

**05.09.03**

Fz - Wi

## **Verordnung**

**des Bundesministeriums  
der Finanzen**

---

### **Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV)**

#### **A. Problem und Ziel**

- Mit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz wurden zum 1. Juli 2003 das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a Wertpapierhandelsgesetz - WpHG) neu geregelt und die bis zu diesem Zeitpunkt geltende börsenrechtliche Bestimmung (§ 88 Börsengesetz) abgelöst. Die neue Vorschrift enthält eine Rechtsverordnungsermächtigung, um den Tatbestand im Hinblick auf die aktuelle Praxis und die zum Teil sehr komplexen Manipulationstechniken weiter konkretisieren zu können (§ 20a Abs. 2 WpHG). Die zu erlassende Verordnung bedarf der Zustimmung des Bundesrats.
- Ziel der Verordnung ist es, den Marktteilnehmern eine Orientierungshilfe dafür zu geben, welche Handlungen oder Unterlassungen als Kurs- oder Marktpreismanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 WpHG einzustufen sind und welche Verhaltensweisen in keinem Fall einen solchen Verstoß darstellen.

#### **B. Lösung**

Erlass einer Rechtsverordnung, die nähere Bestimmungen enthält über

- die Umstände, die für die Bewertung von Vermögenswerten erheblich sind,
- das Vorliegen einer sonstigen Täuschungshandlung sowie
- Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation darstellen.

#### **C. Alternativen**

Keine

#### **D. Finanzielle Auswirkungen**

Keine

**E. Sonstige Kosten**

- Die bei den Unternehmen durch die Befolgung der Verordnung anfallenden zusätzlichen Kosten werden als verhältnismäßig gering eingeschätzt.
- Messbare Auswirkungen auf das Preisniveau, insbesondere auf das Verbraucherpreisniveau sind nicht zu erwarten.

05.09.03

Fz - Wi

**Verordnung**  
des Bundesministeriums  
der Finanzen

---

**Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und  
Marktpreismanipulation (KuMaKV)**

Der Chef des Bundeskanzleramtes

Berlin, den 5. September 2003

An den  
Präsidenten des Bundesrates  
Herrn Ministerpräsidenten  
Prof. Dr. Wolfgang Böhmer

Sehr geehrter Herr Präsident,

hiermit übersende ich die von dem Bundesministerium der Finanzen zu erlassende

Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und  
Marktpreismanipulation (KuMaKV)

mit Begründung und Vorblatt.

Ich bitte, die Zustimmung des Bundesrates aufgrund des Artikels 80 Absatz 2 des  
Grundgesetzes herbeizuführen.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Frank-Walter Steinmeier



**Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und  
Marktpreismanipulation (KuMaKV)**

**Vom...**

Auf Grund des § 20a Abs. 2 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes, der durch Artikel 1 Nr. 13 des Gesetzes vom 21. Juni 2002 (BGBl. I S. 2010) eingefügt worden ist, verordnet das Bundesministerium der Finanzen:

**Teil 1  
Anwendungsbereich**

**§ 1  
Anwendungsbereich**

Die Vorschriften dieser Verordnung sind anzuwenden auf

1. die Bestimmung von Umständen, die für die Bewertung von Vermögenswerten im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes erheblich sind,
2. die Feststellung des Vorliegens sonstiger Täuschungshandlungen im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes und
3. die Bestimmung von Handlungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes darstellen.

**Teil 2  
Bewertungserhebliche Umstände und sonstige Täuschungshandlungen**

**§ 2  
Bewertungserhebliche Umstände**

(1) Bewertungserhebliche Umstände im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes sind Tatsachen und Werturteile, die geeignet sind, auf die Anlageentscheidung eines vernünftigen Anlegers mit durchschnittlicher Börsenkenntnis Einfluss zu nehmen.

(2) Tatsachen, die gemäß § 15 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes, sowie Entscheidungen und Kontrollerwerbe, die gemäß § 10 oder § 35 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes zu veröffentlichen sind, sind regelmäßig bewertungserhebliche Umstände im Sinne von Absatz 1.

(3) Bewertungserhebliche Umstände im Sinne von Absatz 1 können insbesondere sein:

1. Änderungen in den Jahresabschlüssen und Zwischenberichten und den hieraus üblicherweise abgeleiteten Unternehmenskennzahlen;
2. Änderungen der Ausschüttungen, insbesondere Sonderausschüttungen, eine Dividendenänderung oder die Aussetzung der Dividende;
3. Bedeutende Kooperationen, Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen sowie der Abschluss, die Änderung oder die Kündigung von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und sonstigen bedeutenden Vertragsverhältnissen;
4. Übernahme-, Erwerbs- und Abfindungsangebote, soweit nicht von Absatz 2 erfasst;
5. Kapital- und Finanzierungsmaßnahmen;
6. Liquiditätsprobleme, Überschuldung oder Verlustanzeige nach § 92 des Aktiengesetzes;
7. Bedeutende Erfindungen, Erteilung oder Verlust bedeutender Patente und Gewährung wichtiger Lizenzen;
8. Rechtsstreitigkeiten und Kartellverfahren von besonderer Bedeutung;
9. Veränderungen in personellen Schlüsselpositionen des Unternehmens;
10. Strategische Unternehmensentscheidungen, insbesondere der Rückzug aus oder die Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern oder die Neuausrichtung des Geschäfts.

### § 3

#### **Sonstige Täuschungshandlungen**

(1) Eine sonstige Täuschungshandlung im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes ist die Vorspiegelung falscher sowie die Entstellung oder Unterdrückung wahrer Tatsachen oder sonstiger Umstände, soweit diese geeignet sind, den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines der unter § 20a Abs. 1 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes genannten Vermögenswerte oder den Preis eines solchen Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten.

(2) Sonstige Täuschungshandlungen im Sinne des Absatzes 1 sind insbesondere Geschäfte oder einzelne Kauf- oder Verkaufsaufträge über den Kauf von Vermögenswerten,

1. bei denen Käufer und Verkäufer wirtschaftlich identisch sind, es sei denn, diese Geschäfte wurden nicht wissentlich zwischen identischen Vertragspartnern abgeschlossen oder den anderen Marktteilnehmern im Einklang mit den gesetzlichen Regeln und den Marktbestimmungen angekündigt;
2. bei denen ein Kauf- und ein Verkaufsauftrag zu im Wesentlichen gleichen Stückzahlen und Preisen von verschiedenen Parteien, die sich abgesprochen haben, erteilt wird, es sei denn, diese Geschäfte wurden den anderen Marktteilnehmern im Einklang mit den gesetzlichen Regeln und den Marktbestimmungen angekündigt;

3. die den unzutreffenden Eindruck wirtschaftlich begründeter Umsätze erwecken;
  4. die aufgrund ihres Zeitpunktes geeignet sind, über Angebot und Nachfrage im Zeitpunkt der Feststellung eines bestimmten Börsen- oder Marktpreises zu täuschen, der als Referenzpreis für einen Vermögenswert dient.
- (3) Als sonstige Täuschungshandlung im Sinne des Absatzes 1 gilt auch
1. das Ausnutzen einer marktbeherrschenden Stellung über das Marktangebot bei einem Vermögenswert zu einer nicht marktgerechten Preisbildung;
  2. die Verbreitung von Gerüchten oder Empfehlungen bei Bestehen eines möglichen Interessenkonflikts, ohne dass dieser zugleich in adäquater Weise offenbart wird.

### **Teil 3**

## **Handlungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes darstellen**

### **Abschnitt 1 Stabilisierungsmaßnahmen**

#### **§ 4**

### **Allgemeine Grundsätze**

- (1) Stabilisierungsmaßnahmen, die den Anforderungen der §§ 5 bis 11 genügen, verstoßen nicht gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes.
- (2) Stabilisierungsmaßnahmen sind Maßnahmen zur Stützung des Börsen- oder Marktpreises im Rahmen einer Wertpapieremission, um kurzfristig sinkende Kursbewegungen auszugleichen, welche typischerweise im Zusammenhang mit einer solchen Wertpapieremission auftreten.
- (3) Wertpapieremissionen im Sinne des Absatzes 2 sind erstmalige öffentliche Angebote von Wertpapieren und öffentliche Angebote bei einer Sekundärplatzierung von Wertpapieren. Als Wertpapieremissionen gelten nicht die öffentlichen Angebote von Wertpapieren im Wege eines freihändigen Verkaufs, der sich am Marktgeschehen orientiert sowie sonstige öffentliche Kauf- oder Umtauschangebote.

#### **§ 5**

### **Stabilisierungsmanager**

- (1) Zur Stabilisierung des Börsen- oder Marktpreises von Wertpapieren sind nur Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne von § 2 Abs. 4 des Wertpapierhandelsgesetzes und Unternehmen mit Sitz in einem anderem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den eu-

ropäischen Wirtschaftsraum, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, befugt, die an der Übernahme oder der Platzierung dieser Wertpapiere beteiligt sind und gegenüber dem Publikum als Stabilisierungsmanager benannt werden.

(2) Sind mehrere Stabilisierungsmanager benannt, so müssen diese einen führenden Stabilisierungsmanager bestimmen.

## § 6

### **Stabilisierungsmaßnahmen**

(1) Zulässige Stabilisierungsmaßnahmen im Rahmen einer Wertpapieremission sind:

1. der Kauf von Wertpapieren, die Gegenstand der Wertpapieremission sind, und die Abgabe von Kaufangeboten bezüglich dieser Wertpapiere;
2. der Kauf von Wertpapieren, die sich auf Wertpapiere, die Gegenstand der Wertpapieremission sind, beziehen sowie
3. der Kauf oder der Verkauf von Derivaten, die sich auf Wertpapiere, die Gegenstand der Wertpapieremission sind, beziehen.

(2) Die unter Absatz 1 genannten Stabilisierungsmaßnahmen sind nicht zulässig, wenn der Stabilisierungsmanager oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen im Zusammenhang mit der Emission gegenüber dem Emittenten ein Recht zum Kauf oder zum Verkauf der Wertpapiere hat, welches er während des Stabilisierungszeitraumes oder danach ausüben kann, sofern dieses Recht nicht zuvor im Börsenzulassungssprospekt oder in anderer handelsüblicher Weise öffentlich bekannt gemacht wurde.

## § 7

### **Stabilisierungszeitraum**

Stabilisierungsmaßnahmen dürfen nur in den folgenden Zeiträumen durchgeführt werden:

1. bei Aktien im Falle eines erstmaligen öffentlichen Angebotes ab Notierungsaufnahme und bis zu 30 Kalendertage danach oder, sofern schon vor Notierungsaufnahme ein Handel zugelassen ist, welcher den Regeln, auch hinsichtlich Veröffentlichungs- und Meldepflichten, des organisierten Marktes unterworfen ist, ab Veröffentlichung des endgültigen Emissionspreises und bis zu 30 Kalendertage danach sowie im Falle einer Sekundärplatzierung ab Veröffentlichung des endgültigen Emissionspreises und bis zu 30 Kalendertage nach der Zuteilung der Wertpapiere;
2. für Wandel- und Optionsanleihen ab Bekanntgabe der endgültigen Bedingungen des Angebotes und bis zu 30 Kalendertage nach Erhalt des Verkaufserlöses aus der Emission durch den Emittenten oder bis zu 60

Kalendertage nach der Zuteilung der Wertpapiere, wenn dieser Zeitpunkt früher liegt;

3. bei sonstigen Schuldverschreibungen ab Ankündigung des Angebotes und bis zu 30 Kalendertage nach Erhalt des Verkaufserlöses aus der Emission durch den Emittenten oder bis zu 60 Kalendertage nach der Zuteilung der Wertpapiere, wenn dieser Zeitpunkt früher liegt.

## § 8

### **Beschränkungen**

Stabilisierungsmaßnahmen sind nur im Rahmen folgender Maßgaben zulässig:

1. Stabilisierungsmaßnahmen bei Aktien dürfen unbeschadet der Nummer 3 nur zur Stützung des Börsen- oder Marktpreises unter Berücksichtigung der Marktlage durchgeführt werden, und der Preis, zu dem die Stabilisierungsmaßnahme durchgeführt wird (Stabilisierungspreis), darf den Emissionspreis nicht übersteigen.
2. Stabilisierungsmaßnahmen dürfen bei Schuldverschreibungen nur zur Stützung des Börsen- oder Marktpreises durchgeführt werden.
3. Zur Stabilisierung von Wandel- oder Optionsanleihen darf auch eine Stützung des Börsen- oder Marktpreises der den Wandel- oder Optionsanleihen zugrundeliegenden Aktien unter Berücksichtigung der Marktlage erfolgen. Die Stabilisierungsmaßnahmen dürfen für die den Wandel- oder Optionsanleihen zugrundeliegenden Aktien nicht zu einem Börsen- oder Marktpreis oberhalb desjenigen führen, der im Zeitpunkt der Veröffentlichung der endgültigen Angebotsbedingungen der Wandel- oder Optionsanleihen galt.
4. Die in den Nummern 1 und 3 genannten Preisobergrenzen sind um die Auswirkungen von Zins- und Dividendenberechtigungen, der Ausgabe von Berichtigungsaktien und der Durchführung von Aktiensplits zu bereinigen.

## § 9

### **Bekanntgabe von Stabilisierungsmaßnahmen**

(1) Stabilisierungsmaßnahmen sind nur zulässig, wenn vor Beginn der Zeichnungsfrist in Verkaufs- oder Börsenzulassungsprospekten sowie mittels einer Pressemitteilung und der Bekanntgabe im Internet unter der Adresse des Emittenten in einem deutlich gekennzeichneten Abschnitt auf mögliche Stabilisierungsmaßnahmen hingewiesen wird. Hinzuweisen ist auf

1. die Möglichkeit der Durchführung von Stabilisierungsmaßnahmen, dass hierzu keine Verpflichtung besteht und dass Stabilisierungsmaßnahmen jederzeit beendet werden können;
2. den Beginn und das Ende des Stabilisierungszeitraumes;
3. die befugten Stabilisierungsmanager;

4. die Möglichkeit, dass Stabilisierungsmaßnahmen einen höheren Marktpreis für das betroffene Wertpapier herbeiführen können, als es ohne diese Maßnahmen der Fall wäre und
5. die Risiken, die die Stabilisierungsmaßnahmen mit sich bringen sowie andere Umstände der Stabilisierung, die für die Anlageentscheidung wesentlich sein könnten.

(2) Nach Ende des Stabilisierungszeitraums sind innerhalb einer Woche folgende Informationen mittels einer Pressemitteilung und im Internet unter der Adresse des Emittenten oder in sonst geeigneter Weise bekannt zu geben:

1. das Datum, an welchem der Stabilisierungszeitraum endete;
2. die Angabe, ob tatsächlich Stabilisierungsmaßnahmen durchgeführt wurden;
3. die Preisspanne, innerhalb derer Stabilisierungsmaßnahmen durchgeführt wurden, und
4. das Datum der letzten Stabilisierungsmaßnahme.

## § 10

### **Dokumentation**

(1) Stabilisierungsmaßnahmen sind nur zulässig, wenn die Stabilisierungsmanager die von ihnen durchgeführten Stabilisierungsmaßnahmen intern als solche kennzeichnen und alle wesentlichen Informationen hierüber aufzeichnen. Sind mehrere Stabilisierungsmanager befugt, haben diese die Daten über alle von ihnen getätigten Stabilisierungsmaßnahmen unverzüglich, spätestens am nächsten Bankarbeitstag, an den führenden Stabilisierungsmanager zur Dokumentation weiterzuleiten. Die Stabilisierungsmaßnahmen müssen nachvollziehbar dokumentiert und für mindestens fünf Jahre nach Abschluss der Stabilisierungsmaßnahme aufbewahrt werden.

(2) Die Dokumentation muss mindestens folgende Informationen enthalten:

1. die Benennung der beteiligten Stabilisierungsmanager;
2. die Bezeichnung der Wertpapiere oder der Derivate;
3. die Stückzahl der Wertpapiere oder Derivate, die Gegenstand der Stabilisierungsmaßnahme sind, sowie gegebenenfalls das Preislimit der Stabilisierungsmaßnahme;
4. das Datum und die Uhrzeit der Durchführung der Stabilisierungsmaßnahme und
5. den Stabilisierungspreis.

## § 11

### **Anerkennung ausländischer Stabilisierungsregeln**

Zulässig sind auch im Ausland getätigte Stabilisierungsmaßnahmen, die den Anforderungen der §§ 5 bis 10 genügen, oder solche, die im Rahmen der an den betreffenden ausländischen Märkten bestehenden Regeln über zulässige Stabilisierungsmaßnahmen getätigt werden, sofern diese Regeln den Regeln dieser Verordnung gleichwertig sind.

**Abschnitt 2  
Sonstige Maßnahmen**

**§ 12**

**Mehrzuteilungsoption und Greenshoe-Vereinbarung**

(1) Die Zuteilung einer größeren Anzahl an Wertpapieren zum Emissionspreis als zum Zwecke des Angebotes zur Verfügung stehen (Mehrzuteilung) stellt keinen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes dar, sofern diese Mehrzuteilung durch Abschluss einer entsprechenden Vereinbarung abgesichert ist, wonach das Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom Emittenten oder von abgebenden Aktionären weitere ausstattungsgleiche Wertpapiere während oder nach dem Stabilisierungszeitraum zum Emissionspreis erwerben kann (Greenshoe-Vereinbarung). Eine Greenshoe-Vereinbarung ist nur zur Absicherung einer Mehrzuteilung zulässig. Die Mehrzuteilung und die Absicherung durch eine Greenshoe-Vereinbarung dürfen jeweils 15 Prozent des ursprünglichen Angebotes nicht überschreiten.

(2) Ist den an der Wertpapieremission beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen das Recht eingeräumt worden, eine Mehrzuteilung vorzunehmen (Mehrzuteilungsoption) und eine Greenshoe-Vereinbarung abgeschlossen worden, so ist darauf im Verkaufs- oder Börsenzulassungsprospekt hinzuweisen. Hinzuweisen ist insbesondere auf die Existenz einer Mehrzuteilungsoption und die Existenz einer Greenshoe-Vereinbarung sowie deren zulässigen Umfang und die Bedingungen, unter denen sie ausgeführt werden können. Die Ausführung einer Greenshoe-Vereinbarung und die Ausübung der Mehrzuteilungsoption sind unverzüglich und unter Angabe des Ausführungs- und Ausübungsdatums sowie der Menge und der Art der betroffenen Wertpapiere nach Maßgabe des § 9 Abs. 2 zu veröffentlichen.

(3) § 4 Abs. 3, die §§ 5, 7 und 9 Abs. 2 sowie die §§ 10 und 11 gelten entsprechend.

**§ 13**

**Erwerb eigener Aktien**

Der Erwerb eigener Aktien stellt keinen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes dar, soweit er in Einklang mit § 71 des Aktiengesetzes erfolgt.

**Vierter Teil  
Schlussvorschriften**

**§ 14**

**In-Kraft-Treten**

Diese Verordnung tritt am Tag nach der Verkündung in Kraft.

Der Bundesrat hat zugestimmt.

## Begründung

### A. Allgemeiner Teil

Durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz wurden in § 20a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation neu gefasst, aus dem Börsengesetz herausgelöst und die Zuständigkeit für die Überwachung der Einhaltung des Verbots auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen. Im Hinblick auf die zunehmende Internationalisierung des Wertpapiergeschäftes und der Wertpapiermärkte erfolgte gleichzeitig eine stärkere Anpassung an die veränderten Erfordernisse der Praxis. Nach § 20a WpHG ist es danach verboten, unrichtige Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen oder sonstige Täuschungshandlungen vorzunehmen, um auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines solchen Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken.

In § 20a Abs. 2 Satz 1 WpHG wird das Bundesministerium der Finanzen ermächtigt, durch Rechtsverordnung, die der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen zu erlassen über

- die Umstände, die für die Bewertung von Vermögenswerten erheblich sind;
- das Vorliegen einer sonstigen Täuschungshandlung sowie
- Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation darstellen.

Die vorliegende Verordnung hat das Ziel, den Marktteilnehmern Leitlinien dafür an die Hand zu geben, welche Handlungen oder Unterlassungen als Kurs- oder Marktpreismanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 WpHG einzustufen sind und welche Verhaltensweisen in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des § 20a Abs. 1 WpHG darstellen.

Es herrscht zunehmend Übereinstimmung darüber, dass ein einheitlicher Finanzmarkt die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft entscheidend fördern wird. Um den Bestrebungen auf europäischer Ebene angemessen Rechnung zu tragen, wurde die vorliegende Verordnung auch unter Berücksichtigung der zum 12. April 2003 in Kraft getretenen EU-Richtlinie über Insidergeschäfte und Kursmanipulation (Marktmissbrauch) verfasst. Entgegen dem ursprünglich von der Kommission vorgeschlagenen Entwurf (KOM/2001/281 vom 30. Mai 2001) wurde von Rat und Kommission die vormals in Abschnitt B des Anhanges des Richtlinienvorschlages enthaltene Auflistung von Beispielen manipulativer Verhaltensweisen wieder gestrichen und nur teilweise in Art. 1 Nr. 2 des Richtlinientextes integriert. Dessen ungeachtet berücksichtigt die Verordnung auch den ursprünglichen Beispielkatalog des Richtlinienvorschlages, um den Marktteilnehmern eine bessere Orientierung zu ermöglichen und die Abgrenzung von erlaubten und verbotenen Verhaltensweisen zu erleichtern.

Entsprechend § 20a Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpHG enthält die vorliegende Verordnung im Dritten Teil konkrete Bestimmungen darüber, welche Handlungen als marktkonform anzusehen sind und damit in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des § 20a Abs. 1 WpHG darstellen. Ein solches Bedürfnis wird insbesondere bei der Kursstabil-

sierung als Maßnahme zur Glättung von Kursabsenkungen bei der Neuemission oder Sekundärplatzierung von Wertpapieren gesehen. Die durch die Stabilisierung bewirkte Abmilderung der unregelmäßigen Kursentwicklung dient dem Schutz vor emissionsbedingten kurzfristigen Kursschwankungen und damit der Aufrechterhaltung des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt. Die entsprechenden Vorschriften der vorliegenden Verordnung dienen im Wesentlichen der Abgrenzung unzulässiger Kursmanipulation von zulässigen Kursstabilisierungsmaßnahmen und schaffen damit die für das Vertrauen in die Integrität und Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes notwendige Safe-Harbour-Regelung. Der Regelungsumfang, insbesondere in welchem quantitativen und zeitlichen Rahmen Maßnahmen der Kursstabilisierung eingesetzt werden dürfen, und welche Transparenzanforderungen an derartige Markteingriffe gestellt werden, folgt weitgehend den Empfehlungen des Papiers von CESR (Committee of European Securities Regulators zur Stabilisierung und Zuteilung („Stabilisation and Allotment – A European Supervisory Approach“, CESR/02-020b vom 04. März 2002) und des CESR-Papiers „CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive“ (CESR/02.089d vom Dezember 2002), beide abrufbar unter [www.europefesco.org](http://www.europefesco.org).

## **B. Besonderer Teil**

### **I. Zu § 1**

§ 1 der Verordnung regelt den Anwendungsbereich. Im Hinblick auf § 20a Abs. 2 WpHG kommt § 1 eine rein klarstellende Funktion zu, indem deutlich gemacht wird, dass bei der Bestimmung von Umständen, die für die Bewertung von Vermögensgegenständen im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 2 WpHG erheblich sind und bei der Feststellung des Vorliegens sonstiger Täuschungshandlungen sowie bei der Bestimmung von Handlungen und Unterlassungen, die in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation darstellen, die Vorschriften dieser Verordnung Anwendung finden.

### **II. Zu § 2**

Der Anwendungsbereich des § 20a WpHG wird maßgeblich durch den Begriff der bewertungserheblichen Umstände bestimmt. Dieses Tatbestandsmerkmal wurde wortgleich aus § 88 Börsengesetz a.F. übernommen (Gesetzesbegründung zu § 20a, BT-Drucks. 14/8017, S. 89). Nach der Gesetzesbegründung zu § 88 Börsengesetz a.F. sollten hierdurch Bagatellfälle bereits aus dem objektiven Tatbestand ausgeschieden werden (BT-Drucks. 10/318, S. 46). Maßgebend bei der Bestimmung, welche Umstände für die Bewertung erheblich sind, ist die Verkehrsauffassung (BT-Drucks. 10/318, S. 46). Dies gilt insoweit auch im Rahmen des § 20a WpHG. Um auf Veränderungen des Marktes bzw. auf neue Missbrauchspraktiken flexibel und angemessen reagieren zu können, muss sich die Beurteilung der Bewertungserheblichkeit letztlich nach der allgemeinen Verkehrsauffassung richten. Eine abschließende Definition des Tatbestandsmerkmals der Bewertungserheblichkeit ist jedoch nicht möglich und im Ergebnis auch nicht geboten.

Entscheidend ist hier jedoch zur näheren Abgrenzung die Eignung der Umstände zur Beeinflussung der Anlageentscheidung eines vernünftigen Anlegers mit durchschnittlichen Börsenkenntnissen. Neben Tatsachen können auch Werturteile Dritter oder eige-

ne Werturteile, zum Beispiel Empfehlungen oder Analyseergebnisse, als bewertungserhebliche Umstände Gegenstand unrichtiger Angaben im Sinne von § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG sein, da die Angaben über Existenz und Inhalt dieser Werturteile dem Beweis zugänglich sind. Es muss sich um Umstände handeln, welche für die Bewertung des betreffenden Vermögenswertes durch einen durchschnittlich verständigen, börsenkundigen Anleger eine Rolle spielen, und die er folglich in seine Anlageentscheidung vernünftigerweise berücksichtigen würde. Dabei spielt es keine Rolle, ob der jeweilige Umstand in positiver oder negativer Weise für die Bewertung erheblich ist. Auch ist darin kein quantitatives Element enthalten.

Tatsachen, die gemäß § 15 WpHG ad hoc veröffentlicht werden müssen, sind regelmäßig als bewertungserhebliche Umstände im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG anzusehen. Dies ergibt sich bereits aus der Gesetzesbegründung zu § 20a WpHG, die als Beispiel für das Unterlassen (Verschweigen) von Angaben über bewertungserhebliche Umstände entgegen bestehender Rechtspflichten die Ad hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG nennt (BT-Drucks. 14/8017, S. 89). Die gemäß § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG daneben erforderliche Eignung, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken, liegt in diesen Fällen stets vor, da bei ad hoc-publizitätspflichtigen Tatsachen bereits per Definition die Geeignetheit zur (erheblichen) Kursbeeinflussung vorliegt (§ 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG).

Die Entscheidung, ein Erwerbs- oder Übernahmeangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) abzugeben oder der Kontrollerwerb nach § 35 WpÜG sind insbesondere für die Bewertung der Zielgesellschaft von erheblicher Bedeutung. Die diesbezügliche Pflicht im WpÜG soll über die unverzügliche Publizität unter anderem verhindern, dass Marktverzerrungen eintreten. Wird eine solche Veröffentlichung entgegen den Regelungen im WpÜG nicht vorgenommen, kann dies zu einer fehlerhaften Bewertung der Wertpapiere führen. Umgekehrt kann sich ein nur zum Schein abgegebenes Übernahmeangebot zumindest vorübergehend auf die Bewertung der entsprechenden Gesellschaft auswirken. Für Fälle, in denen das WpÜG nicht anwendbar ist, etwa bei einer Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland, gilt Absatz 3 Nr. 4.

Darüber hinaus sind bewertungserhebliche Umstände auch solche, die in einem betriebswirtschaftlichen Sinne Unternehmensdaten sind, z.B. die Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzaussagen oder Unternehmenskennzahlen, etwa das DVFA-Ergebnis oder die Umsatzrendite. Außerdem können Marktdaten für die Bewertung eines Vermögensgegenstandes erheblich sein, z.B. die Orderlage bzw. Transaktionsverhalten/absichten großer Marktteilnehmer wie etwa Fonds.

Die Auflistung in § 2 Abs. 3 dient als Orientierungshilfe für Normadressaten und Rechtsanwender. Die genannten Beispiele sind nicht abschließend.

### III. Zu § 3

Der Anwendungsbereich des § 20a WpHG wird maßgeblich auch durch den Begriff der sonstigen Täuschungshandlung bestimmt. Wie § 2 der vorliegenden Verordnung verfolgt die Vorschrift des § 3 daher das Ziel, dem Normadressaten eine Orientierungshilfe an die Hand zu geben, die gleichzeitig flexibel genug ist, um auf Veränderungen des Marktes bzw. auf neue Missbrauchspraktiken angemessen zu reagieren. In § 3 Abs. 1 der Verordnung wird daher die sonstige Täuschungshandlung zunächst in drei Tatmodalitäten (Vorspiegelung, Entstellung und Unterdrückung) aufgeteilt. Die Aufgliederung entspricht der in Rechtsprechung und Gesetzgebung geläufigen Definition.

Vorgespiegelt wird eine Tatsache, wenn dem Anleger eine nicht bestehende Tatsache als existent dargestellt wird. Dies kann etwa der Fall sein, wenn fälschlich behauptet wird, ein Großauftrag sei vereinbart worden. Eine Tatsache entstellt, wer einzelne Elemente hinzufügt oder fortlässt und auf diese Weise das tatsächliche Gesamtbild verfälscht. Eine Tatsache wird unterdrückt, wenn eine bestehende Tatsache nicht zur Kenntnis gebracht wird. Die einzelnen Tatmodalitäten gehen allerdings ineinander über. Entsprechendes gilt für Umstände, welche keine Tatsachen sind, also etwa Werturteile oder Prognosen.

Entscheidend ist, dass die Handlung geeignet ist, eine Fehlvorstellung über den wahren Sachverhalt hervorzurufen. Dass eine solche Fehlvorstellung tatsächlich eintritt, ist nicht erforderlich, da § 20a Abs. 1 Ziffer 2 ausdrücklich von Täuschungshandlungen spricht. Eine solche Fehlvorstellung kann bei Aussagen zu zukünftigen Entwicklungen auch dadurch hervorgerufen werden, dass der Handelnde Meinungen, Bewertungen oder Prognosen so darstellt, als seien sie das Ergebnis einer von besonderer Sachkunde getragenen Auswertung von Tatsachen.

Schließlich muss die Täuschungshandlung dazu geeignet sein, den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines der unter § 20a Abs. 1 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes genannten Vermögenswerte oder den Preis eines solchen Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zu beeinflussen, da ansonsten eine auch für § 20a Abs. 1 Ziffer 2 WpHG erforderliche Eignung der Täuschung zur Kursbeeinflussung nicht gegeben ist. Entscheidend ist hierbei, dass aufgrund der Wirkung der Täuschungshandlung auf das Anlageverhalten der Investoren des jeweiligen Marktes im Regelfall eine Änderung des ansonsten gegebenen Kursverlaufs eintreten würde.

Die Auflistung in § 3 Abs. 2 nennt beispielhaft einige häufig auftretende Manipulationspraktiken. Hierunter fallen insbesondere Transaktionen, die über die tatsächliche Geschäftslage in einem Vermögenswert täuschen. Um ihre Wirkung zu entfalten bzw. aufgrund ihrer Funktionsweise finden die in den Nummern 1 und 2 genannten Täuschungshandlungen durch Geschäfte an Börsen oder Märkten statt. Eine Täuschungshandlung kann neben dem Abschluss von Kaufverträgen auch die bloße Erteilung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen sein, wenn dadurch ein nicht marktgerechter Börsen- oder Marktpreis bezweckt wird und dabei wie in den Nummern 1 bis 3 des Satzes 1 beschrieben vorgegangen wird. Denn bereits die Erteilung von Aufträgen, gegebenenfalls mit bestimmten Limiten, hat Einfluss auf die Marktlage und kann damit auch zu einem verzerrten Preis führen. Die einzelnen Manipulationspraktiken können nicht immer scharf voneinander abgegrenzt werden und in unterschiedlichen Kombinationen zusammen auftreten.

Zu beachten ist hierbei, dass für einen Verstoß gegen das Verbot des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG neben der Erfüllung der in § 3 der Verordnung beschriebenen Handlungen noch die in § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG enthaltene Absicht gegeben sein muss, auf den Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes einzuwirken. Entsprechend der Ermächtigung in § 20a Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG enthält die Verordnung ausschließlich nähere Bestimmungen über das objektive Vorliegen sonstiger Täuschungshandlungen.

Als sonstige Täuschungshandlung sind zunächst Geschäfte anzusehen, bei denen die Vertragspartner identisch sind (Absatz 2 Nr. 1). Hierunter fallen sowohl die Kursbeeinflussung durch fiktive Geschäfte (Scheingeschäfte) sowie Geschäfte, mit welchen interne Positionen umgeschichtet werden (so genannte Wash Sales). Im Einklang mit der Gesetzesbegründung zu § 20a WpHG (BT-Drs. 14/8017, Seite 89) wird hier auf die

wirtschaftliche Identität von Käufer und Verkäufer abgestellt, um auch entsprechende Geschäfte zwischen verbundenen Unternehmen zu erfassen. Ausdrücklich nicht erfasst werden Geschäfte, bei deren Abschluss den Vertragsparteien die wirtschaftliche Identität nicht bewusst ist. Ebenfalls nicht erfasst werden Geschäfte, die entsprechend den geltenden gesetzlichen Vorschriften und Marktbestimmungen den anderen Marktteilnehmern bekannt gegeben werden, wie etwa bei Cross-Trades oder Pre-Arranged-Trades an der Eurex (Nummer 1.2.3 (2) der Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich) nach Eingabe eines „Cross-Request“.

Erfasst werden außerdem Geschäfte, bei denen Aufträge und Gegenaufträge aufeinander abgestimmt sind, sowie abgesprochene Geschäfte zwischen mehreren Vertragspartnern, bei denen von vorneherein feststeht, dass Gegenaufträge erteilt werden (Absatz 2 Nr. 2; „Improper matched orders“). Zweck kann hierbei entweder die Herbeiführung eines positiven oder negativen Kursauschlags oder auch die künstliche Beibehaltung des vorhandenen Preises sein.

Als sonstige Täuschungshandlung gelten auch Verhaltensweisen, bei denen, gegebenenfalls durch mehrere kollusiv handelnde Personen, Geschäfte vorgenommen werden, um den Kurs eines Vermögenswertes hoch oder herunter zu treiben oder beizubehalten, wenn ansonsten eine andere Kursentwicklung stattfinden würde. Hinzu kommt in der Regel, dass der entsprechende Vermögenswert in der Folge einer solchen so genannten Kurspflege erworben oder veräußert wird (Absatz 2 Nr. 3; „Pump and dump“).

Über die tatsächliche Geschäftslage täuschen können auch effektive Geschäfte, wenn hierdurch der unzutreffende Eindruck erweckt wird, die Kursbewegung eines Vermögenswertes sei aufgrund von legitimen, wirtschaftlich motivierten Umsätzen zustande gekommen (Absatz 2 Nr. 3; „Painting The Tape“ / „Advancing The Bid“). Dies ist dann der Fall, wenn nicht eine Investmentidee umgesetzt werden soll, sondern das Marktverhalten anderer Marktteilnehmer beeinflusst werden kann und soll. Die Täuschung liegt darin, dass für Marktteilnehmer nicht erkennbar ist, dass die Transaktionen mit der Absicht, den Preis zu beeinflussen, vorgenommen wurden und damit der zustande gekommene Preis verzerrt ist.

Als weitere Täuschungshandlung im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG ist nach Nummer 4 die Vornahme von Transaktionen und Geschäften anzusehen, wenn hierdurch entweder versucht wird, die Schlussnotierung, den Kassakurs eines Vermögenswertes oder den Abrechnungskurs von Derivatekontrakten zu beeinflussen. Hier von erfasst werden neben dem so genannten „Marking the close“ grundsätzlich alle Fallkonstellationen, in denen der Preis oder Kurs eines Vermögenswertes als Referenzpreis für Geschäfte oder Transaktionen mit Dritten gewählt oder bestimmt wird. Eine solche Beeinflussung kann auch mittelbar vorgenommen werden, wenn durch das oben beschriebene Verhalten andere Marktteilnehmer in ihrem Verhalten beeinflusst werden sollen, um die erwünschte Wirkung auf den Preis des Vermögenswertes zu erzielen.

Absatz 3 erfasst Täuschungshandlungen, die kein Handelsverhalten an einer Börse bzw. an einem Markt voraussetzen, gleichwohl aber im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG auf die Bildung eines Preises einwirken können. Erfasst wird von Abs. 3 Nr. 1 der Verordnung das auch als „Cornering“ und „Abusive Squeeze“ bezeichnete Marktverhalten, bei dem durch bzw. nach Verschaffung der Kontrolle beim Angebot der Kurs eines Vermögenswertes selbst beeinflusst wird. Hierunter fällt auch die gezielte Herbeiführung einer künstlichen Verknappung eines Vermögenswertes, insbesondere unter Ausnutzung der eigenen Marktstellung, mit dem Ziel, die Kontrolle über Angebot oder Lieferung zu erhalten. Ein solcher Verstoß kann gleichzeitig eine Überschreitung

börsenregulatorisch vorgegebener Positionslimite darstellen. Die Vorschrift bezweckt jedoch nicht eine allgemeine Preiskontrolle im Hinblick auf einzelne Vermögenswerte, selbst wenn Angebot und Nachfrage von wenigen Marktteilnehmern dominiert werden, wie etwa bei bestimmten Waren oder Optionsscheinen.

Eine sonstige Täuschungshandlung stellt auch das Ausstreuen und die Verbreitung von Gerüchten (Absatz 3 Nr. 2) bei Bestehen eines möglichen Interessenkonflikts dar. Erfasst wird hier auch das so genannte Scalping durch Anlageempfehlungen mit dem Ziel, Marktteilnehmer zu entsprechenden Geschäften zu veranlassen, die zu einer Preisbeeinflussung führen, wenn der Täter entsprechende Positionen eingegangen ist und wirtschaftlichen Nutzen aus der erwarteten Preisbeeinflussung ziehen möchte.

#### **IV. Zu § 4**

Im dritten Teil der Verordnung wird auf der Grundlage von § 20a Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpHG bestimmt, welche Handlungen in keinem Fall gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation verstoßen, auch wenn sie an sich zur Preisbeeinflussung geeignete Verhaltensweisen darstellen. Die hier genannten Ausnahmetatbestände beschreiben lediglich diejenigen Handlungen, welche in keinem Fall eine Manipulation im Sinne des § 20a WpHG darstellen. Außerhalb des Safe Harbour liegende Handlungen können, müssen aber nicht die Voraussetzungen des Verbotstatbestandes von § 20a Abs. 1 WpHG erfüllen. Nicht unter das Verbot fallen zunächst die im ersten Abschnitt durch §§ 4 ff. näher bestimmten Stabilisierungsmaßnahmen.

Die in den §§ 4 ff. aufgeführten Bestimmungen berücksichtigen die von CESR verabschiedeten Standards für Stabilisierungsmaßnahmen, die in dem CESR-Papier „Stabilisation and Allotment – A European Supervisory Approach“ (CESR/02-020b vom 04. März 2002) und dem CESR-Papier „CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive“ (CESR/02.089d vom Dezember 2002) niedergelegt sind.

Werden Stabilisierungsmaßnahmen gemäß den Anforderungen der §§ 5 bis 11 der Verordnung durchgeführt, so gilt dies nach Absatz 1 als marktkonformes und befugtes Verhalten und kann nicht als Kurs- oder Marktpreismanipulation verfolgt werden. Stabilisierung birgt grundsätzlich das Risiko, dass ein Preis zu lange auf einem möglicherweise künstlichen Niveau gehalten wird. Sie ist daher nur in den Grenzen dieser Vorschriften zulässig.

Der mit diesen Vorschriften gewährte Safe Harbour gestattet ausschließlich Maßnahmen zu dem in Absatz 2 bezeichneten Zweck, unabhängig vom äußeren Erscheinungsbild der Maßnahmen. Derartige Stabilisierungsmaßnahmen dienen dem Zweck, sinkende Kursbewegungen auszugleichen, die durch zeitlich stark konzentrierte Verkaufsangebote entstehen, wie sie gerade in der Emissionsphase auftreten. Da die Gewährleistung von Preisstabilität in dieser Phase im Interesse aller Marktteilnehmer, sowohl der Anleger als auch der Emittenten und Konsortialbanken, liegt und ihr Vertrauen in den Markt sichert, ist ein Safe Harbour insoweit gerechtfertigt. Darüber hinaus kann die Möglichkeit der Stabilisierung zu einer gesteigerten Emissionsbereitschaft insbesondere kleiner und mittlerer Unternehmen führen und die Kosten der Kapitalgewinnung senken.

Absatz 3 legt fest, was als Wertpapieremission anzusehen ist. Ein anerkannter Bedarf für Stabilisierungsmaßnahmen besteht anlässlich einer Neuemission oder bei der Sekundärplatzierung (d.h. der erneuten Unterbringung z.B. aus Großaktionärs- oder

Gruppenbesitz) von Wertpapieren. Beide Fälle sind insbesondere im Hinblick auf den zulässigen Zeitpunkt der Durchführung einer Stabilisierungsmaßnahme regelungsbedürftig, so dass sie ausdrücklich in Satz 1 erwähnt werden. Satz 2 bestimmt, welches Marktverhalten keine Wertpapieremission darstellt und daher von der Safe Harbour Regelung ausgenommen ist. Dies sind Platzierungen im Wege des freihändigen Verkaufs und öffentliche Kauf- oder Umtauschangebote.

#### **V. Zu § 5**

Zur sachgerechten Durchführung von Stabilisierungsmaßnahmen muss eine angemessene Koordination unter den in die Stabilisierung eingebundenen Unternehmen gewährleistet sein. Die Benennung eines führenden Stabilisierungsmanagers ist in diesem Zusammenhang erforderlich. Dieser hat für eine interne Abstimmung der Stabilisierungsmanager zu sorgen, die getätigten Stabilisierungsmaßnahmen gemäß § 10 Satz 3 zu dokumentieren und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht als Ansprechpartner zur Verfügung zu stehen.

#### **VI. Zu § 6**

Stabilisierungsmaßnahmen sind sowohl bei Neuemissionen als auch bei Sekundärplatzierungen üblich und können durch verschiedene Maßnahmen eines Stabilisierungsmanagers durchgeführt werden. § 6 Abs. 1 enthält eine Auflistung der üblichen Stabilisierungsinstrumente. Dazu gehören Käufe von Wertpapieren einer Emission sowie Käufe oder Verkäufe entsprechender Derivate (Nummern 1, 2 und 3).

Nummer 2 und Nummer 3 lassen die Stabilisierung der Wertpapiere, die Gegenstand einer Wertpapieremission sind, auch über Geschäfte mit solchen Wertpapieren oder Derivaten zu, die sich dazu eignen, den Börsen- oder Marktpreis der emittierten Wertpapiere zu beeinflussen. Die dazu erforderliche Beziehung kann in einer unmittelbaren oder mittelbaren Abhängigkeit ihres Preises von dem Börsen- oder Marktpreis der emittierten Wertpapiere, in Bezugs-, Wandlungs- oder Optionsrechten sowie darin bestehen, dass ihre rechtliche Ausgestaltung in hohem Maße diesen Wertpapieren entspricht oder es sich um Zertifikate auf diese Wertpapiere handelt. Aufgrund der vielfältigen Kombinationsmöglichkeiten von Derivaten auch im Hinblick auf die Stabilisierung von Wertpapieren, ist bei Derivaten im Gegensatz zu den Wertpapieren selbst oder Zertifikaten auch der Verkauf als Stabilisierungsmaßnahme zulässig. Dem CESR-Papier vom Dezember 2002, welches darüber hinaus Verkäufe von Wertpapieren und Derivaten, die sich auf die emittierten Wertpapiere beziehen, zulässt, wird damit insoweit Rechnung getragen. Für eine weitergehende Anerkennung von assoziierten Geschäften als Stabilisierungsmaßnahmen besteht kein wirtschaftliches Bedürfnis. Es besteht vielmehr die Gefahr, dass die Möglichkeiten der Safe-Harbour-Regelung missbräuchlich genutzt werden, wenn die zulässigen Stabilisierungsmaßnahmen zu weit gefasst werden. Deckungsgeschäfte für Stabilisierungsmaßnahmen sind wie gewöhnliche Handelsgeschäfte unter Beachtung der Bestimmungen des § 20a WpHG zulässig.

Nach Absatz 2 dürfen Stabilisierungsmaßnahmen nicht durchgeführt werden, wenn der Stabilisierungsmanager oder ein mit ihm in einem Konzern verbundenes Unternehmen im Zusammenhang mit der betreffenden Emission Optionsrechte, und damit über die Emission hinausgehende wirtschaftliche Interessen im Hinblick auf die zu emittierenden Wertpapiere hat, sofern diese nicht im Börsenzulassungsprospekt oder in anderer handelsüblicher Weise öffentlich bekannt gemacht wurden. Hierdurch wird die Entste-

hung von Interessenkonflikten des Stabilisierungsmanagers im Hinblick auf den von ihm zu stabilisierenden Börsenkurs aufgrund eines anderweitigen eigenen wirtschaftlichen Engagements bei der Emission weitgehend verhindert. Diese Regelung entspricht ebenfalls internationalem Standard (vgl. z.B. auch Ziff.2.3.11 FSA Price Stabilising Rules).

## VII. Zu § 7

Die Vorschrift des § 7 legt die zeitlichen Grenzen zulässiger Stabilisierungsmaßnahmen fest.

Die Zulässigkeit von Stabilisierungsmaßnahmen vor und während einer Bookbuildingphase ist rechtlich zumindest bedenklich und daher nicht von der Safe-Harbour-Regelung erfasst. Während der Bookbuildingphase ist insbesondere bei größeren Neuemissionen die Praxis festzustellen, dass sich im so genannten Grauen Markt ein reger Handel in Aktien des betreffenden Unternehmens bildet. Durch eine gezielte Beeinflussung von Graumarkt-Kursen kann jedoch gerade bei Privatanlegern eine Preisermutung geweckt werden, die mit den eigentlichen Daten der Emission nicht übereinstimmt. Die dadurch vorgetäuschte, tatsächlich nicht vorhandene Nachfrage nach Aktien stellt jedoch eine unzulässige Kursbeeinflussung dar, da hierdurch potenzielle Anleger zur Erteilung von Zeichnungsaufträgen oder überhöhten Zeichnungsangeboten veranlasst werden könnten. Zudem ist der so genannte Handel per Erscheinen nicht transparent genug, so dass die Grundlage der Kurse nicht ausreichend nachvollziehbar ist.

Im Ergebnis ebenso verhält es sich bei Kursstabilisierungsmaßnahmen vor der Sekundärplatzierung von Wertpapieren.

§ 7 Nummer 1 setzt daher für die Zulässigkeit von Stabilisierungsmaßnahmen bei Aktien fest, dass diese erst mit Notierungsaufnahme erfolgen dürfen und spätestens mit dem 30. Kalendertag nach Notierungsaufnahme beendet sein müssen. Abweichendes gilt, wenn schon vor der Notierungsaufnahme ein zulässiger Handel stattfindet, der gewissen Anforderungen genügt, indem die Regeln des organisierten Marktes, an dem die Aktien zugelassen werden sollen, schon hier Anwendung finden. So können Meldepflichten nach § 9 Abs. 1 Satz 2 WpHG und Veröffentlichungspflichten nach §§ 5, 9 Verkaufsprospektgesetz bereits vor Notierungsaufnahme bestehen. In diesem Fall beginnt der 30-Kalendertage-Zeitraum bereits mit der Veröffentlichung des endgültigen Emissionspreises. Der angegebene Zeitraum von 30 Kalendertagen ist üblich und entspricht der gängigen Emissionspraxis. Bei Sekundärplatzierungen beginnt die Zeitspanne immer mit der erstmaligen Veröffentlichung des endgültigen Emissionspreises und endet gleichfalls maximal 30 Kalendertage danach.

Nach Nummer 2 können bei der Emission von Wandel- oder Optionsanleihen zulässige Stabilisierungsmaßnahmen ab der Bekanntgabe der endgültigen Angebotsbedingungen vorgenommen werden. Sie enden spätestens 30 Kalendertage nach Erhalt des Verkaufserlöses aus der Emission durch den Emittenten oder 60 Kalendertage nach Zuteilung, wenn dieser Zeitpunkt früher liegen sollte.

Nach Nummer 3 ist für sonstige Schuldverschreibungen ein Stabilisierungszeitraum ab erstmaliger Ankündigung des Angebotes bis 30 Kalendertage nach Erhalt des Verkaufserlöses aus der Emission durch den Emittenten oder bis 60 Kalendertage nach Zuteilung der Wertpapiere möglich, wenn dieser Zeitpunkt früher liegen sollte.

## VIII. Zu § 8

Die mit dem Dritten Teil der Verordnung geschaffene Safe-Harbour-Regelung soll nur für kursstützende Stabilisierungsmaßnahmen gelten. Mit der Vorschrift des § 8 wird sichergestellt, dass die Stabilisierung dem Markt folgt. Eine Umkehrung der Markttendenz ist dadurch nicht möglich, so dass eine marktverzerrende Intervention ausgeschlossen ist. Als erlaubte Kursstützung kann nur die Stützung des jeweils aktuellen Börsen- oder Marktpreises und somit des letzten Preises, der sich ohne Stabilisierungsmaßnahmen gebildet hat, angesehen werden. Darüber hinausgehende Maßnahmen zur Einwirkung auf den Preis sind nicht im Bereich des Safe Harbour. Dadurch sollen allzu stark marktverzerrende Wirkungen vermieden und eine gewisse Bindung an die Preistendenz erreicht werden.

Bei Aktien dient nach Nummer 1 der Ausgabepreis als absolute Obergrenze, während bei Schuldverschreibungen in Nummer 2 eine Obergrenze nicht angegeben werden kann, weil sich die Referenzzinssätze ändern können.

Bei Wandel- und Optionsanleihen darf nach Nummer 3 die Stabilisierung auch dadurch geschehen, dass der Marktpreis der den Wandel- oder Optionsanleihen zugrundeliegenden Aktien gestützt wird; allerdings nur bis zur Höhe des Marktpreises der Aktien im Zeitpunkt der Veröffentlichung der endgültigen Angebotsbedingungen der Wandel- oder Optionsanleihen.

Bei der Berechnung der anzusetzenden Preisobergrenze ist dieselbe gemäß Nummer 4 um die Auswirkungen der preisbestimmenden Zins- und Dividendenberechtigungen zu bereinigen, um eine Vergleichbarkeit der Preise über den gesamten Stabilisierungszeitraum zu gewährleisten. Dasselbe gilt für die Änderung des Preises im Fall einer Veränderung der Anzahl der Aktien durch den Emittenten bei der Durchführung eines Aktiensplits oder der Ausgabe von neuen Aktien aufgrund einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, so genannten Berichtigungsaktien. Unter einem Aktiensplit ist in diesem Zusammenhang die Neustückelung von Aktien durch den Emittenten zu verstehen. Auch hier wird der Preis der einzelnen Aktie erheblich beeinflusst, ohne dass der eigentliche Marktwert der Emission sich verändert, so dass eine Vergleichbarkeit der Preisgrenze nur bei einer entsprechenden Anpassung gegeben ist.

## IX. Zu § 9

Die Vorschrift des § 9 dient vor allem der Aufrechterhaltung notwendiger Markttransparenz. Die Offenlegung von Stabilisierungsvereinbarungen sowie der Hinweis auf deren mögliche Auswirkungen, insbesondere Risiken, ist erforderlich, da eine nachhaltige Einflussnahme auf den Aktienkurs ein wesentliches Kriterium für eine Anlageentscheidung bildet. Einerseits muss der Anleger wissen, dass gegebenenfalls Stabilisierungsmaßnahmen ergriffen werden, damit er sich auf die damit in der Regel verbundene positivere Preisentwicklung einstellen kann. Erforderlich ist dabei die Erläuterung, in welcher Art und Weise die Stabilisierung geplant ist. Andererseits ist der Anleger darüber zu informieren, dass er sich nicht auf durchgängige Stabilisierungsmaßnahmen während des gesamten dafür zur Verfügung stehenden Zeitraums verlassen darf, sondern damit rechnen muss, dass Stabilisierungsmaßnahmen eventuell gar nicht ergriffen oder vorzeitig eingestellt werden (Nummer 1). Die Daten des Stabilisierungszeitraumes erlauben dem Anleger zu erkennen, wann er mit unbeeinflussten Kursen rechnen kann (Nummer 2). Für die Einschätzung der Abläufe wichtig ist auch die Kenntnis des Stabilisierungsmanagers (Nummer 3). Der Hinweis auf die Möglichkeit eines erhöhten Bör-

sen- oder Marktpreises aufgrund von Stabilisierungsmaßnahmen stellt klar, dass in der Stabilisierungsphase ein Preis entstehen kann, der nicht nur auf Angebot und Nachfrage beruht (Nummer 4). Nummer 5 verpflichtet zur Offenlegung der für die Anleger im Zusammenhang mit den Stabilisierungsmaßnahmen bestehenden Risiken im Hinblick auf die künstlich herbeigeführte Kursstabilität und bildet einen Auffangtatbestand für alle Umstände einer bevorstehenden Stabilisierung, die für die Kaufentscheidung eines Anlegers bedeutsam sein können, etwa, ob börslich oder außerbörslich und mit welchen Wertpapieren stabilisiert wird. Die Veröffentlichung muss im vorläufigen Börsenzulassungs- oder Verkaufsprospekt erfolgen und für den Investor optisch leicht zu erkennen sein, indem sie in einem gesonderten Abschnitt erfolgt.

Nach Ende des Stabilisierungszeitraums sind die Marktteilnehmer nach Absatz 2 in geeigneter Weise zu informieren. Sind keine Stabilisierungsmaßnahmen durchgeführt worden, so ist auch diese Tatsache zu veröffentlichen, wie sich aus Nummer 3 ergibt. Dadurch wird den Anlegern im Nachhinein eine Auswertung der Kursentwicklung ermöglicht. Eine geeignete Form der Bekanntgabe besteht insbesondere in der Herausgabe einer Pressemitteilung und der Veröffentlichung unter der Internetadresse des Emittenten.

#### **X. Zu § 10**

Die in § 10 enthaltene Dokumentations- und Aufbewahrungspflicht dient vor allem der Überprüfbarkeit durchgeführter Stabilisierungsmaßnahmen. Alle Stabilisierungsmaßnahmen sind getrennt zu dokumentieren und müssen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Verfügung gestellt werden.

#### **XI. Zu § 11**

Im Hinblick auf die zunehmende internationale Platzierung von Wertpapieren regelt § 11 die Anerkennung ausländischer Regelungen. § 11 betrifft im Ausland durchgeführte Stabilisierungsmaßnahmen, die zwar den im betreffenden Staat geltenden Voraussetzungen rechtmäßiger Stabilisierungsmaßnahmen genügen, aber gegen die deutschen Vorschriften verstoßen, weil der Erfolg der Maßnahmen, nämlich die Einflussnahme auf die Preisentwicklung, auch in Deutschland eintritt. Die Vorschrift des § 38 Abs. 1 Nr. 4 in Verbindung mit § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG stellt den Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation unter Strafe, wenn der Erfolg in Form der Einwirkung auf einen Preis eintritt. Dadurch ist es möglich, dass auch Stabilisierungen im Ausland von dieser Strafandrohung betroffen sind, wenn sie auf den inländischen Preis einwirken, denn ein inländischer Begehungsort ist damit nach § 9 Absatz 1 Alt. 3 Strafgesetzbuch gegeben. Sofern die betreffenden ausländischen Regeln den deutschen im Wesentlichen gleichwertig sind, scheidet ein Verstoß gegen § 20a Abs. 1 WpHG generell aus. Ist eine Gleichwertigkeit im Wesentlichen nicht gegeben, so darf eine Preisstützungsmaßnahme in Wertpapieren, die sowohl im Inland, als auch im Ausland gehandelt werden, auch im Ausland nur im Rahmen der inländischen Vorschriften getroffen werden.

#### **XII. Zu § 12**

Absatz 1 begrenzt die Möglichkeit der Mehrzuteilung im Rahmen des Safe Harbour insofern, als keine ungedeckte, das heißt nicht von einer Greenshoe-Vereinbarung abgesicherte, offene Position entstehen darf. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die mit

der Greenshoe-Vereinbarung gegebene Möglichkeit, zur Deckung der Mehrzuteilung vom Emittenten oder von Altaktionären über die ursprüngliche Angebotsmenge hinaus zusätzliche Wertpapiere mit gleicher Ausstattung zum Emissionspreis zu beziehen, auf 15 % des ursprünglichen Volumens begrenzt bleiben muss.

An die Veröffentlichung einer Mehrzuteilungs- und einer Greenshoe-Vereinbarung werden in Absatz 2 spezielle Anforderungen gestellt. Bei der Mehrzuteilung handelt es sich um eine Maßnahme, welche den Kurs des Wertpapiers zumeist negativ beeinflusst, da eine höhere Anzahl an Stücken in den Markt gegeben wird. Aus diesem Grund sind die Anleger über die genauen Bedingungen der Mehrzuteilung im Einzelfall zu unterrichten. Die Anleger sollen erkennen können, inwieweit eine Mehrzuteilung und der dadurch geschaffene Raum für Stabilisierungsmaßnahmen durch eine Greenshoe-Option wirtschaftlich risikolos abgesichert ist und ob ungedeckte offene Positionen zu erwarten sind. Anders als bei Stabilisierungsmaßnahmen, die erst nach Ende des Stabilisierungszeitraums zu veröffentlichen sind (§ 7 Abs. 2), ist im Falle des Bezugs zusätzlicher Wertpapiere vom Emittenten oder Altaktionären auf Grundlage einer Greenshoe-Vereinbarung zum Ausgleich einer Leerposition eine unverzügliche Veröffentlichung erforderlich.

Nach Absatz 3 gelten die Vorschriften der §§ 4 Abs. 3, 5, 7, 9 Abs. 2, 10 und 11 dieser Verordnung für die Mehrzuteilung und die Greenshoe-Vereinbarung entsprechend.

### **XIII. Zu § 13**

Verboten ist nach dem Aktiengesetz der Eigenerwerb, soweit er der kontinuierlichen Kurspflege und dem Handel in eigenen Aktien dient. Der kurzfristige, anlassbezogene und im Rahmen des § 71 Abs. 1 Aktiengesetz (AktG) vorgenommene Rückkauf eigener Aktien verstößt nicht gegen das Manipulationsverbot.

Ebenfalls kein Verstoß gegen das Manipulationsverbot liegt vor, wenn der Erwerb eigener Aktien zur Abwehr einer Übernahme erfolgt und dabei die Vorgaben des § 33 WpÜG, insbesondere bezüglich der Ermächtigung der Hauptversammlung und der konkreten Festlegung des Erwerbszwecks, eingehalten werden. Der entsprechende Beschlussantrag ist gemäß § 124 Abs. 1 Satz 1 AktG zu veröffentlichen, so dass der Markt unterrichtet ist.

### **XIV. Zu § 14**

§ 14 regelt das In-Kraft-Treten der Verordnung.