

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](http://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

<b>Einführung</b>	<b>17</b>
<b>Erstes Kapitel: Begrifflichkeiten, Rechtsgut und Straflgitimation des Straftatbestands der Marktmanipulation</b>	<b>21</b>
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. Straflgitimation 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
 <b>Zweites Kapitel: Wertpapieremissionen und Kurspflege</b>		<b>51</b>
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

<b>Drittes Kapitel: Der Straftatbestand der Marktmanipulation im Allgemeinen</b>	
<b>(seine Tatbestandsvarianten und Voraussetzungen)</b>	<b>74</b>
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
	<b>Fünftes Kapitel: Zusammenfassung</b>	<b>221</b>
A.	Ausgangslage	221
B.	Feststellungen	223
C.	Konsequenzen	225
	<b>Schrifttum</b>	<b>229</b>