

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ROLAND SCHMIDTBLEICHER UND ANH-DUC CORDALIS

„DEFENSIVE BIDS“ FÜR STAATSANLEIHEN –  
EINE MARKTMANIPULATION?



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 60



**PROF. DR. THEODOR BAUMS**  
**PROF. DR. ANDREAS CAHN**

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT**

**SENCKENBERGANLAGE 31**

**D-60054 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-28941**

**FAX: +49 (0)69 / 798-29018**

**(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))**

Roland Schmidtbleicher und Anh-Duc Cordalis

**„Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 60**

**03/ 2007**

## Inhaltsverzeichnis

A. Einführung.....	1
B. Marktmanipulation gem. § 20 a WpHG.....	2
I. Räumlicher Anwendungsbereich des § 20 a WpHG.....	2
II. Zeitlicher Anwendungsbereich.....	3
III. Verbotene Maßnahmen nach §§ 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und 2 WpHG.....	3
1. Abgabe von „defensive bids“.....	4
a) Vornahme von Geschäften.....	5
b) Irreführungs- oder Preismanipulationseignung.....	5
2. Veröffentlichung der „Bid to Cover-Ratio“.....	8
a) Bewertungserhebliche Umstände.....	8
b) Irreführende Angaben.....	9
c) Eignung zur Einwirkung auf den Preis.....	11
IV. Bereichsausnahme des § 1 Abs. 3 WpHG.....	12
C. Zusammenfassung und Ausblick.....	12

# „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?

Roland Schmidbleicher und Anh-Duc Cordalis\*

## A. Einführung

Bei der Auktion von Staatsanleihen innerhalb der Eurozone herrscht seit längerer Zeit die Übung, Einfluss auf die Nachfragesituation zu nehmen.<sup>1</sup> Die Auktionen werden stets durch eine Gruppe sog. „Primary Dealers“ begleitet. In der Bundesrepublik Deutschland entspricht dieser Personenkreis den Mitgliedern der „Bietergruppe Bundesemissionen“, in Frankreich den „Spécialistes en Valeurs du Trésor“ (SVT).<sup>2</sup> Regelmäßig geben nur Mitglieder dieser Gruppe Gebote im Rahmen der Auktion ab.<sup>3</sup> Bei der Bietergruppe beziehungsweise den „Primary Dealers“ handelt es sich ausschließlich um führende Banken und Investmentbanken, die in der Lage sind, große Volumina der Staatsanleihen zu übernehmen.<sup>4</sup> Aus einschlägigen Kreisen wird berichtet, dass die „Primary Dealers“ in einigen Ländern der Eurozone – nach Aufforderung durch die entsprechende Finanzagentur – bei den Auktionen neben ihrem „tatsächlichen“ Gebot auch sog. „defensive bids“ abgeben.<sup>5</sup> Als „defensive bids“ werden Gebote bezeichnet, die wegen ihrer marktfernen preislichen Ausgestaltung keinesfalls zum Zuge kommen werden. Wohl aber erhöhen „defensive bids“ das Volumen der Gesamtnachfrage nach der konkreten Emission. Dieses Gesamtnachfragevolumen wird als Kennzeichen für die Liquiditätslage an dem betreffenden Markt angesehen. Als Messwert hierfür dient die sog. „Bid to Cover-Ratio“, also das Verhältnis zwischen Geboten und deren Deckung durch Zuteilung.<sup>6</sup> Auf diese Kennziffer achten insbesondere Zinsstrategen, Floor Researcher, Händler und Analysten, die das Rating beurteilen. Aus der „Bid to Cover-Ratio“ bilden sie ein- und langjährige Durchschnittswerte, die miteinander verglichen werden. Den

---

\* Roland Schmidbleicher LL.M. Eur. und Anh-Duc Cordalis sind wissenschaftliche Mitarbeiter am Institute for Law and Finance der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main. Die Autoren danken Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums, Direktor des Institute für Law and Finance, für seine wertvollen Hinweise und Anmerkungen.

<sup>1</sup> Vgl. Johannsen, Kosmetik bei Staatsanleihen-Auktionen, Börsen-Zeitung vom 11.01.2007, S. 17.

<sup>2</sup> Die aktuellen Mitglieder dieser Gruppe sind unter [http://www.bundesbank.de/download/kredit/kredit\\_bietergruppe\\_mitglieder.pdf](http://www.bundesbank.de/download/kredit/kredit_bietergruppe_mitglieder.pdf) abrufbar. Die SVT der Banque de France sind abrufbar unter: [http://www.aft.gouv.fr/article\\_810.html](http://www.aft.gouv.fr/article_810.html).

<sup>3</sup> Vgl. dazu Punkt 2. der Verfahrensregeln für Tender bei der Begebung von Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinslichen Schatzanweisungen des Bundes in der Fassung April 2005, abrufbar unter: [http://www.bundesbank.de/download/kredit/kredit\\_tenderverfahren.pdf](http://www.bundesbank.de/download/kredit/kredit_tenderverfahren.pdf). Für Frankreich vgl.: [http://www.aft.gouv.fr/aft\\_en\\_21/faq\\_54/index.html#506](http://www.aft.gouv.fr/aft_en_21/faq_54/index.html#506).

<sup>4</sup> Vgl. für die Bundesrepublik Deutschland die Liste aus Fn. 2 und die Voraussetzungen für die Aufnahme in die Bietergruppe aus Fn. 3 dort insbesondere Punkt 3. Für Frankreich, die Liste der „Primary Dealers“ in Fn. 2 und die Aufnahmebedingungen in diese Gruppe: [http://www.aft.gouv.fr/article\\_789.html?id\\_article=789](http://www.aft.gouv.fr/article_789.html?id_article=789).

<sup>5</sup> Vgl. Johannsen, Börsen-Zeitung vom 11.01.2007, S. 17.

<sup>6</sup> Vgl. [http://www.investorwords.com/473/bid\\_to\\_cover\\_ratio.html](http://www.investorwords.com/473/bid_to_cover_ratio.html).

Marktteilnehmern wird also durch die künstlich gestaltete Nachfrage im Auktionsverfahren ein liquider Sekundärmarkt für die entsprechenden Staatsanleihen „vorgegaukelt“.<sup>7</sup> In der Bundesrepublik Deutschland – im Gegensatz etwa zu Frankreich – soll dieses Phänomen wegen des günstigen Marktumfelds bisher nicht zu finden sein.<sup>8</sup> Eine Gewähr dafür gibt es indes nicht. Die Bundesrepublik Deutschland-Finanzagentur GmbH könnte wegen steigenden Wettbewerbsdrucks vielmehr ebenfalls in die Lage geraten, zu dieser Praxis greifen zu müssen, und die Bietergruppe auffordern, „defensive bids“ abzugeben.

## **B. Marktmanipulation gem. § 20 a WpHG**

Im Folgenden wird untersucht, ob die Veröffentlichung der „Bid to Cover-Ratio“ durch die Emittenten deutscher sowie anderer europäischer – beispielsweise französischer – Staatsanleihen und das Rekurrieren auf diese Kennzahl durch die jeweiligen „Primary Dealers“<sup>9</sup> eine verbotene Marktmanipulation im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG darstellt, oder ob bereits in der Abgabe der „defensive bids“ durch die „Primary Dealers“ eine verbotene Marktmanipulation im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG zu sehen ist. Kartellrechtliche Fragen werden bewusst ausgeklammert.

## **I. Räumlicher Anwendungsbereich des § 20 a WpHG**

Gemäß § 20 a Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG gilt das Verbot der Marktmanipulation erst nach der Zulassung eines Finanzinstruments<sup>10</sup> zum Handel an einer inländischen Börse oder der Einbeziehung in den Freiverkehr. Bundesanleihen werden stets im amtlichen Markt an den deutschen Wertpapierbörsen eingeführt.<sup>11</sup> Auch ausländische Staatsanleihen, die an deutschen Börsen gehandelt werden, können von § 20 a Abs. 1 WpHG erfasst werden. Französische Staatsanleihen werden – soweit sie nicht in den amtlichen Markt eingeführt sind – gem. § 52 BörsG automatisch zum geregelten Markt zugelassen. Eine im EU-Ausland begangene Manipulation wirkt sich in diesem Fall auch auf den inländischen Markt aus. § 20 a WpHG verlangt nicht, dass sich sowohl Handlungs- als auch Erfolgswert im Inland entfalten. Es

---

<sup>7</sup> Vgl. *Johannsen*, Börsen-Zeitung vom 11.01.2007, S. 17.

<sup>8</sup> Vgl. *Johannsen*, Börsen-Zeitung vom 11.01.2007, S. 17.

<sup>9</sup> Als Beispiel ist auf die Mitteilung der letzten Auktionsergebnisse der Agence France Trésor: [http://www.aft.gouv.fr/aft\\_en\\_21/debt\\_management\\_51/auctions\\_259/latest\\_auctions\\_262/index.html](http://www.aft.gouv.fr/aft_en_21/debt_management_51/auctions_259/latest_auctions_262/index.html) und die Pressemitteilung der Bundesbank vom 15.11.2006 über das Tenderergebnis einer 10-jährigen Bundesanleihe: <http://www.bundesbank.de/download/presse/presse-notizen/2006/20061115.tenderergebnis.php> hinzuweisen.

<sup>10</sup> Gem. § 2 Abs. 2 b i. V. m. Abs. 1 Nr. 1 WpHG sind Schuldverschreibungen Finanzinstrumente im Sinne des § 20 a WpHG. Hierbei ist unerheblich, ob die Schuldverschreibungen verbrieft sind oder, wie im Falle von Bundesanleihen und beispielsweise französischen Staatsanleihen, in ein Schuldbuch eingetragen wurden. Vgl. hierzu *Kümpel/Veil*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Kapitalmarktrecht, Lieferung 02/06, 0 65 Rn. 23.

reicht aus, dass – ungeachtet des Handlungsorts – der tatsächlich mögliche oder zumindest angestrebte Erfolg der Marktmanipulation im Inland eintritt.<sup>12</sup> Die im EU-Ausland begangene Marktmanipulation hinsichtlich eines Finanzinstruments, das an deutschen Börsen gehandelt wird, unterfällt daher ebenfalls § 20 a WpHG.<sup>13</sup> Die Überwachung durch die BaFin gem. § 4 Abs. 2 WpHG erstreckt sich auch auf diese Fälle, und es kann so zu einer Zusammenarbeit mit der zuständigen Stelle im Ausland gem. § 7 WpHG kommen.<sup>14</sup>

## II. Zeitlicher Anwendungsbereich

Die „Primary Dealers“ geben ihre „defensive bids“ allerdings zu einem Zeitpunkt ab, zu dem die Staatsanleihen noch nicht zugelassen sind. Der Schutzbereich des § 20 a WpHG wäre hiernach in zeitlicher Hinsicht noch nicht eröffnet. Die Zulassung von Bundesanleihen erfolgt aber noch am Tag des Auktionsverfahrens und wird bereits in den Emissionsbedingungen angekündigt. Eine Ankündigung der Börsenzulassung und ein Handel an deutschen Börsen finden auch bei Staatsanleihen aus dem EU-Ausland regelmäßig statt.<sup>15</sup> Weiterhin ist auch hier auf § 52 BörsG zu verweisen, durch den sich die Einführung in den geregelten Markt von selbst vollzieht. Gem. § 20 a Abs. 1 S. 3 WpHG steht es der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt, der Einbeziehung in den geregelten Markt oder dem Freiverkehr gleich, wenn der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Dieser Fall liegt hier vor. Der zeitliche Schutzbereich des Verbots der Marktmanipulation ist demnach ebenfalls eröffnet.

## III. Verbotene Maßnahmen nach §§ 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und 2 WpHG

Nunmehr ist der Frage nachzugehen, ob bereits die Abgabe von „defensive bids“ durch die „Primary Dealers“ geeignet ist, falsche oder irreführende Signale für die Nachfrage nach den Staatsanleihen herbeizuführen (§ 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG). Danach ist zu untersuchen, ob die Veröffentlichung einer künstlich hohen „Bid to Cover-Ratio“ durch den Emittenten oder die „Primary Dealers“ eine unrichtige oder irreführende Angabe über

---

<sup>11</sup> Vgl. „Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes“ Stand August 2006, abrufbar unter: [http://www.bundesbank.de/download/kredit/kredit\\_emissionsbedingungen.pdf](http://www.bundesbank.de/download/kredit/kredit_emissionsbedingungen.pdf).

<sup>12</sup> Vgl. hierzu insgesamt *Vogel*, in: Assmann/Schneider WpHG, 4. Auflage 2006, § 20 a Rn 33 f.

<sup>13</sup> Strikt vom Anwendungsbereich des § 20 a WpHG zu trennen ist die strafrechtliche Sanktion, die sich aus dem Zusammenspiel von §§ 20 a und 38, 39 WpHG ergibt. Vgl. dazu *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 35.

<sup>14</sup> Vgl. dazu *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 34.

<sup>15</sup> Vgl. als Beispiel die Pressemitteilung der Bundesbank vom 14.11.2006 über die Ausschreibung einer zehnjährigen Anleihe des Bundes im Tendersverfahren, abrufbar unter: <http://www.bundesbank.de/download/presse/pressemitteilungen/2006/20061114.tender.php> und zu den

bewertungserhebliche Umstände des Finanzinstruments ist (§ 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG). Der durch die offenen Tatbestandsformulierungen mögliche Beurteilungsspielraum ist denkbar weit. Um den Tatbestand einzugrenzen und die wesentlichen Aspekte zu präzisieren, bedürfen die Merkmale einer restriktiven Auslegung. Zunächst stellt § 20 a Abs. 1 S. 1 WpHG die Umsetzung von Art. 1 Nr. 2 lit. a) der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>16</sup> und ihren Durchführungsrichtlinien<sup>17</sup> dar. Weiterhin wurde das BMF in § 20 a Abs. 5 WpHG ermächtigt, durch eine Verordnung nähere Bestimmungen zu den Merkmalen des § 20 a Abs. 1 S. 1 WpHG zu erlassen. Das BMF hat von dieser Ermächtigung durch die „Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation“ (MaKonV) Gebrauch gemacht. Sowohl die Richtlinie als auch die MaKonV können demnach herangezogen werden, um die Tatbestandsmerkmale des § 20 a WpHG zu präzisieren. Darüber hinaus erscheint es zweckmäßig und angebracht, auch die Auslegungsergebnisse anderer Institutionen – insbesondere der Aufsichtsbehörden – zu § 20 a WpHG heranzuziehen. Daher sind in diesem Zusammenhang die Leitlinien des Komitees der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (CESR) zu Fragen der Marktmanipulation<sup>18</sup> und Auslegungsergebnisse der BaFin in ihrem Emittentenleitfaden<sup>19</sup> zu berücksichtigen.

Im Folgenden wird zunächst das Verhalten der „Primary Dealers“ hinsichtlich der „defensive bids“ (§ 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG)<sup>20</sup> und im Anschluss daran das Verhalten des Emittenten der Staatsanleihen sowie der „Primary Dealers“ bei der Veröffentlichung der Kennzahlen (§ 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG) gewürdigt.<sup>21</sup>

### **1. Abgabe von „defensive bids“**

Es gilt zunächst zu untersuchen, wie das Verhalten der „Primary Dealers“, nach Aufforderung der Emittentin sog. „defensive bids“ für die Auktion abzugeben, zu qualifizieren ist. Bereits diese Vorgehensweise könnte den Tatbestand des Manipulationsverbots gem. § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG erfüllen.<sup>22</sup> In Betracht kommt hier die Tatbestandsalternative, nach der es verboten ist, Geschäfte vorzunehmen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für die Nachfrage von Finanzinstrumenten zu geben.

---

Emissionsbedingungen Fn. 11. Zu den französischer Staatsanleihen vgl. [http://www.aft.gouv.fr/IMG/pdf/Guide\\_OAT-AFT\\_WEB.pdf](http://www.aft.gouv.fr/IMG/pdf/Guide_OAT-AFT_WEB.pdf) S. 14.

<sup>16</sup> Richtlinie 2003/6/EG Amtsbl. EU L 96, S. 16 ff.

<sup>17</sup> Richtlinie 2003/124/EG Amtsbl. EU L 339, S. 70 ff.; Richtlinie 2004/72/EG Amtsbl. EU L 162, S. 70 ff.

<sup>18</sup> Die Leitlinien sind im Volltext abrufbar unter: [http://www.cesr-eu.org/data/document/04\\_505b.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/04_505b.pdf).

<sup>19</sup> Im Volltext abrufbar unter: [http://www.bafin.de/schreiben/89\\_2005/emittentenleitfaden.pdf](http://www.bafin.de/schreiben/89_2005/emittentenleitfaden.pdf).

<sup>20</sup> Dazu sogleich unter B. III. 1.

<sup>21</sup> Dazu unter B. III. 2.

<sup>22</sup> Zum Verhältnis der Nr.1 zur Nr. 2 des § 20 a Abs. 1 S. 1 WpHG vgl. *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 41 und 113.



### **a) Vornahme von Geschäften**

Das von § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG verbotene Verhalten kann darin bestehen, dass Geschäfte im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten vorgenommen werden. Unter Geschäften sind hierbei alle Transaktionen, die mit dem Finanzinstrument zusammenhängen, zu verstehen. Vorgenommen ist ein Geschäft, wenn es ausgeführt worden ist.<sup>23</sup> Die Abgabe des Gebots im Rahmen der Auktion der Staatsanleihe – wenn auch preislich marktfremd ausgestaltet – stellt eine solche ausgeführte Transaktion dar.

### **b) Irreführungs- oder Preismanipulationseignung**

Ferner muss das vorgenommene Geschäft geeignet sein, entweder falsche oder irreführende Signale für die Nachfrage von Finanzinstrumenten zu geben. Bei diesem Tatbestandsmerkmal handelt es sich um einen Gefährdungstatbestand, der keinen Erfolg – insbesondere keine tatsächliche Preisbeeinflussung – voraussetzt. Methodisch wird die Eignung anhand einer objektiv-nachträglichen Prognose festgestellt. Ein Signal für die Nachfrage soll dann vorliegen, wenn das Geschäft geeignet ist, das Nachfrageverhalten auf dem Markt oder den Preis zu beeinflussen. Zur Konkretisierung des unbestimmten Tatbestands des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG kann auf die MaKonV zurückgegriffen werden. § 3 MaKonV will den Kerngehalt des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG regeln und enthält dabei gleichsam ein „Prüfraster“ mit Indizien für das Vorliegen einer Marktmanipulation.<sup>24</sup> Konsequenterweise spricht § 3 MaKonV daher auch lediglich von Anzeichen für falsche oder irreführende Signale. Diese sind gleichsam als Anhaltspunkte oder Richtlinienvorgaben zu verstehen.<sup>25</sup> In Anbetracht des geschilderten Sachverhaltes könnte der Tatbestand des § 3 Abs. 1 Nr. 1 lit. a) MaKonV vorliegen. Danach können Anzeichen für falsche oder irreführende Signale im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG auf Finanzinstrumente bezogene Geschäfte sein, die an einem Markt einen bedeutenden Teil des Tagesgeschäftsvolumens dieser Finanzinstrumente ausmachen. Das gilt insbesondere, wenn sie eine erhebliche Preisänderung bewirken. Die Regelung des § 3 Abs. 1 Nr. 1 lit. a) MaKonV beruht auf Art. 4 Buchstabe a) der Richtlinie 2004/124/EG. Danach geht eine Marktmanipulation häufig mit Geschäften oder Aufträgen einher, die aufgrund ihres großen Anteils am Gesamtvolumen aller Transaktionen mit diesem

---

<sup>23</sup> Vgl. *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 116. Zu einem Wechsel der wirtschaftlichen Berechtigung an einem Finanzinstrument muss es hingegen nicht kommen. Dies ergibt sich aus § 3 Abs. 1 Nr. 3 MaKonV. Danach können auch solche Geschäfte den Manipulationstatbestand des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG erfüllen, die zu keinem Wechsel des wirtschaftlichen Eigentums eines Finanzinstruments führen. Aus diesem Grund will *Vogel* in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 116 auch rechtsunwirksame Geschäfte, insbesondere Scheingeschäfte gem. § 117 BGB, hierfür ausreichen lassen.

<sup>24</sup> Vgl. *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 117 ff.

<sup>25</sup> Vgl. BR-Drucks. 18/05, S. 13 ff.

Finanzinstrument an einem Markt ein ausreichendes Preiswirkungspotenzial haben.<sup>26</sup> Der Verordnungsgeber hat sich zur Beurteilung der Marktmanipulation nicht lediglich auf das Volumen beschränkt. Vielmehr ist der manipulative Charakter derartiger Geschäfte im Einzelfall unter Heranziehung weiterer Umstände zu prüfen.<sup>27</sup>

Die Abgabe von „defensive bids“ könnte geeignet sein, falsche Signale für die Nachfrage von Finanzinstrumenten zu geben. Das Signal ist falsch, wenn es nicht den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen auf dem jeweiligen Markt in Bezug auf das jeweilige Finanzinstrument entspricht; irreführend ist das Signal, wenn es geeignet ist, einen verständigen Anleger hierüber zu täuschen. Zu den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen zählen hierbei insbesondere die marktgerechte Nachfrage, die Marktliquidität sowie der marktgerechte Preis.<sup>28</sup>

Die Abgabe von „defensive bids“ dient dazu, eine hohe Nachfrage vorzugeben. Gerade diese als „advancing the bid“ bezeichnete Vorgehensweise soll nach der Marktmissbrauchsrichtlinie als verbotene Marktmanipulation erfasst sein, wenn die Nachfrageerhöhung zum Zweck der Preissteigerung erfolgt.<sup>29</sup> „Defensive bids“ haben jedoch insbesondere auf Grund ihrer marktfernen preislichen Ausgestaltung keinen unmittelbaren Einfluss auf den Preis der Staatsanleihe. Erst die Veröffentlichung der „Bid to Cover-Ratio“, also die rechnerische Zusammenführung sämtlicher Gebote einschließlich der „defensive bids“ mit der tatsächlichen Zuteilung, veranschaulicht die Liquidität der betreffenden Anleihe und kann sich damit auf den Preis auswirken. Die „defensive bids“ für sich sind indes keine falschen Signale im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG, denn sie entsprechen den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen und somit den objektiven Gegebenheiten. Der Umstand, dass „defensive bids“ erst nach Aufforderung der Emittentin in die Auktion hereingelegt werden und – ob ihrer Ausgestaltung – keine Zuteilung erhalten, vermag nichts an deren inhaltlicher Richtigkeit als zu ändern.

Allerdings könnten „Defensive bids“ unter einem weiteren Gesichtspunkt geeignet sein, falsche Signale für die Nachfrage von Staatsanleihen zu geben. Anhand der „Bid to Cover-Ratio“ kann auf die Liquidität des Sekundärmarkts geschlossen werden. Zu fragen ist daher, ob von den Geboten ein falsches Signal für die Nachfrage von Staatsanleihen ausgeht. „Defensive bids“ enthalten für sich alleine betrachtet jedoch keine Aussagen über die Marktliquidität für die betreffende Staatsanleihe. Erst durch das Verhältnis sämtlicher Gebote

---

<sup>26</sup> So die Begründung des Verordnungsgebers zu § 3 MaKonV, BT-Drucks. 18/05, S. 14.

<sup>27</sup> Vgl. BT-Drucks. 18/05, S. 14.

<sup>28</sup> Vgl. Vogel, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 119.

– einschließlich der „defensive bids“ – zu der Zahl gedeckter Angebote, also der „Bid to Cover-Ratio“, entsteht die relevante Information über die Marktliquidität für andere Marktteilnehmer. Die Abgabe eines „defensive bid“ in der Auktion setzt mithin kein falsches Signal im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG.

Allerdings könnte die Tatbestandsalternative der Irreführung vorliegen. Ein Signal ist dann irreführend, wenn es geeignet ist, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse auf den jeweiligen Markt in Bezug auf das jeweilige Finanzinstrument zu täuschen.<sup>30</sup> Der verständige Anleger wird durch die Veröffentlichung der „Bid to Cover-Ratio“ über die Liquidität des betreffenden Finanzinstruments getäuscht und nicht durch die Abgabe der „defensive bids“. Die Abgabe eines „defensive bid“ stellt mithin bei einer isolierten Betrachtung des Preises kein irreführendes Signal im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG dar.

Bei einer Gesamtbetrachtung unter Berücksichtigung des wirtschaftlichen Hintergrundes könnte sich aber etwas anderes ergeben. Berücksichtigt man das Fernziel der „defensive bids“, also die Steigerung der „Bid to Cover-Ratio“, wäre der Tatbestand des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG wohl erfüllt. Die zustande gekommene „Bid to Cover-Ratio“ entspricht weder den wahren wirtschaftlichen Verhältnissen noch den objektiven Gegebenheiten. Eine derartige Gesamtbetrachtung kann aber nicht in Einklang mit der Systematik des Verbotstatbestands der Marktmanipulation gebracht werden. Der Sache nach regelt § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG die sog. „handelsgestützte Marktmanipulation“ durch Transaktionen. In Abgrenzung zu § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG – der die sog. „informationsgestützte Marktmanipulation“ durch ausdrückliche oder konkludente Erklärungen mit kommunikativem Erklärungswert erfasst – erfordert § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG eine Objektmanipulation.<sup>31</sup> Sollte aber auch das eigentliche Ziel der „defensive bids“, also eine hohe „Bid to Cover-Ratio“ und deren Veröffentlichung im Rahmen von § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG, zu berücksichtigen sein, so bewegte man sich bereits im Bereich der „informationsgestützten Marktmanipulation“. Dieser Umstand zeigt, dass bei der Prüfung von § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG allein auf die Transaktion abzustellen ist.<sup>32</sup>

---

<sup>29</sup> Vgl. CESR Guidance and Information on the common operation of the Market Abuse Directive, Ziff. 4.11 lit. b), sowie *Ziouvas* ZGR 2003, 113 (133).

<sup>30</sup> Vgl. *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 119.

<sup>31</sup> Vgl. *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 41 und 133.

<sup>32</sup> Dem steht auch nicht entgegen, dass der Ordnungsgeber der MaKonV in BT-Drucks. 18/05, S. 14 verlangt, dass „*der manipulative Charakter derartiger Geschäfte (...) im Einzelfall unter Heranziehung weiterer Umstände zu prüfen*“ ist.

Daher wird der Tatbestand des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG durch die Abgabe von „defensive bids“ im Rahmen des Auktionsverfahrens nicht erfüllt.

Es ist festzuhalten, dass die Abgabe der „defensive bids“ nicht von § 20 a WpHG erfasst wird. Was sich hinsichtlich der Veröffentlichung der „Bid to Cover-Ratio“ ergibt ist nunmehr zu untersuchen.

## **2. Veröffentlichung der „Bid to Cover-Ratio“**

Gem. § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG ist es verboten, irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind, wenn diese Angaben sich dazu eignen, auf den inländischen Börsenpreis eines Finanzinstruments einzuwirken.

Es stellt sich die Frage, ob die Veröffentlichung der „Bid to Cover-Ratio“ durch den Emittenten der Staatsanleihen oder durch einen „Primary Dealer“ beim Wiederverkauf gegen dieses Verbot verstößt.

### **a) Bewertungserhebliche Umstände**

Was genau bewertungserhebliche Umstände im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG sein sollen, wird durch § 2 MaKonV konkretisiert. Hiernach sind Tatsachen und Werturteile, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, bewertungserhebliche Umstände.<sup>33</sup> Das gilt auch für Umstände, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Der Ordnungsgeber versucht, diese Definition durch eine Reihe von Regelbeispielen zu verdeutlichen. Diese Aufzählung erfasst jedoch lediglich Aspekte, die unmittelbar den Emittenten betreffen und nicht solche, die mit der Emission oder den Marktverhältnissen für das entsprechende Finanzinstrument zusammenhängen.<sup>34</sup> Die Regelbeispiele des § 2 Abs. 3 und 4 MaKonV führen demnach nicht weiter. Vielmehr ist für den konkreten Fall ohne Rückgriff auf die MaKonV zu ermitteln, ob es sich um bewertungserhebliche Umstände handelt.<sup>35</sup>

Ob ein Umstand bewertungserheblich ist, hängt nach dem Emittentenleitfaden der BaFin davon ab, wie dieser Umstand die Bewertung des Finanzinstruments aus Sicht eines verständigen Anlegers ändern würde. Dort heißt es, dass sich die Bewertung auf das

---

<sup>33</sup> Zum Anlegerleitbild im europäischen und deutschen Kapitalmarktrecht vgl. *Veil ZBB* 2006 162 (162 ff.).

<sup>34</sup> Vgl. dazu *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 71.

<sup>35</sup> Der Bundesrat in BR-Drucks. 639/03 S. 10 und *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 71 weisen darauf hin, dass selbstverständlich auch Marktdaten, wie z.B. die Orderlage oder das Transaktionsverhalten, in hohem Maße bewertungserheblich und manipulationsanfällig sind.

Finanzinstrument beziehe und die Beurteilung aus der Sicht eines ökonomisch rational handelnden Anlegers erfolge. Daher handele es sich um einen objektiven Maßstab, der behördlich und gerichtlich festgestellt werden könne. Die Sichtweise der handelnden Person oder einzelner Anleger sei also nicht entscheidend.<sup>36</sup>

Deshalb gilt es zu untersuchen, ob die Sekundärmarktliquidität für den ökonomisch rational handelnden Anleger ein relevantes Bewertungskriterium darstellt. Durch Liquidität wird die Möglichkeit bestimmt, Wertpapiere jederzeit sofort ohne Auf- und Abschlag von einem marktgerechten Kurs zu kaufen und zu verkaufen.<sup>37</sup> Daraus wird gefolgert: „*Vor allem institutionelle Anleger legen großen Wert auf Liquidität.*“<sup>38</sup> Allgemein ist festzuhalten: Mangelnde Liquidität mindert die Anlegerrendite und erhöht daher im Opportunitätskostenkalkül der Anleger die Renditeforderung an den Emittenten.<sup>39</sup> Somit ist es für den Anleger *ceteris paribus* reizvoller, in einen Titel zu investieren, der auf einem liquiden Sekundärmarkt gehandelt wird, als in einen Titel auf illiquiden Märkten.<sup>40</sup> Verstärkt wird dieser Effekt durch die hohen Anforderungen an einen Gläubiger, der seine Anleihe kündigen möchte.<sup>41</sup> Wird das Kündigungsrecht beschränkt, gewinnt der „Exit“ über den Kapitalmarkt für den Gläubiger erheblich an Bedeutung. Eine mangelnde Liquidität auf diesem Markt verteuert aber den evtl. gewünschten „Exit“. Folglich handelt es sich bei der Sekundärmarktliquidität für eine Staatsanleihe und der „Bid to Cover-Ratio“ als ihrer Kennzahl um einen bewertungserheblichen Umstand.

## b) Irreführende Angaben

Die Sekundärmarktliquidität und die „Bid to Cover-Ratio“ als ihre Kennzahl stellen demnach bewertungserhebliche Umstände dar. Nunmehr ist zu erörtern, ob die Veröffentlichung einer im obigen Sinne beeinflussten „Ratio“ eine irreführende Angabe ist. Eine „irreführende

---

<sup>36</sup> Vgl. Emittentenleitfaden, a.a.O. (Fn. 19), VI.3.2.3. Im Ergebnis so auch *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 63 mit weiteren Nachweisen.

<sup>37</sup> Vgl. *Schmidt/Iversen* ZBB 1991, 209 (210); *Weber/Schiereck* Die Bank 1996, 654 (655); *Schiereck* ZBB 1996, 185 (189). Eine ausführliche Darstellung der verschiedenen Aspekte der Liquidität eines Marktes findet sich bei *Rudolph/Röhrl*, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, 143 (169, 177 ff.) und *Brunner*, Meßkonzepte zur Liquidität auf Wertpapiermärkten, 1996, S. 3 ff. Für unsere Fragestellung reicht die angeführte „generelle“ Definition aus.

<sup>38</sup> So *Schiereck* ZBB 1996, 185 (189). Vgl. ferner *Brunner*, a.a.O. (Fn. 37), S. 9.

<sup>39</sup> Vgl. *Rudolph/Röhrl*, in: Hopt/Rudolph/Baum, a.a.O. (Fn. 37), 143 (169) und [http://www.aft.gouv.fr/aft\\_en\\_21/debt\\_management\\_51/in\\_20\\_482/index.html#985](http://www.aft.gouv.fr/aft_en_21/debt_management_51/in_20_482/index.html#985). Die Finanzagentur der französischen Nationalbank erklärt dort unter Punkt 8, dass eine hohe Liquidität auf dem Sekundärmarkt ihre Kosten für die Anleihen – in Form von Anlegerrenditeforderungen – schmälert.

<sup>40</sup> Vgl. *Brunner*, a.a.O. (Fn. 37), S. 9.

<sup>41</sup> Dazu ausführlich und mit weiteren Nachweisen *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, 1972, S. 322 ff.; *Siebel*, Rechtsfragen internationaler Anleihen, 1997, S. 631 ff.; *Hartwig-Jacob*, Die Vertragsbeziehungen und die Rechte der Anleger bei internationalen Anleiheemissionen, 2001, S. 299 ff.; *Stucke*, Die Rechte der Gläubiger bei DM Auslandsanleihen, 1988, S. 133 ff.

Angabe“ im Sinne des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG ist zwar inhaltlich richtig, weckt jedoch auf Grund ihrer Darstellung beim Empfänger der Information eine falsche Vorstellung über den geschilderten Sachverhalt.<sup>42</sup> Die ermittelte „Bid to Cover-Ratio“ ist zweifelsfrei inhaltlich richtig, wird doch lediglich die Anzahl aller Gebote zu den gedeckten Geboten dargestellt. Indes wird den Sekundärmarktteilnehmern durch diese Kennzahl gleichsam mitgeteilt, es gebe ein ernsthaftes Interesse an den entsprechenden Anleihen. Die Anleger erfahren nicht, dass ein Teil der Gebote, aus denen die „Bid to Cover-Ratio“ generiert wird, vollkommen marktfremd ist und niemals einen Zuschlag erhalten hätte. Dem potentiellen Käufer einer Staatsanleihe wird lediglich signalisiert, es bestehe eine hohe Nachfrage nach den Schuldverschreibungen und – einhergehend damit – Liquidität auf dem Markt für diese Titel. Diese „simulierte“ Liquidität wird der Investor in der Wirklichkeit allerdings nicht antreffen. Die durch „defensive bids“ zustande gekommene „Bid to Cover-Ratio“ stellt mithin eine irreführende Angabe dar.

Macht der Emittent der Staatsanleihen bei der Veröffentlichung oder der „Primary Dealer“ bei der Weiterveräußerung, nun aber irreführende Angaben über bewertungserhebliche Umstände, indem er die „Bid to Cover-Ratio“ angibt? Für das „Machen“ der Angaben genügt nach herrschender Ansicht ihre Kundgabe.<sup>43</sup> Die BaFin führt insoweit aus, es sei nicht erforderlich, dass die Erklärung öffentlich verbreitet werde oder gegenüber einem großen Personenkreis erfolge. Es reiche aus, dass die Erklärung nach außen dränge und zumindest eine weitere Person davon Kenntnis nehmen könne. Erfasst würden Erklärungen bei der Erfüllung gesetzlicher Publizitätspflichten ebenso wie freiwillige Äußerungen auf Pressekonferenzen, Analystenveranstaltungen und auch Einzelgespräche mit Investoren oder deren Beratern sowie Äußerungen gegenüber Vertretern von Medien und Wirtschaftsinformationsdiensten. Die Art und Weise, wie die Erklärung erfolge, sei unbeachtlich (mündlich, schriftlich oder in Textform z.B. mittels E-Mail oder durch eine Internetveröffentlichung).<sup>44</sup> Das Verhalten der entsprechenden Nationalbanken als Emittenten ist durch die Veröffentlichung der „Ratio“ hiernach erfasst. Die „Primary Dealers“ nutzen hingegen lediglich die bereits veröffentlichte Kennzahl beziehungsweise rekurren auf diese. Als Grundsatz für solche Fälle gilt, dass die Angaben demjenigen normativ zugerechnet werden, der „Konzeptionsherrschaft“ über sie hat oder sich die Angabe so zu Eigen macht,

---

<sup>42</sup> Vgl. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 37; Emittentenleitfaden, a.a.O. (Fn. 19), VI.3.2.1.4.; *Kümpel/Veil*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, a.a.O. (Fn. 10), 065 Rn 207; *Vogel*, in: *Assmann/Schneider*, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 45.

<sup>43</sup> Vgl. *Vogel*, in: *Assmann/Schneider*, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 48 mit weiteren Nachweisen.

<sup>44</sup> Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, a.a.O. (Fn. 19), VI.3.2.1.1.

dass er selbst Verantwortung für ihre Richtigkeit übernimmt.<sup>45</sup> Bieten die „Primary Dealers“ die Staatsanleihen unter Rückgriff auf die „Bid to Cover-Ratio“ an, machen sie sich die Angaben zu Eigen. Hierfür spricht insbesondere, dass sie Teilnehmer am Bieterverfahren waren und durch ihre „defensive bids“ an der Erzeugung der irreführenden „Ratio“ mitgewirkt haben. Ihnen ist bekannt, dass diese Kennzahl irreführend ist.

### c) Eignung zur Einwirkung auf den Preis

Die irreführenden Angaben der Emittenten und „Primary Dealers“ der Staatsanleihen müssen gem. § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG weiterhin geeignet sein, auf den Preis der Staatsanleihen einzuwirken. Die BaFin stellt die Eignung zur Preiseinwirkung in der Praxis im Wege einer objektiv nachträglichen Betrachtung fest. Dabei fragt sie, aus der Sichtweise eines verständigen Anlegers, ob nach kapitalmarktbezogenen Erfahrungssätzen vor dem Hintergrund der zum Zeitpunkt der Handlung vorherrschenden Marktverhältnisse die ernstzunehmende Möglichkeit bestand, dass durch die konkrete Handlung auf die Preisbildung eingewirkt wird. Dabei spiele es keine Rolle, in welche Richtung eine Eignung zur Preiseinwirkung bestand, also ob die Angaben oder das Verschweigen geeignet waren, den Preis nach oben oder nach unten zu bewegen oder zu halten. Nicht erforderlich wäre, dass sich der Preis des Finanzinstruments tatsächlich verändert hat. Für die objektive Eignung zur Preiseinwirkung sei es nicht notwendig, dass die Angaben gegenüber den geschützten Kapitalmärkten oder deren Marktteilnehmern gemacht oder verschwiegen würden.<sup>46</sup> Anleger machen ihre Entscheidung, ob sie ein Finanzinstrument kaufen beziehungsweise verkaufen, in erster Linie davon abhängig, wie sie den Wert des Finanzinstruments auf Grund der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen einschätzen.<sup>47</sup> Somit ist die Mitteilung eines Umstandes, der für die Bewertung des Finanzinstruments erheblich ist, auch geeignet, den Kurs des betreffenden Finanzinstruments zu beeinflussen.<sup>48</sup> Folglich ist die „Bid to Cover-Ratio“ als Kennzahl für die Sekundärmarktliquidität durchaus geeignet, auf den Preis eines Finanzinstruments einzuwirken.

Um eine verbotene Marktmanipulation handelt es sich indes nur, wenn das Verhalten keine Maßnahme zur Stabilisierung des Preises eines Finanzinstruments gem. § 20 a Abs. 3 WpHG

---

<sup>45</sup> Vgl. *Vogel*, in: Assmann/Schneider, a.a.O. (Fn. 12), § 20 a Rn 49.

<sup>46</sup> Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, a.a.O. (Fn. 19), VI.3.2.5.; *Kümpel/Veil*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, a.a.O. (Fn. 10), 065 Rn 209.

<sup>47</sup> Vgl. statt vieler *Schwark*, in: Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Auflage 2004, § 20 a WpHG Rn 17.

<sup>48</sup> Vgl. *Kümpel/Veil*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, a.a.O. (Fn. 10), 065 Rn 210; *Schwark*, in: Schwark, a.a.O. (Fn. 47), § 20 a WpHG Rn 17, *Altenhain* BB 2002, 1874 (1877).

ist.<sup>49</sup> Die Voraussetzungen für eine Anwendung des § 20 a Abs. 3 WpHG liegen hier aber offensichtlich nicht vor. Die Veröffentlichung der manipulierten Kennzahl oder einer Bezugnahme auf diese „Ratio“ fallen nicht unter den Katalog der erlaubten Preisstabilisierungsmaßnahme des § 20 a Abs. 3 WpHG und der VO (EG) 2273/2003, denn dieser sieht als zulässige Maßnahmen Kaufangebote und tatsächlich durchgeführte Geschäfte vor, nicht aber die Verbreitung irreführender und manipulierter Kennzahlen.

Die Emittenten der Staatsanleihen und ihre „Primary Dealers“ erfüllen mithin den Tatbestand des § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG, wenn sie eine irreführende „Bid to Cover-Ratio“ veröffentlichen oder auf diese bei einer Veräußerung der Anleihen abstellen.

#### **IV. Bereichsausnahme des § 1 Abs. 3 WpHG**

Die Anwendbarkeit der Vorschriften des dritten und vierten Abschnitts des WpHG ist allerdings durch § 1 Abs. 3 WpHG eingeschränkt. Hiernach sind der Bund, ausländische Staaten und von denen beauftragte Organisationen oder Personen, die für deren Rechnung handeln, vom Verbot der Marktmanipulation im Sinne des § 20 a WpHG ausgenommen, wenn sie im Rahmen der öffentlichen Schuldenverwaltung handeln. Die Emission von Staatsanleihen dient regelmäßig der Refinanzierung des betreffenden Staates und ist somit Teil der Schuldenverwaltung. Die Emittenten der Staatsanleihen sowie die entsprechenden Finanzagenturen verstoßen mithin nicht gegen § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG.<sup>50</sup> Die „Primary Dealers“ werden hingegen nicht von der Privilegierung des § 1 Abs. 3 WpHG erfasst. Rekuriert ein „Primary Dealer“ auf die „Bid to Cover-Ratio“, verbleibt es also bei einem Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation gem. § 20 a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG.

#### **C. Zusammenfassung und Ausblick**

Der vorstehende Beitrag hat untersucht, ob die Praxis, „defensive bids“ in Staatsanleiheauktionen abzugeben oder die Veröffentlichung einer künstlich erhöhten „Bid to Cover-Ratio“ durch die Emittenten von Staatsanleihen sowie ihre „Primary Dealers“ eine verbotene Marktmanipulation im Sinne des § 20 a WpHG darstellen. Das rechtspolitisch wenig überzeugende Ergebnis ist, dass der Emittent und Auslöser dieser Vorgänge – mangels Anwendbarkeit der Norm – nicht gegen das Verbot des § 20 a WpHG verstößt, die privat rechtlich organisierten „Primary Dealers“ – durch die Veröffentlichung der Kennzahl – hingegen durchaus. Inwiefern das aufgezeigte und als Marktmanipulation erkannte Verhalten

---

<sup>49</sup> Anwendbar zur Bestimmung dieser Fälle ist die VO (EG) 2273/2003.



strafrechtlich sanktioniert werden kann, soll hier nicht erörtert werden, hängt es doch sehr stark vom jeweiligen Einzelfall ab. Der Reputationsschaden, der aus dem Vorwurf der Marktmanipulation entsteht, ist indes nicht zu unterschätzen. Vielleicht gelingt es den „Primary Dealers“ aber gerade deswegen, unter Hinweis auf § 20 a WpHG die Finanzagenturen der Emittenten davon abzuhalten, „defensive bids“ von ihnen einzufordern.

Insbesondere der gemeinschaftsrechtliche Hintergrund des Verbots der Marktmanipulation und das Streben nach einem Gleichlauf der Aufsichtspraxis für Marktmanipulationen legen es nahe, dass sich die Aufsichtsbehörden der entsprechenden Emittenten genauer mit den Vorgängen um die Staatsanleiheauktionen befassen. Schließlich besteht auch in Frankreich ein Verbot der Marktmanipulation in Form der Art. L. 465-2 Code monétaire et financier i.V.m. Art. 631-1 Règlement général de l'autorité des marchés financiers (AMF).<sup>51</sup>

Darüber hinaus stehen die Anforderungen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFiD)<sup>52</sup> zur „best practice“ und dem Transparenzgebot zum Schutz der Anleger im Widerspruch zu dem geschilderten Verhalten. Vor diesem Hintergrund sollten weder „defensive bids“ eingefordert noch abgegeben werden. Damit wäre nicht nur den „Primary Dealers“, sondern vor allem dem Markt für Staatsanleihen und den Anlegern gedient.

---

<sup>50</sup> Vgl. dazu oben B. III. 2.

<sup>51</sup> Vgl. *Bonneau/Drummond*, Droit des marchés financiers, 2. Auflage 2005, Rn 503 ff.

<sup>52</sup> Richtlinie 2004/39/EG, Amtsbl. EU L 145 S. 1 ff., berichtigt durch: Berichtigung, Amtsbl. EU L 45 S. 18 ff.

WORKING PAPERS

- 1      Andreas Cahn                      Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und  
Rechtsschutz Betroffener  
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2      Axel Nawrath                      Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele  
und Aufgaben der Politik, insbesondere des  
Bundesministeriums der Finanzen
- 3      Michael Senger                    Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12  
Abs. 1 KWG  
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4      Georg Dreyling                    Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung  
des Finanzplatzes Deutschland
- 5      Matthias Berger                    Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt  
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6      Felicitas Linden                    Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-  
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7      Michael Findeisen                Nationale und internationale Maßnahmen gegen die  
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein  
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der  
Finanzmärkte
- 8      Regina Nößner                    Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung  
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich  
relevantem Verhalten
- 9      Franklin R. Edwards              The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and  
Investor Protection  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10     Ashley Kovas                      Should Hedge Fund Products be marketed to Retail  
Investors? A balancing Act for Regulators  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11     Marcia L. MacHarg                Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a  
New Direction?  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and  
Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei  
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der  
Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus  
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International  
Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums /  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate  
Governance in the United States and in Germany
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in  
Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften  
an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte  
Globale Aktie  
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial  
Groups in the European Union  
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter  
und seine Folgen  
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law  
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)
- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen  
für Schuldverschreibungen unter besonderer  
Berücksichtigung der Dematerialisierung und des  
Depotgesetzes  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)

- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der  
Gläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der  
Ersetzung des Schuldners  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung  
der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach  
schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem  
geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German  
Legislation compares  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations  
for the German Law Maker from a U.S. Perspective  
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des  
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)
- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung  
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern  
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)

- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht  
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz  
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture  
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents  
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5, Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition  
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/  
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single Financial Market  
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges, Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity
- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe  
(publ. in: Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)

- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?  
(publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?  
(publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften  
(publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan

59    Andreas Cahn/  
      Jürgen Götz

Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung  
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)

ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT