

Studien zum Wirtschaftsstrafrecht

herausgegeben von

Klaus Tiedemann/Bernd Schönemann

Steffen Kramer

Kurspflegemaßnahmen
– zwischen strafbarer
Marktmanipulation und
zulässiger Kursstabilisierung

Ist jenseits der „Safe-Harbour“-Regelungen
Raum für zulässige Kurspflege?



Centaurus Verlag & Media UG

Steffen Kramer

**Kurspflegemaßnahmen – zwischen strafbarer
Marktmanipulation und zulässiger Kursstabilisierung**

Studien zum Wirtschaftsstrafrecht
herausgegeben von
Dr. Dr. h.c. mult. Klaus Tiedemann
und Dr. Dr. h.c. mult. Bernd Schünemann

Band 38

Steffen Kramer

**Kurspflegemaßnahmen –
zwischen strafbarer Marktmanipulation
und zulässiger Kursstabilisierung**

Ist jenseits der „Safe Harbour“-Regelungen Raum für
zulässige Kurspflege?



Centaurus Verlag & Media UG

Zum Autor:

Steffen Kramer ist Richter am Amtsgericht in Cham, zuständig für Jugendstrafsachen, Strafsachen und Ordnungswidrigkeiten.

Bibliografische Informationen der Deutschen Nationalbibliothek

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

ISBN 978-3-86226-247-2 ISBN 978-3-86226-850-4 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-86226-850-4

ISSN 0938-9512

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

© CENTAURUS Verlag & Media KG 2013
www.centaurus-verlag.de

Umschlaggestaltung: Jasmin Morgenthaler, Visuelle Kommunikation
Satz: Vorlage des Autors

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Jahr 2013 von der Fakultät für Rechtswissenschaft der Universität Regensburg als Dissertation angenommen.

Zu danken habe ich zunächst meinem verehrten Doktorvater Professor Dr. Tonio Walter, der mir stets freundschaftlich und engagiert mit Rat und Tat zur Seite gestanden hat. Während meiner Zeit als Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl habe ich Vieles gelernt, was sich nicht nur für die Anfertigung dieser Dissertation sondern auch bei meiner beruflichen Tätigkeit als unschätzbar wertvoll erwiesen hat. Herrn Professor Dr. Wolfgang Servatius danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Meinen Eltern Renate und Horst Kramer sowie meinen Brüdern Philipp und Felix danke ich für ihre fortwährende Unterstützung und Motivation während der Erstellung der Dissertation neben meinem Berufseinstieg; sie hatten während dieser für mich mühsamen und entbehrungsreichen Zeit oftmals meine Launen zu ertragen. Genauso gilt mein Dank aber meinen Mitstreitern im bisweilen zähen Ringen um rechtswissenschaftliche Erkenntnisse, namentlich den Dres. Moritz Büchele, Andreas Büttner, Andreas Demleitner, Stefanie Huber, Bernhard Paa und Kirsten Stöver. Sie dienten mir nicht nur stets als Vorbilder disziplinierten wissenschaftlichen Arbeitens sondern waren mir immer gute Freunde, mit denen ich meine dissertationsbedingten Sorgen und Nöte teilen konnte.

Gewidmet ist diese Arbeit in Liebe und Dankbarkeit meinen Eltern, denen ich meine glückliche Kindheit, mein sorgenfreies Studium samt anschließendem Referendariat und so vieles mehr zu verdanken habe.

Regensburg, im August 2013

Steffen Kramer

Inhaltsverzeichnis

Einführung	17
Erstes Kapitel: Begrifflichkeiten, Rechtsgut und Strafliegitation des Straftatbestands der Marktmanipulation	21
A. Klärung der Begrifflichkeiten	21
I. Kurspflege im weiteren Sinne	22
II. Kurspflege im engeren Sinne / Stabilisierung	23
III. Kursstützung	24
IV. Kursstabilisierungsmaßnahmen im Sinne der Marktmissbrauchsrichtlinie und der EG-Verordnung 2273/2003	24
V. Fazit	25
B. Das Rechtsgut des Straftatbestands	26
I. Die europarechtliche Grundlage des Straftatbestands und ihre Ziele	26
1. Die Marktmissbrauchsrichtlinie	27
2. Die Aufgaben und Funktionen des Marktes	28
a) Transformationsfunktion	29
b) Allokationsfunktion	31
c) Liquiditätsfunktion	32
d) Informations- und Bewertungsfunktion	32
e) Fazit	33
II. Die Wahrheit der Preisbildung	33
III. Die Gesetzeshistorie des deutschen Verbotstatbestands	35
1. Kursbetrug nach ADHGB und BörsG	35
2. Neuregelung erster Fassung in § 20a WpHG	36
3. Aktuelle Fassung des § 20a WpHG	38
IV. Die Ansichten der Literatur	39
1. Überindividuelles Schutzgut	39
2. Kombiniertes Schutzgut	40
3. Individuelles Schutzgut	40
4. Stellungnahme	41
C. Strafliegitation der Marktmanipulation	42
I. Grundlage: Das <i>Ultima-ratio</i> -Prinzip	42

II.	Die Einschätzung des deutschen Gesetzgebers	43
III.	Stellungnahme	44
D.	Begründungen für die Zulässigkeit von Kurspflagemassnahmen	44
I.	Strafrechtlicher Ansatz: Die Lehre von der Sozialadäquanz	45
1.	Historische Bezüge	45
2.	Anwendbarkeit der Lehre	47
II.	Zivilrechtliche Ansätze	48
III.	Wirtschaftliche Ansätze	49
IV.	Fazit	50
 Zweites Kapitel: Wertpapieremissionen und Kurspflege		51
A.	Zum Ablauf einer Wertpapieremission	51
I.	Der Begriff der Emission	51
1.	Emission, Zulassung, Einführung und Begebung	51
2.	Primär- und Sekundäremission	53
II.	Zulassung eines Wertpapiers zum Handel an der Börse	54
1.	Emittentenbezogene Anforderungen	54
2.	Wertpapierbezogene Anforderungen	55
III.	Die Aufgaben des Emissionskonsortiums	56
1.	Einmal- und Daueremittenten	56
2.	Berechtigung zum Börsenhandel	57
3.	Das Bankenkonsortium	58
a)	Übernahmekonsortium (Festübernahme)	58
b)	Absatz- und Begebungskonsortium (Absatzvermittlung)	59
c)	Einheitskonsortium	60
d)	Verpflichtung des Konsortiums zur Kurspflege	61
e)	Das Interesse der Banken an einer erfolgreichen Platzierung	61
IV.	Festpreis- und „Bookbuilding“-Verfahren	62
1.	Festpreisverfahren	64
a)	Verfahren	64
b)	Probleme des Festpreisverfahrens	64
2.	„Bookbuilding“-Verfahren	66
a)	Verfahren	66
b)	Auswirkungen	68
3.	Fazit	69
B.	Kursstabilisierungsmaßnahmen	69
I.	Erwerb und Erwerbsangebot von Finanzinstrumenten	70
II.	Rückkaufprogramme des Emittenten	70

III. Marktschutzvereinbarungen	71
IV. Mehrzuteilung mit „Greenshoe“-Option	72
V. Mehrzuteilung ohne „Greenshoe“-Option	73

Drittes Kapitel: Der Straftatbestand der Marktmanipulation im Allgemeinen	
(seine Tatbestandsvarianten und Voraussetzungen)	74
A. Der Kerntatbestand	74
I. Anwendungsbereich der Verbotsvorschrift	75
1. Erfasste Finanzinstrumente und Märkte	75
a) Märkte / Handelsplätze: Börse, Regulierter Markt, Freiverkehr und Organisierter Markt	75
aa) Rechtslage bis zum FRUG	77
aaa) Das Marktsegment des Amtlichen Markts	77
bbb) Das Marktsegment des Geregelteten Markts	78
ccc) Das Marktsegment des Freiverkehrs	79
bb) Die Rechtslage nach dem FRUG	80
aaa) Der Regulierte Markt	81
bbb) Der Freiverkehr	83
cc) Der Organisierte Markt	83
dd) Handel auf dem grauen Kapitalmarkt / Telefonhandel	84
2. Zeitlicher Anwendungsbereich / Handel per Erscheinen	86
a) Markt- und Börsenpreis	88
aa) Börsenpreis	88
bb) Exkurs: Das System der Börsenaufsicht	89
aaa) Aufgaben und Befugnisse der BaFin	89
bbb) Aufgaben und Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörden der Länder	89
ccc) Aufgaben und Befugnisse der Handelsüberwachungsstellen	90
cc) Marktpreis	91
b) Finanzinstrumente	93
II. Tatbestandsvarianten	95
1. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG	95
a) Machen unrichtiger oder irreführender Angaben	95
aa) Angaben über Umstände	95
bb) Bewertungserheblichkeit der Umstände	99
cc) Unrichtig	99
dd) Irreführend	101
b) Verschweigen von Angaben entgegen Rechtsvorschriften	102
c) Eignung zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis	103

d)	§ 39 Abs. 2 Nr. 11, § 38 Abs. 2 WpHG / Strafbestimmungen	104
e)	Zulässige Kurspflagemaßnahmen trotz Tatbestandsmäßigkeit im Sinne von § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG?	104
2.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG / Sonstige Täuschungen	105
3.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	108
a)	Objektive Tatbestandsvoraussetzungen	109
aa)	Geschäfte und Geschäftsaufträge	109
bb)	Eignung zur Abgabe von falschen oder irreführenden Signalen	111
aaa)	Die (wohl) herrschende Meinung	111
bbb)	Die Ansicht EICHELBERGERS	113
cc)	Eignung zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus	115
aaa)	Die herrschende Meinung	115
bbb)	Die Ansicht EICHELBERGERS	116
dd)	Stellungnahme	117
aaa)	Subjektive Auslegung der unbestimmten Tatbestandsmerkmale	117
bbb)	Abstrakte Preiseinwirkungseignung der Geschäfte	118
b)	Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen	119
c)	Typische Erscheinungsformen handelsgestützter Manipulation	119
aa)	Manipulationen mittels ineffektiver (fiktiver) Geschäfte	120
aaa)	„Wash Sales“	121
bbb)	„Matched Orders“	122
ccc)	„Circular Trading“	124
bb)	Manipulationen mittels effektiver Geschäfte	125
aaa)	„Short Sales“	126
bbb)	„Marking the close“	130
d)	Inhalt der Manipulationsabsicht	134
e)	Zusammenfassung	135
III.	§ 20a Abs. 2 und 3 WpHG: Die Zulässigkeitsklauseln für anerkannte Marktpraktiken und Stabilisierungsmaßnahmen	136
1.	§ 20a Abs. 2 WpHG – Anerkannte Marktpraxis und legitime Gründe	136
2.	§ 20a Abs. 3 WpHG – „Safe Harbours“	137
3.	Verbrechenssystematische Einordnung der „Safe Harbours“	138
IV.	§ 71 AktG – Freistellungsregelung neben § 20a Abs. 2 und 3 WpHG?	140
1.	Alte Rechtslage gem. § 13 KuMaKV	141
2.	Aktuelle Rechtslage gem. MaKonV und EG-VO 2273/2003	141
3.	Ansichten der Literatur	142
4.	Stellungnahme	143
B.	Praktische Probleme des Nachweises	145

I.	Tatsächliche Beeinflussung des Preises	145
II.	Manipulationsabsicht	150
C.	Blankett oder normatives Tatbestandsmerkmal	152

**Viertes Kapitel: Die Strafbarkeit bei Nichteinhaltung der „Safe Harbour“-
Tatbestandsvoraussetzungen** **154**

A.	Die „Safe Harbour“-Tatbestände und die Fallgruppen, die sie erfassen	154
B.	§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG als maßgeblicher Prüfstein	155
I.	Keine zulässige Kursstabilisierung bei Täuschung der Anleger	155
II.	Definitionen	156
C.	Die „Safe Harbour“-Regelungen und der Schutzzweck des § 20a WpHG	157
D.	Stabilisierungsmaßnahmen nach der EG-VO 2273/2003	157
I.	Art. 8 EG-VO 2273/2003: Der Stabilisierungszeitraum	157
1.	Die Vorgaben des „Safe Harbour“	157
2.	Nichtbeachtung der Vorgaben	158
a)	Kurspflegemaßnahmen im Wege des Handels per Erscheinen vor oder während der „Bookbuilding“-Phase	159
aa)	Eignung zur Abgabe falscher oder irreführender Signale	160
bb)	Eignung zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus	161
cc)	Manipulationsabsicht	161
aaa)	Meinungen der Literatur zur Zulässigkeit von Stabilisierungsmaßnahmen während der „Bookbuilding“-Phase	162
aaaa)	Kurspflege in Ausnahmefällen zulässig	162
bbbb)	Kurspflege ausnahmslos unzulässig	164
bbb)	Auswertung der Literaturansichten	164
ccc)	Nichtbeachtung des „Safe Harbours“ als Indiz für das Vorliegen von Manipulationsabsicht?	165
ddd)	Beweislastumkehr, Beweisvermutung, Unschuldsvermutung und Indizkraft	166
eee)	Pro und Contra Indizkraft	167
fff)	Indizkraft und Transparenz	169
dd)	Zusammenfassung	169
b)	Kurspflegemaßnahmen während des Handels per Erscheinen nach Veröffentlichung des Emissionskurses	170
c)	Stabilisierungsmaßnahmen nach Ablauf der 30-Tage-Frist	171
aa)	Prüfungsgrundlagen	171
bb)	Tatbestandsrelevanz / Zur Dauer des Stabilisierungszeitraums	172
cc)	Legitime Gründe für eine Beeinflussung / Mögliche Gegenindizien	173

3.	Fazit für Kurspflagemassnahmen unter Nichtbeachtung von Art. 8 EG-VO 2273/2003	174
II.	Art. 2 und 9 EG-VO 2273/2003: Der persönliche Anwendungsbereich der „Safe Harbour“-Vorschriften	174
1.	Vorgaben der Verordnung	174
2.	Nichtbeachtung der Vorgaben	176
a)	Eignung zur Abgabe falscher oder irreführender Signale bzw. zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus	176
b)	Manipulationsabsicht und Tatbestandsrelevanz	176
III.	Art. 10 EG-VO 2273/2003: Der Stabilisierungspreis	177
1.	Vorgaben des „Safe Harbour“	177
2.	Nichtbeachtung der Vorgaben	178
a)	Maßnahmen innerhalb des Stabilisierungszeitraums	178
aa)	Eignung zur Abgabe falscher oder irreführender Signale bzw. zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus	178
bb)	Manipulations-/Bereicherungsabsicht	178
aaa)	Tatbestandsrelevanz / Regelungsgrund des Art. 10 EG-VO 2273/2003	179
bbb)	Legitime Gründe für eine Beeinflussung / Mögliche Gegenindizien	179
b)	Maßnahmen außerhalb des Stabilisierungszeitraums	181
3.	Fazit für Kurspflagemassnahmen unter Nichtbeachtung von Art. 9 EG-VO 2273/2003	181
IV.	Art. 9 EG-VO 2273/2003: Informations- und Dokumentationspflichten (Bedingungen für Bekanntgabe und Meldung von Kursstabilisierungsmaßnahmen)	182
1.	Informations- oder handelsgestützte Manipulation	182
2.	Vorgaben des „Safe Harbour“	183
3.	Nichtbeachtung der Vorgaben	184
a)	Informationspflichten vor Durchführung der Stabilisierung	184
aa)	Preiseinwirkung durch Geschäfte oder Geschäftsaufträge	184
bb)	Tatbestandsrelevanz / Welche Informationen sind entscheidend?	185
b)	Informationsobliegenheiten im Nachgang der Emission	188
aa)	Ansicht der Literatur	188
bb)	Vollendung des „Safe Harbour“-Tatbestands / Eintritt der Freistellungswirkung	189
cc)	Preiseinwirkungseignung gemäß § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	190
c)	Fazit für Kurspflagemassnahmen unter Nichtbeachtung von Art. 9 EG-VO 2273/2003	190
E.	Ergänzende Stabilisierungsmaßnahmen gemäß Art. 11 EG-VO 2273/2003	191

I.	Die ungedeckte Mehrzuteilung	192
1.	Die Vorgaben des „Safe Harbour“	192
2.	Nichtbeachtung der Vorgaben	192
a)	Geschäfte / Geschäftsaufträge	192
b)	Überschreitung der 5%-Grenze des Art. 11 lit. b	193
aa)	Eignung zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus / Eignung zur Abgabe falscher / irreführender Signale	193
bb)	Manipulationsabsicht	193
aaa)	Die Ansicht von MOCK/STOLL/EUFINGER	194
bbb)	SORGENFREI	195
ccc)	FEURING/BERRAR	195
ddd)	Auswertung der Literaturansichten	196
cc)	Eignung zur Preiseinwirkung und Tatbestandsrelevanz	196
c)	Mehrzuteilung außerhalb der Zeichnungsfrist, Verstoß gegen Art. 11 lit. a	197
d)	Mehrzuteilung zu einem anderen Preis als dem Emissionskurs, Verstoß gegen Art. 11 lit. a	199
e)	Mangelnde Information gegenüber dem Markt und den Anlegern, Verstoß gegen Art. 9 EG-VO 2273/2003	200
aa)	Preiseinwirkungseignung	200
bb)	Tatbestandsrelevanz / Manipulationsabsicht	201
f)	Fazit	202
II.	Die Mehrzuteilung mit „Greenshoe“-Option	202
1.	Vorgaben des „Safe Harbour“	203
2.	Nichtbeachtung der Vorgaben	203
a)	Geschäfte oder Geschäftsaufträge	203
b)	Überschreitung der 15%-Grenze, Art. 11 lit. d EG-VO 2273/2003	204
aa)	Preiseinwirkungseignung	204
bb)	Tatbestandsrelevanz / Manipulationsabsicht	205
c)	Ausübung der „Greenshoe“-Option außerhalb der Mehrzuteilung und des Stabilisierungszeitraums, Art. 11 lit. c und e EG-VO 2273/2003	205
aa)	Preiseinwirkungseignung	206
bb)	Tatbestandsrelevanz / Manipulationsabsicht	206
d)	Mangelnde Information über die Durchführung der Stabilisierungsmaßnahme	207
aa)	Geschäfte und Geschäftsaufträge	207
bb)	Preiseinwirkungseignung	208
e)	Fazit	208
F.	Rückkaufprogramme gemäß Art. 4 ff. EG-VO 2273/2003	209

I.	Die Vorgaben des „Safe Harbour“	209
1.	Art. 3 EG-VO 2273/2003: Zweck von Rückkaufprogrammen	209
2.	Art. 4 EG-VO 2273/2003: Bedingungen für Rückkaufprogramme und deren Bekanntgabe	209
3.	Art. 5 EG-VO 2273/2003: Handelsbedingungen	210
4.	Art. 6 EG-VO 2273/2003: Einschränkungen	211
II.	Nichtbeachtung der Vorgaben	211
1.	Verstoß gegen Art. 3 EG-VO 2273/2003	211
2.	Verstoß gegen Art. 4 Abs. 1 EG-VO 2273/2003	214
3.	Verstoß gegen Art. 4 Abs. 2 EG-VO 2273/2003	214
4.	Verstoß gegen Art. 4 Abs. 3 EG-VO 2273/2003	215
5.	Verstoß gegen Art. 4 Abs. 4 EG-VO 2273/2003	216
6.	Verstoß gegen Handelsbedingungen gemäß Art. 5 EG-VO 2273/2003	216
7.	Verstoß gegen die Einschränkungen des Art. 6 EG-VO 2273/2003	217
a)	Verkauf eigener Aktien, Art. 6 Abs. 1 lit. a EG-VO 2273/2003	217
b)	Nichtbeachtung der zeitlichen Beschränkungen, Art. 6 Abs. 1 lit. b EG-VO 2273/2003	218
c)	Nichtbeachtung der Handelsbeschränkung während des Aufschiebens der Bekanntgabe von Insiderinformationen, Art. 6 Abs. 1 lit. c EG-VO 2273/2003	218
	Fünftes Kapitel: Zusammenfassung	221
A.	Ausgangslage	221
B.	Feststellungen	223
C.	Konsequenzen	225
	Schrifttum	229

Einführung

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit der Abgrenzung von verbotener und somit strafbarer Marktmanipulation nach §§ 20a, 38, 39 WpHG und der zulässigen Beeinflussung des Marktes, bekannt als Kurspflege oder Kursstabilisierung.

Es existieren bereits zahlreiche aktuelle Monographien, die sich aus dem Blickwinkel des Zivilrechts mit dieser Abgrenzung auseinandersetzen.¹ Hier soll jedoch eine Betrachtung aus strafrechtlicher Sicht stattfinden und somit eine noch bestehende Lücke in der wissenschaftlichen Beleuchtung des Themengebiets „Verbot der Marktmanipulation“ geschlossen werden. Im Mittelpunkt soll dabei die Untersuchung der Grauzone von Beeinflussungshandlungen stehen. Damit sind solche Verhaltensweisen gemeint, die weder offensichtlich zulässig und straflos noch eindeutig verboten und strafbar sind, sondern deren Bewertung einer näheren Betrachtung bedarf.

Im Kapitalmarktrecht ist das Grundrecht der allgemeinen Handlungsfreiheit aus Art. 2 Abs. 1 GG durch die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes und die zugehörigen Normen² in vielfacher Weise eingeschränkt: Bestimmte Handlungen, die auf den Marktpreis Einfluss zu nehmen geeignet sind, sind gemäß § 20a WpHG untersagt. Unterschieden werden informationsgestützte (Abs. 1 S. 1 Nr. 1), handelsgestützte (Abs. 1 S. 1 Nr. 2) und handlungsgestützte Manipulationen (Abs. 1 S. Nr. 3). Tritt der Umstand hinzu, dass sie auch tatsächlich zu einer Veränderung des Preises geführt haben, ist der Verstoß gegen dieses Verbot auch strafbar (§§ 38, 39 WpHG).

Schon der erste Blick auf den Gesetzestext von § 20a WpHG lässt erkennen, dass der Tatbestand – insbesondere in der Variante der handelsgestützten Manipulation – sehr weit gefasst ist und eine Vielzahl von Verhaltensweisen abzudecken vermag, die zunächst strafrechtlich unverdächtig und als normale Marktaktivität erscheinen, nämlich die Vornahme von Geschäften und Erteilung von Aufträgen. Darunter fallen auch die seit jeher anerkannten Maßnahmen der Kurspflege oder Kursstabilisie-

¹ Um nur Einige zu nennen: BINGEL, Adrian, Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen (2007); GRÜGER, Tobias Wolfgang, Kurspflege – Zulässige Kurspflegemaßnahmen oder verbotene Kursmanipulation? (2006); MEIBNER, Jörg, Die Stabilisierung und Pflege von Aktienkursen im Kapitalmarkt- und Aktienrecht (2005).

² Damit sind insbesondere gemeint die EG-Verordnung 2273/2003 und die Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation (MaKonV).

rung, die auch den Kurs von Wertpapieren beeinflussen, jedoch – im Gegensatz zur Manipulation – als notwendig und dem Markt dienlich erachtet werden.³

Daher erfährt der Straftatbestand in zweifacher Hinsicht eine konkretisierende Erweiterung. Auf der einen Seite gibt die Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Marktmanipulation⁴ verbindliche und unverbindliche Anzeichen für das Vorliegen von Verstößen gegen das Manipulationsverbot vor, mit deren Hilfe unzulässiges und gegebenenfalls strafbares Verhalten identifizierbar gemacht werden soll. Auf der anderen Seite erfährt der Tatbestand durch § 20a Abs. 2 und 3 WpHG eine Einschränkung, durch die strafbares Verhalten jeweils ausgeschlossen wird. Während Abs. 2 Handlungen von dem Verbot ausnimmt, die mit der zulässigen Marktpraxis anerkanntermaßen vereinbar und durch legitime Gründe gedeckt sind, verweist Abs. 3 auf die Verordnung zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen (EG-VO 2273/2003)⁵. Diese enthält konkrete Freistellungstatbestände, sogenannte „Safe Harbours“, deren Beachtung eine Ausnahme des Verhaltens vom Verbot der Marktmanipulation zur Folge hat und somit dem Handelnden Legalität garantiert.

Aufgrund dieser komplizierten Regelungstechnik und der Unbestimmtheit vieler Vorschriften sind die Normbefehle für den Rechtsanwender oftmals nicht so eindeutig, wie dies für Strafnormen wünschenswert wäre.⁶ Beim Kapitalmarktstrafrecht handelt es sich um Nebenstrafrecht und damit also um Strafnormen, bei deren Adressaten ein Sonderwissen vorausgesetzt werden darf,⁷ was aber nicht mit dem Aufbürden einer gewissen Rechtsunsicherheit zu verwechseln ist, die auch bei einem rechtskundigen Adressaten die Folge sein kann. Genau dieses Problem ist jedoch dem Straftatbestand der Marktmanipulation eigen, und zwar trotz des Erlasses der MaKonV und der „Safe Harbour“-Regelungen der EG-Verordnung.⁸

³ Dazu unten Erstes Kapitel D.

⁴ MaKonV, BGBl. I 2005, S. 515.

⁵ ABl. 2003, Nr. L 336/33.

⁶ Die Verfassungsmäßigkeit im Sinne von Art. 103 Abs. 2 GG der Strafvorschrift des Verbots der Marktmanipulation wird daher von manchen in der Literatur angezweifelt, vgl. hierzu VOGEL A/S⁴ Vor § 20a Rn. 26 ff.; für die Verfassungsmäßigkeit stellvertretend EICHELBERGER ZBB 2004, S. 296.

⁷ Vgl. RUTKOWSKI Erbs/Kohlhaas Lexikon des Nebenstrafrechts, Einführung Rn. 5.

⁸ Diese Funktion sollte zunächst die Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV; BGBl. I 2003, S. 2300) erfüllen, die jedoch bereits nach 15 Monaten durch die neue Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (MaKonV) v. 01.03.2005 ersetzt wurde, BGBl. I 2005, S. 515. Diese Vorschriften sollen nach der Begründung des Bundesrats, BR-Drucks. 18/05, S. 2, den Marktteilnehmern als Leitlinien zur Aus-

In die angesprochene Grauzone fallen nämlich all diejenigen Verhaltensweisen, die von keiner der beiden Tatbestandskonkretisierungen (MaKonV: sicherlich unzulässig – EG-VO 2273/2003: sicherlich zulässig) erfasst sind. Insbesondere soll bei der folgenden Untersuchung der Frage nachgegangen werden, ob sich Konsequenzen aus der Nichtbeachtung der „Safe Harbour“-Regelungen bei der Vornahme von Kursstabilisierungsmaßnahmen für den Straftatbestand ableiten lassen.

Vereinfacht lautet die Gesetzessystematik von Verbotstatbestand und „Safe Harbour“-Regelungen wie folgt: Ein Verhalten, das außerhalb der normalen Handelsaktivität liegt und zu einer Veränderung der Bewertungen auf dem Markt führt, ist verboten und strafbar. Eine Strafbarkeit ist aber ausgeschlossen, wenn zwar keine normale Handelsaktivität vorliegt, aber eine Ausnahmeregelung („Safe Harbour“) das Verhalten für rechtmäßig erklärt. Diese „Safe Harbour“-Regelungen beinhalten in der Regel neben bestimmten Kernanforderungen auch Nebenpflichten, beispielsweise Informationspflichten. Werden die einzelnen Voraussetzungen eines „Safe Harbours“ nicht eingehalten, so ist der Handelnde jedenfalls strafrechtlich nicht mehr „auf der sicheren Seite“, denn die Rechtsfolge der garantierten Zulässigkeit/Straflosigkeit greift nun nicht mehr ein. Das heißt aber nicht zugleich, dass als Konsequenz dessen nur noch die Unzulässigkeit/Strafbarkeit des Verhaltens übrig bliebe. Ausdrücklich heißt es in Erwägungsgrund Nr. 2 der EG-VO 2273/2003: „Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Kurses von Finanzinstrumenten sollten, auch wenn sie nicht in Einklang mit den für Artikel 8 der Richtlinie 2003/6/EG erlassenen Durchführungsbestimmungen freigestellt erfolgen, nicht per se als Marktmissbrauch gewertet werden“.⁹ Das in Rede stehende Handeln muss vielmehr direkt am Straftatbestand gemessen werden. Dabei stellt sich aber die Frage, welche „Safe Harbour“-Tatbestandsvoraussetzungen tatsächlich essentiell sind für die Begründung der Straflosigkeit („Muss-Merkmale“) und welche Tatbestandsvoraussetzungen für eine Straflosigkeit entbehrlich sind („Soll-Merkmale“). Anders ausgedrückt: Bleibt überhaupt außerhalb der „Safe Harbour“-Tatbestände Raum für zulässige Kursstabilisierung? Dabei ist insbesondere von Bedeutung, in welchen Vorgaben der „Safe Harbour“-Bestimmungen unmittelbar das Schutzgut der Verbotsvorschrift zum Ausdruck kommt und bei welchen das nicht der Fall ist.

legung von § 20a WpHG dienen: Es soll deutlich werden, welches Verhalten als Kurs- und Marktpreismanipulation einzustufen ist und welches Verhalten nicht.

⁹ Ebenso LENENBACH Rn. 10.223; VOGEL A/S § 20a Rn. 20 und 245 sowie WM 2003, 2437, 2442.

Aufgrund der Struktur des (Gesamt-)Straftatbestands ergeben sich naturgemäß zahlreiche Überschneidungen mit den Erkenntnissen, die in den bereits oben angesprochenen, das Zivilrecht betreffenden Veröffentlichungen gewonnenen wurden. Aufgabe dieser Arbeit ist es jedoch, die jeweiligen strafrechtlichen Besonderheiten herauszuarbeiten und zu den spezifisch strafrechtlichen Fragen und Problemen Stellung zu nehmen.

Das erste Kapitel beginnt mit der Erläuterung der für das Verständnis der Arbeit notwendigen Begrifflichkeiten, befasst sich sodann mit dem Rechtsgut des Straftatbestands der Marktmanipulation und diskutiert anschließend dessen Straflegitimation und die Gründe für die Notwendigkeit von Verbotsausnahmen. Das zweite Kapitel beschäftigt sich mit dem Ablauf von Wertpapieremissionen und den typischen Kursstabilisierungsmaßnahmen. Das dritte Kapitel gibt einen Überblick über den Straftatbestand des § 20a WpHG und geht dabei auf sämtliche Verbotsvarianten sowie die typischen Erscheinungsformen von Marktmanipulation ein; besonderes Augenmerk wird dabei auf die Auslegung der handelsgestützten Variante gelegt. Weiterhin werden die praktischen Probleme des Tatnachweises erörtert und die Freistellungstatbestände verbrechenssystematisch eingeordnet. Im vierten Kapitel folgt als Kern der Arbeit die Untersuchung der einzelnen „Safe Harbour“-Tatbestandsmerkmale im Hinblick darauf, was aus deren Nichtbeachtung für die Erfüllung des Straftatbestands zu schließen ist. Das fünfte Kapitel fasst schließlich die Ergebnisse der Arbeit nochmals zusammen.

Erstes Kapitel:

Begrifflichkeiten, Rechtsgut und Straflegitimation des Straftatbestands der Marktmanipulation

Wie auch im sonstigen Wirtschaftsleben kann Handel an der Börse nur funktionieren, wenn diejenigen Handlungen verboten und mit Strafe bedroht sind, die auf Übervorteilung und Herbeiführung ungerechtfertigter Vermögensvorteile zum Nachteil anderer gerichtet sind. Eine solche ordnungsstiftende Regelung ist § 20a WpHG. Insbesondere auch zur Abgrenzung der verbotenen Kursbeeinflussung von den zulässigen Kurspflegetmaßnahmen soll das vom Verbotstatbestand geschützte Rechtsgut genauer herausgearbeitet werden. Zuvor sind allerdings noch die Begrifflichkeiten zu klären.

A. Klärung der Begrifflichkeiten

Die Begriffe Kurspflege, Marktpflege, Kursstützung und Stabilisierung sind nur zum Teil gesetzlich definiert und werden – vor allem in der Literatur – nicht einheitlich verwendet.

Gemein ist ihnen, dass sie allesamt positive Assoziationen erwecken und für eben jene Beeinflussungen des Marktes stehen sollen, die trotz des grundsätzlichen Verbots von Manipulationen zivil- und strafrechtlich keinerlei Konsequenzen nach sich ziehen sollen. Selbstverständlich entscheidet sich die Rechtmäßigkeit einer Handlung aber nicht an einem ihr angehefteten, zum Teil als euphemistisch zu bezeichnenden, Etikett, sondern allein anhand einer genauen Prüfung des Gesetzestatbestands und der übrigen zugehörigen Vorschriften. Diese beschreibenden Begriffe können das Ergebnis einer Prüfung nicht vorwegnehmen.

Dennoch soll hier zunächst ein Überblick über die Einordnungsmöglichkeiten der auf zulässige Beeinflussungen des Kurses gerichteten Maßnahmen gegeben werden, damit im weiteren Fortgang der Arbeit Klarheit über die Begrifflichkeiten herrscht. Dabei ist der Begriff Kurspflege zunächst als Oberbegriff für alle Maß-

nahmen zu verstehen, die in irgendeiner Weise auf den Kurs von börsennotierten Werten¹⁰ Einfluss nehmen sollen (unten als Kurspflege im weiteren Sinne eingeordnet).

Unterscheidungen in verschiedene Tatbestände sind anhand verschiedener Kriterien möglich: CRÜWELL/FÜRHOFF¹¹ unterscheiden nach dem Kreis der beteiligten Personen, dem Zeitraum und dem Niveau des Eingriffs. Es ergeben sich demnach drei Kategorien, nämlich die Kurspflege im weiteren Sinne, die Kurspflege im engeren Sinne – meist als Stabilisierung bezeichnet¹² – und die Kursstützung. Viele Autoren verfolgen eine ähnliche Terminologie, weshalb auch hier eine Kategorisierung anhand dieser Begrifflichkeiten erfolgen soll.

I. Kurspflege im weiteren Sinne

Die Kategorie der Kurspflege im weiteren Sinne umfasst erwartungsgemäß die meisten Sachverhalte; es handelt sich hierbei gemäß der soeben beschriebenen Systematik um *jegliche* Betätigung interessierter Personen am Markt mit dem Ziel, den Kurs eines Wertpapiers zu beeinflussen.¹³ Der Kreis interessierter Personen besteht typischerweise aus dem Emittenten selbst und den Großaktionären; darüber hinaus kommen als (andere) Personen mit einem sonstigen Interesse am Kurs des Finanzinstruments potentielle Übernehmer der Gesellschaft in Betracht, die einen günstigen Übernahmepreis herbeiführen möchten. Die Emissionsbank hingegen gehört in der Regel nicht zum Kreis der Beteiligten, da die Kurspflege im weiteren Sinne nicht im Zusammenhang mit einer Emission stattfindet.¹⁴ Mittel der Kurspflege im weiteren Sinne sind Käufe und Verkäufe der jeweiligen Wertpapiere oder der Handel in darauf bezogenen Derivaten.^{15, 16}

¹⁰ Der Schutzbereich des Tatbestands reicht jedoch über die börslich gehandelten Werte hinaus. Vgl. hierzu unten Drittes Kapitel A. I.

¹¹ CRÜWELL/FÜRHOFF IPO-Management S. 334, 336; ebenso KÜMPEL Bank- und Kapitalmarktrecht³ Rn. 16.381 ff.

¹² SORGENFREI Park-Kapitalmarktstrafrecht Teil 3 Kap. 4 T1 Rn. 183 m. w. N.

¹³ CRÜWELL/FÜRHOFF IPO-Management S. 336.

¹⁴ CRÜWELL/FÜRHOFF IPO-Management S. 336.

¹⁵ Derivate sind Finanzinstrumente, die von anderen Vermögensgegenständen abgeleitet sind (lat. derivare = ableiten). Ihnen liegen andere Handelsobjekte zugrunde, weshalb ihr Wert vom Wert dieser zugrundeliegenden Finanzpapiere oder Produkte, den sog. Basiswerten, abhängt. Die klassischen Derivate sind v. a. Optionen, Futures und die sogenannten Hybriden oder Strukturierten Produkte. Optionen geben dem Käufer/Inhaber das Recht, den Basiswert innerhalb eines bestimmten Zeitraumes (amerikanische Option) oder zu einem bestimmten Zeitpunkt (dem Ausübungsdatum, europäische Option) zu einem bestimmten, fixen Preis vom Verkäufer/Stillhalter zu erwerben (dann „Call-Option“) oder an ihn zu verkaufen (dann „Put-Option“); der Stillhalter erhält hierfür die sog. Optionsprämie als Verkaufspreis. Bei einem Future hat der Käufer nicht nur das Recht, sondern

Unter die soeben gelieferte „Definition“ fallen zunächst einmal sämtliche Verhaltensweisen, die tatbestandsmäßig im Sinne von §§ 20a, 38, 39 WpHG sind. Ob eine strafbare Handlung vorliegt oder nicht, hängt davon ab, ob ein Ausschlussstatbestand („Safe Harbour“) einschlägig ist und ob eine tatsächliche Beeinflussung des Kurses stattgefunden hat oder nicht, § 38 Abs. 2 WpHG i. V. m. § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 2 Nr. 11 WpHG.

II. Kurspflege im engeren Sinne / Stabilisierung

Kurspflege im engeren Sinne, von CRÜWELL/FÜRHOFF mit dem Begriff Kursstabilisierung versehen, sollen dagegen nur Maßnahmen im Zusammenhang mit der Emission eines Wertpapiers sein.¹⁷ Die Emission wird aufgrund der konsortialvertraglichen Vereinbarungen zwischen dem Emittenten und dem Bankenkonsortium in der Regel von Letzterem durchgeführt; denkbar ist aber auch eine Stabilisierung durch den Emittenten selbst.

Typische Mittel zur Kursstabilisierung sind neben dem Handel im Wertpapier beispielsweise die Mehrzuteilungen mit und ohne „Greenshoe“-Option.¹⁸

auch die Pflicht, den Basiswert zu dem vereinbarten Preis zu erwerben oder zu verkaufen; eine Prämie wird nicht fällig, da beide Seiten gleichberechtigt Chancen und Risiken des Geschäfts tragen. Strukturierte Produkte sind Finanzinstrumente, bei denen ein Basiswert und beliebig viele Derivate zu einem wirtschaftlich und rechtlich zusammengehörigen Anlageprodukt verbunden werden; die Kombinationsmöglichkeiten und die damit verbundenen wirtschaftlichen Effekte sind so komplex und unbegrenzt wie für den Laien undurchschaubar. Vgl. hierzu EICHELBERGER S. 45; GERKE S. 220, S. 592, S. 747 und S. 767; GYOMLAY/WILLMEROH/SIGRIST S. 76 f.; LENENBACH Rn. 9.100 ff.

¹⁶ CRÜWELL/FÜRHOFF IPO-Management S. 336.

¹⁷ CRÜWELL/FÜRHOFF IPO-Management S. 336; BOSCH BuB Rn. 10/348, der dies als die international gängige Terminologie bezeichnet.

¹⁸ Bei Mehrzuteilungen werden im Rahmen einer Emission mehr Wertpapiere verkauft als tatsächlich im Emissionsvolumen enthalten sind; der Emissionsbegleiter muss daher die zu liefernden Papiere am Markt selbst wieder aufkaufen, um sie dann auch liefern zu können. Da hierdurch zwingend eine sofortige Nachfrage nach den emittierten Papieren besteht, kann ein Abrutschen des Preises bei erwarteten Spekulationsverkäufen unmittelbar nach der Emission verhindert werden. Die „Greenshoe“-Option dient dabei als Sicherheit für den Emissionsbegleiter, die zu liefernden Papiere bei Ausbleiben der erwarteten Verkäufe nicht zu einem hohen Preis auf dem Markt aufkaufen zu müssen und hierdurch Verlust zu erleiden, da er bei Ausübung der Option die Papiere zum Ausgabepreis durch den Emittenten erhält. Hierzu unten genauer Zweites Kapitel B. IV. und V.

III. Kursstützung

Die letzte von CRÜWELL/FÜRHOFF vorgenommene Einteilung ist die Kategorie der Kursstützung.¹⁹ Diese unterscheidet sich von den beiden vorherigen Sachverhalten durch die Intensität des Eingriffs, denn als Kursstützung seien nur solche Maßnahmen zu bezeichnen, die sich darauf beschränken, den Kurs vor einem (weiteren) Absinken zu bewahren, also einen bestimmten Kurs zu halten.²⁰ Im Gegensatz dazu seien bei der Kurspflege im engeren und im weiteren Sinne auch Maßnahmen zur Steigerung des Kurses möglich. Interventionen fänden dementsprechend nur auf dem Niveau des letzten unabhängigen Geschäfts statt; als absolute Obergrenze fungiere daher der Ausgabepreis des Wertpapiers.

Allein die Einhaltung einer gewissen preislichen Obergrenze sagt – wie bei den anderen Kategorien – noch nichts über die rechtliche Zulässigkeit solcher Sachverhalte im Grundsatz aus. Sie weist lediglich auf Ansatzpunkte einer Zulässigkeitsregelung²¹ hin.

IV. Kursstabilisierungsmaßnahmen im Sinne der Marktmissbrauchsrichtlinie und der EG-Verordnung 2273/2003

Die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG enthält keine Definition, sondern erklärt lediglich in Erwägungsgrund Nr. 33: „Kursstabilisierungsmaßnahmen für Finanzinstrumente (...) können unter bestimmten Umständen (...) gerechtfertigt sein und sind daher nicht bereits als solche als Marktmissbrauch zu betrachten.“

Die EG-Verordnung 2273/2003 enthält die europarechtlichen Freistellungsregeln für diejenigen Maßnahmen, die gezielt den Kurs eines Finanzinstruments beeinflussen und dennoch keinesfalls dem Verbotstatbestand des § 20a WpHG unterfallen sollen. Diese Maßnahmen werden dort in Erwägungsgrund Nr. 11 als Kursstabilisierungsmaßnahmen beschrieben und ihr Zweck und ihre Wirkungen werden erläutert: „Kursstabilisierungsmaßnahmen bewirken hauptsächlich die vorübergehende Stützung des Emissionskurses unter Verkaufsdruck geratener, relevanter Wertpapiere, mindern so den durch kurzfristige Anleger verursachten Verkaufsdruck und halten für die relevanten Wertpapiere geordnete Marktverhältnisse auf-

¹⁹ CRÜWELL/FÜRHOFF IPO-Management S. 334 und 337.

²⁰ Anders BOSCH BuB Rn. 10/340: „Kursstützung ist der Versuch, entgegen der Markttendenz einen Kursrückgang zu vermeiden oder abzuschwächen. Sie greift also in das Marktgeschehen nachdrücklicher ein als die Kurspflege.“

²¹ Vgl. hierzu Art. 10 Abs. 1 EG-VO 2273/2003.

recht. Dies liegt sowohl im Interesse der Anleger, die die relevanten Wertpapiere im Rahmen eines signifikanten Zeichnungsangebots gezeichnet oder gekauft haben, als auch im Interesse der Emittenten. Auf diese Weise können Kursstabilisierungsmaßnahmen das Vertrauen der Anleger und der Emittenten in die Finanzmärkte stärken.“ Art. 2 Nr. 7 der Verordnung präzisiert diese Beschreibung weiter und enthält folgende Definition: „Kursstabilisierung‘ ist jeder Kauf bzw. jedes Angebot zum Kauf relevanter Wertpapiere und jede Transaktion mit vergleichbaren verbundenen Instrumenten, die Wertpapierhäuser oder Kreditinstitute im Rahmen eines signifikanten Zeichnungsangebots für diese Wertpapiere mit dem alleinigen Ziel tätigen, den Marktkurs dieser relevanten Wertpapiere für einen im Voraus bestimmten Zeitraum zu stützen, wenn auf diese Wertpapiere Verkaufsdruck besteht“.

Diese Definition ist also am engsten gefasst, deckt sich jedoch weitgehend mit der Definition von CRÜWELL/FÜRHOFF in Bezug auf die Begriffe Kurspflege im engeren Sinne bzw. Stabilisierung. Sie betrifft nur Maßnahmen im Zusammenhang mit einer Emission. Art. 8 EG-VO 2273/2003 bestimmt, dass Kursstabilisierungsmaßnahmen zeitlich befristet sind und nur innerhalb eines 30-Tageszeitraums nach einer Emission stattfinden. Die vom europäischen Gesetzgeber gesetzlich als Kursstabilisierung definierten Maßnahmen sind mithin zwingend an eine Emission gebunden.

V. Fazit

Die von CRÜWELL/FÜRHOFF niedergelegte Terminologie ist nicht zwingend und wird nicht von allen Autoren²² angenommen; weitgehend besteht aber zumindest Einigkeit in dem Punkt, dass Marktbeeinflussungen speziell im Zusammenhang mit Emissionen als Stabilisierung bezeichnet werden, während die Begriffe Kurs- oder Marktpflege für sonstige Maßnahmen stehen.²³

Im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit steht die Untersuchung von Maßnahmen, auf die die „Safe Harbour“-Regelungen der EG-Verordnung 2273/2003

²² EICHELBERGER S. 36, verwendet die Begriffe synonym; LENENBACH Rn. 10.217, und BOSCH BuB Rn.10/334: „Mit der Kurspflege soll Zufallsschwankungen entgegengewirkt werden, die weder in der finanziellen oder wirtschaftlichen Situation des Emittenten noch in allgemeinen Entwicklungen des Kapitalmarkts ihren Grund haben.“

²³ So etwa ausführlich BINGEL S. 22, 23; MEIBNER S. 27; SORGENFREI Park-Kapitalmarktstrafrecht Teil 3 Kap. 4 T1 Rn. 183.