

Studien zum
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

198

Maximilian Reidt

Die zulässige Marktpraxis im Rahmen des Verbots der Marktmanipulation



Nomos

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Prof. Dr. Adam Sagan, MJur (Oxon)

Begründet von

Prof. Dr. Klaus J. Hopt

Prof. Dr. Manfred Lieb

Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 198

Maximilian Reidt

Die zulässige Marktpraxis im Rahmen des Verbots der Marktmanipulation



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Halle-Wittenberg, Univ., Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-8639-8 (Print)

ISBN 978-3-7489-3011-2 (ePDF)

1. Auflage 2022

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2022. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2021 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle/Wittenberg als Dissertation angenommen. Für die Veröffentlichung konnte Rechtsprechung und Literatur noch bis August 2021 berücksichtigt werden.

Danken möchte ich zuallererst meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago). Er hat mich bei der Auswahl des Themas und der Bearbeitung fortlaufend unterstützt und mir gleichzeitig die Freiheit gewährt, die für ein solches Vorhaben notwendig ist.

Dank schulde ich Jun.-Prof. Dr. Azar Aliyev, LL.M (Universität Heidelberg) für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Ganz besonders möchte ich meinem Vater danken, der mich fortlaufend bei der Erstellung der Arbeit unterstützt und mir neben meiner Mutter den nötigen Freiraum in meiner gesamten juristischen Ausbildung gewährt hat.

Zudem gebührt meiner Partnerin ein besonderer Dank für die andauernde Unterstützung, ihre Geduld und das Verständnis auf dem Weg zur Fertigstellung.

Widmen möchte ich die Arbeit meinen Eltern und Großeltern. Ohne sie wäre diese Arbeit nicht zustande gekommen.

Düsseldorf, im Oktober 2021

Maximilian L. Reidt

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 Marktmissbrauchsverordnung	181
B. Der deutsche Weg zur Marktmissbrauchsverordnung	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 Börsenusage als Vergleichs- und Orientierungspunkt	90
a) Definition der Börsenusage	90
b) Die Börsenusage 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)	Kurstabilisierende und liquiditätsbereitstellende Maßnahmen	129

b) Aktienrückkaufprogramme	130
III. Abwägung des Marktversagens gegen die Nachteile einer staatlichen Regulierung	131
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 Marktmissbrauchsverordnung	181
I. Segré-Report	181
II. Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts	182
III. Die Etablierung eines europäischen Marktmissbrauchsrechts	183
IV. Die Finanzmarktkrise und der Weg zu einer europäischen Aufsicht	185
V. Der Schritt zur Kapitalmarktunion	187
1. Kommissionsvorschlag zur Marktmissbrauchsverordnung	187
2. Erwägung der Abschaffung des Ausnahmetatbestands „Zulässige Marktpraxis“	188
3. Beschluss und Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung	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 Marktmissbrauchsverordnung	193
I. Frühe Vorschriften	193
II. Reform durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz	194
III. Die Marktmissbrauchsrichtlinie 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

Abkürzungsverzeichnis

aA	andere Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
ADHGB	Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch
Admin. L. J. Am. U.	Administrative Law Journal of The American University
ADR	American Depositary Receipts
ADTV	Average Daily Trading Volume
aE	am Ende
AER	American Economic Review
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
aF	alte Fassung
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift), Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
AMF	Autorité des marchés financiers
AMP	Accepted Market Practice
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes – Anleger- schutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
ATS	Alternative Trading System (alternatives Handelssystem)
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Bell. J. Econ. & Man.	Bell Journal of Economics and Management Science

Abkürzungsverzeichnis

Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsenO-FWB	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
BörsG	Börsengesetz
BörsZulVO	Börsenzulassungsverordnung
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
bspw.	beispielsweise
BT	Bundestag
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
Ch.	Chapter
Circ.	Circuit
COD	CO-Decision Procedure
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp.	Corporation
CRD IV	Capital Requirements Directive (Eigenkapitalrichtlinie)
CRIM-MAD	Criminal Sanctions Market Abuse Directive
DAI	Deutsches Aktien Institut
DAX	Deutscher Aktien Index
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
dh	das heißt
dies.	dieselbe(n)

Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
Duke L. J.	Duke Law Journal
EBA	European Banking Authority
EBLR	European Business Law Review
Econ. Letters	Economic Letters
ed.	edition, editor(s)
EG	Europäische Gemeinschaft; Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft i.d.F. nach dem 1.5.1999
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	European Market Infrastructure Regulation (Marktinfrastrukturverordnung)
endg.	endgültig
ESC	European Securities Committee
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
etc.	et cetera
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Union i.d.F. vor dem 1.5.1999
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
f., ff.	folgend(e)
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Financial Conduct Authority
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
Fn.	Fußnote
Frankfurt a.M.	Frankfurt am Main
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSAP	Financial Services Action Plan

Abkürzungsverzeichnis

FTD	Financial Times Deutschland
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
grdl.	grundlegend
Halbs.	Halbsatz
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HF	High Frequency
HFT	High Frequency Trading
HGB	Handelsgesetzbuch
hM	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
idF	in der Fassung
IMF	International Monetary Fund
insb.	insbesondere
inzw.	inzwischen
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
iRd	im Rahmen des
iRv	im Rahmen von
iSd	im Sinne des/der
iSv	im Sinne von
iVm	in Verbindung mit
IPO	Initial Public Offering
J.	Journal
J. Banking & Fin.	Journal of Banking and Finance
J. Corp. Law	Journal of Corporation Law
J. Econ.	Journal of Economics
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J Fin. Crime	Journal of Financial Crime
J. Fin. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Finan. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Leg. Stud.	Journal of Legal Studies
J. of Law and Tech.	Journal of Law, Technology and Policy
jurisPR BKR	juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
JZ	Juristenzeitung

KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KOM	Kommission
Komm.	Kommentar
KuMaKV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation
L.	Law
LG	Landgericht
Lief.	Lieferung
lit.	litera
Lit.	Literatur
LME	London Metal Exchange
MaKonV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation – Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MAD	Market Abuse Directive (Marktmissbrauchsrichtlinie)
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
Mich. Telecomm. & Tech. L. Rev.	Michigan Telecommunications and Technology Law Review
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
Mio.	Million
mwN	mit weiteren Nachweisen
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
nF	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Bank-Archiv: Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
Ohio St. L. J.	Ohio State Law Journal
OTC	Over the Counter
pot.	potentiell(e)
PwC	PricewaterhouseCoopers
Quart. J. Bus. Econ.	Quarterly Journal of Business and Economics
Quart. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics

Abkürzungsverzeichnis

RdF	Recht der Finanzinstrumente
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
REMIT	Regulation on Wholesale Energy Market Integrity and Transparency
resp.	repektive
Rev.	Review
RGBL.	Reichsgesetzblatt
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
s.	siehe
S.	Satz, Seite
SEA	Securities Exchange Act of 1934
Sec.	Section
SEC	Securities and Exchange Commission
SEC Rel.	Securities and Exchange Commission Release
Sec. Reg. L. J.	Securities Regulation Law Journal
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannte, sogenannter, sogenannten
South. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
Sp.	Spalte
SPO	Secondary Public Offering
StGB	Strafgesetzbuch
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ua	unter anderem
Univ. Pennsylv. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U.S.C.A.	United States Codes Annotated
v.	versus, vom, von
va	vor allem
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Var.	Variante(n)
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung

Vol.	Volume
Vor.	Vorbemerkung
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WS	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
XETRA	Exchange Electronic Trading
Yale L. J.	Yale Law Journal
zB	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfM	Zeitschrift für Management
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik
ZMP	zulässige Marktpraxis
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
z.T.	zum Teil

§ 1 Einleitung

A. Aktuelle Regelungsproblematik: Marktmanipulation und Marktpraktiken

Die Marktmanipulation bildet mit dem Insiderhandel den zentralen Oberbegriff des Marktmissbrauchs.¹ Marktmissbrauch und insbesondere die Marktmanipulation bergen enormes Schädigungspotential für den Kapitalmarkt, da sie das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsweise des Markts nachhaltig untergraben und schädigen. Da teilweise die Ansicht in der Wissenschaft vorherrscht, dem Markt fehle die Fähigkeit dem Marktmissbrauch effektiv entgegenzutreten, wurde der Fokus auf die staatliche Regulierung gesetzt, um das Vertrauen in den Kapitalmarkt als essentiellen Bestandteil einer freien Marktwirtschaft zu schützen. Es entstanden Verbote, die die Marktmanipulation und den Insiderhandel untersagen. Damit beschäftigt sich (seit geraumer Zeit) die wissenschaftliche Diskussion.² Weniger klar ist in diesem Zusammenhang, wo Einflussnahme zu beginnen und zu enden hat. Und wie nicht anders zu erwarten, wurde die Effektivität der Verbote bezweifelt. Insbesondere beim Verbot des Insiderhandels³, weniger beim Verbot der Marktmanipulation.⁴ Die bemerkenswerte Innovationsdynamik der Kapitalmärkte ist das eigentliche, ernstzunehmende Problem im Rahmen der Marktmanipulation. Durch sie entstanden und entstehen immer wieder Schlupflöcher, die vom Verbot der Marktmanipulation schwerlich in Gänze zu erfassen sind.⁵ Folglich ist der Tatbestand des Marktmanipulationsverbots auf deutscher und euro-

1 Nach *Goshen/Parchomovsky* 55 Duke L. J., 711 (716) (2016), besteht das Kapitalmarktrecht des Sekundärmarkts aus drei Kernelementen: Veröffentlichungspflichten, das Insiderhandelsverbot und das Verbot der Marktmanipulation; siehe auch *Klöhn*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Einleitung Rn. 1.

2 Siehe allgemein für die Regulierung des Marktmissbrauchs anstatt vieler *Hirte/Heinrich*, in: Köln-Komm, WpHG, Einl. Rn. 4 ff.

3 Siehe für die ökonomische Diskussion anstatt vieler *Klöhn*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Vor Art. 7 Rn. 93 ff.

4 Zweifel traten in Bezug auf das Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation ein, siehe *Fischel/Ross*, 105 Harv. L. Rev., 503 (522) (1992); Siehe Kapitel § 3 C. III. 1. für die ökonomische Rechtfertigung des Manipulationsverbots.

5 Siehe zB *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, S. 4, 178; *Mock/Stoll*, in: Köln-Komm, WpHG, § 20a Rn. 5.

päischer Ebene in seiner Weite und Komplexität stark gewachsen.⁶ Die Begehungsformen werden in die informations⁷-, handlungs⁸- und handelsgestützte⁹ Marktmanipulation untergliedert.

Letztere – die handelsgestützte Marktmanipulation – wird mithilfe gewöhnlicher Wertpapiertransaktionen durchgeführt. Gleichzeitig stellen aber Wertpapiertransaktionen das legitime und gewollte Marktverhalten von Handelsteilnehmern dar und entsprechen dem Zweck der Kapitalmärkte. Zwangsläufig ergeben sich Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen verbotenen, marktmanipulativen und legitimen Verhaltensweisen.¹⁰ Daneben treten Marktsituationen hinzu, die eine künstliche Einflussnahme auf den Börsenkurs mithilfe von Wertpapiertransaktionen unter ökonomischen Gesichtspunkten erfordern. Diese intendierte Börsenkursbeeinflussung entwickelt sich meistens am Markt aus selbstregulatorischen Zwecken¹¹ (z.B. als Liquiditätsmaßnahme), um die Funktionsweise des Markts aufrechtzuerhalten. Diese ökonomisch erforderliche Börsenkursbeeinflussung wird von den Marktteilnehmern praktiziert und gleichfalls erwartet, wodurch sie sich zu einer Marktpraxis entwickeln kann. Diese Marktpraktiken weisen – im Gegensatz zur Marktmanipulation – kein schädigendes Potential für den Kapitalmarkt auf, können aber unter das Verbot der Marktmanipulation fallen. Deshalb hindert das staatlich etablierte Marktmanipulationsverbot notwendige Marktpraktiken teilweise daran, aus ökonomisch gerechtfertigten Gründen auf den Börsenkurs einzuwirken und damit die Funktionsweise des Kapitalmarkts zu fördern. Das Verbot der Marktmanipulation führt demzufolge zu einer Überregulierung und verhindert ökonomisch notwendige Selbstregulierungsprozesse. Dieses Problem wurde erkannt, sodass Ausnahmetatbestände vom Verbot der Marktmanipulation entstanden sind. Die geläufigsten Marktpraktiken, die den Weg in europäisches und nationales Recht als gesetzliche Verbotsausnahme gefunden haben, sind Kursstabilisierungsmaßnahmen und Aktienrückkaufprogramme. Der europäische Gesetzgeber ist im Jahr 2003 den innovativen regulatorischen Weg gegangen, eine Vorschrift zu etablieren, mit welcher die nationalen Exekutivorgane (insb. Wertpapier-

6 Siehe zur geschichtlichen Entwicklung der Vorschrift Kapitel § 5.

7 Siehe Kapitel § 2 A. II. 1.

8 Siehe Kapitel § 2 A. II. 3.

9 Siehe Kapitel § 2 A. II. 2.

10 *Avgouleas*, The Mechanics and Regulation of Market Abuse, S. 137; *Fleischer*, in: Fuchs, WpHG, Vor § 20a Rn. 6 mwN.

11 Siehe Kapitel § 2 B. II. für die verschiedenen Marktpraktiken und Kapitel § 3 B. IV. für die ökonomische Zwecksetzung.

aufsichtsbehörden) neue den Kapitalmarkt förderliche Marktpraktiken als Ausnahme vom Marktmanipulationsverbot anerkennen können. Die zulässige Marktpraxis¹² im europäischen Kapitalmarktrecht wurde geboren. Die praktische Umsetzung und Anwendung erfolgte seit Etablierung unter der Marktmissbrauchsrichtlinie¹³ eher zurückhaltend. Sie fand auch in der Literatur nur wenig Beachtung und fristete ein Schattendasein neben den gesetzlich normierten Marktpraktiken der Kursstabilisierung und dem Rückkauf von Aktien. Nunmehr wurde die Vorschrift im Rahmen der neuen Marktmissbrauchsverordnung¹⁴ ausgebaut und unter dem neuen europäischen Aufsichtsregime mit der ESMA als europäische Wertpapieraufsichtsbehörde angepasst. Der Gesetzgeber überarbeitete und änderte vor allem das Anerkennungsverfahren für die Etablierung einer ZMP. Zudem formte er die einzelnen Anerkennungs Voraussetzungen näher aus. Dadurch offenbaren sich neue Wege, aber auch Probleme für die Anwendung der Vorschrift. Es stellt sich unter anderem die Frage, ob eine solche Anerkennungsvorschrift für Marktpraktiken auf Exekutivebene tatsächlich notwendig ist. Liquiditätsfördernde Marktpraktiken wie das *Market-Making*, die in der Europäischen Union in verschiedenen Formen – zB als *Liquidity Contract* oder *Designated Sponsoring* – auftreten, sind in die Betrachtung miteinzubeziehen, da sie auf EU-Ebene nicht einheitlich reguliert sind. Nur teilweise wurden sie als zulässige Marktpraxis gesetzlich anerkannt. Entsprechend eröffnet sich die praktische Vergleichsmöglichkeit zwischen Marktpraktiken innerhalb der EU als angestrebte Kapitalmarktunion. Naturgemäß drängt sich, wegen der Überschneidungen von manipulativen und legitimen Marktpraktiken, eine nähere Untersuchung der Marktmanipulation auf. Insbesondere vor dem Hintergrund, als das Verbot der Marktmanipulation im Rahmen der MAR ebenfalls reformiert wurde. Auch neuere Technologien, wie der algorithmische

12 Nachfolgend teilweise als „ZMP“ abgekürzt, wenn eine Marktpraxis gem. Art. 13 MAR anerkannt wurde. Eine Marktpraxis kann am Markt auftreten, muss aber keine ZMP sein, soweit sie noch nicht nach dem Verfahren in Art. 13 MAR anerkannt wurde, siehe zur Begrifflichkeit „zulässig“ insbesondere Kapitel § 7 A. II.

13 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Abl. EG Nr. L 96 v. 12.04.2003, S. 16, nachfolgend „MAD“ abgekürzt.

14 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, Abl. EU L 173 v. 12.06.2014, S. 1, nachfolgend „MAR“ abgekürzt.

Handel, der neue Manipulationsmöglichkeiten eröffnet und deshalb in der Marktmissbrauchsverordnung näher reguliert ist, müssen einer näheren Untersuchung unterzogen werden.

Deshalb soll diese Arbeit die zulässige Marktpraxis gem. Art. 13 MAR aufgrund ihres Schattendaseins in Praxis und Literatur näher untersuchen und Licht in das Dunkel ihrer Anwendung bringen.

B. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung gliedert sich in vier Teile. Zuerst nähert sich die Arbeit der Marktmanipulation unter Beleuchtung verschiedener Definitionen, um im Anschluss anhand verschiedener in der Rechts- und Wirtschaftswissenschaft entwickelter Merkmale einzuordnen, wobei rechtstatsächliche Entwicklungen der Untermauerung dienen. Dabei wird auch der algorithmische Hochfrequenzhandel beleuchtet, da er mittlerweile eine wichtige Rolle am Kapitalmarkt einnimmt. Erst dann widmet sich die Untersuchung der Frage, was überhaupt eine Marktpraxis ist und inwiefern sie sich bereits untereinander unterscheiden, da sie in einem engen Zusammenhang mit der handelsgestützten Manipulation stehen. Dabei findet die begriffliche Darstellung mit praktischen und rechtstatsächlichen Erläuterungen Berücksichtigung, insbesondere werden verschiedene bereits anerkannte Marktpraktiken genauer erläutert, um den praktischen Nutzen der Vorschrift des Art. 13 MAR aufzuzeigen. Darauf folgt im zweiten Teil eine ökonomische Darstellung, die notwendig ist, um zu einem Gesetzeszweck zu gelangen, der im Rahmen der Kapitalmarktregulierung regelmäßig auf ökonomischen Prinzipien fußt.¹⁵ Um das Verhältnis von Manipulationsverbot und zulässiger Marktpraxis vertieft herauszuarbeiten, müssen die ordnungstheoretischen Prinzipien von Regulierung und Deregulierung ebenfalls berücksichtigt werden.

Das US-Recht gilt in vielen Fällen der kapitalmarktrechtlichen Regulierung als Vorbild.¹⁶ Deshalb beleuchtet diese Arbeit das US-Recht in Bezug auf die Kompetenzen der amerikanischen Aufsichtsbehörde SEC, wobei

15 Siehe dazu zB *Hirte/Heinrich*, in: Köln-Komm, WpHG, Einl. Rn. 14 ff.; *Schmolke*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Vor Art. 12 Rn. 24.

16 *Hirte/Heinrich*, in: Köln-Komm, WpHG, Einl. Rn. 129; zB dienen die US-amerikanischen Securities Acts in Japan für eine Kapitalmarktgesetzgebung, siehe dazu *Baum*, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform, S. 1274, 1307 ff.; das Gesetz Shôken torihiki-hô, Gesetz Nr. 25/1948 beruht hauptsächlich auf dem US-amerikanischen Securities Act 1933 und dem Securities Exchange Act 1934.

dabei der Schwerpunkt auf dem Verbot der Marktmanipulation nebst gesetzlicher Etablierung von verschiedenen Marktpraktiken liegt. In dem Zusammenhang wird die Kursstabilisierung und das *Market Making* in den USA untersucht, um gegebenenfalls Ableitungen *de lege ferenda* für das europäische Kapitalmarktrecht treffen zu können. Eingang findet die neue Rechtslage unter der MAR im vierten Teil. Dabei werden zuerst die Verbotstatbestände der Marktmanipulation gem. Art. 15, 12 MAR dargestellt, wobei der Schwerpunkt auf Art. 12 Abs. 1 lit. a. MAR liegt, da dieser die handelsgestützte Manipulation definiert und daneben die zulässige Marktpraxis gem. Art. 13 Abs. 1 MAR als Ausnahmetatbestand fungiert. Anschließend – als Kernstück der Arbeit – untersucht diese Abhandlung die Vorschrift des Art. 13 MAR; dabei liegt der Fokus auf dem Anerkennungsverfahren und der dogmatischen Einordnung. Daran schließt sich die Betrachtung der Vorschrift des Art. 5 MAR an, die den Aktienrückkauf und die Kursstabilisierung regelt und als gesetzlich normierte Marktpraxis zu Art. 13 MAR abgegrenzt werden muss. Die Arbeit endet mit der Darstellung von zusammenfassenden Thesen, um unter anderem zu Ableitungen *de lege ferenda* zu gelangen.

§ 2 Grundlagen

A. Marktmanipulation am Kapitalmarkt

I. Definition der Marktmanipulation

Der Begriff der Marktmanipulation ist der zentrale Begriff des Marktmissbrauchsrechts, jedoch fehlt es bereits an einer unstreitigen ökonomischen Definition, sodass ebenfalls eine abschließende Legaldefinition nicht existiert.¹⁷ Schon im Rahmen der vorhergehenden Marktmissbrauchsrichtlinie und im WpHG a.F. wurde auf eine abstrakte Definition verzichtet.¹⁸ Dies setzt sich nun auch in der Marktmissbrauchsverordnung fort, sodass weiterhin nur bestimmte Verhaltensweisen aufgezählt werden, die als Marktmanipulation gelten.¹⁹ Die Schwierigkeit einer Definition resultiert nach Ansicht einiger Stimmen daraus, dass aus ökonomischer Sicht bei der verbotenen Marktmanipulation und bei erlaubten Kursstabilisierungsmaßnahmen eine Einwirkung auf den Preis eines Finanzinstruments erfolgt.²⁰ Zudem spielt das Phänomen der unbegrenzten Manipulationsmöglichkeiten eine bedeutende Rolle, sodass es nahezu unmöglich ist, eine umfassende Definition zu finden.²¹ Gerade die letztgenannte Begründung ist insofern plausibel, als durch den Verzicht einer Legaldefinition neuartige Manipulationshandlungen vom Tatbestand dennoch erfasst werden können, anderenfalls würde eine abschließende Definition Umgehungsmöglichkeiten für Marktteilnehmer eröffnen. Ein Großteil der Literatur²² nähert sich dem Begriff der Marktmanipulation, indem er darunter all jene Praktiken

17 Schmolke, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Vor Art. 12 Rn. 1 mwN.

18 Vgl. Kirchenbaur, Marktmanipulation, S. 5; Eichelberger, Verbot der Marktmanipulation, S. 11; Mock, in: Köln-Komm, WpHG, § 20a Rn. 6.

19 Siehe Art. 12 MAR.

20 Pickholz/Pickholz, 9 J Fin. Crime, 117, 120 (2001).

21 Mock, in Köln-Komm, WpHG, § 20a Rn. 5 zitiert *Cargill v. Hardin*, 452 F.2d 1154 (8th Circ. 1971), dort wurde die unbegrenzte Möglichkeit von Manipulationen folgendermaßen festgehalten: „The methods and techniques of manipulation are limited only by the ingenuity of man.“

22 Watter, SZW, 1990, 193 (194); Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 3; Eichelberger, Verbot der Marktmanipulation, S. 14; Waschkeit, Marktmanipulation am Kapitalmarkt, S. 36; Stage, Strafbare Marktmanipulation, S. 67; Ziouvas, ZGR 2003, 113 (130); Avgouleas, Market Abuse, S. 105.

versteht, die einen Preis herbeiführen, der nicht dem unbeeinflussten Spiel der Marktkräfte – also Angebot und Nachfrage – entspricht. Folglich ist der sogenannte *artificial price*²³ von Bedeutung; es muss also ein Erfolg in Form eines verfälschten Preises herbeigeführt werden. Ansatzpunkt ist, dass Angebot und Nachfrage selbst verändert werden und der künstliche Preis gerade auf diesen beeinflussten Parametern beruht.²⁴ Es findet sich in der Literatur auch eine Stimme, die ein subjektives Element verlangt. *Hopt*²⁵ definiert eine Manipulation als Verwendung von auf Täuschung des Effektenpublikums angelegten Mitteln, um die Kursentwicklung in eine bestimmte Richtung zu beeinflussen. Durch dieses von ihm geforderte Täuschungselement werden Manipulationshandlungen, bei denen die Kursbewegung ohne Mitwirkung getäuschter Marktteilnehmer erfolgt, also zum Beispiel durch in manipulativer Absicht aufgegebenen Kaufaufträge, nicht erfasst.²⁶ Aus diesem Grund sollte der überwiegenden Ansicht gefolgt werden, die ein weites Verständnis der Manipulation vertritt, um alle Erscheinungsformen der Marktmanipulation zu umfassen. Jedoch ist an dieser Stelle hervorzuheben, dass der von der Literatur definierte Begriff insoweit nur begrenzten Nutzen aufweist, als die Manipulationshandlungen vom Gesetz erfasst werden müssen. Deshalb hilft die Darstellung der Definition nur, um sich der Marktmanipulation auf begrifflicher Ebene anzunähern.

II. Systematisierung der marktmanipulativen Erscheinungsformen

Um den Begriff der Marktmanipulation in seinen vielschichtigen Facetten zu systematisieren, unterscheidet vor allem die ökonomische²⁷ und juris-

23 Der Preis, der nicht der wirklichen Marktlage am betroffenen Markt entspricht, *Ziouvas*, ZGR 2003, 113 (130); *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, S. 14; *Schönhoft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 10.

24 Siehe auch *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, S. 12, der richtigerweise feststellt, dass es auf die Beeinflussung von Angebot und Nachfrage ankommt, da der eigentliche Prozess der Preisbildung durch Computersysteme überwacht wird und dementsprechend eine Manipulation dessen (eine Preisbildung herbeizuführen, die nicht Angebot und Nachfrage entspricht) nicht unbemerkt bleibt.

25 *Hopt*, Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 491.

26 *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, S. 13; *Kirchenbauer*, Marktmanipulation, S. 5.

27 *Allen/Gale*, 5 Rev. of Financial Studies 503 (1992); *Avgouleas*, The Mechanism and Regulation of Market Abuse, S. 118 ff.; *Fischel/Ross*, 105 Harvard Law Rev., 503