

Indre Waschkeit

Marktmanipulation am Kapitalmarkt

Ein Beitrag zur Neuregelung des Verbots der
Marktmanipulation unter Berücksichtigung amerikanischer
Erfahrungen und europäischer Vorgaben



Nomos

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
Einleitung	27
§ 1 Problemstellung	27
§ 2 Gang der Untersuchung	32
1. Teil: Grundlagen	34
Kapitel 1: Marktmanipulationen am Kapitalmarkt	34
§ 3 Marktmanipulation als Marktmissbrauch	34
I. Opportunistische Ausnutzung des Anlegers	34
II. Marktmanipulation	35
III. Insiderhandel	37
§ 4 Unterscheidungen	37
I. Unterscheidung nach Erscheinungsformen	38
1. Handelsgestützte Manipulationen	39
2. Informationsgestützte Manipulationen	39
3. Handlungsgestützte Manipulationen	39
II. Unterscheidung nach handelnden Personen	39
1. Emittierende Unternehmen und Großaktionäre	40
2. Direkt Beteiligte	40
3. Dritte	40
III. Unterscheidung nach Manipulationszielen	40
IV. Unterscheidung nach Märkten	41
1. Primärmarkt	41
2. Sekundärmarkt	41
§ 5 Abgrenzungen	41
I. Betrügerischer Aktienkauf	41
II. Insiderhandel	42
III. Spekulation	42
IV. Kursschnitt	43
§ 6 Erscheinungsformen	43
I. Handelsgestützte Manipulationen	44
1. Betrügerische Manipulationen	44
a. Wash trades	45
b. Pre-arranged trading	46

c.	Matched orders	47
d.	Pooling und Churning	48
2.	Manipulation durch Transaktionen	49
a.	Kursmanipulation	50
aa.	Kursmanipulation im engeren Sinne	50
bb.	Kursstützung	51
cc.	Kurspflege	53
b.	Marking the close or ramping	53
c.	Capping und pegging	54
d.	Painting the tape	54
3.	Sonderfall Kurspflege	55
a.	Stabilisierung	56
aa.	Stabilisierung von Anleihen	58
bb.	Stabilisierung von Aktien, insbesondere Greenshoe Option	59
b.	Kurspflege außerhalb von Stabilisierungsmaßnahmen	63
aa.	Kurspflege im Zusammenhang mit einer Emission, insbesondere beim Bookbuilding-Verfahren	63
bb.	Kurspflege außerhalb einer Neuemission oder Sekundärplatzierung	66
(1)	Kurspflege durch Aktienrückkäufe	66
(2)	Kurspflege zur Abwehr von feindlichen Übernahmeangeboten	66
(3)	Kurspflege zur Bilanzpflege	67
(4)	Generelle Kurspflegevereinbarungen	68
(5)	Sonstige Kurspflegemaßnahmen	69
(a)	Designated Sponsoring	69
(b)	Market Making	69
(c)	Sicherung der Preiskontinuität der Skontrofführer	70
(d)	Marktschutzvereinbarungen	70
II.	Informationsgestützte Manipulationen	73
1.	False or misleading information	74
2.	Misuse of privileged information	75
a.	Scalping	75
b.	Vor-, Nach-, Mit- und Gegenlaufen	76
c.	Corner	76
d.	Squeeze	77
III.	Handlungsgestützte Manipulationen	77
Kapitel 2:	Ökonomische Theorie und Marktmanipulation	78
§ 7	Bedeutung des Kapitalmarktes	78
§ 8	Schutzziele und Schutzprinzipien des Kapitalmarktrechts	79
I.	Schutzziele	79
1.	Funktionsschutz	80
a.	Institutionelle Funktionsfähigkeit	80

b.	Operationale Funktionsfähigkeit	81
c.	Allokative Funktionsfähigkeit	81
2.	Anlegerschutz	82
II.	Schutzprinzipien	83
§ 9	Kapitalmarkttheoretischer Hintergrund	84
I.	Hypothese des effizienten Marktes	84
II.	Behavioral Finance	86
III.	Noise-trader-Modelle	87
IV.	Myopia-Theorie	87
V.	Zusammenfassung	88
§ 10	Notwendigkeit einer Regulierung	88
2. Teil: US-amerikanisches Marktmanipulationsrecht		93
Kapitel 3:	Marktmanipulationen auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt	93
§ 11	Der US-amerikanische Kapitalmarkt	93
§ 12	Marktmanipulationen auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt	96
Kapitel 4:	US-amerikanisches Kapitalmarktrecht	99
§ 13	Die Struktur des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts	99
§ 14	Durchsetzung der bundesgesetzlichen Kapitalmarktvorschriften	102
Kapitel 5:	Das US-amerikanische Regelungssystem für Marktmanipulationen im Überblick	104
§ 15	Das Recht der organisierten Börsen	104
I.	Bundesrecht	104
1.	Securities Act	104
a.	Sec. 12(2) Securities Act	104
b.	Sec. 17(a) Securities Act	105
2.	Securities Exchange Act	106
a.	Sec. 9 Securities Exchange Act	106
b.	Sec. 10(a) Securities Exchange Act	109
c.	Sec. 14(e) Securities Exchange Act	110
d.	Sec. 15(c)(1) und (2) Securities Exchange Act	110
e.	Sec. 10(b) Securities Exchange Act und Rule 10b-5	111
aa.	Entstehungsgeschichte	111
bb.	Tatbestandselemente der Rule 10b-5	112
(1)	Betrug oder Täuschung (fraud or deceit)	112
(2)	Gegenüber jeder Person (upon any person)	113
(3)	Im Zusammenhang mit (in connection with)	114
(4)	Kauf oder Verkauf (purchase or sale)	115
(5)	Jeden Wertpapiers (of any security)	115
cc.	Zivilrechtliche Haftung	116
(1)	Das Käufer-Verkäufer-Erfordernis	117
(2)	Vertrauenstatbestand (reliance)	118

(3) Kausalität (causation)	119
(4) Verjährung	119
3. Investment Advisers Act	120
4. Sonderfragen	120
a. Stabilisierung und Handel während des Emissionsverfahrens (distributions)	120
aa. Entstehungsgeschichte	120
bb. Regulation M	123
(1) Rules 100 ff.	124
(2) Hot issue	126
(3) All-or-none-/part-or-none-/at-the-market-Emissionen	127
b. Rückkäufe eigener Aktien durch Unternehmen	128
c. Feindliche Übernahmen (contested takeover bids)	129
5. Rechtsfolgen	130
a. Strafrechtliche Verfolgung	130
b. Zivilrechtliche Durchsetzung	131
c. Verwaltungsverfahren	132
d. Disziplinarische Maßnahmen	132
e. Zivilrechtliche Haftung für Gesetzesverletzungen	133
6. Internationaler Anwendungsbereich	134
II. Einzelstaatenrecht	135
III. Selbstregulierung	136
§ 16 Over-the-Counter-Regulierung	136
§ 17 Schutzzweck der US-amerikanischen Regelungen	137
§ 18 Ergebnis und Stellungnahme zur Übertragbarkeit	138

3. Teil: Europäisches Marktmanipulationsrecht 141

Kapitel 6: Entwicklung der Marktmissbrauchs-Richtlinie 141

§ 19 Der Europäische Kapitalmarkt	141
§ 20 Kapitalmarktrecht auf europäischer Ebene	144
I. Begriffsbestimmung	144
II. EG-vertragliche Grundlagen	145
III. Tragende Prinzipien des Europäischen Kapitalmarktrechts	146
IV. Konzeption des Europäischen Kapitalmarktrechts	147
V. Regelungsziele und -prinzipien	147
§ 21 Jüngere Entwicklungen des europäischen Kapitalmarktrechts	148
I. Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen	148
II. Internationale Untersuchung durch die IOSCO von 2000	151
1. Die Zusammenarbeit der internationalen Wertpapieraufsichtsbehörden	151
2. Internationale Analyse als Vorarbeit für die Marktmissbrauchs-Richtlinie	151

3.	Inhalt und Ergebnisse des Berichts des Technischen Ausschusses	152
III.	Studie für die EU-Kommission über die makro-ökonomischen Auswirkungen der Integration der Europäischen Finanzmärkte von 2002	152
IV.	Das beschleunigte Rechtssetzungsverfahren	154
V.	Fortschritte bei der Umsetzung des Aktionsplans	158
§ 22	Vorarbeiten durch die FESCO/CESR	160
I.	Die Zusammenarbeit der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden	160
1.	Forum of European Securities Commissions (FESCO)	160
2.	Committee of European Securities Regulators (CESR)	160
II.	Vorarbeiten für die Marktmissbrauchs-Richtlinie	162
1.	Market Abuse	164
2.	Measures to promote Market Integrity	165
3.	Stabilisation and Allotment	166
a.	Die Schutzvorschrift (safe harbour) für Stabilisierung	167
b.	Mehrzuteilungsklausel und Greenshoe	170
§ 23	Die Europäische Marktmissbrauchs-Richtlinie	171
Kapitel 7:	Die Marktmissbrauchs-Richtlinie im Einzelnen	173
§ 24	Überblick	173
§ 25	Anwendungsbereich	175
I.	Sachlicher Anwendungsbereich	175
II.	Räumlicher Anwendungsbereich	177
III.	Persönlicher Anwendungsbereich	178
§ 26	Marktmissbrauch	179
I.	Definition von Marktmissbrauch	179
II.	Neuer Tatbestand Marktmanipulation	179
III.	Insiderdelikt	182
§ 27	Führung eines Insiderverzeichnisses	183
§ 28	Neuregelungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität	183
§ 29	Offenlegungspflichten	184
I.	Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten in Analysen etc.	184
II.	Pressefreiheit	184
§ 30	Pflicht zur Information	184
§ 31	Ausnahmen	184
I.	Ausnahmen für Mitgliedstaaten und Zentralbanken	185
II.	Ausnahmen für Stabilisierungsmaßnahmen und Aktienrückkaufprogramme	185
§ 32	Durchführung und Sanktionen	186
§ 33	Komitologieverfahren nach Art. 17	187
Kapitel 8:	Durchführung und Umsetzung der Richtlinienvorgaben	187
§ 34	Die Level 2 - Empfehlungen des CESR	187

I.	CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive	188
1.	Definition der Marktmanipulation	189
2.	Schutzvorschrift für Aktienrückkaufprogramme	190
3.	Schutzvorschrift für Stabilisierungsmaßnahmen	191
II.	Market Abuse Additional Level 2 Implementing Measures	192
§ 35	Die Durchführungsmaßnahmen der Kommission	195
I.	Die ersten Durchführungsmaßnahmen	195
1.	Begriffsbestimmung von Insider-Informationen und Marktmanipulation sowie die Veröffentlichung von Insider-Informationen	195
2.	Sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und Offenlegung von Interessenkonflikten	196
3.	Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen	197
II.	Leitlinien für die Bestimmung zulässiger Marktpraktiken sowie Vorgaben für die Meldung verdächtiger Transaktionen	198
§ 36	Die Level-3-Leitlinien des CESR	200
Kapitel 9:	Stellungnahme	201
§ 37	Neues Rechtssetzungsverfahren	201
§ 38	Einheitliches Recht des Marktmissbrauchs	202
§ 39	Verbesserte Zusammenarbeit der europäischen Aufsichtsbehörden	203
Kapitel 10:	Marktmanipulationen auf dem deutschen Kapitalmarkt	204
§ 40	Der deutsche Kapitalmarkt	204
§ 41	Marktmanipulation auf dem deutschen Kapitalmarkt	205
4. Teil:	Deutsches Marktmanipulationsrecht	208
Kapitel 11:	Die Rechtslage in Deutschland vor dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	208
§ 42	Materiellrechtliche Lage bis zum 30.06.2002	208
I.	Einführung in § 88 BörsG a. F.	208
II.	Voraussetzungen	211
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	211
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	211
a.	Relevante Instrumente	211
b.	Börsen- und Marktpreis	214
3.	Tathandlungen	215
a.	§ 88 Nr. 1 Alt. 1 BörsG a. F.	215
b.	§ 88 Nr. 1 Alt. 2 BörsG a. F.	218
c.	§ 88 Nr. 2 BörsG a. F.	218
4.	Subjektiver Tatbestand	222
5.	Rechtswidrigkeit	225

6.	Rechtsfolgen	225
7.	Versuchsstrafbarkeit	225
8.	Zuständigkeit	225
III.	Kritik und Reformbedarf	226
§ 43	Verfahrensrechtliche Lage bis zum 30.04.2002	227
I.	Aufsichtsrechtliche Lage in Deutschland	227
1.	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel	228
2.	Börsenaufsicht als Länderaufgabe	229
3.	Die Handelsüberwachungsstellen	230
II.	Kritik und Reformbedarf	231
Kapitel 12:	Die materielle Rechtslage nach dem AnSVG	233
§ 44	Das Verbot der Marktmanipulation	233
I.	Verfassungsmäßigkeit der Regelung	236
1.	Verfassungsmäßigkeit der Blanketttatbestände der §§ 38 f. WpHG i. V. m. § 20a WpHG	240
2.	Verfassungsmäßigkeit der Ermächtigung des § 20a Abs. 5 S. 1 i. V. m. §§ 38 f. i. V. m. § 20a WpHG	243
a.	Verstoß gegen Art. 103 Abs. 2 GG	243
b.	Verstoß gegen Art. 104 Abs. 1 S. 1 GG	246
c.	Verstoß gegen Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG	250
d.	Verstoß gegen den Grundsatz der Gewaltenteilung nach Art. 20 Abs. 2 GG	253
e.	Verstoß gegen die Wesentlichkeitsrechtsprechung nach Art. 20 Abs. 3 GG	253
f.	Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz nach Art. 3 Abs. 1 GG unter dem Aspekt des Willkürverbots	254
3.	Verfassungsmäßigkeit der Subdelegation nach § 20a Abs. 5 S. 2 WpHG	254
4.	Verstoß gegen das Gebot der Rechts- und Normklarheit	256
5.	Verfassungsmäßigkeit der MaKonV	259
6.	Ergebnis	260
II.	Objektiver Tatbestand	261
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	261
2.	Sachlicher Anwendungsbereich	261
3.	Räumlicher Anwendungsbereich	263
4.	Tathandlungen	265
a.	Tathandlung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 1. Alt. WpHG i. V. m. § 2 MaKonV	265
aa.	Unrichtige oder irreführende Angaben	266
bb.	Bewertungserhebliche Umstände	268
cc.	Eignung zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis	270
dd.	Kundgabe	273

b.	Tathandlung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 2. Alt. WpHG i. V. m. § 2 MaKonV	274
c.	Tathandlung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG i. V. m. § 3 MaKonV	276
d.	Tathandlung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG i. V. m. § 4 MaKonV	277
e.	Zusätzliche Tathandlungen nach § 38 Abs. 2 WpHG	283
III.	Subjektiver Tatbestand	285
1.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 i. V. mit § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG	286
2.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 i. V. m. § 39 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	287
3.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 i. V. mit § 39 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	287
4.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 i. V. mit § 38 Abs. 2 i. V. m. § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG	288
5.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 i. V. m. § 38 Abs. 2 i. V. m. § 39 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	289
6.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 i. V. mit § 38 Abs. 2 i. V. m. § 39 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	289
IV.	Eingreifen einer safe-harbour-Regelung	290
1.	Einführung einer safe-harbour-Regelung durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz	290
2.	Einordnung der safe-harbour-Regelungen	291
a.	Tatbestandsausschluss	292
b.	Rechtfertigungsgrund	294
c.	Entschuldigungsgründe	295
d.	Persönliche Ausnahmen von der Strafbarkeit	295
e.	Objektive Bedingung der Strafbarkeit	296
f.	Strafeinschränkungsgründe	296
g.	Zulässigkeit der Strafverfolgung	297
h.	Stellungnahme	297
3.	Die Regelungen der §§ 1 ff. MaKonV	298
V.	Eingreifen von § 20a Abs. 2 WpHG im Hinblick auf § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	301
VI.	Sonderregelung für Journalisten	303
VII.	Versuch	303
VIII.	Rechtsfolgen	303
1.	§ 39 i. V. m. § 20a WpHG i. V. m. §§ 1 ff. MaKonV	303
2.	§ 38 WpHG	304
a.	Strafrahmen	304
b.	Konkurrenzen	305
IX.	Schutzgesetzcharakter von § 20a WpHG	305
X.	Stellungnahme	308
1.	Die Neuregelung der Marktmanipulation	308
a.	Gesetzgebungsverfahren	308
b.	Materiellrechtliche Vorgaben	309

aa.	Rechtsgestaltung	309
bb.	Tatbestandliche Änderungen	309
cc.	Einführung von safe-harbour-Regelungen	310
2.	Die Umsetzung der europäischen Vorgaben durch das AnSVG	311
3.	Ausblick	312
§ 45	Weitere Verbotsnormen und Anspruchsgrundlagen	314
I.	Verstoß gegen weitere kapitalmarktrechtliche Vorschriften	314
1.	Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)	314
2.	Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)	319
3.	Prospektrechtliche Vorschriften	321
4.	Sonstige Vorschriften des Börsengesetzes (BörsG)	323
5.	Vorschriften des Kreditwesengesetzes (KWG)	323
6.	Vorschriften des Investmentgesetzes (InvG)	324
II.	Verstoß gegen bilanz- und gesellschaftsrechtliche Wahrheitsgebote	325
III.	Verstoß gegen Betrugs- und Irreführungsverbote	327
IV.	Verstoß gegen gesellschaftsrechtliche Kapitalerhaltungsvorschriften	329
V.	Verstoß gegen sonstige zivilrechtliche Vorschriften	331
§ 46	Die Fallgruppen	332
I.	Betrügerische Manipulationen	332
1.	Wash trades	332
2.	Pre-arranged trading	332
3.	Matched orders	333
4.	Pooling or Churning	333
II.	Manipulationen durch Transaktionen	334
1.	Kursmanipulation	334
a.	Kursmanipulation im engeren Sinne	334
b.	Kursstützung	335
2.	Marking the close or ramping	335
3.	Capping und pegging	335
4.	Painting the tape	336
III.	Sonderfall Kurspflege	336
1.	Stabilisierung	336
2.	Kurspflege außerhalb von Stabilisierungsmaßnahmen	336
a.	Kurspflege im Zusammenhang mit einer Emission	337
b.	Kurspflege außerhalb einer Neuemission oder Sekundärplatzierung	338
aa.	Kurspflege durch Aktienrückkäufe	338
bb.	Kurspflege zur Abwehr von feindlichen Übernahmeangeboten	338
cc.	Kurspflege zur Bilanzpflege	339

dd.	Generelle Kurspflegevereinbarungen	339
ee.	Sonstige KurspflagemaBnahmen	339
(1)	Designated Sponsoring	339
(2)	Market Making	340
(3)	Sicherung der Preiskontinuität	340
(4)	Marktschutzvereinbarungen	340
IV.	Manipulationen durch Information	341
1.	False or misleading information	341
2.	Misuse of privileged information	341
a.	Scalping	341
b.	Corner	342
c.	Squeeze	342
Kapitel 13:	Verfahrensrechtliche Lage nach dem AnSVG	343
§ 47	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	343
I.	Einheitliche Aufsicht über die Finanzmärkte	343
II.	Einheitlicher Gerichtsstand in Frankfurt am Main	344
III.	Rechts- und Fachaufsicht durch das BMF	344
IV.	Organe	344
V.	Zusammenarbeit mit der Deutschen Bundesbank	345
§ 48	Überwachung des Marktmanipulationsverbots nach § 4 WpHG	345
I.	Auskunftsrecht nach § 4 Abs. 3 WpHG	349
II.	Vorlagerecht nach § 4 Abs. 3 WpHG	350
III.	Betretensbefugnis nach § 4 Abs. 4 WpHG	350
IV.	Vertraulichkeitspflicht nach § 4 Abs. 8 WpHG	351
V.	Anzeigepflicht nach § 4 Abs. 5 WpHG	352
VI.	Auskunftsverweigerungsrecht nach § 4 Abs. 9 WpHG	353
VII.	Vollstreckung und Angreifbarkeit von Maßnahmen	353
VIII.	Anzeigepflicht Privater	354
IX.	Bekanntmachung von Maßnahmen	355
§ 49	Änderungen auf der Ebene der Strafverfolgung	355
§ 50	Stellungnahme	355
Zusammenfassung		358
Literaturverzeichnis		361
Sachwortverzeichnis		395