

Einheit 13:

Markt-

manipulation

3. Februar 2017



Organisatorisches:

Link zu den Podcasts dieser Vorlesung:

<https://cast.itunes.uni-muenchen.de/vod/playlists/QC1yw0AhTx.html>

Gliederung der heutigen Veranstaltung

- I. Einführung**
- II. Tatbestand der
Marktmanipulation**
- III. Verbot und Sanktionen**
- IV. Marktüberwachung**



I. Einführung

1. Regelungsziel

- Geschütztes Rechtsgut des (öffentlich-rechtlichen) Kapitalmarktrechts ist die **Funktionsfähigkeit der** staatlich überwachten (§ 4 I WpHG) **Märkte**.
- Zu diesem Zweck muss die **Integrität des Kapitalmarktes** geschützt werden. Dies gilt nicht nur für den organisierten Markt (§ 2 V WpHG), sondern auch für den Freiverkehr (§ 48 BörsG).
- Mittel hierzu ist nicht nur die Veröffentlichung von Insiderinformationen (Art. 17 I MAR), sondern auch und insbesondere das deutlich breitere **Verbot der Marktmanipulation**, Art. 15 MAR.

I. Einführung

2. Normative Grundlagen

- **Bis zum 2.7.2016** enthielt **§ 20a WpHG a. F.** das Verbot der Marktmanipulation.
- Der Tatbestand wurde durch die **MaKonV** konkretisiert. Von dieser Regelungstechnik versprach sich der Gesetzgeber die notwendige **Flexibilität**, um die große Zahl von Manipulationstechniken erfassen zu können.
- Ergänzt wurden die nationalen Regelungen durch die **VO (EU) Nr. 2273/2003** (sog. Durchführungs-VO), die im Rahmen von § 20a III WpHG a. F. Bedeutung erlangte.

I. Einführung

2. Normative Grundlagen

- **§ 20a WpHG**, die **MaKonV** sowie die VO (EU) Nr. 2273/2003 wurden mit Wirkung vom **3.7.2016** aufgehoben.
- An ihre Stelle sind die **Art. 12, 13, 15, 21 MAR** getreten.
- Die Regelungen werden durch **technische Regulierungsstandards** ergänzt, die die EU Kommission auf Grundlage von Entwürfen der ESMA nach Art. 13 VII MAR beschließt.

I. Einführung

3. Verhältnis zu Insiderinformationen

- Ein Verstoß gegen Art. 17 I MAR *kann* zugleich einen Tatbestand der Marktmanipulation (Art. 12 MAR) erfüllen.
- Der Zusammenhang zwischen beiden Regelungen wird u. a. an **Art. 17 IV lit. b MAR** deutlich. Aufgrund einer früheren Information (z. B. in einem Lagebericht) würde die Öffentlichkeit ohne die Veröffentlichung nach Art. 17 I MAR irregeführt.
- Aber: **Art. 12, 15 MAR** reichen weit über Art. 17 MAR hinaus, da sie Irreführungen **unabhängig vom Medium** (z. B. Bilanz, Lagebericht, Prospekt) umfassen.

II. Tatbestand der Marktmanipulation

1. Vorbemerkung zur Systematik

- **Art. 15 MAR** enthält lediglich das **Verbot** der Marktmanipulation und des Versuchs.
- Der Begriff der Marktmanipulation wird nicht in Art. 15 MAR, aber in **Art. 12 I, II MAR** legaldefiniert.
- Der Begriff wird durch **Indikatoren**, die in Anhang I (Art. 12 III MAR) und in delegierten Rechtsakten (Art. 12 V, 35 MAR) festgelegt sind, ergänzt.
- Von den verbotenen Handlungen (Art. 12, 15 MAR) ist die nach **Art. 13 MAR** zulässige Marktpraxis (*accepted market practice*, **AMP**) zu unterscheiden.

II. Tatbestand der Marktmanipulation

2. Einzelne Tatbestände

- a) Art. 12 I lit. a MAR
- b) Art. 12 I lit. b MAR
- c) Art. 12 I lit. c MAR

*Anm.: **Art. 12 I lit. d MAR** enthält einen Sonder-tatbestand für den Basiswert von **Derivaten**.*

II. Tatbestand der Marktmanipulation

2. Einzelne Tatbestände

- a) Art. 12 I lit. a MAR
- b) Art. 12 I lit. b MAR
- c) Art. 12 I lit. c MAR

*Anm.: Art. 12 I lit. a
tatbestand für den L*

Zum besseren Verständnis der Tatbestände sowie aus Gründen der Vergleichbarkeit folgt die weitere Darstellung folgendem **Aufbau**:

- (1) Tathandlung
- (2) Taterfolg
- (3) Subjektiver Tatbestand
- (4) Ausnahme

2. Einzelne Tatbestände

a) Art. 12 I lit. a MAR

(1) Tathandlung

„Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags sowie jede andere Handlung“

(2) Taterfolg

- Die Nr. i, ii enthalten jeweils **zwei Varianten**:
- Eine Variante setzt voraus, dass der Taterfolg tatsächlich **eingetreten** ist („gibt“ bzw. „sichert“).
- Für die andere Variante genügt es, dass die Handlung **geeignet** ist, den Erfolg **wahrscheinlich** herbeizuführen („bei der dies wahrscheinlich ist“).

2. Einzelne Tatbestände

a) Art. 12 I lit. a MAR

(2) Taterfolg

Nr. i: Handlung gibt **falsche oder irreführende Signale** hinsichtlich des **Angebots, der Nachfrage oder des Preises** eines Finanzinstruments (Art. 3 I Nr. 1, 2 I MAR) oder ist geeignet, diesen Erfolg wahrscheinlich herbeizuführen

2. Ei

a)

Ein Signal ist **falsch**, wenn sein Aussagegehalt von der Wirklichkeit abweicht.

Ein Signal ist **irreführend**, wenn es beim relevanten Betrachter eine Fehlvorstellung hervorrufen kann.

(2) Taterfolg

Nr. i: Handlung gibt **falsche oder irreführende Signale** hinsichtlich des **Angebots, der Nachfrage oder des Preises** eines Finanzinstruments (Art. 3 I Nr. 1 2 I MAR) oder ist geeignet, diesen Erfolg **wahrscheinlich** herbeizuführen

Die Einwirkung auf den Kurs setzt voraus, dass ein Börsen- oder Marktpreis im Tatzeitpunkt bereits **existiert**.

Bei der Beurteilung der Geeignetheit sind u. a. die Indikatoren aus **Anhang I A** zu berücksichtigen.

Die Einwirkung auf den Kurs muss – im Unterschied zu Art. 7 I lit. a MAR – nicht erheblich sein.

2. Einzelne Tatbestände

a) Art. 12 I lit. a MAR

(2) Taterfolg

Nr. ii: Handlung *sichert* ein **anormales oder künstliches Kursniveau** eines Finanzinstruments (Art. 3 I Nr. 1, 2 I MAR) oder ist geeignet, diesen Erfolg wahrscheinlich herbeizuführen

2. Einzelne Tatbestände

a) Art. 12 I lit. a MAR

(2) Taterfolg

Nr. ii: Handlung *sichert* ein **anormales oder künstliches Kursniveau** eines Finanzinstruments (Art. 3 I Nr. 1, 2 MAR) oder ist geeignet, diesen Erfolg wahrscheinlich zu herbeizuführen

Der **Unterschied zur Nr. i** besteht darin, dass das Kursniveau bereits vor der Tat anormal oder künstlich war und dieser Zustand aufrechterhalten wird.

2. Einzelne Tatbestände

a) Art. 12 I lit. a MAR

(3) Subjektiver Tatbestand

Der Tatbestand des Art. 12 I lit. a MAR enthält – im Unterschied zu Art. 12 I lit. c MAR – **keinen** subjektiven Tatbestand.

(4) Ausnahme

Die Handlung ist nach Art. 12 I lit. a, 13 I MAR zulässig, wenn ...

- sie im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis steht und
- für sie legitime Gründe existieren.

2. Einzelne Tatbestände

a) Art. 12 I MAR

(3) Su

De

im

su

Die zulässige Marktpraxis wird von der BaFin als zuständiger Behörde (Art. 3 I Nr. 12 i.V.m. Art. 22 MAR) in einem Verfahren nach Art. 13 III, IV MAR und Delegierter VO (EU) Nr. 2016/908 unter Berücksichtigung der Kriterien in Art. 13 II, VII MAR für den jeweiligen Mitgliedstaat festgelegt. Eine Übersicht ist auf der **Homepage der ESMA** abrufbar

(4) Aus

(Art. 13 IX MAR): <https://www.esma.europa.eu/>

Die Handlung ist nach Art. 12 I MAR zulässig, wenn ...

- sie im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis steht und
- für sie legitime Gründe existieren.

2. Einzelne Tatbestände

b) Art. 12 I lit. b MAR

(1) Tathandlung

Im Unterschied zu Art. 12 I lit. a MAR besteht die Tathandlung aus **zwei Elementen**:

- Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags und jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung **an Finanzmärkten**
- unter Vorspiegelung **falscher Tatsachen**, unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung

2. Einzelne Tatbestände

b) Art. 12 I lit.

(1) Tathandlung

Die sonstige Tätigkeit oder Handlung muss im
Unterschied zu Art. 12 I lit. a MAR Teil des
Marktgeschehens sein.

Im Unterschied zu Art. 12 I lit. a I MAR besteht die
Tathandlung aus **zwei Elementen**

- Abschluss eines Geschäfts, Erfüllung eines Handelsauftrags und jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung **an Finanzmärkten**
- unter Vorspiegelung **falscher Tatsachen**, unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung

2. Einzelne Tatbestände

b) Art. 12 I lit. a

(1) Tathandlung

Die sonstige Tätigkeit oder Handlung muss im **Unterschied zu Art. 12 I lit. a MAR** Teil des Marktgeschehens sein.

Im Unterschied zu Art. 12 I lit. a MAR besteht die Tathandlung aus **zwei Elementen**

- Abschluss eines Geschäfts, Erfüllung eines Handelsauftrags und jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung **an Finanzmärkten**
- unter Vorspiegelung **falscher Tatsachen**, unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen

Tatsachen sind falsch, wenn sie unwahr sind. **Werturteile, Prognosen etc.** sind falsch, wenn sie auf einer bewusst falschen Grundlage erstellt wurden oder sonst nicht vertretbar sind.

2. Einzelne Tatbestände

b) Art. 12 I lit. b MAR

(2) Taterfolg

Beeinflussung des Kurses eines oder mehrerer Finanzinstrumente (Art. 3 I Nr. 1, Art. 2 I MAR) oder Eignung der Tathandlung hierzu

2. Einzelne Tatbestände

b) Art. 12 I lit. b MAR

(2) Taterfolg

Beeinflussung des Kurses eines oder mehrerer Finanzinstrumente (Art. 3 I Nr. 1, Art. 2 I MAR) oder Eignung der Tathandlung hierzu

Bei der Beurteilung der Eignung sind u. a. die Indikatoren aus **Anhang I B** zu berücksichtigen.

Die Beeinflussung des Kurses setzt voraus, dass ein Börsen- oder Marktpreis im Tatzeitpunkt bereits **existiert**.

2. Einzelne Tatbestände

b) Art. 12 I lit. b MAR

(3) Subjektiver Tatbestand

Der Tatbestand des Art. 12 I lit. b MAR enthält – im Unterschied zu Art. 12 I lit. c MAR – **keinen** subjektiven Tatbestand.

(4) Ausnahme

Keine, insbesondere findet Art. 13 I MAR tatbestandlich keine Anwendung. Eine Täuschung ist *per se* keine zulässige Marktpraxis.

2. Einzelne Tatbestände

c) Art. 12 I lit. c MAR

(1) Tathandlung

- **Verbreitung** von Informationen – einschließlich **Gerüchten** – über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege

2. Einzelne Tatbestände

c) Art. 12 I lit. c MAR

(1) Tathandlung

- **Verbreitung** von Informationen – einschließlich **Gerüchten** – über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege

Bis zum 2.7.2016 waren Gerüchte von § 20a I 1 Nr. 1 WpHG nach h. M. nicht umfasst

Die Informationen müssen nicht öffentlich verbreitet oder einem großem Personenkreis zugänglich gemacht werden. Es genügt, dass **mindestens eine weitere Person** davon Kenntnis nehmen kann.

2. Einzelne Tatbestände

c) Art. 12 I lit. c MAR

(2) Taterfolg

Der Tatbestand enthält **zwei Alternativen**:

- Alt. 1: Die Informationen geben **falsche oder irreführende Signale** hinsichtlich des **Angebots oder des Kurses** eines Finanzinstruments (Art. 3 I Nr. 1, 2 I MAR) oder sind geeignet, diesen Erfolg wahrscheinlich herbeizuführen.
- Alt. 2: Die Informationen führen ein **anormales oder künstliches Kursniveau** eines oder mehrerer Finanzinstrumente (Art. 3 I Nr. 1, 2 I MAR) herbei oder sind dazu geeignet.

2. Einzelne Tatbestände

c) Art. 12 I lit. c MAR

(3) Subjektiver Tatbestand

Die Person, die die Informationen verbreitet, muss **gewusst** haben oder **hätte wissen müssen**, dass die Informationen falsch oder irreführend sind.

(4) Ausnahme

- Der Tatbestand enthält keine Art. 12 I lit. a MAR vergleichbare Ausnahme.
- Durch **Art. 21 MAR** werden aber **journalistische Tätigkeit** privilegiert.

III. Verbot und Sanktionen

Übersicht:

1. Vorbemerkung zur Systematik
2. Präventive Anordnungen der BaFin
3. Naming and shaming
4. Ordnungswidrigkeit
5. Straftat

III. Verbot und Sanktionen

1. Vorbemerkung zur Systematik

- Die **MAR** selbst enthält keine Sanktionen.
- Die sog. Marktmissbrauchs-RiL (**CRIM-MAD**, Richtlinie 2014/57/EU) enthält nur Vorgaben für Sanktionen, die die Mitgliedstaaten in ihr nationales Recht umzusetzen haben, Art. 288 III AEUV.
- Für die Marktmanipulation enthält **Art. 5 I CRIM-MAD** die Vorgabe, dass es sich zumindest in **schweren Fällen** und bei Vorliegen von **Vorsatz** um eine **Straftat** handeln muss.
- Die verbleibende (Umsetzungs-)Freiheit hat der deutsche Gesetzgeber für ein **mehrstufiges Sanktionssystem** genutzt.

III. Verbot und Sanktionen

2. Präventive Anordnungen der BaFin

Außerhalb der Ordnungswidrigkeiten kann die BaFin folgende *präventive* Anordnungen treffen:

- **§ 4 IIIh Nr. 2 WpHG**: Einstellung der verbotenen Handlungen für eine Dauer von bis zu zwei Jahren
- **§ 4 IIIi WpHG**: Den verantwortlichen *natürlichen Personen* können **Geschäfte** mit Finanzinstrumenten *auf eigene Rechnung* für eine Dauer von bis zu zwei Jahren untersagt werden.
- **§ 4 IIIj WpHG**: bei *vorsätzlichen* Verstößen kann die BaFin gegen die handelnde Person ein **Berufsverbot** von bis zu zwei Jahren anordnen

III. Verbot und Sanktionen

3. Naming and shaming, § 40d WpHG

- Verstöße gegen Art. 15 MAR werden auf der **Internetseite der BaFin** veröffentlicht, § 40d I 1 WpHG
- Die Veröffentlichung erfolgt auch dann, wenn die Entscheidung **noch nicht bestands- oder rechtskräftig** ist. Ein Hinweis hierauf genügt, § 40d IV WpHG.
- Die Veröffentlichung erfolgt grds. unter **Angabe der Identität der handelnden Person**, § 40d II, III WpHG (sog. *naming and shaming*).
- Die Veröffentlichung ist erst nach **fünf Jahren** vollständig zu löschen, § 40d V WpHG.

III. Verbot und Sanktionen

4. Ordnungswidrigkeit

- Der Verstoß gegen Art. 15 MAR ist eine Ordnungswidrigkeit nach **§ 39 III d Nr. 2 WpHG**.
- Die Ordnungswidrigkeit ist nach **§ 39 IVa WpHG** bußgeldbewehrt.
 - Der **Ahndungsteil** kann bei natürlichen Personen bis zu 5 Mio. Euro, bei juristischen Personen bis zu 15 Mio. Euro oder 15 % des Gesamtumsatzes des letzten Geschäftsjahres betragen, § 39 IVa 1, 2 WpHG.
 - Der **Abschöpfungsteil** kann bis zum Dreifachen des wirtschaftlichen Vorteils betragen, § 39 IVa 3 WpHG.

III. Verbot und Sanktionen

5. Straftat

- Eine *vollendete* Marktmanipulation, die *vorsätzlich* begangen wird (§ 15 StGB), ist nach **§ 38 I Nr. 2 i.V.m. § 39 III d Nr. 2 WpHG** strafbar.
- § 38 V WpHG enthält eine **Qualifikation**.
- Ist die Marktmanipulation nicht vollendet, kann der **Versuch** nach § 38 IV WpHG (i.V.m. §§ 22, 23 StGB) strafbar sein.
- Nach § 38 VI WpHG liegt eine Straftat auch dann vor, wenn der Täter (nur) **leichtfertig** handelt.

IV. Marktüberwachung

- Die Marktüberwachung erfolgt durch die **BaFin** auf Grundlage von **§ 4 II 1 WpHG**. Die Verbote „dieses Gesetzes“ sind § 38 I Nr. 2, IV-VI WpHG und § 39 III d Nr. 2, IVa WpHG (s. o.).
- Die Überwachung wird der BaFin dadurch erleichtert, dass bestimmte Personen **bei Verdachtsfällen** zur Erstattung von **Anzeigen** verpflichtet sind:
 - § 10 I 1 WpHG
 - Art. 16 I UAbs. 2 und II MAR
- Ergibt sich aus den angezeigten Tatsachen der Verdacht einer Straftat (§ 38 I Nr. 2, IV-VI WpHG), hat die BaFin **Strafanzeige** zu erstatten, **§ 4 V 1 WpHG**.

Lesehinweise zur Vertiefung:

- *Grüger*, BKR 2007, 437 ff.
- *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000 ff.
- *Klöhn*, NZG 2011, 934 ff.
- *Trüg*, NJW 2014, 1346 ff.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

timo.fest@jura.uni-muenchen.de

