

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 203

**Rechtliche Grenzen
der Kursstabilisierung
nach Aktienplatzierungen**

Von

Adrian Bingel



Duncker & Humblot · Berlin

ADRIAN BINGEL

Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung
nach Aktienplatzierungen

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 203

Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen

Von

Adrian Bingel



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Universität Tübingen
hat diese Arbeit im Jahre 2006 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information 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.

D 21

Alle Rechte vorbehalten
© 2007 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-12346-9

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☉

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Diese Abhandlung wurde von der Juristischen Fakultät der Eberhard-Karls-Universität Tübingen im Frühjahr 2006 als Dissertation angenommen. Für die Veröffentlichung konnte der Stand der Literatur und der Rechtsprechung bis Mitte 2006 berücksichtigt werden.

Ich bedanke mich herzlichst bei meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Heinz-Dieter Assmann, der mich bei der Auswahl und Bearbeitung des Themas stets unterstützte und mir jede erdenkliche Freiheit bei der Gestaltung der Arbeit ließ. Danken möchte ich auch Herrn Professor Dr. Ulrich Bälz für die so zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Dank schulde ich ferner Herrn Professor Dr. Dr. h.c. Franz W. Wagner für die prägende Vermittlung ökonomischer Kenntnisse und Herrn Professor Judge Frank H. Easterbrook für anregende Gespräche über die Kursstabilisierungsregeln in den USA.

Ganz besonderer Dank gebührt meiner Verlobten für ihren stets wertvollen Rat, für ihre Geduld und ihr Verständnis während der Erstellung dieser Arbeit. Widmen möchte ich die Arbeit meinen Eltern, die mich während meiner gesamten Ausbildung in jeder Hinsicht unterstützt und gefördert haben.

Stuttgart, im November 2006

Adrian Bingel

Inhaltsübersicht

| | |
|---|----|
| A. Einleitung | 21 |
| I. Problemstellung und historische Entwicklung | 21 |
| II. Begriff der Kursstabilisierung | 22 |
| III. Untersuchungsgegenstand und Fortgang der Arbeit | 24 |
| 1. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes | 24 |
| 2. Fortgang der Arbeit | 25 |
| B. Die emissionsbegleitenden Tätigkeiten der Beteiligten | 27 |
| I. Die beteiligten Parteien: Emittent und Emissionskonsortium | 27 |
| 1. Der Emittent | 27 |
| 2. Das Emissionskonsortium | 29 |
| 3. Einzelne vertragliche Abreden zwischen den Beteiligten | 31 |
| II. Preisfindung vor der Emission | 33 |
| III. Durchführung der Kursstabilisierung nach der Platzierung | 35 |
| 1. „Pure Stabilization“ | 36 |
| 2. „Aftermarket Short Covering“ | 36 |
| 3. Vertragliche Abreden zur Beschränkungen der Aktienveräußerungsmöglichkeit | 40 |
| IV. Verpflichtung des Konsortialführers | 43 |
| 1. Verpflichtung | 43 |
| 2. Vergütung als Gegenleistung | 46 |

| | |
|--|-----|
| C. Das Stabilisierungsgeschäft aus ökonomischer Sicht | 48 |
| I. Typische Preisentwicklung im Anschluss an eine Emission | 48 |
| 1. „Underpricing“ | 48 |
| 2. „Flipping“ | 53 |
| 3. „Overpricing“ | 53 |
| 4. Liquiditätsengpass | 54 |
| 5. Fazit | 54 |
| II. Wirkungsweise der Kurspflege | 55 |
| 1. Kursbeeinflussung durch Stabilisierungskäufe | 55 |
| 2. Kursstützung durch Veräußerungsbeschränkungen | 62 |
| III. Ökonomische Bewertung | 64 |
| 1. Kurspflege als Manipulation des Börsenpreises | 64 |
| 2. Möglichkeit einer wirtschaftlichen Rechtfertigung | 70 |
| 3. Gezielte Beseitigung emissionstypischer Schwankungen? | 79 |
| 4. Langfristige Auswirkungen bei empirischer Betrachtung | 88 |
| IV. Zusammenfassende Bewertung | 89 |
| D. Rechtliche Behandlung der Kursstabilisierung in den USA | 92 |
| I. Überblick über das US-amerikanische Regelungssystem | 92 |
| II. Historische Entwicklung der regulierenden Vorschriften | 95 |
| III. Derzeitige Regulierung der Kurspflege durch Regulation M | 95 |
| 1. Allgemeines | 95 |
| 2. Platzierungsform | 96 |
| 3. Der Stabilisierungspreis | 97 |
| 4. Mitteilungspflichten im Zusammenhang mit einer Stabilisierungsmaßnahme | 100 |
| 5. Stabilisierung außerhalb der Vereinigten Staaten | 102 |
| 6. Rückkauf durch den Emittenten | 102 |

| | |
|--|------------|
| IV. Diskussion der von der SEC geplanten Änderungen | 103 |
| 1. Erhöhte Offenlegungsanforderungen für „Short Covering“ | 103 |
| 2. Verbot der „Penalty Bids“ | 106 |
| V. Denkbare Verstoß gegen Section 10(b) des SEA | 107 |
| E. Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung in Deutschland | 110 |
| I. Das Aktiengesetz | 110 |
| 1. Zulässigkeit von Stabilisierungskäufen..... | 110 |
| 2. Aktienrechtliche Beurteilung von „Lock-up“-Vereinbarungen | 125 |
| II. Das Wertpapierhandelsgesetz | 131 |
| 1. Verbot der Marktmanipulation nach § 20a WpHG | 131 |
| 2. Verbot von Insidergeschäften nach § 14 WpHG | 198 |
| 3. Interessenkonflikte nach § 31 I Nr. 2 WpHG | 217 |
| 4. Ad-hoc Publizität nach § 15 WpHG | 223 |
| F. Zusammenfassung der Ergebnisse | 232 |
| I. Die emissionsbegleitenden Tätigkeiten der Beteiligten | 232 |
| II. Das Stabilisierungsgeschäft aus ökonomischer Sicht | 233 |
| III. Die rechtliche Behandlung der Kursstabilisierung in den USA | 234 |
| IV. Die rechtlichen Grenzen der Kursstabilisierung in Deutschland..... | 235 |
| Literaturverzeichnis | 238 |
| Sachwortverzeichnis..... | 252 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| A. Einleitung | 21 |
| I. Problemstellung und historische Entwicklung | 21 |
| II. Begriff der Kursstabilisierung | 22 |
| III. Untersuchungsgegenstand und Fortgang der Arbeit | 24 |
| 1. Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes | 24 |
| 2. Fortgang der Arbeit | 25 |
| B. Die emissionsbegleitenden Tätigkeiten der Beteiligten | 27 |
| I. Die beteiligten Parteien: Emittent und Emissionskonsortium | 27 |
| 1. Der Emittent | 27 |
| 2. Das Emissionskonsortium | 29 |
| 3. Einzelne vertragliche Abreden zwischen den Beteiligten | 31 |
| a) Verteilung des Platzierungsrisikos | 31 |
| b) Vergütung der Banken | 32 |
| II. Preisfindung vor der Emission | 33 |
| III. Durchführung der Kursstabilisierung nach der Platzierung | 35 |
| 1. „Pure Stabilization“ | 36 |
| 2. „Aftermarket Short Covering“ | 36 |
| a) Mehrzuteilung | 36 |
| b) Greenshoe-Option | 37 |
| 3. Vertragliche Abreden zur Beschränkungen der Aktienveräußerungsmöglichkeit | 40 |
| a) „Lock-up“-Vereinbarungen | 40 |
| b) „Penalty Bids“ | 42 |

| | |
|--|-----------|
| IV. Verpflichtung des Konsortialführers | 43 |
| 1. Verpflichtung | 43 |
| 2. Vergütung als Gegenleistung | 46 |
| C. Das Stabilisierungsgeschäft aus ökonomischer Sicht | 48 |
| I. Typische Preisentwicklung im Anschluss an eine Emission | 48 |
| 1. „Underpricing“ | 48 |
| a) Reputationsgedanke | 49 |
| b) Risikoaversion der Anleger | 50 |
| c) Entschädigung der vergleichsweise schlecht informierten Anleger | 50 |
| d) Entschädigung der vergleichsweise gut informierten Anleger | 51 |
| 2. „Flipping“ | 53 |
| 3. „Overpricing“ | 53 |
| 4. Liquiditätsengpass | 54 |
| 5. Fazit | 54 |
| II. Wirkungsweise der Kurspflege | 55 |
| 1. Kursbeeinflussung durch Stabilisierungskäufe | 55 |
| a) „Price Pressure Hypothesis“ | 55 |
| b) „Substitution Hypothesis“ und Informationseffekt | 56 |
| (1) „Substitution Hypothesis“ | 56 |
| (2) Informationseffekt | 57 |
| (3) Bedeutung für das Stabilisierungsgeschäft | 59 |
| c) „Liquidity Hypothesis“ | 60 |
| d) Schlussfolgerung | 62 |
| 2. Kursstützung durch Veräußerungsbeschränkungen | 62 |
| a) Vermeidung negativer Signale | 62 |
| b) Schaffung positiver Signale | 63 |
| III. Ökonomische Bewertung | 64 |
| 1. Kurspflege als Manipulation des Börsenpreises | 64 |
| a) Wirtschaftliche Bedeutung der Informationseffizienz | 64 |
| b) Manipulation als Störung der Informationseffizienz | 66 |

| | |
|---|----|
| c) Stabilisierungskäufe als Manipulation | 67 |
| d) Vertragliche Veräußerungsverbote mit Manipulationspotential | 69 |
| 2. Möglichkeit einer wirtschaftlichen Rechtfertigung..... | 70 |
| a) Herstellung eines ordnungsgemäßen Handels | 71 |
| b) Wirtschaftliche Erleichterung der Aktienplatzierung | 72 |
| c) Effizienz des Kapitalmarkts..... | 73 |
| (1) Allokationseffizienz und Informationseffizienz..... | 73 |
| (2) Operationale Effizienz | 74 |
| (a) „Underpricing“ als Entschädigung der vergleichsweise schlecht informierten Anleger..... | 74 |
| (b) „Underpricing“ als Entschädigung der vergleichsweise gut informierten Anleger..... | 75 |
| (c) Stabilisierungsversprechen als Indiz für eine zutreffende Festsetzung des Emissionspreises | 76 |
| (3) Institutionelle Effizienz..... | 77 |
| 3. Gezielte Beseitigung emissionstypischer Schwankungen?..... | 79 |
| a) Besondere Notwendigkeit der Stabilisierung im Anschluss an eine Emission | 79 |
| b) Die Identifizierung beseitigungswürdiger Schwankungen | 80 |
| (1) Stabilisierungskäufe..... | 81 |
| (a) Vorheriges „Overpricing“ | 81 |
| (b) Vorheriges „Underpricing“ und das sich anschließende „Flipping“ | 81 |
| (c) Liquiditätsengpass..... | 83 |
| (2) Veräußerungsbeschränkungen | 83 |
| c) Die wirtschaftlichen Interessen der beteiligten Parteien | 84 |
| (1) Emittent | 84 |
| (2) Emissionskonsortium..... | 85 |
| (a) Spekulationsgeschäfte | 85 |
| (b) Reputationsgedanke | 86 |
| (c) Provisionszahlungen | 86 |
| (d) Fazit | 87 |

| | |
|---|------------|
| 4. Langfristige Auswirkungen bei empirischer Betrachtung..... | 88 |
| IV. Zusammenfassende Bewertung..... | 89 |
| D. Rechtliche Behandlung der Kursstabilisierung in den USA | 92 |
| I. Überblick über das US-amerikanische Regelungssystem..... | 92 |
| II. Historische Entwicklung der regulierenden Vorschriften..... | 95 |
| III. Derzeitige Regulierung der Kurspflege durch Regulation M..... | 95 |
| 1. Allgemeines..... | 95 |
| 2. Platzierungsform..... | 96 |
| 3. Der Stabilisierungspreis..... | 97 |
| 4. Mitteilungspflichten im Zusammenhang mit einer Stabilisierungsmaßnahme | 100 |
| a) Die der Stabilisierung zeitlich gleichlaufende Offenlegung | 100 |
| b) Vorherige Veröffentlichung im Emissionsprospekt..... | 101 |
| c) Aufzeichnungspflicht nach Durchführung der Maßnahmen | 101 |
| 5. Stabilisierung außerhalb der Vereinigten Staaten | 102 |
| 6. Rückkauf durch den Emittenten..... | 102 |
| IV. Diskussion der von der SEC geplanten Änderungen..... | 103 |
| 1. Erhöhte Offenlegungsanforderungen für „Short Covering“ | 103 |
| 2. Verbot der „Penalty Bids“ | 106 |
| V. Denkbare Verstoß gegen Section 10(b) des SEA..... | 107 |
| E. Rechtliche Grenzen der Kursstabilisierung in Deutschland | 110 |
| I. Das Aktiengesetz | 110 |
| 1. Zulässigkeit von Stabilisierungskäufen..... | 110 |
| a) Erwerb eigener Aktien nach §§ 71 f. AktG..... | 110 |
| (1) Ausnahmetatbestände in § 71 I AktG | 111 |
| (a) Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens i.S.v. § 71 I Nr. 1 AktG | 111 |
| (aa) Schaden der Gesellschaft | 111 |

| | |
|---|-----|
| (bb) Unmittelbar bevorstehender Schaden..... | 113 |
| (b) Ermächtigung durch die Hauptversammlung i.S.v. § 71 I 1 Nr. 8 AktG | 114 |
| (2) Umgehungsgeschäfte nach § 71a bzw. § 71d AktG..... | 116 |
| (3) Ergebnis..... | 118 |
| b) Einlagenrückgewähr nach § 57 AktG..... | 119 |
| c) Unangemessen niedriger Ausgabepreis i.S.v. § 255 II AktG..... | 120 |
| (1) Problemstellung | 120 |
| (2) Auffassung des Kammergerichts | 121 |
| (3) Kritik..... | 122 |
| (a) Rechtmäßigkeit des Bezugsrechtsausschlusses | 122 |
| (b) Kapitalerhöhung i.S.d. § 186 III 4 AktG..... | 123 |
| (c) Kein Verstoß gegen § 255 II AktG | 124 |
| 2. Aktienrechtliche Beurteilung von „Lock-up“-Vereinbarungen | 125 |
| a) Zulässigkeit von „Lock-up“-Vereinbarungen | 125 |
| (1) Grundsätzliche Bedenken | 125 |
| (2) Sonderfall: Kursstabilisierung nach Aktienplatzierungen..... | 127 |
| b) Verpflichtung zu „Lock-up“-Vereinbarungen | 129 |
| II. Das Wertpapierhandelsgesetz | 131 |
| 1. Verbot der Marktmanipulation nach § 20a WpHG..... | 131 |
| a) Schutzzweck des § 20a WpHG..... | 132 |
| b) Die Verfassungsmäßigkeit von § 20a WpHG..... | 133 |
| c) Kursstabilisierung als Marktmanipulation i.S.d. § 20a WpHG..... | 138 |
| (1) Die „sonstige Täuschungshandlung“ nach § 20a I 1 Nr. 2 a.F..... | 139 |
| (a) Historische Entwicklung des Tatbestandes | 139 |
| (b) Das Kaufmotiv als Täuschungsgegenstand..... | 140 |
| (c) Der Erklärungswert einer Stabilisierungsmaßnahme | 141 |
| (2) Die „sonstige Täuschungshandlung“ nach § 20a I 1 Nr. 3 n.F..... | 144 |
| (a) Stabilisierungskäufe..... | 144 |
| (aa) Berücksichtigung der Missbrauchsrichtlinie | 144 |
| (bb) Berücksichtigung des § 4 MaKonV | 145 |

| | | |
|--|---|-----|
| (b) | „Lock-up“-Vereinbarungen..... | 147 |
| (3) | Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus nach | |
| § 20a I 1 Nr. 2 Alt. 2..... | | 147 |
| (a) | Konkretisierung in § 3 MaKonV..... | 148 |
| (b) | Feststellung eines künstlichen Preisniveaus..... | 149 |
| (c) | Geeignetheit der Kurspflege zur Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus | 151 |
| (aa) | Stabilisierungskäufe | 151 |
| (bb) | Veräußerungsbeschränkungen | 152 |
| (4) | Falsche oder irreführende Signale nach § 20a I 1 Nr. 2 Alt. 1 | 153 |
| (5) | Verschweigen bewertungserheblicher Umstände nach | |
| § 20a I 1 Nr. 1..... | | 155 |
| (a) | Stabilisierungskäufe..... | 156 |
| (b) | „Lock-up“-Vereinbarungen..... | 157 |
| (6) | Zusammenfassung | 157 |
| d) § 20 a III WpHG und die EG-Verordnung Nr. 2273/2003 | | 158 |
| (1) | Überblick über den Regelungskomplex | 159 |
| (2) | Die VO 2273/2003 als Safe Harbor | 160 |
| (3) | Zulässige Maßnahmen nach VO 2273/2003 | 162 |
| (a) | Ausgangspunkt: Die Definition der Stabilisierung..... | 162 |
| (b) | „Signifikantes Zeichnungsangebot“ | 163 |
| (aa) | Privatplatzierungen | 163 |
| (bb) | Sekundärplatzierungen | 166 |
| (c) | „Verbundene Instrumente“..... | 166 |
| (d) | „Verkaufsdruck“ | 168 |
| (e) | Stabilisierungsmanager | 169 |
| (aa) | Keine ausdrückliche Erwähnung in der Verordnung..... | 169 |
| (bb) | Beschränkung auf Emissionsbanken | 170 |
| (cc) | Ausweitung auf ausländische Institute | 171 |
| (dd) | Vorherige Benennung | 172 |
| (ee) | Tragweite der unterschiedlichen Regelung in KuMaKV und VO 2273/2003..... | 172 |

| | |
|--|------------|
| b) Hinzutreten weiterer Umstände | 213 |
| c) Sonderfall: Stabilisierung gegen den Markttrend..... | 214 |
| 3. Interessenkonflikte nach § 31 I Nr. 2 WpHG | 217 |
| a) Potentielle Interessenkonflikte..... | 217 |
| b) Vermeidung der Interessenkonflikte..... | 219 |
| c) Aufklärung der Kunden | 221 |
| 4. Ad-hoc Publizität nach § 15 WpHG | 223 |
| a) Safe Harbor der VO 2273/2003 | 223 |
| b) Publizitätspflicht nach § 15 I 1 WpHG..... | 225 |
| (1) Einzelne Kursstabilisierungsmaßnahmen | 225 |
| (a) Tatbestandsänderungen durch das AnSVG..... | 225 |
| (b) Kriterium der Unmittelbarkeit..... | 227 |
| (2) Vereinbarungen im Übernahmevertrag | 229 |
| (3) „Lock-up“-Vereinbarungen | 231 |
| F. Zusammenfassung der Ergebnisse | 232 |
| I. Die emissionsbegleitenden Tätigkeiten der Beteiligten | 232 |
| II. Das Stabilisierungsgeschäft aus ökonomischer Sicht | 233 |
| III. Die rechtliche Behandlung der Kursstabilisierung in den USA..... | 234 |
| IV. Die rechtlichen Grenzen der Kursstabilisierung in Deutschland..... | 235 |
| Literaturverzeichnis | 238 |
| Sachwortverzeichnis..... | 252 |

A. Einleitung

I. Problemstellung und historische Entwicklung

Nach der Ausgabe neuer Wertpapiere haben Emittent und Emissionsbanken Interesse an einer möglichst stabilen Kursentwicklung. Eine solche ist aufgrund der mit einer Emission verbundenen Bewertungsunsicherheiten keine Selbstverständlichkeit. Aus diesem Grunde versuchen die Emissionsbanken den Kurs zu stabilisieren, indem sie, insbesondere durch An- und Verkäufe, gezielten Einfluss auf die Preisbildung nehmen. Aus Sicht des Emittenten erhöht das die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Platzierung. Aus Sicht der die Wertpapiere zeichnenden Anleger verringert es die Gefahr stark sinkender Kurse nach der Emission. Auch die Banken selbst haben ein wirtschaftliches Interesse an der Stabilisierungstätigkeit. Die Interessen der Beteiligten scheinen mithin auf den ersten Blick gleichlaufend.

Andererseits muss ein effizienter Kapitalmarkt frei sein von einer „künstlichen“ Beeinflussung der Kursentwicklung. Idealerweise spiegelt der Kurs einer Aktie exakt den auf sie entfallenden anteiligen Wert des Unternehmens wieder. Das funktioniert, solange Angebot und Nachfrage Ausdruck der Wertschätzung der Anleger sind. Der Aktienkauf durch Emissionsbanken hingegen, dessen Zweck die Kurssteigerung selbst ist, könnte diesen Mechanismus stören. Werden Anleger, insbesondere diejenigen, die das Papier zu einem durch Stabilisierung künstlich angehobenen Preis erwerben, über die wahre Vermögenslage des Unternehmens getäuscht, kann die Stabilisierungstätigkeit als Manipulation angesehen werden.

Der Grat zwischen einer die Aktienplatzierung lediglich erleichternden Kurspflege und einer unerwünschten manipulativen Einflussnahme ist schmal. Diese Arbeit will die bedeutendsten Problemfelder untersuchen und zu ihrer Lösung beitragen.

Im Hinblick auf die Strafbarkeit des Börsenbetrugs nach § 88 BörsG a.F. hat die Kurspflege in den letzten Jahrzehnten in der Literatur gelegentliche Erwähnung gefunden, zu einer detaillierten Auseinandersetzung kam es dabei jedoch kaum. Insbesondere hatte der deutsche Gesetzgeber die sich um die Kursstabilisierung rankenden rechtlichen Probleme bis vor wenigen Jahren nicht ausdrücklich geregelt. In starkem Kontrast dazu stand die rechtliche Behandlung im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht. Ausgehend von einem grundlegen-

den und auch heute noch lesenswerten Erlass der Wertpapierbehörde SEC aus dem Jahre 1940¹, unterliegen Stabilisierungsmaßnahmen in den Vereinigten Staaten bereits seit einem halben Jahrhundert expliziten Regelungen. In Deutschland hat die Diskussion um die Zulässigkeit der Kursstabilisierung erst mit der Einführung des § 20a WpHG durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz an Schwung gewonnen². § 20a I WpHG hat im Zuge des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) im Oktober 2004 gewisse Änderungen erfahren und wird mittlerweile – nach der Aufhebung der Verordnung zur Konkretisierung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV)³ – durch die Safe Harbor Regelungen einer Verordnung der Europäischen Kommission (VO 2273/2003)⁴ flankiert. Die letztgenannte Verordnung stellt explizit für die Kursstabilisierung Vorschriften zur Verfügung, die beschreiben, unter welchen Umständen die Kurspflege weder einen Verstoß gegen das Manipulationsverbot des § 20a WpHG noch gegen das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG darstellen soll. Trotz der nunmehr ausdrücklichen Regelung sind einige grundlegende Fragen offen geblieben, andere – vor allem in den Randbereichen der VO 2273/2003 – stellen sich neu.

II. Begriff der Kursstabilisierung

Der Begriff der Kursstabilisierung erfasst verschiedene Formen der Einflussnahme auf den Preis von Wertpapieren zum Ausgleich kurzfristiger Marktschwankungen⁵, die ihren Grund nicht in der aktuellen Geschäftslage des Emittenten oder der allgemeinen Marktentwicklung finden⁶. Idealerweise versucht der Stabilisierende also die Schwankungen auszugleichen, die *typischerweise mit einer Aktienplatzierung* verbunden sind⁷. Nach Art. 2 Nr. 7 der VO

¹ SEC Release No. 34-2446 (1940).

² Vgl. beispielsweise zur Kurspflege im Allgemeinen, unter Beachtung der Rechtslage vor dem Inkrafttreten des AnSVG, die Arbeit von *Meißner*, Stabilisierung und Pflege von Aktienkursen.

³ *Endgültiges* Außerkrafttreten der gesamten KuMaKV durch § 11 der Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (MaKonV). Wann genau die Stabilisierungsregeln in Teil 3 der KuMaKV unanwendbar wurden, ist streitig, vgl. nur *Streinz/Ohler*, WM 2004, 1309, 1314 und später noch Fußnote 284.

⁴ „Verordnung zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen“.

⁵ *Fleischer*, ZIP 2003, 2045 m.w.N.

⁶ *Schwark*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 20a Rn. 36; *Hess/Krämer* in FS Döser, S. 171, 177; *Leppert/Stürwald*, ZBB 2004, 302, 309; *Ekkenga*, WM 2002, 317 m.w.N.

⁷ Im Folgenden: „*Emissionstypische* Schwankungen“.

2273/2003 ist die Kursstabilisierung im Sinne der Verordnung „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“. Ein „signifikantes Zeichnungsangebot“ ist „eine öffentlich angekündigte Erst- oder Zweitplatzierung relevanter Wertpapiere, die sich sowohl hinsichtlich des Werts der angebotenen Wertpapiere als auch hinsichtlich der Verkaufsmethoden vom üblichen Handel unterscheidet“ (Art. 2 Nr. 9 VO 2273/2003). Die Verordnung erfasst folglich nur Stabilisierungsmaßnahmen nach einer Aktienplatzierung und nur solche in Form von Kapitalmarkttransaktionen, insbesondere Stabilisierungskäufen. Die Kursstabilisierung durch Aktienkäufe soll aufgrund ihrer hervorgehobenen Bedeutung auch im Zentrum der vorliegenden Arbeit stehen. Gleichwohl werden insbesondere mit der Darstellung von „Lock-up“-Vereinbarungen auch andere Maßnahmen Erwähnung finden.

Die mit der Stabilisierung verbundenen Tätigkeiten sind in der juristischen Literatur ursprünglich vorwiegend unter dem Begriff „Kurspflege“ diskutiert worden⁸. International hat sich jedoch der aus dem common law-Rechtskreis stammende Begriff „Kursstabilisierung“ (stabilization⁹) eingebürgert¹⁰, der mittlerweile durch die KuMaKV und vor allem die VO 2273/2003 übernommen wurde. Deshalb soll auch in dieser Arbeit vornehmlich von „Kursstabilisierung“ gesprochen werden, der Begriff der „Kurspflege“ wird jedoch synonym verwendet¹¹. In der Literatur ist teilweise auch von *Marktpflege*¹², *Kursstützung*¹³, *Kursdoping*¹⁴ die Rede, wobei die Begriffe in dieser Reihenfolge teilweise den Übergang hin zu einer unzulässigen Beeinflussung, d.h. hin zur Manipulation veranschaulichen.

⁸ Vgl. nur *Groß* in GS Bosch, S. 49 mit zahlreichen Nachweisen.

⁹ So die US-amerikanische Regulation M.

¹⁰ So auch *Feuring* in Habersack/Mülbert/Schlitt, § 27 Rz. 1.

¹¹ Anders *Meißner*, Stabilisierung und Pflege von Aktienkursen, S. 27.

¹² *Meißner*, Stabilisierung und Pflege von Aktienkursen, S. 27 m.w.N.

¹³ *Schäfer*, WM 1999, 1345 beschreibt die Kursstützung als eine Maßnahme, die im Gegensatz zur Kurspflege einen Kursrückgang *entgegen* der Markttendenz abzuschwächen sucht. In der vorliegenden Arbeit soll die Verwendung des Begriffes aber nicht auf diese Bedeutung reduziert werden. Der Übergang zwischen den einzelnen Formen ist ohnehin fließend. Sind Maßnahmen entgegen der Marktrendenz gemeint, findet das ausdrückliche Erwähnung.

¹⁴ *Fleischer*, ZIP 2003, 2045; *Vogel*, WM 2003, 2437; *Ekkenga*, WM 2002, 317; *Lutter/Gehling*, WuB II A. § 71a AktG 1.92, S. 952 ff.