aa) Unzulässige Gegenanalogie	227
bb) Zulässige Tatbestandseinschränkung	227
b) Stellungnahme	228
V. Zusammenfassung	230
§ 8 Insiderrecht und Wohlverhaltenspflichten	231
I. Insiderhandel und Ad hoc-Publizität	231
1. Verbot von Insidergeschäften	231
a) Kurspflege als Insidergeschäft	232
aa) Vorliegen einer Insiderinformation	233
bb) Unter Verwendung einer Insiderinformation	235
cc) Personenkreis	237
b) Kursmanipulation als Insidergeschäft	237
2. Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen	238
II. Wohlverhaltenspflichten	239
1. Pflicht zur Interessenwahrung	239
2. Vermeidung von Interessenkonflikten	240
a) Eigenhandel	241
b) Effektenkommission und Emissionsbegleitung	242
3. Empfehlungsverbot	243
III. Zusammenfassung	244
1. Insiderhandel und Ad hoc-Publizität	244
2. Wohlverhaltenspflichten	245
§ 9 Aktienrecht	245
I. Verbandsrechtliche Grenzen für Kursbeeinflussung	245

II.	Rückkauf eigener Aktien	246
1.	Verbot und Ausnahmen	246
2.	Schadensabwehr nach § 71 I Nr. 1 AktG	247
a)	Kein Schaden der Gesellschaft durch Aktienkursrückgang	247
b)	Ausnahme bei besonders starkem Aktienkursrückgang	248
3.	Rückkauf ohne gesetzliche Zweckvorgabe nach § 71 I Nr. 8 AktG	251
4.	Zulässigkeitsschranken	254
a)	Gleichbehandlungsgebot	254
aa)	Rückkauf über die Börse	255
bb)	Rückkauf im nicht öffentlichen Pakethandel	256
b)	Einlagenrückgewähr	258
III.	Mehrzuteilungsoption	261
1.	Kapitalerhöhung	261
2.	Bezugsrechtsausschluss	262
IV.	Zusammenfassung	265
Kapitel 5 Abgrenzung und Zusammenfassung		267
§ 10 Abgrenzung von Kurspflege und Kursmanipulation		267
I.	Abgrenzungsnotwendigkeit	267
1.	Regelungsziel und Rechtssicherheit	267
2.	Reichweite des Manipulationsverbots	268
II.	Abgrenzungskriterien	269
1.	Trennung zwischen objektiven und subjektiven Kriterien	269
2.	Abgrenzung im Spiegel der Entwicklung des Manipulationsverbots	270
III.	Objektive Elemente	273
1.	Kursbeeinflussungspotenzial	273
a)	Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	273
b)	Normzweck	275
2.	Transaktionsvolumen	276
3.	Künstliche Börsenkurse	277
a)	Innerer Wert	278
b)	Zufallskurse	278
c)	Fehlender objektiver Vergleichsmaßstab	280
IV.	Subjektive Elemente	281
1.	Erforderlichkeit subjektiver Elemente	281
2.	Einwirkungsabsicht	284
3.	Bereicherungsabsicht	285
4.	Täuschungsabsicht	285

5. Nachweisbarkeit	286
V. Zusammenfassung	287
§ 11 Zusammenfassung	288
I. Bedeutung und Beeinflussbarkeit von Börsenkursen	288
II. Kursmanipulation und Kurspflege im EG-Recht	289
III. Kursmanipulation und Kurspflege im deutschen Kapitalmarktrecht	290
IV. Abgrenzung und Ausblick	292
Literaturverzeichnis	295