



DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

Aktienmarkt und Marktmanipulation

Dokumentation des Seminars vom 23. März 2004



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 27
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Frankfurt am Main, Juli 2004

Herausgeber:
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Börsenplatz 5
60313 Frankfurt a. M.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
Tel. 0 69/9 29 15-0
Fax 0 69/9 29 15-12
Internet <http://www.dai.de>

Redaktion: Rechtsanwältin Dr. Claudia Royé

Tel. 0 69/9 29 15-40
E-Mail roye@dai.de

1. Auflage, Juli 2004

Alle Rechte vorbehalten

ISBN 3-934579-25-6

Aktienmarkt und Marktmanipulation

Inhaltsverzeichnis

I.	Vorwort	
	Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Geschäftsführendes Vorstandsmitglied, Deutsches Aktieninstitut e.V.	7
II.	Erste praktische Erfahrungen der Aufsicht mit der Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV)	
	Georg Michael Dreyling, Erster Direktor, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	13
III.	Safe Harbour: Abgrenzung von zulässiger Kurs- und Marktpreisstabilisierung zu straf- bzw. ahndbarer Kurs- und Marktpreismanipulation	
	Prof. Dr. Joachim Vogel, Lehrstuhl für Strafrecht und Strafprozessrecht, Eberhard Karls Universität Tübingen	22
IV.	Probleme und nicht geregelte Sachverhalte der KuMaKV	
	Rechtsanwalt Markus Pfüller, Partner, Clifford Chance	40
V.	Erste Erfahrungen mit der KuMaKV aus Sicht der Praxis	
	Andreas Gehrke, Compliance Officer, Dresdner Kleinwort Wasserstein	50
VI.	Künftige Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflichten nach den Bestimmungen der EU	
	Rechtsanwältin Dr. Hildegard Ziemons, Partnerin, CMS Hasche Sigle	75
VII.	Stand der Durchführungsbestimmungen der Marktmissbrauchsrichtlinie	
	Karl-Peter Replinger, Generaldirektion Binnenmarkt, Europäische Kommission	102
VIII.	Überblick Gesetzestexte, Richtlinien und Verordnungen	117

I. Vorwort

**Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Geschäftsführendes
Vorstandsmitglied, Deutsches Aktieninstitut e.V.**

Nationaler und europäischer Gesetzgeber, aber auch die zuständigen Aufsichtsbehörden stehen zur Zeit vor dem Dilemma, Rahmenbedingungen für einen integren Kapitalmarkt zu formulieren und dabei unnötige Bürokratisierung zu Lasten der Emittenten zu vermeiden. Grundsätzliches Ziel ist es, den europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu einem Erfolg zu führen. Zur Verhinderung von Kurs- und Marktpreismanipulationen sind dabei zahlreiche neue Regelungen eingeführt worden, die eine Vielzahl von Marktteilnehmern mit neuen Anforderungen belasten. So liegt der Entwurf zum so genannten Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) vor, das neben Bestimmungen zum Grauen Kapitalmarkt die EU-Marktmissbrauchrichtlinie sowie ihr Durchführungsbestimmungen und -verordnung in deutsches Recht umsetzen soll. Das Gesetz wurde am 1. Juli 2004 im Bundestag beschlossen. Nach der parlamentarischen Sommerpause wird sich der Bundesrat damit befassen. Seine Zustimmung wird erwartet, da seine Bedenken weitgehend berücksichtigt worden sind. Mit diesem Gesetz ist die EU-Gesetzgebung im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens bisher am weitesten vorangeschritten. Der deutsche Gesetzgeber steht hier etwas „unter Zeitdruck“, da die Umsetzung der Richtlinie bis Mitte Oktober 2004 abgeschlossen sein muss.

Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz enthält eine Vielzahl von Ermächtigungsgrundlagen für Rechtsverordnungen bereit, die die einzelnen Ausgestaltungsformen der verschiedenen Regelungstatbestände beinhalten wird, wie beispielsweise Form, Art und Umfang von Ad-hoc-Mitteilungen oder Mindestinhalte, Form, Art und Umfang von Directors' Dealings bzw. wie deren Ausgestaltung sein soll. Damit ist durchaus Fle-

xibilität gewährleistet, um einerseits noch ausstehende Durchführungsbestimmungen umzusetzen und andererseits auf entsprechende Marktanforderungen kurzfristig reagieren zu können. Bei den Directors' Dealings wird zurzeit insbesondere noch die De-Minimis-Regelung diskutiert, für die sich das Deutsche Aktieninstitut immer wieder stark gemacht hat. Nachdem zuvor überhaupt keine Bagatellgrenze vorgesehen war, wurde inzwischen zumindest erreicht, dass bei 5.000 Euro Umsatz im Handel mit eigenen Aktien pro Jahr keine Meldepflicht bei den Personen mit Führungsaufgaben besteht. Dies ist im Vergleich zur bisherigen Regelung mit 25.000 Euro in 30 Tagen eine so niedrige Schwelle, die unseres Erachtens keine Aussagekraft über die tatsächliche Markteinschätzung durch Führungskräfte hat. Wir plädieren nachhaltig dafür, dass die Schwelle auf mindestens 10.000 Euro monatlich angehoben wird, was etwa den US-amerikanischen Standards entspricht, aber auch der Regelung, die wir beispielsweise aus unserem Nachbarstaat Österreich kennen.

Die Gründe für die Notwendigkeit eines strikten Vorgehens gegen Marktmanipulation sind vielfältig. Nach negativen Beispielen muss man auch in Deutschland nicht lange suchen, sie sind uns alle bekannt. Im Rahmen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes hat der Gesetzgeber etwa mit den Bestimmungen zu den Meldepflichten für Eigengeschäfte von Organmitgliedern, Marktmanipulationen und Haftung für fehlerhafte oder unterlassene Ad-hoc-Meldungen reagiert. Dies hat allerdings nicht dazu geführt, dass die Stimmen verstummt wären, die noch weitergehende Forderungen erhoben hatten. Das Fehlverhalten weniger schwarzer Schafe kann somit alle Emittenten in ein Korsett mit erheblichem organisatorischen und finanziellen Aufwand zwängen.

Für deutsche Emittenten neu ist die Verpflichtung, ein Insiderverzeichnis führen zu müssen und die Daten auf Anfrage der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu übermitteln, wie es im Entwurf zu § 15b WpHG-E vorgesehen ist. Ein solches Verzeichnis soll die Personen beinhalten, die im Auftrag oder für die Rechnung des Emittenten handeln und die auf Grundlage eines Arbeitsvertrages oder anderweitig tätig

sind sowie bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Dies gilt natürlich auch im weitesten Sinne für viele andere, die Zugang zu Insiderinformationen haben, beispielsweise den Rating-Agenturen, über die wir in diesen Zusammenhang in den letzten Wochen und Monaten nicht nur auf der nationalen sondern eben auch insbesondere auf europäischer Ebene diskutiert haben.

Die im Entwurf befindlichen Durchführungsbestimmungen zu den Insiderverzeichnissen lassen einen erheblichen Aufwand befürchten, zumindest Aufwand in Bezug auf den notwendigen Aktualisierungsgrad, der von den Unternehmen doch vieles erfordert, um hier dem Gesetz Rechnung zu tragen.

Auch Finanzdienstleister werden künftig einer neuen Pflicht unterliegen, nämlich Anzeige bei Verdachtsfällen von Insiderhandel und Marktmanipulation zu erstatten, d.h. unter Umständen eigene Kunden praktisch melden zu müssen. Ob dies wirklich das Vertrauensverhältnis von Bank und Kunden in Zukunft stören wird, bleibt abzuwarten. Aber letztlich haben die Finanzdienstleister dieser Pflicht – auch im Bereich der Geldwäsche – zu genügen. Es ist also kein vollkommen unbekanntes Thema für uns.

Die erst im November vergangenen Jahres in Kraft getretene Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation, die so genannte KuMaKV, über die wir in einem gesonderten Seminar berichtet haben, bedarf nun der Anpassung. So sind in dem neuen Entwurf nähere Bestimmungen über die Handlungen aufzunehmen, die zulässige Marktpraxis darstellen. Diese werden jetzt in den Durchführungsbestimmungen der EU-Marktmisbrauchsrichtlinie neben den Regelungen zu Insiderverzeichnissen und Directors' Dealings festgeschrieben.

Die KuMaKV bedarf aber nicht nur der Überarbeitung durch den Gesetzgeber. Schon bei anderen Gelegenheiten – auch in den Printmedien – habe ich darauf hingewiesen, dass Praktiker hier auf Auslegungshilfen angewiesen sind. Denn mit dieser Richtlinie sollen den Marktteilnehmern

Leitlinien an die Hand gegeben werden, mit Hilfe derer deutlich wird, welche Maßnahmen unzulässig sind oder gar strafbare Kursmanipulation darstellen bzw. als solche einzustufen sind. Dazu sind unbestimmte Rechtsbegriffe des WpHG auszufüllen. Als nicht abschließende Regelbeispiele werden hier u.a. das Verbreiten von Gerüchten und Empfehlungen bei Bestehen eines nicht adäquat offengelegten Interessenskonfliktes oder Wertpapiergeschäfts mit abgesprochenen Preisen genannt.

Wie sich die Verordnung nun in den ersten Monaten in der Praxis bewährt hat, darüber werden wir heute vielfältig diskutieren. Die Rückmeldungen, die ich erhalte, bestätigen mich in der Einschätzung, dass ein wiederholt geforderter Praktikerleitfaden bei Umsetzung der KuMaKV den Bedürfnissen der Praxis entsprechen würde. Sie stellt an die Marktteilnehmer hohe Anforderungen und schafft nicht zuletzt deswegen erhebliche Verunsicherung. Händler in den Bankinstituten sind aufgefordert, zu entscheiden, wann beispielsweise Tatsachen und Werturteile vorliegen, die geeignet sind, auf die Anlageentscheidung eines vernünftigen Anlegers - was immer das ist - mit durchschnittlichen Börsenkenntnissen Einfluss zu nehmen.

Es handelt sich also hier nicht um die 80-jährige blinde Witwe, die in DAX-Werte investiert oder sich künftig auch in Hedgefonds engagieren mag, sondern doch um den normalen privaten Anleger. Dieser muss beurteilen, was also noch statthaftes Marktverhalten ist und ab wann die Grenzen zur unzulässigen Manipulation überschritten sind. Das sind in jedem Fall sehr unbestimmte Rechtsbegriffe, die einer näheren Ausführung und Auslegung bedürfen.

Dieselbe Problematik stellt sich auch beim Begriff der „sonstigen Täuschungshandlungen“. Laut Verordnung ist darunter „die Vorspiegelung falscher sowie die Entstellung oder Unterdrückung wahrer Tatsachen oder sonstiger Umstände [zu verstehen], soweit diese geeignet sind, den Börsen- oder Marktpreis hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten“. Dies ist selbst für den erfahrenen Kapitalmarktrechtler bzw. die Compli-

ance-Abteilung nicht ohne weiteres selbsterklärend. Auch bezüglich der Handhabung zulässiger Kursstabilisierungsmaßnahmen tauchen in der Praxis erste Fragen zur tatsächlichen technischen Umsetzung auf.

Wichtig erscheint mir daher nun, den direkt betroffenen Marktteilnehmern, also insbesondere den berufsmäßig mit „bewertungserheblichen Umständen in Kontakt kommenden Händlern“, einen Leitfaden an die Hand zu geben. Bei der Hilfestellung ist nicht nur die mit der Überwachung der Einhaltung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulationen zuständige Aufsichtsbehörde in der Pflicht, da sie über die erforderliche Einsicht und Kompetenz verfügt. Ohne deren Mitwirken können wir einen solchen Leitfaden nicht erstellen. Nur die BaFin hat im Wesentlichen hier die erforderliche Kompetenz. Wir haben uns daher entschieden, die heutigen Vorträge als erste Handreichung für die Marktteilnehmer zu dokumentieren.

Unser Einführungsreferat hält Georg Dreyling, Erster Direktor der Wertpapieraufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Er berichtet über erste Praxiserfahrungen. Herr Dreyling war von 1994 bis 2002 Vizepräsident des damaligen Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel in Frankfurt und leitet heute diesen Sektor weiterhin aus Frankfurt. Ich erwähne dies, weil immer wieder die Forderung erhoben wird, dass die BaFin ihren Sitz in Frankfurt haben muss. In größeren Metropolen wie Washington stellt sich die Frage nicht, wo die US Securities and Exchange Commission (SEC) sitzt und wie weit der Weg von einem Stadtteil innerhalb von Washington zum anderen ist. Zwischen Bonn und Frankfurt ist die Differenz an Kilometer nicht so erheblich, als dass diese nicht zu überwinden wäre. Mir wäre es aber lieber, die BaFin würde nicht im Mertonviertel sitzen, sondern mitten im Zentrum von Frankfurt. Dann könnte man sich auf Mitarbeiterebene einfacher darüber austauschen, warum wieso welcher Marktteilnehmer was im Einzelnen tut. Das erscheint mir sehr viel entscheidender zu sein.

Ich möchte noch erwähnen, dass Herr Dreyling lange Jahre bei der Arbeitsgemeinschaft Deutscher Wertpapierbörsen als Chefsyndikus tätig war. Als ich seinerzeit das Wort Börse noch nicht buchstabieren konnte, hat er mich juristisch an die Hand genommen und inzwischen hat sich das damalige Baby ganz gut entwickelt. Wir sind froh, Herr Dreyling, dass wir Sie für dieses Einführungsreferat haben gewinnen können und freuen uns auf Ihren Vortrag.

A handwritten signature in black ink, reading "Rüdiger von Rosen". The signature is written in a cursive style with a large initial 'R' and a distinct 'v' before 'von'.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

II. Erste praktische Erfahrungen der Aufsicht mit der Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV)

**Georg Michael Dreyling, Erster Direktor, Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht**

Eine Vorbemerkung zunächst: Ich werde im Rahmen dieses Vortrags nicht über Kursstabilisierung reden. Wie Sie wissen, ist Stabilisierung zum großen Teil ein Sachverhalt, der sich im Rahmen von Going Publics ereignet. Deren Zahl ging in den letzten Jahren in Deutschland leider gegen null. Entsprechend verhält es sich mit den Erfahrungen, die man amtlicherseits damit sammeln konnte. Gleichwohl beobachten wir erste IPO-Aktivitäten aufmerksam. Es ist zwar nicht an eine Art präventive Aufsicht im Hinblick auf mögliche Stabilisierungsmaßnahmen in der Form gedacht, dass wir diese genehmigen oder nachträglich billigen. Wir werden allenfalls sagen: Ihr habt es nicht richtig gemacht. Wir sind natürlich – irgendwann werden wir auch da mehr Erfahrungen haben – zu Gesprächen bereit. Aber im Grunde kann man nur sagen, dass die Stabilisierung aus der Manipulation herausgenommen ist. Wer die Bestimmungen zu den Kursstabilisierungen befolgt – wie auch immer sich die vielfältigen Facetten noch darstellen – entgeht zumindest erst einmal dem Risiko, dass er prima vista in das Manipulationsvisier gerät.

Das Verbot der Manipulation im Wertpapierhandel hatte zunächst eine ähnliche Vita wie das Verbot des Insiderhandels. Jahrelang wurde hier in Deutschland in Bezug auf Insidertaten behauptet, es gäbe sie nicht, weil man praktisch nie einen Insidertäter zu Gesicht bekam. Als man dann, ausgestattet mit der Fackel der Insiderrichtlinie, ein wenig in das damalige Marktdunkel hineinleuchtete, wurde schnell deutlich, dass auch hierzulande Täter in der Form handelsmäßiger Biedermänner das Insiderrecht strapazierten und mit eigenartigen Handelstaktiken ihr Unwesen trieben.

Die Palmströmsche Logik, dass nicht sein kann, was nicht sein darf, erlitt auch bei der Marktmanipulation eine Niederlage, wie die Sachverhalte am Markt beweisen. Das Verdikt des alten § 88 Börsengesetzes (BörsG), dass nämlich Manipulation nicht sein darf, erwies sich in dieser Form eher als wärmender Mantel wertpapierhandelsmäßiger Subkultur. In seiner offenkundigen Wirkungslosigkeit wurde er geschätzt. Er glich einem Uraltkarabiner, der, ungeladen in der Halle hängend, nur Unwissenden als einsatzbereite Waffe erschien.

Das marktkonforme Antibiotikum gegen Insiderhandel und Manipulation ist Transparenz. Die öffentlich gemachte Insidertatsache verliert ihre Exklusivität, ihren Wirkstoff und damit den Reiz, sich ihrer zu bedienen. Ebenso entreißt Transparenz der Manipulation den Schleier der Illegalität. Alles, zumindest im Zweifel alles, was für den Markt rechtzeitig offenkundig gemacht wird, kann keine Täuschung und damit auch keine Manipulation sein.

Ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen Insiderhandel und Manipulation ist, dass die Insidertatsache real gegeben ist und damit als Tatsache beweisbar ist oder zumindest sein muss. Manipulation hingegen ist Strategie, die das Wirkliche zu kaschieren sucht. Sie ist sozusagen der Wolf im Schafspelz, der - um es einmal philosophisch auszudrücken - in der Wechselwirkung von Sein und Schein sein Spiel treibt. Das Vehikel der Manipulation ist das formal korrekte Verhalten und für sich betrachtet unangreifbar. Diese Scheinlegitimität ist die mehr oder weniger perfekte Tarnung für die böse Absicht, unter der, häufig kaum erkennbar, andere Marktteilnehmer zu leiden haben, kurz: die „sonstige Täuschungshandlung“.

Darüber zu reden und nicht gleichzeitig die Marktmissbrauchsrichtlinie zu berücksichtigen, die sozusagen ante portas steht, wäre eine unzulässige Verkürzung des Themas. Aus der Konstellation ergibt sich die gesamte Regelungsproblematik. Da die Manipulationsverordnung Gegenstand dieses Vortrages ist, die sich auf § 20a Abs. 2 WpHG gründet, bleibt das

in § 20a Abs. 1 WpHG geregelte manipulative Informationsverhalten außer Betracht, bei dem man Dinge, zu denen man rechtlich verpflichtet ist, nicht dem Markt mitteilt oder sie unterlässt oder falsch mitteilt und dergleichen, je nachdem, was es da an Spielarten gibt.

Ziel der Verordnung ist, den Marktteilnehmern eine „Orientierungshilfe“ zu geben. Orientierungshilfen, das liegt im Sinne dieses Begriffes, sind keine exakten Verhaltensanweisungen im Sinne gesetzlicher Regelungen. Sie sind vielmehr ein Sinnbild für den auf hoher See oder im Regelungsdickicht nach sicherem Kurs Strebenden, der der Hinweise bedarf, um nicht den Untiefen der Gesetzgebung unversehens zum Opfer zu fallen.

Wenn man sich mit dem Recht der Manipulation beschäftigt, kann man die derzeit am Horizont aufziehende Marktmissbrauchsrichtlinie nicht ausblenden. Diese wird binnen Jahresfrist auch in Deutschland geltendes Recht sein und die bisher formulierten Regelungen insbesondere im Manipulationsbereich aus meiner Sicht deshalb deutlich verschärfen, weil sie das subjektive Tatbestandsmerkmal der Tatabsicht - nämlich einwirken, um irgendetwas zu bewirken - in Bezug auf die sonstige Täuschungshandlung nicht mehr zulässt. Dies ist im geltenden Recht bereits im § 20a Abs. 1 Ziffer 1 WpHG verwirklicht. Dort gerät bereits derjenige in das Visier dieser Vorschrift, wer das dort beschriebene Informationsverhalten mit einfachem Vorsatz an den Tag legt, wenn dies geeignet ist, auf den Kurs einzuwirken.

Künftig wird der Mechanismus so sein, dass derjenige, der eine sonstige Täuschungshandlung in Szene setzt, eine Untersuchung durch die BaFin provoziert, ohne dass es auf seine Absicht ankommt, durch die Gestaltung der Umstände auf den Kurs einzuwirken. Für den Verdacht einer Manipulation reicht es bereits dann aus, die objektiven Gegebenheiten der in der Verordnung beschriebenen Täuschungshandlungen mit bedingtem Vorsatz zu verwirklichen. Er kann allerdings - sei es als Rechtfertigungsgrund, sei es als nicht tatbestandliches Handeln, das wird dann die Rechtstheorie noch ausdiskutieren - dem Vorwurf der Manipulation

entgehen, wenn, hier zitiere ich die Richtlinie „die Person, welche die Geschäfte abgeschlossen oder die Aufträge erteilt hat, nachweist, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass die Geschäfte oder Aufträge nicht gegen die zulässige Marktpraxis auf dem betreffenden geregelten Markt verstoßen“.

Diese Ausnahme würde ich, ohne dass es hierzu bereits Entscheidungen der BaFin gäbe, derzeit auch regelmäßig in die Prüfung von Handelstechniken miteinbeziehen, weil die Fallkonstellationen des § 3 der Manipulationsverordnung durch Einfügung des Wortes „insbesondere“ nicht abschließend beschrieben sind.

Unter der Prämisse der Verschärfung des Manipulationsrechtes ist es um so mehr notwendig, dass der deutsche Gesetz- und Ordnungsgeber die sonstigen Täuschungshandlungen so detailliert wie möglich beschreibt, um dem potenziellen Täter zu verdeutlichen, in welche Gefahr er sich begibt, wenn er die in dieser Weise geschriebenen Verhaltensweisen realisiert.

Die bereits geltende Manipulationsverordnung hat hier schon erhebliche Anstrengungen unternommen. Wir sind natürlich immer dankbar für jegliche Hilfestellung, Bestätigung und dergleichen. In einem Gastkommentar von Michael Zollweg am 20. März 2004 in der Börsen-Zeitung, überschrieben mit „Marktmissbrauchsrichtlinie, eine ständige Herausforderung“, attestiert er uns zumindest in einigen Bereichen, dass in der Manipulationsverordnung auch Verständliches stünde.

Wir geben uns große Mühe, so präzise wie möglich zu beschreiben, was die Marktmissbrauchsrichtlinie als „Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung“ begreift. Sonstige Kunstgriffe kann man natürlich landläufig auch als Tricks bezeichnen.

Da eine Straftat aus verfassungsrechtlichen Gründen nur durch ein Gesetz und nicht durch eine Verordnung begründet werden kann, hat die Manipulationsverordnung letztlich nur einen beschreibenden Charakter, indem sie den Akteuren am Markt Hinweise gibt, welche Handlungskonstellationen einen Manipulationsverdacht auslösen können. Sie macht schlicht bösgläubig, ohne dass dies für die Wirksamkeit des § 20a WpHG in irgendeiner Weise eine rechtliche Voraussetzung wäre. Wir kennen dies aus den Anfängen des Insiderrechts, als man sagte: „Was Sie da gemacht haben, ist Insiderhandel!“ „Ach“, war die Antwort, „das hätten wir nie gedacht.“ Diesen Reaktionen wollen wir vorbeugen, unter anderem durch detailliertere Beschreibung. Wer so beschriebene Handlungen vornimmt, verlässt die gesicherten Gestade der Marktregularien und begibt sich in die wilden Wasser, die ihn in den Sog verdächtigen Handelns befördern, wo er erheblichen Schaden nehmen kann.

Im Übrigen ist die Frage der Verfassungsmäßigkeit dieser Verordnung hier und da Gegenstand intensiver Diskussion. Aber die Diskussion endet regelmäßig damit, dass man höchstrichterliche Urteile abwarten müsse, die wir eben noch nicht haben.

Einen indirekten Hinweis, dass die Verordnung insgesamt keinen verfassungsrechtlichen Bedenken begegnet, kann man möglicherweise dem Urteil des Bundesgerichtshofes vom 6. November 2003 (Az.: - 1 - StR 24/03) zum Unterschied von Insiderrecht und Kursmanipulation in Bezug auf Scalping entnehmen. Dort wird mehrfach die damals noch im Entwurfsstadium befindliche Manipulationsverordnung erwähnt, ohne dass irgendwelche rechtlichen Vorbehalte hinsichtlich dieser Art der Regelungstechnik anklängen. Ich nehme an, dass der Bundesgerichtshof, hätte er hier Probleme gesehen, sich nicht ausdrücklich auf die Manipulationsverordnung bezogen, sondern die Frage der Verfassungsmäßigkeit zumindest in irgendeiner Weise problematisiert hätte.

Die Schwierigkeiten der exakten Beschreibung der vielfältigen und wenig transparenten Erscheinungsformen von sonstigen Täuschungshand-

lungen wurden als so offenkundig angesehen, dass man lange Zeit seitens der Gegner derartiger Vorschriften ins Feld geführt hat, man solle die Marktmanipulation überhaupt nicht regeln.

Da es aber durchaus Sachverhalte am Markt gibt - und dies nicht zu knapp -, die dem Prinzip des fairen und damit chancengleichen Handels widersprechen, war auch unter internationalen Gesichtspunkten eine derartige Regelung überfällig. Die Schwierigkeiten liegen darin, dass dem Gesetz- bzw. dem Ordnungsgeber manipulative Verhaltensweisen nur aus allgemeinen Beschreibungen bekannt sind und nicht aus konkreten Recherchen. Insbesondere im angelsächsischen Raum gibt es verschiedene mit blumigen Bezeichnungen versehene Handlungsmöglichkeiten wie „painting the tape“, „wash sales“ oder „pump and dump“, um nur einige zu nennen. All dies musste in die Begriffe der deutschen Rechtssprache übersetzt werden. Dass es natürlich gewisse Risiken gibt, wenn man den unbestimmten Begriff der sonstigen Täuschungshandlung in anwendbares Recht mit weiteren hier und da unbestimmten Begrifflichkeiten übertragen muss, dürfte einsichtig sein.

Es ist daher sehr verständlich, wenn Professor von Rosen in dem Artikel vom 21. Januar 2004 in der Börsen-Zeitung im Namen der Marktteilnehmer anmahnt, die Unsicherheiten durch Auslegungshinweise seitens der BaFin einzugrenzen. Verständlich schon - aber ich halte das derzeit auf Grund der relativ geringen Anwendungserfahrungen für nicht leistbar. Ein solcher Versuch würde bedeuten, den bisherigen Beschreibungen - die doch relativ intensiv sind - durch die Praxis nicht abgesicherte Erläuterungen hinzuzufügen. Dies könnte zu einem „confused on a higher level“ führen. Außerdem wird dann wieder der Begriff des Regelungs-wahns eingewandt. Ob die Verbände, die doch häufig sehr schöpferisch sind, eine in der Wortwahl plastischere und auch für Nicht-Juristen besser lesbare und somit in ihren Konsequenzen verständlichere Darstellungsweise erarbeiten könnten, etwa unter dem Titel „basics in manipulation“, müssten sie prüfen. Letztlich halte ich es aber für geboten und auch für zumutbar, dass sich zumindest die professionellen Marktteil-

nehmer durch In-House-Schulungen mit den Vorschriften vertraut machen.

Vielleicht hilft auch schon die Lektüre der Begründung zur Verordnung weiter. Sie ist als Bundesratsdrucksache 639/2003 auf der Website des Deutschen Bundesrates (<http://www.bundesrat.de>) zu finden.

Natürlich wollen auch wir nicht, dass Marktteilnehmer unversehens im so genannten „Drahtverhau“ derartiger Vorschriften landen. In der Justizsprache gibt es aber den Begriff der so genannten „Parallelwertung in der Laiensphäre“. Dieser besagt, umgangssprachlich formuliert und auf diesen Sachverhalt bezogen, dass zumindest jeder professionelle Wertpapierhändler ein Gefühl dafür haben muss, dass die Anwendung bestimmter Verhaltensweisen im Handel ihn einseitig begünstigen oder dass der Markt schlechthin die eingesetzten Mittel nicht tolerieren könnte.

Man braucht sich eigentlich nur zu fragen, ob man die Methoden, die in der Verordnung als sonstige Täuschungshandlung beschrieben werden, auch sich selbst gegenüber in Geschäften gelten lassen würde. Es ist stark zu vermuten, dass man, würde man selbst Opfer dieser Strategien, gar nicht der feinsinnigen juristischen Formulierungen bedürfte, um das unfaire und unrechtmäßige Treiben zu begreifen.

Was hat sich bisher getan? Bisher wurden ca. 80 Sachverhalte vertieft und auf manipulative Einwirkungen untersucht. Schwerpunkte sind das Vortäuschen von Marktaktivitäten sowie das Einwirken auf Referenzpreise, ohne dass dies großartige rechtstechnische Probleme ergeben hätte. Weiter finden sich auch Informationsdelikte wie unrechtmäßiges Verschweigen und unrechtmäßige Angaben. Bei der Bearbeitung stellt sich heraus, dass Manipulationssachverhalte häufig deutlich komplexer sind als Insidervergehen. Ein besonderes Problem liegt darin bei der Tatvariante der unrichtigen Angaben, also bei den Informationsdelikten, festzustellen, ob es Einwirkungen auf den Preis gegeben hat. Bei den sonstigen Täuschungshandlungen ist dies regelmäßig relativ einfach festzustellen. Womit man natürlich auch wieder den Schluss ziehen kann, dass derje-

nige, der diese Geschäfte betreibt, sich natürlich ausrechnet, was er bewirken kann. Die Untersuchungen in Bezug auf diese Preiseinwirkungen werden nach folgender Methode vorgenommen. Es kommt darauf an, einen kausalen Zusammenhang zwischen der Manipulationshandlung und dem Kursverlauf plausibel darzulegen. Plausibel betone ich besonders. In beachtenswerter Weise hat sich nämlich der BUNDESGERICHTSHOF in dem bereits zitierten Urteil dazu geäußert. Ich zitiere: "Für die Beurteilung der Frage, ob durch die manipulative Handlung tatsächlich eine Einwirkung auf den Kurs eingetreten ist, dürften angesichts der Vielzahl der neben der Tathandlung regelmäßig an der Preisbildung mitwirkenden Faktoren (...) keine überspannten (...) Anforderungen" - siehe plausibel - „gestellt werden (...) Vergleiche von bisherigem Kursverlauf und Umsatz, die Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Papiers am konkreten Tag sowie die Orderlage können eine Einwirkung hinreichend belegen.“ Diese Ausführungen sind Untersuchungsmaßstab für die BaFin.

Im Ergebnis sind gegen neun Personen Ordnungswidrigkeitsverfahren eingeleitet worden, teilweise in Sanktionsbereichen um mehrere 100.000,- Euro. Dabei wurde ein Fall einer sonstigen Täuschungshandlung in Form von „wash sales“ abgeschlossen. Drei Verfahren sind vor Gericht im Einspruchsverfahren, die übrigen noch in Bearbeitung. In 13 Fällen wurde Anzeige bei der Staatsanwaltschaft erstattet. Bei diesen haben wir Einwirkungen festgestellt, wovon neun Sachverhalte sonstige Täuschungshandlungen darstellen. In einem Fall, nämlich bei so genannten unrichtigen Angaben, wurde auf Grund einer Anzeige der BaFin Anklage durch die Staatsanwaltschaft erhoben.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Vielen Dank für Ihre Ausführungen, Herr Dreyling. In 13 Fällen wurde Anzeige erstattet, und in einem Fall wurde dieser Anzeige stattgegeben und Anklage erhoben. Hier herrscht schon ein erhebliches Ungleichgewicht. Wir bewegen uns also in einem Gebiet, in dem wir uns doch Folgendes sehr überlegen müssen: Wir wollen im Endeffekt, dass korrekte

Geschäfte abgeschlossen werden. Davon lebt der Markt. Wir wollen aber nicht, dass ein Händler oder ein sonstiger Finanzdienstleister bei jedem Abschluss das Gefühl hat, er stehe schon kurz vor der Anklage bzw. mit einem Bein im Gefängnis. Insofern müssen wir hier einen Kompromiss und einen Mittelweg finden, wie wir das alles bewältigen können.

Wir können nahtlos den Vortrag von Professor Vogel anschließen. Sein Thema Safe Harbours ist ja schon einmal angeklungen: Abgrenzung von zulässiger Kurs- und Marktpreisstabilisierung zu straf- bzw. ahndbaren Kurs- und Marktpreismanipulationen. Professor Vogel ist ordentlicher Professor an der Universität Tübingen, Richter am Oberlandesgericht Stuttgart und durch eine Reihe von Veröffentlichungen zu dieser Thematik bekannt. Er hatte seinen Studienschwerpunkt in Freiburg, was neben Tübingen natürlich einer der besonders attraktiven Studienorte ist. Professor Vogel ist seit Januar 2003 Mitherausgeber der Juristenzeitung und seit Oktober 2003 Prodekan der juristischen Fakultät der Universität Tübingen.

III. **Safe Harbour: Abgrenzung von zulässiger Kurs- und Marktpreisstabilisierung zu straf- bzw. ahndbarer Kurs- und Marktpreismanipulation**

Prof. Dr. Joachim Vogel, Lehrstuhl für Strafrecht und Strafprozessrecht, Eberhard Karls Universität Tübingen

Sehr geehrte Damen und Herren, das Phänomen der **Kurs- und Marktpreismanipulation** war lange Zeit unterreguliert. Bis 2002 beschränkte sich die Regulierung im Wesentlichen auf die Strafvorschrift des Kursbetruges in § 88 BörsG alter Fassung, der kaum praktische Bedeutung hatte. Das hat sich nunmehr gründlich geändert, und erste Stimmen warnen bereits vor einer Überregulierung. Die Regulierungsbestrebungen gehen einerseits von der Europäischen Union aus. Zum anderen ist, wie Sie alle wissen, der deutsche Gesetz- und Verordnungsgeber tätig geworden; dazu hat Herr Dreyling schon das Notwendige gesagt. Weitere Regulierungsschritte werden folgen, insbesondere mit dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, kurz **Anlegerschutzverbesserungsgesetz**, dessen Diskussionsentwurf Ihnen vorliegt.

Für den Bereich der Kurs- und Marktpreismanipulation bringt dieser Entwurf Neues und, jedenfalls aus Sicht von Emittenten und Tradern, auch Problematisches mit sich. § 20a WpHG soll nicht unwesentlich geändert werden. Insbesondere soll als Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 eine neue Manipulationsalternative eingefügt werden, die wörtlich aus der Marktmissbrauchsrichtlinie übernommen worden ist: "Es ist verboten, Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, irreführende Signale zu geben..." Geschäfte oder Aufträge, die geeignet sind, irreführende Signale zu geben – das bedeutet, dass im Grunde jedes irgendwie für irgendwen anstößige Trading, jede irgendwie für irgendwen anstößige Order auf den Prüfstand des § 20a Abs. 1 Satz Nr. 2 WpHG künftiger Fassung kommen kann! Weiterhin wird die derzeit be-

stehende Regulierungslücke der Kursmanipulation in der Bookbuildingphase – sie wird nach herrschender Auffassung nicht vom Verbot des § 20a WpGH erfasst – bald Rechtsgeschichte sein: Mit § 20a Abs. 1 letzter Halbsatz WpHG soll die schon im Insiderrecht geltende Regel, dass das Verbot bereits ab der öffentlichen Ankündigung eines IPO oder SPO gilt, ins Manipulationsrecht übernommen werden.

Aus Sicht von Emittenten und Tradern Erfreulicherer finden wir im Diskussionsentwurf eines künftigen § 20a Abs. 2 WpHG. Wenn nämlich eine Handlung erstens mit der zulässigen Marktpraxis vereinbar ist, d.h. objektiv marktkonform ist, und zweitens der Handelnde – jetzt wird es gesinnungsrechtlich – legitime Gründe für diese Handlung hat, so soll das Manipulationsverbot des Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 nicht gelten. Ein Problem des geplanten Abs. 2 ist freilich die Formulierung „gilt nicht, wenn“. Das könnte im Sinne einer gegenbeweislichen Regelung verstanden werden – wie es in der Tat in der Marktmissbrauchsrichtlinie *expressis verbis* vorgesehen ist. Verwaltungsrechtlich mag das diskutabel sein. Strafrechtlich ist es aber höchst problematisch und bietet Stoff für eine Doktorarbeit mit dem Titel „Gesetzliche Ausnahmen zum Grundsatz ‚in dubio pro reo‘“.

Gleichfalls erfreulich ist, dass der Gesetzgeber mit dem geplanten § 20a Abs. 3 WpHG die gemeinschaftsrechtlichen Safe Harbours, insbesondere die der EG-Verordnung Nr. 2273/2003 „Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen“, durch Verweisung in innerdeutsches Recht umsetzen will. Nun sind EG-Verordnungen ohnehin unmittelbar anwendbar und, wie jedes Gemeinschaftsrecht, vorrangig; einer Umsetzung bedarf es nicht. Trotzdem dient die vorgesehene Regelung der Rechtsklarheit und ist jedenfalls nicht schädlich. Weiterhin nicht gelöst wird allerdings, wie sich EG-Recht und KuMaKV zueinander verhalten; dazu später mehr.

Nur folgerichtig ist es sodann, dass der neue „Safe Harbour“ der Handlungen, die eine zulässige Marktpraxis im Sinne von § 20a Abs. 2 WpHG

kommender Fassung darstellen, gemäß § 20a Abs. 5 Nr. 4 WpHG kommender Fassung durch Verordnung des BMF oder der BaFin konkretisiert werden kann.

Schließlich fällt auf, dass der deutsche Gesetzgeber weiterhin voll auf Straf- und Bußgeldrecht setzt. Vorsätzliche Zuwiderhandlungen gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation sollen, wenn es zu einer Kursbeeinflussung kommt, strafbar sein, § 38 Abs. 2 WpHG geplanter Fassung, und, wenn es an einer Kursbeeinflussung fehlt oder sie nicht nachweisbar ist, mit Geldbuße bedroht sein, § 39 Abs. 1 Nr. 3 bis 5 WpHG geplanter Fassung. Das ist an sich nichts Neues – wenngleich natürlich zu bedenken ist, dass das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nunmehr alle Trades und Orders erfasst, die auch nur geeignet sind, auch nur irreführende Signale auszusenden. Das Neue, das manche von Ihnen veranlassen könnte, spätestens jetzt den Traderberuf an den Nagel zu hängen, findet sich bei den Ordnungswidrigkeiten, nämlich im § 39 Abs. 4 WpHG geplanter Fassung. Was ich meine, ist die Möglichkeit, künftig bloß leichtfertiges Handeln hart zu sanktionieren. Bislang setzten, wie gesagt, Strafe und auch Geldbuße Vorsatz voraus. Herr Dreyling hat hier zu Recht auf die Rechtsfigur der Parallelwertung hingewiesen; sie reicht aus, ist aber auch erforderlich und nicht immer gegeben oder nachzuweisen, wie man auch in anderen Bereichen sieht wie z.B. in Düsseldorf im Mannesmann-Prozess. Zumindest bei Kursmanipulation durch unrichtige oder verschwiegene Angaben im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG soll aber künftig Leichtfertigkeit genügen und – immerhin nur – als Ordnungswidrigkeit ahndbar sein. Nach der Begründung des Diskussionsentwurfs zielt das zentral auf Nachweisprobleme beim Vorsatz: Niemand soll sich damit herausreden können, er habe nicht erkannt, dass seine Angaben irreführend gewesen seien.

So viel vorab als Appetizer zum kommenden Recht, und bitte behalten Sie im Blick, dass meine folgenden Ausführungen nur eine Momentaufnahme eines sich verändernden Rechtszustandes sind. Lassen Sie mich nunmehr zum eigentlich vorgesehenen Vortragsthema kommen: „Safe

Harbours – Zur Abgrenzung zwischen zulässiger Kursstabilisierung und gegebenenfalls straf- oder ahndbarer Kurs- und Marktmanipulation“. Im Einzelnen möchte ich mit Ihnen drei Punkte besprechen: Zunächst möchte ich Ihnen typische Fallgruppen der Kurs- und Marktpreisstabilisierung vorstellen. Dann werde ich kurz den deutschen und europäischen Rechtsrahmen beleuchten. Schließlich möchte ich die Stabilisierungsregeln der KuMaKV besprechen – sie mögen zwar, wie Herr Dreyling gesagt hat, mangels Börsengängen derzeit praktisch bedeutungslos sein, aber vielleicht kommen ja wieder bessere Börsenzeiten.

1.

Man kann drei **Fallgruppen der Kursstabilisierung** unterscheiden.

Kursstabilisierung findet erstens im **Vorfeld einer Emission** statt. Denn Emittenten und Emissionskonsortien haben ein natürliches Interesse an hohen Emissionskursen, während für andere Marktteilnehmer niedrige Kurse von Interesse sein können. Als Strafrechtler bin ich kein Börsenexperte, habe mir aber sagen lassen, dass es in der Bookbuildingphase mit vergleichsweise geringem finanziellem Einsatz möglich ist, Kurse – einmal ganz neutral gesagt – zu beeinflussen, sie vielleicht zu manipulieren. Solche Praktiken werden überwiegend als problematisch eingeschätzt. Vielleicht können Sie mir als Börsenexperten hierüber mehr sagen. In rechtlicher Hinsicht gilt jedenfalls, dass solche Praktiken nach herrschender und richtiger Auffassung vom geltenden Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nicht erfasst sind.

Die zweite und klassische Fallgruppe ist die Kursstabilisierung, die im **unmittelbaren Nachfeld einer Emission** stattfindet. Es geht darum, die in dieser Phase typische hohe Volatilität der Kurse auszugleichen und insbesondere Kurseinbrüche zu vermeiden, wenn Anleger Zeichnungsgewinne mitnehmen wollen. Man spricht hier von den nur technisch bedingten, nur künstlichen und in Wahrheit unerwünschten Kursschwankungen der unmittelbaren Nachemissionsphase. Um sie zu vermeiden,

hat sich mittlerweile eine Stabilisierungspraxis herausgebildet, die in der KuMaKV nunmehr in Rechtsform gegossen worden ist. Dazu noch später mehr, und an dieser Stelle soll eine kurze ökonomische Anmerkung genügen: Die Rede von „künstlichen“ oder nur „technisch bedingten“ Kurschwankungen ist herrschend, aber ökonomisch nicht zweifelsfrei und nicht unbestritten. Was soll daran „künstlich“ oder „technisch bedingt“ sein, wenn ein Angebotsüberhang in der Nachemissionsphase auf die Kurse drückt? In der Tat beginnt derzeit insbesondere im ausländischen ökonomischen Schrifttum eine Debatte darüber, ob der „klassische“ Safe Harbour der Kursstabilisierung in der unmittelbaren Nachemissionsphase – das, was jedes Emissionskonsortium in den ersten Tagen nach der Emission macht und gegebenenfalls zu machen verpflichtet ist – ökonomisch legitim ist. Es ist nicht auszuschließen, dass diese Diskussion das Recht erreicht und der Safe Harbour der §§ 4 bis 11 KuMaKV in 20 Jahren abgeschafft sein wird.

Die dritte und heikelste Fallgruppe ist die Kursstabilisierung oder Kurspflege, die **unabhängig von einer Emission** stattfindet. Grund dafür ist beispielsweise Bilanzpflege: Wenn in der Bilanz Wertpapierpositionen zu aktivieren sind, kann es natürlich für das Unternehmen sinnvoll sein, den Kurs des Wertpapiers zu stützen. Auch im Zusammenhang mit Übernahmen finden Kursstabilisierungen bis hin zu Kursmanipulationen statt. Bei freundlichen Übernahmen kann es sogar ökonomisch zwingend sein, die Kurse der beteiligten Unternehmen in einem gewissen Verhältnis zu halten, weil die folgenden Aktientausche ökonomisch sonst nicht realisierbar sind. Alles das ist in der KuMaKV nicht geregelt und richtet sich weiterhin nach allgemeinen Regeln – was jedenfalls dann problematisch ist, wenn Kurspflege unabhängig von Emissionen praktisch bedeutsam sein sollte. Es würde mich freuen, Ihre Meinung hierüber zu erfahren: Gibt es Kursstabilisierung zum Beispiel im Vorfeld von Fusionen oder Übernahmen oder Kursstabilisierung zur Bilanzpflege?

2.

Lassen Sie mich nunmehr einige Worte zum **Rechtsrahmen** der Kurs- und Marktpreismanipulation sagen – aber ich halte mich kurz, damit ich Sie nicht langweile.

Der **deutsche Rechtsrahmen** ist im Wesentlichen in **§ 20a WpHG** enthalten, der am 1. Juli 2002 in Kraft getreten ist. Konkretisiert wird die Vorschrift durch die am 28. November 2003 in Kraft getretene **KuMaKV**. Ihr Regelungsinhalt entspricht in großen Teilen einigen europäischen Instrumenten, auf die ich noch zu sprechen komme und die nur knapp einen Monat später in Kraft getreten sind. Eine für mich offene Frage ist, warum der Bundesverordnungsgeber eigentlich vorgeprescht ist – wenn er doch gesehen hat, dass er die KuMaKV gemeinschafts- und unionsrechtskonform gestalten muss, und wenn er sich doch auf Arbeitspapiere des Europäischen Wertpapierausschusses und des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden CESR bezogen und dort vorgeschlagene Regelungen übernommen hat – freilich ohne zu wissen, ob und in welcher Gestalt sie am Ende verabschiedet werden.

Das führt uns zum **europäischen Rechtsrahmen**. Er wird durch die Marktmissbrauchsrichtlinie bestimmt. Dieser Richtlinie sind Durchführungsbestimmungen gefolgt, die im so genannten Komitologieverfahren erlassen worden sind. Das Komitologieverfahren wird immer wieder als hoch bürokratisch verdächtigt. In Wahrheit zielt es auf die Einbeziehung des administrativen Sachverständs, und ich sehe es keineswegs kritisch. Die einzelnen Durchführungsinstrumente sind am 22. Dezember 2003 erlassen worden und bereits mit wenn auch unterschiedlicher Rechtswirkung in Kraft getreten.

Da haben wir zunächst die **Richtlinie 2003/124/EG** betreffend – unter anderem – die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation. Sie ist seit Heiligabend 2003 in Kraft, freilich, wie jede Richtlinie, nicht unmittelbar geltendes Recht in den Mitgliedstaaten, sondern umsetzungspflichtig,

und die Umsetzungsfrist entspricht derjenigen der Marktmissbrauchsrichtlinie: 12. Oktober 2004. D.h. aber nicht, dass die Begriffsbestimmungsrichtlinie, vor allem in ihren die Marktmanipulation betreffenden Art. 4 und 5, bedeutungslos sei. Vielmehr möchte ich folgenden Rechtssatz zur Diskussion stellen: Eine richtlinienkonforme Auslegung zugunsten von Bürgern und Marktteilnehmern in der Europäischen Union kann auch dann stattfinden, wenn die Umsetzungsfrist der Richtlinie noch nicht abgelaufen ist. Ein solcher Rechtssatz kann nicht als anerkannt gelten. Jedoch hat der 1. Strafsenat des Bundesgerichtshofs – sein Vorsitzender ist Herr Nack – in seinem bekannten Urteil zum Scalping genau so entschieden, nämlich eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung mit Blick auf die Marktmissbrauchsrichtlinie vorgenommen, obwohl diese Richtlinie in Deutschland noch nicht umgesetzt worden ist und auch nicht vor dem 12. Oktober 2004 umgesetzt werden muss. Natürlich kann man darüber streiten, ob sich aus der Marktmissbrauchsrichtlinie ergibt, dass Scalping Marktmanipulation und nicht Insiderhandel ist. Aber dass der Bundesgerichtshof entscheidend auf die noch nicht umgesetzte Marktmissbrauchsrichtlinie, und zwar vor Ablauf der Umsetzungsfrist, abgestellt hat, daran beißt keine Maus einen Faden ab.

Sodann ist am 22. Dezember 2003 die **Richtlinie 2003/125/EG** in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten erlassen worden. Sie dürfte für die Analysten unter Ihnen von erheblicher Bedeutung sein und betrifft u.a. die bereits angesprochene Frage der Strafbarkeit des Scalping: Der Scalper gibt eine gleichsam „vergiftete“ Empfehlung ab, verschweigt nämlich, dass er schon selbst Positionen in dem empfohlenen Vermögenswert eingegangen ist. Ein solcher Interessenkonflikt muss nach der Richtlinie offengelegt werden. Dann stellt sich die interessante Frage, ob mein Rechtssatz zur richtlinienkonformen Auslegung vor Ablauf der Umsetzungsfrist auch hier Anwendung findet. Die Antwort dürfte lauten: nein. Denn eine richtlinienkonforme Auslegung kann im Grundsatz nicht zum Nachteil von Bürgern ausschlagen, und die Richtlinie kann eine nicht

vorhandene Rechtsgrundlage zum Eingriff in Rechte von Bürgern nicht ersetzen. Deshalb kann die Interessenkonfliktrichtlinie nicht dazu herangezogen werden, ungeschriebene Offenbarungspflichten zu begründen; hier verschärft sich die Rechtslage erst mit In-Kraft-Treten des Anleger-schutzverbesserungsgesetzes.

Schließlich zu der hier besonders interessierenden **Kommissions-verordnung 2273/2003** „Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen“ und zu der schwierigen, bislang wenig diskutierten Frage ihres Verhältnisses zu den Safe-Harbour-Regelungen der KuMaKV. Die Verordnung ist am 24. Dezember 2003 in Kraft getreten. Sie gilt, wie jede Verordnung, unmittelbar in allen Mitgliedstaaten. Sie hat, wie alles Gemeinschaftsrecht, Vorrang vor nationalem Recht. Dieses tritt im Regelungsbereich einer Verordnung zwar nicht außer Kraft, wird jedoch insoweit unanwendbar, als das europäische Gemeinschaftsrecht abschließende Regelungen trifft. Sind damit jedenfalls große Teile der KuMaKV gegenstandslos geworden? Ich halte das für durchaus vertretbar, sehe aber auch die Gegenargumente: Die Verordnung legt die Bedingungen fest, damit Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungen „in den Genuss der in Artikel 8“ der Marktmissbrauchsrichtlinie „vorgesehenen Ausnahmeregelung kommen können“ (Art. 1). Ob sie dann vor Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie wirklich für und gegen den Bürger und Marktteilnehmer unmittelbare Wirkung entfalten soll, kann also bezweifelt werden, und so kann man die Anwendbarkeit der KuMaKV jedenfalls bis zum 12. Oktober 2004 retten. Aber ich weise darauf hin, dass die Rechtslage unklar ist und auch eine Rücksprache mit Tübinger Europarechtlern keine definitive Klärung ergeben hat. Gewiss sind Verordnung und KuMaKV im Wesentlichen inhaltsgleich. Aber eben nur im Wesentlichen, und dann kommt es zum Schwur. Beispiel: Wie Sie wissen, kann Kursstabilisierung in der unmittelbaren Nachemissionsphase bei erwartetem Nachfrageüberhang auch durch Mehrzuteilungen erfolgen. Die Mehrzuteilung muss dann allerdings durch eine Greenshoe-Vereinbarung abgesichert sein. Hier sieht die Ku-

MaKV Volldeckung vor (§ 12 Abs. 1 Satz 1). Demgegenüber lässt Art. 11 Buchstabe b) Verordnung 2273/2003 eine Unterdeckung in Höhe von immerhin 5 % des ursprünglichen Angebots zu. Kann sich ein deutscher Emittent hierauf bereits heute berufen? Ich meine: ja. Entweder man nimmt den Ordnungscharakter der Verordnung ernst; dann gilt sie bereits heute unmittelbar jedenfalls zugunsten von Marktteilnehmern. Oder man lehnt eine solche unmittelbare Wirkung derzeit noch ab, kommt dann aber zu dem Rechtssatz, den ich oben diskutiert habe: dass zugunsten von Marktteilnehmern auch vor Ablauf der Umsetzungsfrist auf in Kraft befindliches Richtlinienrecht zurückgegriffen werden kann. Aber ich gebe zu, dass das Ergebnis dem eindeutigen Wortlaut der KuMaKV, die eben Volldeckung verlangt, widerspricht – und hier zeigt sich abermals, dass das Vorpreschen des deutschen Ordnungsgebers unglücklich war. Insgesamt: Mein Beispielfall enthält Stoff für ein Vorlegungsverfahren vor dem Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften!

3.

Wie steht es nun in der Sache um die **Safe Harbours zulässiger Kursstabilisierung nach der KuMaKV**? Ich kann diesen Hauptteil meines Vortrages erheblich kürzen, da die nächsten beiden Referenten, erfahrene Praktiker, gewiss exzellente und vor allem anschauliche Vorträge halten werden. Deshalb kann ich mich also – wie es einem Professor geziemt – eher in die Theorie zurückziehen und die harte Arbeit zu den Einzelregelungen der §§ 4 ff. KuMaKV meinen Nachrednern überlassen.

Zunächst zum **Konzept** des Safe Harbours. An sich ist ziemlich klar, was gemeint ist: Ein Safe Harbour beschreibt Verhaltensweisen, die auf keinen Fall verboten, straf- und ahndbar sind. Wer sich an die Regeln des Safe Harbours hält, ist also auf jeden Fall „aus dem Schneider“. Aber wie begründet man das systematisch und dogmatisch? Die Frage mag überflüssig und bloß theoretisch erscheinen, und in der Tat stammt die Rechtsfigur des Safe Harbours bekanntlich aus dem angloamerikanischen Rechtskreis, und dort gibt es, wie Sie wissen, kein systematisches und

dogmatisches Rechtsdenken kontinentaler Prägung. Aber in Wahrheit hat die systematische und dogmatische Einordnung von Safe Harbours durchaus praktische Konsequenzen, vor allem in straf- und bußgeldrechtlicher Hinsicht. Denkbar sind drei Antworten:

Am naheliegendsten ist die Antwort, dass ein Safe Harbour eine Verbotseinschränkung, strafrechtlich gesprochen eine Tatbestandseinschränkung oder ein **negatives Tatbestandsmerkmal** ist. Straf- und bußgeldrechtlich hätte das die wichtige Konsequenz, dass die irrige Vorstellung, die Voraussetzungen eines Safe Harbours seien erfüllt, den Vorsatz – und damit, nach noch geltendem Recht, Strafe und Geldbuße – ausschliesse.

Ein Safe Harbour kann aber auch – logisch gleichwertig – als bloße Ausnahme von einem an sich geltenden, begrifflich an sich erfüllten Verbot verstanden werden, strafrechtlich gesprochen also als **Rechtfertigungsgrund**. So ist nicht auszuschließen, dass Maßnahmen zur Durchführung von Rückkaufprogramme gegenüber dem nicht informierten Börsenpublikum als „Täuschungshandlung“ im Sinne von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG qualifiziert werden können; sie werden dann durch § 13 KuMaKV i.V. mit § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG gerechtfertigt. Eine solche systematische und dogmatische Einordnung hätte zur Konsequenz, dass, wie bei allen Rechtfertigungsgründen, ungeschriebene sozialetische Einschränkungen des Safe Harbours möglich wären und im Irrtumsfall die Regeln über den Erlaubnis- und Erlaubnistatbestandsirrtum eingriffen.

Schließlich können bestimmte Safe Harbours auch als bloße **nachträgliche Strafaufhebungsgründe** – ähnlich der tätigen Reue – begriffen werden. Jetzt werden Sie den Kopf schütteln und mich auf Abwegen sehen. Dem möchte ich folgende Überlegung entgegenhalten: Die Safe Harbours nach §§ 4 ff. KuMaKV sind durchweg mit nachwirkenden Pflichten verbunden, insbesondere nachwirkenden Publizitätspflichten – siehe § 9 Abs. 2 KuMaKV – und vor allem nachwirkenden Dokumentationspflichten – siehe § 10 Abs. 2 KuMaKV. Zu ihnen gehören auch Aufbewah-

erungspflichten, die nach § 10 Abs. 1 Satz 3 KuMaKV fünf Jahre lang erfüllt werden müssen. Der Safe Harbour ist also nur gegeben, wenn lange nach Vornahme der Stabilisierungsmaßnahme weitere nachwirkende Pflichten erfüllt werden. Strafrechtlich gesprochen kommt es also zumindest auch auf ein Nachtatverhalten an; nur bei einwandfreiem Verhalten nach der eigentlichen Stabilisierung gewinnt man Straffreiheit. Genau das kennzeichnet nachträgliche Strafaufhebungsgründe. Konsequenz wäre, dass die Nichterfüllung der nachwirkenden Pflichten zumindest potentiell in die Straf- oder Ahndbarkeit führen kann. Das kann so nicht richtig sein. Aber die richtige systematische und dogmatische Begründung ist nicht so einfach, sondern wiederum ein sehr geeignetes Doktorarbeitsthema: „Die strafrechtliche Bedeutung von Safe Harbours“. So könnte man das Tatzeitprinzip dafür heranziehen, dass es auf die Erfüllung oder Nichterfüllung nachwirkender Pflichten jedenfalls strafrechtlich nicht ankommen kann. Auf der anderen Seite stellt sich dann das Rechtsmissbrauchsproblem: Wie ist es zu beurteilen, wenn jemand an sich regelkonform stabilisiert, dabei aber von Anfang an entschlossen ist, der ja teuren Dokumentationspflicht nicht oder nicht vollständig nachzukommen?

Eine weitere theoretische, aber eben doch auch praktische Frage zu den Safe Harbours ist bereits von Herrn Dreyling angesprochen worden: Sind die Safe-Harbour-Regelungen und ist das gesamte Regelungssystem der Kurs- und Marktpreismanipulation – mit einem sehr weiten, unbestimmten, straf- und bußgeldbewehrten gesetzlichen Verbot in §§ 20a, 38, 39 WpHG einerseits und der KuMaKV als einer konkretisierenden Rechtsverordnung andererseits – **verfassungsgemäß**? Verfassungsrechtlicher Prüfungsmaßstab sind nicht nur die allgemeinen Grundrechte, der allgemeine Verhältnismäßigkeitsgrundsatz und das allgemeine Rechtsstaatsprinzip mit dem Gesetzesvorbehalt. Denn das Manipulationsrecht ist nicht bloß Kapitalmarktrecht, Kapitalmarktaufsichtsrecht und Verhaltensrecht für die am Kapitalmarkt Tätigen, sondern auch und geradezu vor allem mit Strafe bzw. Geldbuße bewehrt und somit Straf- und Ord-

nungswidrigkeitenrecht – wie der bereits mehrfach erwähnte Scalping-Fall Opel verdeutlicht. Im Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht gelten aber besonders strenge verfassungsrechtliche Maßstäbe, insbesondere ein strenges Gesetzlichkeitsprinzip, das sich aus Art. 80, 103 Abs. 3 und 104 GG ergibt.

In der strafrechtlichen Literatur ist vielfach bezweifelt worden, ob das geltende Recht diesen Maßstäben standhält. Der 1. Strafsenat des Bundesgerichtshofs hat dieser Kritik in der Scalping-Entscheidung eine klare Absage erteilt: Zwar sei von Verfassungs wegen erforderlich, dass bereits das gesetzliche Verbot hinreichend bestimmt sei; hinreichende Bestimmtheit dürfe nicht erst durch die Verordnung hergestellt werden. § 20a Abs. 1 WpHG sei jedoch für sich genommen noch hinreichend bestimmt; insbesondere könne das Verbot „sonstiger Täuschungshandlungen“ in Anlehnung an die Betrugsdogmatik hinreichend eingegrenzt werden. Natürlich muss das nicht das letzte Karlsruher Wort sein, und neuere Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts lassen aufhorchen und machen mit dem Bestimmtheitsgebot mehr ernst als früher. Ich selbst bin der Auffassung – und habe das im WpHG-Kommentar von Assmann/Schneider¹ und weiteren Publikationen ausgeführt –, dass § 20a Abs. 1 WpHG insgesamt nicht unbestimmter ist als zahlreiche anerkannte wirtschaftsstrafrechtliche Verbote. Daraus folgt, dass auch die KuMaKV nicht abstrakt – wegen Verstoßes gegen Art. 80 GG – verfassungswidrig ist. Allerdings betrifft die verfassungsrechtliche Prüfung nicht nur die abstrakte Verfassungsgemäßheit, sondern auch die konkrete verfassungskonforme Handhabung. Insoweit stehe ich auf dem Standpunkt, dass das Kursmanipulationsrecht restriktiv gehandhabt und auf das nach kapitalmarktrechtlichem Urteil eindeutig Unvertretbare beschränkt werden muss. Hier scheint mir die KuMaKV teilweise die Grenzen des verfassungsrechtlich Zulässigen auszutesten, etwa wenn in § 3

1 *Assmann/Schneider-Vogel*, WpHG, 3. Aufl. 2003, Köln, Vor § 20a Rn. 15 ff.

Abs. 3 bestimmte Verhaltensweisen ohne jeden Täuschungscharakter im Wege der Fiktion zu „sonstigen Täuschungshandlungen“ erklärt werden. Die Safe-Harbour-Regelungen betrifft diese Kritik aber nicht.

Eine dritte grundsätzliche und in diesem Sinne theoretische, aber zugleich praktisch hoch bedeutsame Frage ist es, ob die KuMaKV **abschließend** ist, ob es mit anderen Worten zulässige oder mindestens nicht straf- bzw. ahndbare Kursstabilisierung jenseits der Safe Harbours nach §§ 4 bis 13 KuMaKV gibt. Nach anfänglichem Schwanken hat sich in der Literatur die „kapitalmarktfreundliche“ Auffassung durchgesetzt, dass die KuMaKV nur „auf keinen Fall“ verbotene Verhaltensweisen umschreibt und somit keineswegs ausgeschlossen ist, dass es noch weitere erlaubte oder zumindest nicht straf- bzw. ahndbare Verhaltensweisen gibt, insbesondere in den Fallgruppen der Kursstabilisierung im Vorfeld und unabhängig von einer Emission.

Allgemein gesprochen richtet sich das Verbotensein von Kursstabilisierungs- und Kurspflagemassnahmen außerhalb eines Safe Harbours danach, ob das allgemeine Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a Abs. 1 WpHG, so wie es in der KuMaKV konkretisiert worden ist, eingreift oder nicht. Und hier möchte ich mit allem Nachdruck unterstreichen, was Herr Dreyling gesagt hat: Transparent vorgenommene Maßnahmen unterfallen nicht dem Kurs- und Marktpreismanipulationsverbot. Wie immer man zu einem Verhalten steht und wie immer es auch aktien-, prospekt- usw. rechtlich zu bewerten ist: Wenn der Markt in marktüblicher, transparenzschaffender Weise über das Verhalten aufgeklärt wird, so kann es nicht dem Kursmanipulationsverbot unterfallen, auch nicht dem Verbot „sonstiger Täuschungshandlungen“ nach § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG, weil nicht täuscht, wer aufklärt.

Gleichfalls nicht verboten ist die Kursmanipulation in der Voremissionsphase, insbesondere der Bookbuildingphase. Sie wird zwar nicht vom Safe Harbour der §§ 4 ff. KuMaKV erfasst, die nur Kursstabilisierungsmaßnahmen nach Emission zulassen. Jedoch beschränkt § 20a Abs. 1

Satz 2 WpHG den Anwendungsbereich des Manipulationsverbots auf bereits emittierte Vermögenswerte – was nicht nur meine, sondern auch die Auffassung des kapitalmarktrechtlichen Kollegen Professor Dr. Holger Fleischer ist. Zwar lässt sich kapitalmarktrechtlich noch vertreten, dass die Manipulation eines gleichsam „werdenden“, noch nicht emittierten Vermögenswerts dann gleichsam rückwirkend dem Manipulationsverbot des § 20a WpHG unterfallen muss, wenn es tatsächlich zu der Emission kommt. Aber eine solche rückwirkende und letztlich analoge Anwendung des § 20a WpHG wäre zumindest für straf- und bußgeldrechtliche Zwecke ausgeschlossen.

Immer noch nicht ganz ausgetragen ist der Streit, ob effektive Geschäfte, die in Kursbeeinflussungsabsicht vorgenommen werden, als „sonstige Täuschungshandlungen“ verboten und straf- bzw. ahndbar sein können. Ein Beispiel ist das „Marking the Close“, wenn am Ende des Handelstages der Schluss- und, am nächsten Tag, der Eröffnungskurs ein wenig korrigiert werden. An sich tendiert das Kapitalmarktrecht dazu, solche Manipulationen in die Verbotsmaterie einzubeziehen. Meine Zweifel hieran ergeben sich aus der Legaldefinition der „sonstigen Täuschungshandlungen“ in § 3 Abs. 1 KuMaKV: Wie kann die schlichte, wenn auch manipulative Vornahme eines effektiven Geschäfts als „Vorspiegeln, Entstellen oder Unterdrücken von Umständen“ begriffen werden? Der Streit wird Rechtsgeschichte sein, wenn mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz das Verbot von Geschäften kodifiziert wird, die geeignet sind, irreführende Signale auszusenden – was bei dem erwähnten „Marking the Close“ mit Sicherheit der Fall ist.

Erlauben Sie mir, abschließend einen Überblick über die von der KuMaKV anerkannten Safe Harbours zu geben:

Die KuMaKV anerkennt im Wesentlichen den Safe Harbour der **Stabilisierungsmaßnahmen im Sinne von § 4 Abs. 2**. Gemeint ist die Kursstützung in der unmittelbaren Nachemissionsphase, um kurzfristige emissionsbedingte Kursverluste auszugleichen. Nicht vom Safe Harbour

erfasst ist also die Kursdämpfung bei überhitzter Nachfrage, auch nicht die Kursstützung „gegen den Markttrend“. Auch sind öffentliche Angebot im freihändigen Verkauf nicht erfasst.

Der zulässige **Stabilisierungszeitraum (§ 7 KuMaKV)** war vor dem Inkraft-Treten der KuMaKV umstritten und erstreckte sich auf 60 bis 90 Tage. Die KuMaKV beschränkt ihn auf 30 Kalendertage, die im Grundsatz ab Notierungsaufnahme gerechnet werden.

Die vorgeschriebenen **Stabilisierungsmodalitäten (§§ 5, 6, 8, 10 KuMaKV)** entsprechen im Wesentlichen dem, was schon zuvor gute Kapitalmarktpraxis war: Erforderlich ist ein Stabilisierungsmanager, in der Regel die Lead Bank des Emissionskonsortiums. Erlaubt sind Kauf sowie Kaufangebot und die Durchführung bestimmter „assoziierter Geschäfte“, wobei allerdings bestimmte Derivatgeschäfte ausgenommen sind. Es darf nur bis zum Emissionspreis, nicht aber darüber hinaus stabilisiert werden.

Ein wichtiger Punkt ist die **Stabilisierungstransparenz (§ 9 KuMaKV)**. Sie wird unmittelbar durch Publizitäts- und Prospektpflichten, mittelbar durch Dokumentationspflichten sichergestellt, die auch nachwirkend bestehen – dazu habe ich bereits Stellung genommen.

Bei der **Stabilisierung internationaler Emissionen (§ 11 KuMaKV)** sieht die KuMaKV vor, dass der Safe Harbour gegeben ist, wenn entweder die Regeln des deutschen Rechts oder die Regeln des ausländischen Rechts des Ortes, an dem die Stabilisierungsmaßnahme erfolgt, beachtet worden sind. Hier stellt sich zunächst eine intrikate Vorfrage: Kann eigentlich die KuMaKV internationale Emissionen regeln? Das ist eine Frage des territorialen Anwendungsbereichs des WpHG. Ich selbst habe im WpHG-Kommentar von Assmann/Schneider² ausgeführt, dass deutsches Kapi-

2 Assmann/Schneider – Vogel, WpHG, 3. Aufl. 2003, Köln, § 20a WpHG Rn. 25.

talmarktrecht nach dem Ubiquitätsprinzip auch für im Ausland vorgenommene Kursmanipulationen gilt, wenn es zu Einwirkungen auf inländische, z.B. Frankfurter Kurse kommen kann (nicht unbedingt: kommen muss oder kommt). Nur wenn man die Dinge so sieht, kann es zudem auf die Regeln des ausländischen Rechts ankommen: Sind sie eingehalten worden, so schließt das ein verbotenes Handeln aus, sofern das ausländische Recht dem inländischen „gleichwertig“ ist. Zu dieser „Gleichwertigkeit“ liegen bislang nur wenig Stellungnahmen vor. Ich selbst meine, dass zumindest ab dem Zeitpunkt, ab dem alle Mitgliedstaaten die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt haben werden, alle europäischen Rechte als gleichwertig anerkannt werden müssen – nur das entspricht dem Grundsatz der gegenseitigen Anerkennung der europäischen Rechtsordnungen. Bei einer Emission, die am Finanzplatz London abgewickelt wird, muss ein nach britischem Recht anerkannter Safe Harbour also auch im deutschen Manipulationsrecht anerkannt werden. Außerhalb des europäischen Raums können Probleme auftreten; allerdings spricht vieles dafür, dass die Stabilisierungsregeln in den Vereinigten Staaten von Amerika grundsätzlich gleichwertig sind. Kritisch anzumerken ist, dass § 11 KuMaKV eine Art „Stabilisierungsshopping“ ermöglicht und dazu führen kann, dass Stabilisierungsmaßnahmen außerhalb des Finanzplatzes Deutschland durchgeführt werden, wenn das ausländische Stabilisierungsrecht dem Emittenten bzw. dem Emissionskonsortium mehr konveniert als das deutsche. Um die Behauptung zu widerlegen, das ausländische Recht sei erstens eingehalten worden und zweitens gleichwertig, müsste die BaFin eine Prüfung nach Maßgabe des ausländischen Rechts durchführen – was, sagen wir, im Einzelfall auch estnisches Recht sein kann, das erst einmal übersetzt werden muss...

Nicht unerwähnt bleiben soll schließlich der wichtige Stabilisierungsmodus des **Erwerbs eigener Aktien (§ 13 KuMaKV)**. Hier hat der Verordnungsgeber den Gleichlauf mit § 71 AktG und dort insbesondere mit der Generalklausel des Abs. 1 Nr. 8 hergestellt. Dazu hat der Kollege Professor Dr. Martin Weber mit Recht ausgeführt, dass es zwar nicht schädlich

sei, wenn man eine bestehende Gesetzeslage in einer Verordnung wiederholt, aber auch nicht besonders sinnvoll. Das gilt um so mehr, als die Verweisung missglückt ist, da sie den Fall des Rückerwerbs über Dritte, also die Fälle der §§ 71a, 71b, 71e AktG, nicht erfasst, ebenso wenig den Rückerwerb eigener Aktien zur Abwehr einer Übernahme nach § 33 WpÜG, der nur in der Verordnungsbegründung erwähnt ist. Im Übrigen stellt sich das Problem, dass § 13 KuMaKV in Verbindung mit § 71 AktG stark von den Vorgaben der Verordnung 2273/2003 „Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen“ abweicht, die wesentlich restriktiver als das geltende deutsche Recht sind. So muss ein Rückkaufprogramm „einzig und allein“ den zulässigen Zwecken der Kapitalherabsetzung oder der Bedienung bestimmter Verpflichtungen dienen (Art. 3), und es dürfen an einem Tag nicht mehr als 25 % des durchschnittlichen täglichen Aktienumsatzes erworben werden (Art. 5 Abs. 2). Hier stellt sich in besondere Schärfe das Problem, ob die Verordnung, wie es denn auch in ihrem Schlusssatz heißt, bereits heute „unmittelbar ... gilt“ oder ob sie in dem Sinne an die Marktmissbrauchsrichtlinie „angehängt“ ist, dass sie frühestens am 12. Oktober 2004 Geltung erlangt. Wer ganz sicher gehen will, sollte sich bei Rückkaufprogrammen bereits heute an den Vorgaben der Verordnung 2273/2003 orientieren.

Ich bedanke mich für Ihre Aufmerksamkeit.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Herzlichen Dank, Herr Vogel, für diese Ausführungen! Ich habe die ganze Zeit überlegt, worin der Unterschied zwischen einem Berater aus der Beratungszunft und einem Ordinarius liegt: Der Letztere muss sich auch in der Literatur behaupten, und ich bin sehr gespannt, wie viele Doktorarbeiten an Ihrem Lehrstuhl jetzt zu den genannten Themen geschrieben werden.

Zu unserem nächsten Vortrag „Probleme und nicht geregelte Sachverhalte der KuMaKV“ darf ich Markus Pfüller als Referenten herzlich begrüßen. Er ist Partner im Frankfurter Büro von Clifford Chance und dort

verantwortlich für Bank- und Kapitalmarktrecht. Er steht vor großen Aufgaben, weil wir eine solch hohe Nachfrage nach Neuemissionen haben, dass die Kanzlei voll ausgelastet sein dürfte. Herr Pfüller war bei einer Anzahl von Börseneinführungen als Berater der Emissionsbanken oder Emittenten tätig. Beim geflopten Börsengang von X-FAB war er allerdings nicht dabei. Wir sind uns einig, dass der Markt in diesem Fall gut funktioniert hat, denn wie X-FAB sollte man beim Börsengang einfach nicht vorgehen. Für künftige Börsengänge erwarte ich hieraus allerdings keine nachhaltigen Störungen. Ich freue mich auf Ihren Vortrag, der uns nach den vorangegangenen Referaten aus Sicht der Aufsicht und aus Sicht der Wissenschaft die Beratungspraxis zeigen wird.

IV. Probleme und nicht geregelte Sachverhalte der KuMaKV

Rechtsanwalt Markus Pfüller, Partner, Clifford Chance

Vielen Dank, Herr Professor von Rosen, guten Tag, meine Damen und Herren. Frankfurt, Stuttgart und die anderen Börsenplätze haben jetzt also sichere Häfen. Ob die Häfen wirklich sicher sind, ob sie groß genug sind und wie man sie ansteuert, soll das Thema meines Vortrages sein.

Dazu müssen wir uns noch einmal kurz mit den rechtlichen Hintergründen beschäftigen. Ich will vier Problemfelder herausgreifen, die Professor Vogel zum Teil schon angesprochen hat. Gewisse Wiederholungen werden sich nicht vermeiden lassen, aber ich möchte gerne zur Perspektive des redlichen Marktteilnehmers und seiner Berater wechseln und mich insofern von Herrn Dreyling abgrenzen. Praxisbeispiele wie die Tätigkeit von Hedgefonds oder die Vorbereitung einer freundlichen Übernahme haben wir schon in der Diskussion gehört. Dies sind Verhaltensweisen, die sich nicht auf den ersten Blick als unfaires Treiben einordnen lassen, wie es Herr Dreyling ausdrückte, es sei denn, man schließt sich der im Vordringen befindlichen Meinung in Deutschland an, dass das Verdienen von Geld jedenfalls ab bestimmten Größenordnungen - sagen wir ab 10 Millionen Euro - per se unfair sei.

Was soll eigentlich mit den europäischen und nationalen Regelungen erreicht werden? Es geht um den Schutz des ordnungsgemäßen Zustandekommens und der formalen Richtigkeit von Börsen- und anderen Marktpreisen, da alle Marktteilnehmer grundsätzlich Vertrauen in die Preisbildungsverfahren und in die Preisergebnisse setzen und setzen müssen, sonst funktioniert der Markt nicht.

Daraus folgt, dass Manipulationen des Marktes unterbunden werden müssen. Der Maßstab soll die unbeeinflusste Anlageentscheidung eines vernünftigen Anlegers mit durchschnittlicher Börsenkenntnis sein. Die

Marktmanipulation ist eine der beiden Erscheinungsformen, derer sich die Richtlinie, aber auch der nationale Gesetz- und Verordnungsgeber näher annimmt, die ein Fehlverhalten darstellen. Die zweite ist der Insiderhandel.

Es geht darum, „böse“ oder „schlechte“ Beeinflussungen der Marktpreise zu verhindern. Stichworte sind „Kursmanipulation“, „Kursdoping“ und „Kursbetrug“. Umgekehrt muss es möglich und richtig sein, „gute“ Kursbeeinflussungen zuzulassen, da es dafür ein berechtigtes Interesse gibt. Die Begriffe hier sind „Kurspflege“, „Kursstabilisierung“, „Kursstützung“ oder „Kursschonung“. Problematisch ist es, eine praxistaugliche Abgrenzung zu finden und gleichzeitig zu verhindern, dass wir ein statisches System haben, das die Entwicklung neuer Produkte verhindert. Auch die künftige Gesetzeslage des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, die immer erst dann die Zulässigkeit von Kurspflege vorsieht, wenn die BaFin eine Marktpraxis ausdrücklich anerkennt, erschwert die Entwicklung eines Marktes. Der deutsche Markt befindet sich im internationalen Wettbewerb. Hieraus ergeben sich eine Vielzahl von Problemen, aber die statische Sichtweise ist besonders problematisch. Es geht also darum, verbotene Kursmanipulation gegenüber erlaubter Kursstabilisierung abzugrenzen. Die typischen Fragen, die an den Berater von den Marktteilnehmern gerichtet werden, sind: Für welche meiner Transaktionen kommt überhaupt die Stabilisierung in Betracht? Welche Art von Maßnahmen ist zulässig? Welches sind die relevanten Zeiträume? Und vor allen Dingen: Was ist die notwendige Offenlegung? Die Fragen sind häufig sehr viel komplexer, als sie in den Tatbeständen der KuMaKV sichtbar sein mögen.

Darstellen möchte ich noch einmal die Systematik des § 20a WpHG und der KuMaKV. § 20a WpHG hat sehr weit gehende, unbestimmte gesetzliche Verbotstatbestände aufgestellt. Es sind derer drei: Ein Tatbestand verbietet es, unrichtige Angaben zu machen. Dann gibt es das Negativpendant dazu, nämlich solche Angaben zu verschweigen oder zu unterlassen, die die Eignung zur Kursbeeinflussung haben. Ferner sind sonsti-

ge Täuschungshandlungen zu unterlassen. Im Moment bedarf es noch eines Absichtselements bei der Kursbeeinflussung, also eines subjektiven Merkmals. Dieses entfällt künftig nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz.

Die Konkretisierung dieser unscharfen oder weiten Tatbestandsmerkmale soll anhand einer Verordnung erfolgen. So hat es der Gesetzgeber vorgesehen, und so will es die KuMaKV realisieren. Im Wesentlichen geht es um drei Sachverhaltsbereiche: Erstens sollen die bewertungserheblichen Umstände selbst konkretisiert werden. Diese waren schon im § 88 BörsG a.F. vorgesehen. Zweitens sollen die sonstigen Täuschungshandlungen durch die KuMaKV konkretisiert werden. Drittens sollen Safe Harbours jedenfalls für erlaubte Kursbeeinflussung geschaffen werden. Diese Safe Harbours betreffen ihrerseits drei Bereiche: die zulässige Stabilisierung, die dazu marktübliche Vereinbarung von Mehrzuteilungsoptionen und Greenshoes sowie den Rückkauf eigener Aktien.

Ziel dieser Regelungen und der gesamten Rechtstechnik - erst abstrakte und weite Gesetzesnormen, dann Konkretisierung durch die Verordnung - ist es, auf eine sich ändernde Marktpraxis schnell und angemessen reagieren zu können.

Nähern wir uns dem Problem durch einige Beispiele: Der Großaktionär einer börsennotierten Gesellschaft beabsichtigt, seine Mehrheit von derzeit 80 Prozent auszudehnen und anschließend einen Squeeze-Out durchzuführen. Einen ähnlichen Fall haben wir gerade in der Diskussion gehört. Er löst eine Verkaufswelle aus, wonach es zur schrittweisen Aufstockung des Anteils durch Zukauf an der Börse zu dann gesunkenen Kursen kommt.

Folgende Frage ist zu problematisieren: Handelt es sich um einen von der KuMaKV vorgesehenen Sachverhalt zur näheren Auslegung oder Konkretisierung des unbestimmten Rechtsbegriffs der sonstigen Täuschungshandlung? Handelt es sich um das Ausnutzen einer marktbeherrschenden Stellung? Dies ist einer der Rechtsbegriffe, die besonders un-

klar sind. An anderer Stelle ist die KuMaKV deutlich klarer und gibt ausdrückliche Regelbeispiele, welche Marktverhaltensweisen unzulässig sind. Dabei handelt es sich um in der Vergangenheit beobachtete Marktgeschehnisse, bei denen aus meiner Sicht die Grenze zum unrechtmäßigen Handel in der Tat überschritten ist. Dies sind Themen wie „wash sales“, „inproper matched orders“, „pump and dump“ etc. Beim Verbreiten von Gerüchten nimmt die KuMaKV interessanterweise eine Einschränkung vor. Danach ist die Verbreitung von Gerüchten nur dann eine verbotene Manipulation, wenn nicht gleichzeitig ein bestehender Interessenkonflikt offengelegt wird. Die Einschränkung erscheint mir insofern erstaunlich, da man sich hier auf den Standpunkt hätte stellen können, dass jede Verbreitung von Gerüchten der Regelung zugänglich sein sollte, sofern nicht vorher eine bestimmte und zumutbare Prüfung stattgefunden hat, ob etwas an den Gerüchten „dran“ ist. Ein erster Schritt wäre es, die Tätigkeit der Presse in diesem Zusammenhang einmal kritisch zu hinterfragen. Von dieser werden Gerüchte häufig relativ ungeprüft weitergegeben.

Aber wir wollen uns ja mit der marktbeherrschenden Stellung auseinandersetzen. Das **Bestimmtheitsgebot** ist von besonderem Rang und verfassungsrechtlich verankert. Da wir es hier mit Strafnormen und Bußgeldvorschriften zu tun haben, stellt sich das Bestimmtheitsgebot in besonderem Maße. Das Bundesverfassungsgericht hat klargestellt, dass zwar die Weitergabe von Konkretisierungen an den Verordnungsgeber, also Verordnungsermächtigungen, auch im Strafrecht grundsätzlich zulässig sind, aber dort auf gewisse und ganz konkrete Spezifizierungen beschränkt sind.

Nun verbietet § 20a WpHG, „sonstige Täuschungshandlungen“ vorzunehmen, um auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken. Fraglich ist, ob das Ausnutzen einer marktbeherrschenden Stellung eine Täuschungshandlung sein kann. Interessanterweise formuliert die KuMaKV selbst „als sonstige Täuschungshandlung gilt auch“, verwendet also selbst definitorische Sprache. Nach meiner Ansicht wird hier der Grenzbereich des

Bestimmtheitsgebots mit Sicherheit tangiert, wenn nicht gar überschritten.

Zur Lösung unseres Falls: Die Verschaffung von Kontrolle über das Angebot, um gezielt künstliche Verknappung zu erzielen und dadurch Kursmanipulation zu betreiben – Stichworte „cornering“ oder „abusive squeeze“ – dürfte die Grenze zur Manipulation überschreiten. Die KuMaKV-Begründung selbst sagt aber auch, dass nicht etwa eine allgemeine Preiskontrolle gewollt ist, auch wenn Angebot und Nachfrage auf wenige Handelsteilnehmer beschränkt sind. Wir hatten in der Pause die Diskussion, dass der deutsche Markt sich gelegentlich sehr eng darstellt, aber die Enge des Marktes allein noch nicht nach einer Preiskontrolle durch Regulatorien ruft, sodass im Ergebnis die Aufstockung eines Aktienbesitzes zur Erreichung der Squeeze-Out-Schwelle, weil vom Aktiengesetz ausdrücklich vorgesehen, keine Marktmanipulation sein kann.

Nun komme ich zu den **Safe-Harbour-Regelungen**. Die Idee ist, dass für Kursstabilisierungen in Zusammenhang mit Wertpapieremissionen eine definierte, ausdrücklich bestimmte und damit zulässige Form der Kursbeeinflussung festgelegt wird.

Folgendes Beispiel: Die Mehrzuteilungsoption findet nicht in Höhe von zulässigen 15 Prozent nach der KuMaKV statt, sondern in Höhe von 20 Prozent, wovon fünf Prozent ungedeckt, also Naked Short sind. Es wird hierüber volle Transparenz im Sinne von §§ 9, 12 KuMaKV hergestellt. Die Londoner Safe-Harbour-Regelungen der Financial Services Authority (FSA) würden eine solche Konstellation schon vor der Geltung der EU-Verordnung zulassen. Besteht hier die Gefahr einer Sanktionierung nach § 20a WpHG?

Die KuMaKV regelt die zulässige Kurspflege nicht abschließend, sondern nur die Fälle, in denen auf keinen Fall Marktmanipulation vorliegt. Außerhalb des Safe Harbours liegende Handlungen können, müssen aber nicht die Voraussetzungen des § 20a WpHG erfüllen. Das ist auch die aufsichtsrechtliche Auffassung und die Begründung der KuMaKV. Die

EU-Kommissionsverordnung führt ebenfalls aus, dass Stabilisierungsmaßnahmen, auch wenn sie nicht in Einklang mit den Durchführungsbestimmungen zur Marktmissbrauchsrichtlinie erfolgen, nicht per se als Marktmissbrauch gewertet werden sollten. Hier finden wir also die marktoffene Sichtweise: „Marktteilnehmer, ihr könnt kreativ handeln und legitime Interessen wahrnehmen.“ Das gilt insbesondere für Handlungen in Übereinstimmung mit ausländischen Stabilisierungsregimen, wie es § 11 KuMaKV zu entnehmen ist. Dies muss aber auch sonst gelten, wenn ausreichende Transparenz hergestellt wird. Denn Transparenz lässt den Täuschungscharakter von Kurspflagemassnahmen entfallen.

Hier fragt man sich nach dem Zweck der Regelungen der KuMaKV. Sollen diese ein Stabilisierungsregime im Sinne einer Verhaltensregelung für in Deutschland tätige Banken und Konsortialmitglieder darstellen? Dann müsste die KuMaKV sich an anderer Stelle wiederfinden, vielleicht ähnlich der Regelungen zu Analysten in § 34b WpHG. Ansonsten ist letztlich § 20a WpHG die relevante Norm. Auch der Entwurf des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes wählt einen etwas anderen Ansatz. Dazu komme ich später.

Was § 20a WpHG aber, mit oder ohne Hinzuziehung der KuMaKV, nicht zulässt, ist Kurspflege gegen den Markttrend. Bookbuilding vor der Emission im Handel per Erscheinen ist ebenfalls problematisch, insbesondere wenn es sich um eine bereits notierte Gesellschaft handelt. Die Anwendbarkeit des § 20a WpHG vor Emission ist bei dieser Konstellation nicht fraglich.

Die KuMaKV regelt die Stabilisierung, sie regelt sie aber nicht vollständig. Es gibt also **nicht erfasste Handlungen**. Stabilisierungen sind Stützungsmaßnahmen bei Wertpapieremissionen. Letztere sind definiert als erstmalige öffentliche Angebote oder öffentliche Sekundärplatzierungen. Die KuMaKV regelt Kauf und Abgabe von Kaufangeboten und Kauf und Abgabe von darauf bezogenen Wertpapieren, insbesondere Wandel-

schuldverschreibungen. Schließlich ist der Handel mit Derivaten ausdrücklich vorgesehen.

Nicht erfasst, aber durchaus marktrelevant ist z.B. das übliche Marktgeschehen bei Block Trades. Dies gilt vor allen Dingen bei Schuldverschreibungen, die häufig privatplatziert werden. Für diese ist nach der jetzigen Rechtslage eine Stabilisierung nicht möglich, weder im Rahmen der KuMaKV noch im Rahmen des europäischen Regimes, es sei denn, die Transaktion wurde zumindest öffentlich angekündigt.

Für die zulässigen und geregelten Stabilisierungsmaßnahmen gelten Stabilisierungszeiträume, Preisobergrenzen und Offenlegungspflichten. Für Aktien ist die 30-Tage-Frist ab Notierungsaufnahme relevant. Etwas problematischer ist der Fristbeginn bei Anleihen insbesondere vor internationalem Hintergrund. In der Londoner Praxis ist es z.B. durchaus üblich, die Stabilisierung früh mit der ersten Ankündigung der geplanten Anleiheemission beginnen zu lassen, während nach dem deutschen Verständnis erst mit Bekanntmachung aller wesentlichen Inhalte der Anleihe die Stabilisierung zulässig ist.

Um in den Safe Harbour zu gelangen, müssen Offenlegungspflichten beachtet werden. Dies gilt vor und nach Durchführung der Stabilisierung in verschiedenen Medien, sowohl über das Internet als auch durch Pressemitteilungen, aber auch in Prospekten.

Einige Tätigkeiten sind nicht vom Safe Harbour erfasst, liegen aber dennoch nah an der Stabilisierung. Dazu gehört die Tätigkeit des Market Making während der Laufzeit von Anleihen, um dort Liquidität zu fördern. Ferner gibt es die marktübliche Praxis von Lock-up-Agreements. Auch diese führen zur künstlichen Schonung des Marktes. Bei ihrem Auslaufen oder ihrer Beendigung kann es zu Preisdruck und plötzlichen Verkäufen in relevantem Umfang kommen. Das Lock-up-Agreement soll den Angebotsdruck vermeiden und das Vertrauen in die langfristige Bindung der abgebenden Aktionäre erhöhen. Das ist ein nicht in die Stabili-

sierung fallendes Thema, aber eng damit verwandt. Die KuMaKV sagt hierzu nichts.

Daraus ergibt sich eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der nicht erfassten Handlungen. Die kommende Rechtslage nach dem Anleger-schutzverbesserungsgesetz wird dieser Unsicherheit zum Teil abhelfen, weil in Zukunft klargestellt ist, dass alle üblichen Marktpraktiken möglich sind, solange legitime Gründe bestehen und die BaFin sie entsprechend anerkennt. Der künftige § 20a WpHG wird dann zwei Safe Harbours vorsehen: Den nationalen Safe Harbour in § 20a Abs. 2 und den europäischen Safe Harbour in § 20a Abs. 3 WpHG durch nochmalige Festlegung des ohnehin unmittelbar geltenden Rechts der Europäischen Verordnung. Dies wird die Situation nicht erleichtern, wenn man bedenkt, dass weiterhin auch andere nationale Safe Harbours relevant sein können.

Das bringt mich zum nächsten Thema, nämlich dem **internationalen Anwendungsbereich**. Ein Beispiel: Eine Emission findet in Deutschland statt und richtet sich überwiegend an deutsche private Anleger. Typischerweise kommen internationale institutionelle Investoren hinzu. Die Stabilisierung findet jedoch in London nach den Regeln der FSA statt, oder sie findet durch ein Londoner Mitglied des Konsortiums in Frankfurt nach FSA-Regeln statt. Gilt jetzt die KuMaKV?

Es handelt sich um eine Wertpapieremission im Sinne des § 4 KuMaKV. Die EU-ausländische Bank ist ein tauglicher Stabilisierungsmanager. Der Anwendungsbereich der KuMaKV und des § 20a WpHG kommt in Betracht, weil bei Auswirkungen auf den Kurs an der Frankfurter Börse ein inländischer Erfolgsort vorliegt. Es stellt sich dann nach § 11 KuMaKV die Frage der Gleichwertigkeit des Regimes, unter dem im Ausland stabilisiert wurde, hier also der FSA-Regeln. Nun hat das FSA-Regime zahlreiche Unterschiede zur deutschen KuMaKV. Es gibt z.B. eine andere übliche Stabilisation Legend, die in den Prospekten veröffentlicht wird, und

es gelten andere Fristen. Es gibt auch insgesamt – salopp gesagt – geringere Publizitätserfordernisse.

Sind die FSA-Regeln denjenigen der KuMaKV gleichwertig? Dies ist eine typische Frage, die mir in den letzten Tagen häufig gestellt wird. Diese kann letztlich nur die BaFin beantworten. Meine Antwort ist: Solange Transparenz hergestellt und die Stabilisierung nach FSA-Regeln offengelegt wird, kommt es auf die Gleichwertigkeit nicht an, weil jedenfalls keine Täuschungshandlung im Sinne des § 20a WpHG vorliegt. Das gilt auch, wenn die Stabilisierungsmaßnahme in Deutschland stattfindet. Die Stabilisierung nach FSA-Regeln muss möglich sein, solange dies entsprechend offengelegt wird, ungeachtet der Anwendung des § 11 KuMaKV.

Zum Schluss will ich nochmals klarstellen, dass es kein Verständnis für manipulatives, kriminelles Verhalten geben kann. Dieses darf nicht toleriert werden und die KuMaKV macht die verbotenen Verhaltensweisen entsprechend deutlich. Die Problematik ist aber, dass Marktteilnehmer nicht nur in herkömmlichen und damit anerkannten Verhaltensweisen handeln können und wollen. Sie stehen untereinander und auf verschiedenen Marktplätzen im Wettbewerb. Problematische Fälle haben wir im Rahmen dieser Veranstaltung gehört, und auch die KuMaKV gibt uns zwei schöne Beispiele. So sind in der KuMaKV Short Sales nicht vorgesehen, obwohl europarechtlich zulässig. Zum anderen war im Entwurf der KuMaKV vorgesehen, dass bei Stabilisierungsmaßnahmen mit Derivaten zwar Käufe von Derivaten zulässig sein sollten, nicht aber Verkäufe. Diese Beispiele zeigen, dass ein zu enges Verständnis des Regulierers den deutschen Marktteilnehmern Marktchancen wegnimmt, die international durchaus üblich sind.

Ein Bild zum Abschluss mag dies verdeutlichen: Ein Schiff im Hafen ist sicher. Aber dafür sind Schiffe nicht gebaut! Vielen Dank.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Vielen Dank, Herr Pfüller. Nachdem Herr Dreyling schon über Erfahrungen der Aufsicht berichtet hat, wollen wir erste Erfahrungen aus dem Bereich der Finanzdienstleister dagegensetzen. Andreas Gehrke hat als Compliance Officer die Aufgabe festzustellen, ob sich alle Teilnehmer seitens des Hauses, für das er verantwortlich ist, markt- und gesetzeskonform verhalten und welche Hilfestellung er ihnen geben muss. Ich komme auf das Thema Praktikerleitfaden zurück, das in unseren Reihen vermehrt diskutiert wird. Deswegen ist dieser Vortrag von besonderer Wichtigkeit für uns. Andreas Gehrke ist Bankkaufmann und Betriebswirt. Er war sechs Jahre bei der Deutschen Bank sowie fünf Jahre bei der Deutschen Börse im Bereich der Handelsüberwachungsstelle EUREX Deutschland. Seit 2001 ist er als Compliance Officer bei Dresdner Kleinwort Wasserstein tätig und leitet dort das Referat Compliance/Betreuungsfunktion.

V. Erste Erfahrungen mit der KuMaKV aus Sicht der Praxis

Andreas Gehrke, Compliance Officer, Dresdner Kleinwort Wasserstein

Vielen Dank für die Vorstellung, Professor von Rosen. Meine Damen und Herren, ich möchte Ihnen jetzt von der praktischen Warte aus berichten, wie wir mit der KuMaKV und dem immer schwieriger werdenden regulatorischen Umfeld umgehen. Hierzu möchte ich zunächst kurz die Geschichte der europäischen Regelungen zu Marktmissbrauch und -manipulation darstellen. Dieses Thema ist nicht ganz neu, sondern beschäftigt uns schon seit einigen Jahren. Ursprünglich hatten wir den ominösen § 88 BörsG, der so nebulös war, dass er praktisch fast keine Anwendung fand. Die Banken hatten die Möglichkeit, sich unter allerlei Gründen und auf verwinkelten Wegen - „herauszumogeln“ möchte ich jetzt nicht sagen, aber man brauchte nicht viel zu argumentieren und war außerhalb des Anwendungsbereichs des § 88 BörsG. Insofern ist es wirklich zu begrüßen, dass wir jetzt mit § 20a WpHG eine konkretere Regelung haben und wir freuen uns natürlich darauf, wenn diese Regelung noch weiter konkretisiert wird.

In der Zwischenzeit hat sich einiges getan: Die europäische Marktmissbrauchsrichtlinie stammt vom 12. April 2003. Die KuMaKV ist am 28. November vergangenen Jahres in Kraft getreten und einen Monat später die Durchführungsrichtlinien zur Marktmissbrauchsrichtlinie auf europäischer Ebene. Dass das nicht ganz unproblematisch ist, hat Herr Professor Vogel bereits erwähnt. Auch ich werde im Folgenden noch einmal darauf zu sprechen kommen.

Jetzt haben wir als nächstes größeres Ziel die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie vor Augen, die bis zum 12. Oktober 2004 umgesetzt werden muss. Ein erster Schritt ist das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, das weitgehende Regelungen der Marktmissbrauchsrichtlinie enthält. Die Vorredner haben schon darauf hingewiesen: Der Umgang mit den neuen

Regelungen ist nicht völlig unproblematisch. Einige Tatbestände sind ganz neu. Mit diesen können wir noch nicht so gut umgehen. Ich denke insbesondere an den neuen § 10 WpHG. Die dort vorgesehene Verdachtsmeldung wird uns noch einiges Kopfzerbrechen bereiten. Aber auch Neuerungen wie der Wegfall von Absichtsmerkmalen in § 20a WpHG können noch etwas problematisch werden. Andere Regelungen sind natürlich zu begrüßen, z.B. der neu hinzugekommene „Market User Test“, wie ich ihn einmal umschreiben möchte. Nach dem neuen § 20a WpHG kann man auf die gängige Marktpraxis abzielen und darlegen, was die Beweggründe waren. Wenn wirklich legitime Gründe für das Handeln bestanden haben, dann gibt es vielleicht auch gute Argumentationsmöglichkeiten. Wir werden uns auf jeden Fall noch einigen Auskunftsersuchen der BaFin ausgesetzt sehen, wie anderen Finanzdienstleister auch. Wir sind jedoch sehr zuversichtlich, dass wir den neuen Anforderungen gut begegnen können. Jetzt möchte ich mal kurz darstellen, wie die KuMaKV im Moment ausgestaltet ist.

Überblick	
Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation	
Status Quo	➤ In Kraft getreten am 28. November 2003
Rechtsgrundlage	➤ Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation in § 20 a WpHG (Aufnahme durch Viertes Finanzmarktförderungsgesetz)
Zielsetzung	➤ Schaffung von Rechtssicherheit bei der Anwendung des § 20a WpHG ➤ Schutz der Anleger vor Manipulationen der Märkte und falschen Informationen über Kapitalmarktprodukte ➤ Abgrenzung zulässiger Kursstabilisierungsmaßnahmen von unzulässigen Kursmanipulationen
Aufsichtsbehörde	➤ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Mit ihrem In-Kraft-Treten am 28. November 2003 soll die KuMaKV bereits eine Konkretisierung des § 20a WpHG darstellen, was in weiten Teilen auch der Fall ist, und Rechtssicherheit schaffen. Die Frage ist natürlich - dies ist heute Vormittag schon angeklungen -, ob nicht in be-

stimmten Bereichen eher Rechtsunsicherheit geschaffen wird, weil die EU-Verordnung zu den Ausnahmeregelungen für Rückkaufsprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen direkte Rechtswirkung hat oder haben kann. Also können durchaus Probleme entstehen, wenn man etwas tut, was nach der EU-Verordnung erlaubt, nach der KuMaKV aber noch nicht erlaubt ist.

Abgrenzung der Verbote von den Safe-Harbour-Handlungen		Bewertungserhebliche Umstände i.S. § 88 BörsG a.F. bzw. § 20a WpHG Abs. 1 Nr. 1	Sonstige Täuschungshandlungen i. S. § 20 a WpHG Abs. 1 Nr. 2	Safe-Harbour-Handlungen, die keinesfalls einen Verstoß darstellen
Definition		<ul style="list-style-type: none"> ➢ Tatsachen und Werturteile, die geeignet sind, auf die Anlageentscheidung eines vernünftigen Anlegers mit durchschnittlicher Börsenkenntnis Einfluss zu nehmen 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Vorspiegelung falscher sowie Entstellung oder Unterdrückung wahrer Tatsachen oder sonstiger Umstände, soweit diese geeignet sind, den inländischen Börsen- oder Marktpreis (...) hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten. 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Stabilisierungsmaßnahmen sind Maßnahmen zur Stützung des Börsen- oder Marktpreises im Rahmen einer Wertpapieremission (Neuemissionen, Sekundärplatzierungen von Wertpapieren), um kurzfristig sinkende Kursbewegungen auszugleichen, welche typischerweise im Zusammenhang mit einer solchen Wertpapieremission auftreten ➢ Mehrzuteilungsoption und Greenhoe-Vereinbarung (jeweils bis zu 15% des ursprünglichen Angebots) ➢ Erwerb eigener Aktien i.S. des § 71 AktG
Beispiele		<ul style="list-style-type: none"> ➢ Ad-hoc-Veröffentlichungen (gemäß § 15 Abs. 1 WpHG) ➢ Entscheidungen, ein Erwerbs- oder Übernahmeangebot abzugeben nach § 10 WpÜG oder der Kontrollerwerb nach § 35 WpÜG ➢ (...) 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Insbesondere Geschäfte bei denen Käufer und Verkäufer wirtschaftlich identisch sind und Geschäft wissentlich abgeschlossen haben ➢ Ausnutzen marktbeherrschender Stellung ➢ Verbreitung von Gerüchten und Empfehlungen bei Bestehen eines möglichen Interessenskonflikts, ohne dass dieser zugleich offenbart wird ➢ (...) 	

Klar ist, dass die Aufsichtsbehörde die BaFin ist. Dies war natürlich beabsichtigt. Nach dem bisherigen § 88 BörsG waren bislang nur reine Börsengeschäfte entsprechend manipulationsbewehrt, jetzt sind auch OTC-Geschäfte berücksichtigt. Für die Integrität des Marktes ist es gut, wenn wir den Gesamtmarkt betrachten. Wichtig ist allerdings die Frage, wie wir die verbotenen Tatbestände von den Safe-Harbour-Handlungen abgrenzen. Hierzu finden wir die Regelung des alten § 88 BörsG in Teilen im § 20a WpHG wieder, nämlich bezüglich der Tatsachen und Werturteile, die geeignet sind, auf die Anlageentscheidung eines vernünftigen Anlegers Einfluss zu nehmen. Bei diesem Punkt muss man natürlich immer wieder prüfen, was ein vernünftiger Anleger ist. Was kann man von einem Anleger wirklich erwarten? Wie qualifiziert ist er? Hier fehlt es an klaren Aussagen. Wir haben in Deutschland durch die §§ 31 ff. WpHG einige Vorschriften, was wir insbesondere bei Privatkunden zu beachten

und wie wir sie aufzuklären haben. Ein Bestandteil der notwendigen Aufklärung besteht bezüglich möglicher manipulativer Verhaltensweisen. Denn nicht nur, was die Banken im Eigenhandel betreiben oder was die Researchabteilungen machen, kann manipulativ sein, sondern auch, was möglicherweise Kunden unternehmen. Die Frage ist: Ist das für uns immer so schnell zu erkennen, und wenn ja, wie gehen wir dann damit um?

Einen besonders wichtigen Teil stellen die „sonstigen Täuschungshandlungen“ dar. Gerade sie sind immer noch etwas nebulös definiert. Sie umfassen letztlich sowohl fiktive als auch effektive Geschäfte. Allerdings wurde ausgiebig diskutiert, ob effektive Geschäfte überhaupt manipulativ sein können. Das ist letztendlich nicht geregelt. Möglich ist es jedoch, denn es heißt, dass Täuschungshandlungen sowohl durch Orderaufgaben als auch durch Geschäfte sowie durch Informationshandlungen vorgenommen werden können. Ich kann also auch durch das Streuen von Gerüchten oder Ähnliches auf Kurse und Preise einwirken.

Wir haben heute Vormittag schon einiges zu den möglichen Safe-Harbour-Handlungen gehört. Hierzu möchte ich vor allem darstellen, wie wir den Umgang damit unseren Händlern und gegebenenfalls auch unseren Kunden beibringen. Ich sehe allerdings eine gewisse Tendenz, alles unter einen Safe Harbour zu subsumieren, denke aber, dass uns das nicht überzeugend gelingen wird, da das meiste nicht die Voraussetzungen des Safe-Harbour-Tatbestandes erfüllt. Das heißt aber nicht automatisch, dass diese Fälle dann manipulativ sind. Vielmehr stellen sie Einzelfälle dar, die untersucht werden müssen und bei denen es darauf ankommt, dass man legitime Gründe nachweist und die gängige Marktpraxis angewandt wurde.

Safe-Harbour Bereich				
Stabilisierungsmaßnahmen bei Wertpapieremissionen im Detail				
Stabilisierungsmanager	Zulässige Stabilisierungsmaßnahmen	Stabilisierungszeitraum bei Aktien	Beschränkungen bei Aktien	Veröffentlichungspflichten
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Benennung eines oder mehrerer Stabilisierungsmanager ➤ U.a. Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S. des § 2 Abs. 4 WpHG ➤ Beteiligt an Übernahme oder Platzierung der Wertpapiere ➤ Wenn mehrere Manager benannt werden, muss ein führender Stabilisierungsmanager bestimmt werden ➤ Dokumentationsverpflichtung 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Kauf von Wertpapieren, die Gegenstand der Wertpapieremission sind und die Abgabe von Kaufangeboten bezüglich dieser Wertpapiere ➤ Kauf von Wertpapieren, die sich auf Wertpapiere beziehen, die Gegenstand der Wertpapieremission sind ➤ Kauf oder Verkauf von Derivaten, die sich auf Wertpapiere beziehen, die Gegenstand der Wertpapieremission sind 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ im Falle eines erstmaligen öffentlichen Angebotes ab Notierungsaufnahme und bis zu 30 Kalendertage danach; sofern schon vor Notierungsaufnahme ein Handel zugelassen¹⁾ ist ab Veröffentlichung des endgültigen Emissionspreises und bis zu 30 Kalendertage danach ➤ im Fall der Sekundärplatzierung ab Veröffentlichung des endgültigen Emissionspreises und bis zu 30 Kalendertage nach Zuteilung der Wertpapiere 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Stabilisierungspreis darf den Emissionspreis nicht übersteigen 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Vor Beginn der Zeichnungsfrist ist auf Stabilisierungsmaßnahmen hinzuweisen ➤ Nach Ende des Stabilisierungszeitraums sind innerhalb einer Woche bestimmte Angaben zu veröffentlichen ➤ Auf Mehrzuteilungsoption und Green-shoe Vereinbarung ist hinzuweisen bzw. deren Ausübung ist bekanntzugeben ➤ Publikationen haben zu erfolgen in Verkaufs- oder Börsenzulassungsprospekt, in Pressemitteilungen und im Internet unter der Adresse des Emittenten

¹⁾ Weiter konkretisierungsbedürftige Fallkonstellation.

Ich komme im Folgenden zu den **Stabilisierungsmaßnahmen** als dem wohl wichtigsten Safe-Harbour-Bereich.

Geregelt werden muss in diesem Bereich zunächst einmal, wer Stabilisierungsmanager ist. Dieser muss bekannt gegeben werden. Danach muss geprüft werden, welche Instrumente er zur Stabilisierung verwendet. Dies ist in der Praxis nicht ganz unproblematisch. In der Regel sind bei Cash-Aktien Stabilisierungsmaßnahmen nur in Form von Käufen oder Kaufaufträgen zulässig. Verkäufe sind dort gar nicht erfasst. Früher wurde dies diskutiert, da Stabilisierung eine gewisse Glättung darstellen könnte und dazu möglicherweise auch Verkäufe zählen könnten. Insgesamt ist dies eine schwierige Angelegenheit. Vom Safe Harbour sind die Verkäufe aber nicht erfasst. Bei den Derivaten sind Käufe und Verkäufe einbezogen, aber natürlich nur, um den Kurs zu stützen. Das bedeutet letztendlich, dass die Verwendung eines Derivats, das den Kurs nach unten treibt, nicht unter die Safe-Harbour-Regelung fallen würde. Das kann natürlich nicht funktionieren.

Weiterhin haben wir eine Beschränkung bezüglich des Stabilisierungspreises zu beachten, der maximal in Höhe des Emissionspreises liegen darf. Oberhalb des Emissionspreises gibt es also keine zulässige Stabilisierung. Letzten Endes besteht dort auch keine Notwendigkeit zur Stabilisierung, obwohl gegebenenfalls ein Emittent schon daran interessiert ist, einen Emissionserfolg zu demonstrieren. Dies stellt jedoch keinen Fall des Safe Harbours dar. Nicht zuletzt gibt es diverse Veröffentlichungspflichten vor Beginn der Zeichnungsfrist, aber auch z.B. nach Ende des Stabilisierungszeitraumes, auf die ich im Folgenden noch etwas genauer zu sprechen komme. Zu den Veröffentlichungspflichten zählt auch der Hinweis auf eine Mehrzuteilungsoption und Greenshoe-Vereinbarung. Im Rahmen dieser muss auf „Risiken und Nebenwirkungen“ hingewiesen werden. Herr Dreyling hat heute Morgen bereits erwähnt: Was publiziert wird, hat zunächst einmal nicht den Hautgout des möglichen Manipulativen.

Nun möchte ich zu den in der Praxis problematischen Punkten der KuMaKV kommen, die ich bereits erwähnt habe. Dies betrifft insbesondere die Unsicherheit, ob die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie direkte Rechtswirkung entfaltet oder ob die KuMaKV unmittelbar gilt. Zurzeit gilt definitiv die KuMaKV. Bis spätestens zum 12. Oktober 2004 muss aber die EU-Richtlinie umgesetzt werden. Wenn jetzt also eine Stabilisierungsmaßnahme eingeleitet wird, die zwar momentan nach der KuMaKV nicht geregelt oder nicht zulässig ist, aber nach der europäischen Richtlinie zulässig wäre, ist das schon problematisch? Oder hat die Aufsicht dann ein Einsehen, unterstellt, dass eigentlich schon im Vorgriff auf die EU-Richtlinie gehandelt wurde und ahndet den Vorfall nicht?

Dazu fallen mir ganz konkrete Beispiele ein. Beispielsweise gilt der Safe Harbour nach der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie mit ihrer Durchführungsbestimmung auch für Stabilisierungen im Rahmen von Privatplatzierungen. Nach der KuMaKV hingegen sind nur öffentliche Angebote betroffen, so dass nach dieser also bei Privatplatzierungen kein Safe Harbour gegeben ist. Wenn ich mich aber jetzt bei einer Privatplatzie-

zung genauso verhalte, als ob ich eine öffentliche Platzierung hätte, habe ich zwar offiziell keinen Safe Harbour, aber es fehlt doch an der Täuschungshandlung. Was ich mache, entspricht doch dem, was ich normalerweise als zulässige Kursstabilisierung vornehmen würde. Warum also nicht auch hier der Safe Harbour?

Ein weiterer Punkt wäre die Mehrzuteilungsoption in Form eines **Naked Short**, der nicht durch einen Greenshoe gedeckt ist. Das lässt die EU-Verordnung als Durchführungsbestimmung zur EU-Marktmisbrauchsrichtlinie im Rahmen von bis zu fünf Prozent des ursprünglichen Emissionsvolumens zu. Würde mich die Aufsicht also schon dann ins Visier nehmen, wenn ich bereits jetzt innerhalb dieses Rahmens von fünf Prozent einen Naked Short eingehen würde? Darüber habe ich mich mit unseren Praktikern eingehend unterhalten. Hier ist natürlich ein wichtiger Punkt der KuMaKV zu berücksichtigen: Sie ist für Aktienemissionen geschaffen worden, also stark „aktienlastig“. Die Marktteilnehmer aus dem Bondgeschäft finden sich hier nicht wirklich wieder. Sie werden der Ansicht sein, dass ihnen ein Naked Short bis zu fünf Prozent des ursprünglichen Emissionsvolumens ebenfalls nicht reicht. Im Bondhandel ist es ungeschriebenes Gesetz, dass man mehr oder weniger für alles, was angefragt wird, eine Quotierung stellt. Dabei ist es möglich, dass man in sehr großem Umfang short gesetzt wird, so dass der Rahmen von fünf Prozent nicht ausreicht. Dies stellt einen recht schwierigen Sachverhalt dar. Selbst bei dieser Konstellation würde ich auf die gängige Marktpraxis zurückgreifen wollen. Im Bondhandel ist dies gängige Marktpraxis, so dass ich gut argumentieren kann, legitime Gründe zum Handeln gehabt und mich vor allem in der gängigen Marktpraxis bewegt zu haben.

In der Praxis problematische Punkte der KuMaKV

Viele Geschäfte sind nicht vom Safe Harbour erfasst:

- Bezugsrechtshandel (nicht geregelt)
- Designated Sponsors/Market Maker/Skontroführer
- Privatplatzierungen
- Naked Short
- Aktienrückkauf zur Abwehr einer Übernahme
- „Atmender Greenshoe“ durch Verkäufe während der Stabilisierungsperiode
- Blockdeals

Es gibt noch einige weitere **problematische Punkte der KuMaKV**. So sind viele Geschäfte nicht vom Safe Harbour erfasst. Beispielsweise wird der **Bezugsrechtshandel** momentan in der KuMaKV nicht geregelt. Im Bezugsrechtshandel bewege ich mich vielleicht nicht gerade im rechtsfreien Raum, aber zumindest außerhalb des Safe Harbours. Also muss ich besonders darauf achten, dass ich nicht in Konflikt mit der Aufsicht gerate. Was ich tue, muss also auch der gängigen Marktpraxis entsprechen. Z.B. könnte es gängige Marktpraxis im Rahmen der Bezugsrechtsregulierung sein, auch in den Altaktien short zu gehen. Wenn Sie ein emissionsbegleitendes Institut sind, bekommen Sie die Bezugsrechte später per Saldo angedient, können also neue Aktien beziehen. Sie werden nicht in der Lage sein, einen ordentlichen Bezugsrechtspreis zu stellen, wenn Sie ständig einen großen Überhang haben. Wenn Sie dagegen die Möglichkeit haben, in Altaktien short zu gehen und Ihren Short durch die neuen Aktien zu decken, haben Sie wieder ganz andere Möglichkeiten. Mein Vorschlag wäre hier, dass man möglicherweise bereits im Prospekt in einem Satz darauf hinweist, so z.B.:

„Das emissionsbegleitende Institut behält sich vor, im Rahmen der Bezugsrechtsregulierung, gegebenenfalls auch im Vorhinein, sowie während der Bezugsrechtsregulierung Ab-

sicherungsgeschäfte in Altaktien des Emittenten oder Derivaten auf Aktien zu tätigen.“

Durch eine derartige Publizität schließe ich eine Täuschungsabsicht aus, da ich im Prospekt vorab darauf hinweise. Dann hätte ich vielleicht nicht gerade einen Safe Harbour, aber relativ gute Argumentationsmöglichkeiten. Natürlich ist immer vorausgesetzt, dass ich mich ansonsten an die Regeln halte und den Preis durch meine Short-Aktionen in den Altaktien nicht nach unten treibe. Das Ganze muss also natürlich marktschonend betrieben werden.

Ein weiterer nicht geregelter Bereich ist z.B. das **Designated Sponsoring/Market Making/Skontroführung**. All diese bewegen sich nicht im Safe Harbour. Sollte hierfür der Safe Harbour gelten? Möglicherweise!

Privatplatzierungen hatte ich bereits angesprochen. Zumindest die Kursstabilisierung im Rahmen von Privatplatzierungen sind von der KuMaKV bzw. von der Safe-Harbour-Regelung der KuMaKV nicht gedeckt. Das wird aber in Zukunft so sein.

Die Problematik beim Naked Short hatte ich bereits erwähnt.

Zum Thema **Aktienrückkauf** hat Professor Vogel den Fall des Aktienkaufs oder der Stabilisierung im Rahmen einer freundlichen Übernahme bereits erwähnt. Ich sehe diese Konstellation eher unter dem Aspekt der **Abwehr einer feindlichen Übernahme**, also dass ich die Möglichkeit habe, meine eigenen Aktien zurückzukaufen, um sie vom Markt zu nehmen. Dies stellt aber keinen Safe Harbour dar. Zwar gilt der Safe Harbour normalerweise für Aktienrückkäufe, aber regelmäßig nur dann, wenn es Sinn und Zweck ist, das Kapital des Unternehmens herabzusetzen. Die Abwehr einer Übernahme ist hingegen nicht vorgesehen.

Ein weiterer problematischer Punkt im Rahmen einer Stabilisierungsperiode wäre ein „**atmender Greenshoe**“. Dieser liegt vor, wenn Stabilisierungskäufe getätigt werden und möglicherweise, wenn der Kurs sich er-

holt, auch wieder Verkäufe getätigt werden, um den Greenshoe wieder frei zu bekommen. Die Verkäufe fallen definitiv nicht in den Bereich des Safe Harbours, aber sind sie deshalb automatisch manipulativ? Das soll hier dahingestellt sein; es kommt sicherlich dabei auf die legitimen Gründe an.

Als letzten Punkt möchte ich die **Blockdeals** ansprechen, wobei die Auflistung natürlich nicht abschließend ist. Bei diesen handelt es sich um normale, freihändige Geschäfte, bei denen ich nicht in irgendeiner Form stabilisierend eingreifen darf. Dies gilt, obwohl natürlich durch den großen Block, den ich in der Hand habe, eine die Möglichkeit zur Preisbeeinflussung besteht,

- a) wenn bekannt wird, dass ich diesen Block habe,
- b) wenn ich versuche, diesen Block am Markt wieder unterzubringen.

Habe ich hier gegebenenfalls die Möglichkeit gegenzusteuern, um den Preis zu glätten? Eine solche Möglichkeit wäre zumindest nicht durch einen Safe Harbour gedeckt.

Wie gehen wir jetzt mit der **KuMaKV in der Praxis** um?

Wichtig für die einzelnen Institute ist jeweils die Beachtung der Verhaltensregeln, die sich aus den §§ 31, 32 WpHG ergeben und insbesondere aus den Organisationspflichten gemäß § 33 WpHG. Eine besonders relevante Regel ist hier natürlich die Einhaltung von Chinese Walls. Um den Bogen ein wenig weiter zu spannen, ist zu fragen: Wieso möchte ich überhaupt einen Kurs manipulieren; was verspreche ich mir davon? Dies ist letztlich im Zusammenspiel mit möglichen Insiderinformationen zu sehen, auf Grund derer man den Kurs überhaupt in eine gewisse Richtung bewegen möchte. Wenn ich effektive Geschäfte tätige, gehe ich auch immer ein Risiko ein. Dieses Risiko existiert nicht, wenn ich über ein bestimmtes Wissen verfüge, oder es ist zumindest stark limitiert. Das

Risiko vermeiden kann ich ebenfalls, wenn ein bestimmter Händler oder eine bestimmte Handelsgruppe bestimmte Informationen hat. Damit Chinese Walls funktionieren, muss der Handel seine Entscheidungen auf Grund eigener Überlegungen treffen und nicht auf Grund von Insiderwissen.

Ganz wichtig ist natürlich für unseren Handel, für das Syndikat sowie für Equity Capital Markets, dass wir ihnen Anweisungen geben. Die Händler erwarten von den Compliance Officern, dass wir ihnen Vorgaben liefern, wie sie mit den neuen Regelungen umgehen können. Gesetzestexte können sie zwar selbst lesen, aber wie setzt man diese im eigenen Hause um? Hier werden von den Compliance Officern ganz konkrete Aussagen erwartet. In unserem Hause haben wir solche schon relativ früh gemacht, nämlich bereits bevor die EU-Richtlinie herausgekommen ist. Bei den ersten Richtlinienentwürfen haben wir schon Handlungen untersucht, die möglicherweise manipulativ sein könnten. Jeder erinnert sich an „wash Sales“, „matched Orders“, „painting the Tape“ usw. Diese Fallgruppen haben wir dem Handel vorgestellt. Der Effekt war natürlich, dass die Händler uns entsetzt darauf hingewiesen haben, dass damit ein Riesensproblem generiert sei, da solche Sachen wie Crossings allgemein üblich seien. Und hier haben wir auch eine gewisse Inkonsistenz in den Märkten. Z.B. sind Crossings in XETRA verboten, an der EUREX aber erlaubt, soweit sie angekündigt werden. Ich möchte daher anregen, dass man früher ansetzt und eine Konsistenz auf den Märkten schafft. Für die Händler ist es wenig nachvollziehbar, wenn etwas auf dem einen Markt verboten und auf dem anderen erlaubt ist. Da könnten wir sicherlich etwas mehr Rechtssicherheit schaffen. Auf jeden Fall haben wir die Gelegenheit genutzt, diese Handlungen, die aus der CESR-Empfehlung hervorgingen, im Hause darzustellen.

Geschäftliche Handlungen, die den – falschen – Eindruck einer Aktivität erwecken sollen:

Wash Sales:

- Geschäfte, bei denen kein wirklicher Wechsel des Eigentums an dem Finanzinstrument verbunden ist.

Matched Orders:

- Geschäfte, bei denen gleichzeitig Kauf- und Verkaufsauftrag zum gleichen Kurs und in gleichem Umfang von verschiedenen Parteien, die sich abgesprochen haben, erteilt wird.

Painting the Tape:

- Vornahme einer Reihe von Geschäften, die auf einer öffentlichen Anzeigentafel erscheinen, um den Eindruck lebhafter Umsätze oder Kursbewegungen bei einem Finanzinstrument zu erwecken.

Pumping and Dumping:

- Aktivitäten einer Person oder mehrerer in Absprache handelnder Personen mit dem Ziel, den Kurs eines Finanzinstrumentes künstlich hochzutreiben und anschließend die eigenen Finanzinstrumente massiv auf den Markt zu werfen.

Advancing the Bid:

- Erhöhung der Nachfrage nach einem Finanzinstrument, um den Kurs nach oben zu treiben (indem der Eindruck von Dynamik erweckt und vorgetäuscht wird, dass der Kursanstieg durch lebhafte Umsätze verursacht wurde).

Geschäftliche Handlungen, die eine Verknappung beabsichtigen:

Cornering:

- Der Manipulator verschafft sich sowohl beim Derivat als auch beim Basiswert die Kontrolle der Nachfrage, so dass er eine beherrschende Stellung gewinnt, die er zur Manipulation des Preises des Derivats oder des Basiswertes ausnutzen kann.

Abusive Squeezes:

- Wie beim *Cornering* wird Verknappung eines Wertes durch Kontrolle der Nachfrageseite und Ausnutzung der Stauung auf dem Markt ausgenutzt, um die Kurse künstlich hochzutreiben.
- Besitz eines erheblichen Einflusses auf das Angebot oder die Lieferung eines Wertes.
- Nutzung des Rechtes, Erfüllung zu verlangen, um willkürliche und anormale Preise zu diktieren.

Zeitspezifische geschäftliche Handlungen:

Marking the Close:

- Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten bei Börsenschluss, um die Schlussnotierung des Finanzinstrumentes zu beeinflussen und damit diejenigen Marktteilnehmer irreführen, die aufgrund des Schlusskurses handeln.
- Geschäfte eigens zu dem Zweck, den Kassakurs oder den Abrechnungskurs von Derivate-Kontrakten zu beeinflussen.
- Geschäfte zur Beeinflussung des speziellen Kassakurses eines Finanzinstrumentes, der als Grundlage zur Bestimmung des Wertes einer Transaktion vereinbart wurde.

Informationsbezogene Handlungen:

Scalping

- Kauf eines Finanzinstrumentes auf eigene Rechnung, bevor man es anderen empfiehlt, und anschließender Verkauf mit Gewinn bei steigendem Kurs infolge der Empfehlung.
- Verbreitung falscher Gerüchte, um andere zum Kauf oder Verkauf zu veranlassen.
- Verbreitung unrichtiger Behauptungen über wesentliche Tatsachen.
- Verschweigen wesentlicher Tatsachen oder wesentlicher Interessen.

Diese Handlungen finden sich jetzt zum größten Teil in der KuMaKV wieder. Dazu müssen wir Compliance Officer heute etwas Hilfestellung leisten und müssen unsere Händler darauf hinweisen, dass bestimmte Handlungsweisen als manipulativ angesehen werden und dass sie diese vermeiden mögen. Sollten sie doch einmal solche Handlungsweisen ausüben, dann haben sie hoffentlich legitime Gründe, warum sie so durchgeführt werden mussten.

Notwendige Informationen/Hinweise der Stabilisierungstransparenz (ex ante im Prospekt)

- Hinweis auf Greenshoe-Vereinbarung
- Nennung des/der Stabilisierungsmanager(s)
- Mögliche Stabilisierungsmaßnahmen (Kauf von Aktien, Kauf oder Verkauf von Derivaten, börslich oder außerbörslich, im Inland oder Ausland)
- Mögliche Preiseinflüsse, die ohne Stabilisierung nicht zustande gekommen wären
- Keine Verpflichtung zur Stabilisierung
- Maximale Dauer der Stabilisierung
- Hinweis auf Möglichkeit der vorzeitigen Beendigung von Stabilisierungsmaßnahmen

Bei der Durchführung von Stabilisierungsmaßnahmen müssen bezüglich einer Inanspruchnahme von Safe Harbours spezielle Anweisungen an den Handel ergehen. Zwar haben wir lange keine Stabilisierungsmaßnahmen eingesetzt - ich glaube, da befinden wir uns auch in guter Gesellschaft, weil es lange keine IPOs gegeben hat -, aber im Moment deutet sich bei vielen Häusern so einiges an. Dann müssen aber die für die Stabilisierung Zuständigen auch wissen, was sie tun müssen und dürfen

und vor allem, welche Pflichten sie zu beachten haben. Ich beziehe mich hier auf die Dokumentationspflichten, die Veröffentlichungspflichten und nicht zuletzt auf die Aufbewahrungspflichten. Insbesondere bezüglich Letzterem kann es passieren, dass ein in Anspruch genommener Safe Harbour im Nachhinein wegfällt, wenn die Unterlagen nicht fünf Jahre aufgehoben werden, sondern z.B. nur viereinhalb. Professor Vogel hat bereits in seinem Vortrag darauf hingewiesen, dass damit im Nachhinein ein Problem entstehen kann.

Lassen Sie uns zunächst einmal untersuchen, welche **Ex-ante-Stabilisierungstransparenz** eigentlich hergestellt werden muss. Auf die Stabilisierung sollte vorzugsweise im Prospekt hingewiesen werden, denn laut KuMaKV müssen diese Informationen durch den Emittenten selbst erfolgen. Die EU-Richtlinie lässt das offen; danach können auch die begleitenden Institute und die Institute, die Stabilisierungsmaßnahmen durchführen, diese Transparenz herstellen. In Deutschland haben wir uns aber momentan nach der KuMaKV zu richten. In diesem Zusammenhang wäre primär der Hinweis auf eine Greenshoe-Vereinbarung zu nennen. Weiterhin sind der Stabilisierungsmanager, die Form der möglichen Stabilisierungsmaßnahmen, nämlich Kauf von Aktien, Kauf oder Verkauf von Derivaten und dass diese Geschäfte börslich oder außerbörslich, im Inland oder auch im Ausland passieren können, anzugeben. Weiterhin bedarf es des üblichen Hinweises auf „Risiken und Nebenwirkungen“, nämlich dass sich Preiseinflüsse ergeben können, die ohne Stabilisierung nicht zustande gekommen wären. Hier stellt sich für mich jetzt allerdings die provokative Frage: Haben wir es dann noch mit dem verständigen Anleger mit durchschnittlicher Börsenkenntnis zu tun? Für den sollte das eigentlich klar und erkennbar sein. Trotzdem müssen wir haarklein darauf hinweisen, dass hier Einflüsse bestehen, die sonst nicht vorhanden wären. Natürlich muss auch darauf hingewiesen werden, dass keine Verpflichtung zur Stabilisierung besteht. Ansonsten wird deren Nichtvornahme am Ende noch gerügt. Das Ausüben von Stabilisierungsmaßnahmen liegt im Ermessen des Stabilisierungsmanagers respek-

tive natürlich des Emittenten, der dem Stabilisierungsmanager die entsprechende Anweisung gibt. Weiterhin muss die maximale Dauer der Stabilisierungsmaßnahme im Vorhinein bekannt gegeben werden sowie ein Hinweis auf die Möglichkeit der vorzeitigen Beendigung der Stabilisierungsmaßnahmen erfolgen. Ich muss also nicht in letzter Konsequenz den kompletten Zeitraum ausnutzen.

Ich möchte Ihnen hierzu ein Beispiel vorlesen, wie sich alle diese Informationen im Prospekt lesen:

„In Zusammenhang mit der Platzierung und ihrer Durchführung von Aktien der X AG können durch den/die Stabilisierungsmanager börslich oder außerbörslich Preisstabilisierungsmaßnahmen durchgeführt werden.

Diese können im Kauf von Aktien der Gesellschaft, Platzierung von Kaufangeboten bezüglich Aktien sowie Käufen und Verkäufen von Derivaten, die sich auf Aktien der Gesellschaft beziehen, bestehen. Es besteht jedoch keine Verpflichtung zur Vornahme von Stabilisierungsmaßnahmen. Die Stabilisierungsmaßnahmen dürfen eine maximale Dauer von ... (hier käme der Zeitraum nach § 7 KuMaKV, also in der Regel 30 Tage) beginnend mit der Notierungsaufnahme haben und können während dieser Phase jederzeit beendet werden.

(Risiken:) Durch die Stabilisierungsmaßnahmen können infolge Verkaufsdrucks verursachte Kursbewegungen ausgeglichen werden, die typischerweise im Zusammenhang mit Neuemissionen auftreten. Hierdurch kann möglicherweise der Preis von Wertpapieren oder Derivaten, die sich auf Aktien beziehen, zeitlich begrenzt auf einem Niveau gehalten werden, welches ohne diese Maßnahmen nicht bestehen würde.“

Nach meinem Dafürhalten hätten wir hier den Anforderungen der KuMaKV Genüge getan. Das soll nun nicht unbedingt bedeuten, dass jeder den gleichen Text verwenden muss oder soll, aber es wäre ein möglicher Standardtext.

Notwendige Informationen/Hinweise der Stabilisierungstransparenz (ex post)

- Unverzüglich: Ausübung Greenshoe
 - Ausführungs- u. Ausübungsdatum
 - Menge und Art der betroffenen Wertpapiere

- Innerhalb einer Woche nach Beendigung des Stabilisierungszeitraumes :
 - Ende des Stabilisierungszeitraumes
 - Angabe, ob tatsächlich Stabilisierung stattgefunden hat
 - Preisspanne, innerhalb derer stabilisiert wurde
 - Datum der letzten Stabilisierungsmaßnahme

Darüber hinaus haben wir natürlich auch eine **Ex-post-Transparenz** herzustellen, die erst einmal darin besteht, unverzüglich die Ausübung einer möglichen Greenshoe-Vereinbarung bekannt zu geben, nämlich Ausführungs- und Ausübungsdatum sowie Menge und Art der betroffenen Wertpapiere. Darüber hinaus ist innerhalb von einer Woche nach Beendigung des Stabilisierungszeitraums dessen Ende bekannt zu geben. Hier ist das genaue Datum anzugeben sowie die Tatsache, ob überhaupt Stabilisierungsmaßnahmen vorgenommen wurden. Hat eine Stabilisierung stattgefunden, ist die Preisspanne, innerhalb derer stabilisiert wurde, sowie das Datum der letzten Stabilisierungsmaßnahme darzulegen. Das wäre einigermaßen vollumfänglich. Wenn also ex post diese Informationen in Form einer Pressemitteilung bekannt gegeben werden, ist die notwendige Transparenz hergestellt.

Dokumentationspflichten bei Stabilisierungen

- interne Kennzeichnung der Stabilisierungsmaßnahmen (von „normalem“ Handel getrenntes Konto)
- Bei mehreren Stabilisierungsmanagern: Weiterleitung von wesentlichen Informationen/Dokumentation an führenden Stabilisierungsmanager
- Dokumentationsinhalte:
 - Benennung der beteiligten Stabilisierungsmanager
 - Bezeichnung der Wertpapiere oder Derivate
 - Stückzahl der gehandelten Wertpapiere oder Derivate
 - Datum u. Uhrzeit der Stabilisierungsmaßnahmen
 - Stabilisierungspreis
- => Die Dokumentation ist 5 Jahre aufzubewahren

Darüber hinaus haben die Institute **Dokumentationspflichten bei Stabilisierungen**. Die Dokumentation ist allerdings nicht automatisch zu veröffentlichen, sondern nur auf Anfrage insbesondere der BaFin. Die Stabilisierungsmaßnahmen als solche müssen speziell gekennzeichnet sein, um sie vom normalen Handel abzugrenzen. Das Ganze sollte in der Praxis natürlich am besten auf einem separaten Konto geführt werden. Gibt es mehrere Stabilisierungsmanager, wird in der Regel einer der führende Manager sei. Dieser erhält alle Informationen und Dokumentationen von den anderen Stabilisierungsmanagern, sammelt diese Informationen und teilt sie auf Anfrage der BaFin mit.

Zu den Dokumentationsinhalten zählen die Benennung der beteiligten Stabilisierungsmanager, die Bezeichnung der verwendeten Wertpapiere oder Derivate, die Stückzahl der gehandelten Wertpapiere und Derivate, Datum und Uhrzeit der jeweiligen Stabilisierungsmaßnahmen und natürlich der jeweilige Stabilisierungspreis. Die fünfjährige Aufbewahrungsfrist ist insgesamt nicht unüblich, dennoch muss berücksichtigt werden, dass die Stabilisierung mit ihrer Dokumentation vom normalen Handel abzugrenzen ist. Es muss sich immer klar differenzieren lassen, was der Stabilisierung diene und was nicht. Es gibt sicherlich einige Häuser, wo an einem Schreibtisch sowohl der normale Handel als auch Stabilisie-

rungsmaßnahmen durchgeführt werden. Das sollte man zumindest in personam trennen.

Nicht vom Safe Harbour erfasste Aktivitäten

- Nicht im Safe Harbour ≠ automatisch manipulativ
 - => Prüfung im Einzelfall
- möglichst lückenlose und klare Dokumentation der Handelsaktivitäten essenziell,
Ziel: Manipulationsvorwurf argumentativ entgegnet und entkräften
- Gute **Chance**
 - wenn es sich bei den Aktivitäten um gängige und akzeptierte Marktpraxis
 - in der Umsetzung einer Investmentidee handelt,
 - die nicht darauf abzielt, den Preis von Wertpapieren oder Derivaten zu beeinflussen (Fehlen einer Täuschungs-/Manipulationsabsicht).

Bereits erwähnt hatte ich, dass in der Praxis gar nicht so sehr der Safe Harbour selbst ein Problem darstellt. Vielmehr sind die **nicht vom Safe Harbour erfassten Sachverhalte** problematisch, die nicht automatisch als manipulativ beurteilt werden sollten. Letzteres scheint mir der bisherige Ansatz gewesen zu sein. Tendenziell sieht das jetzt auch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vor: Danach wird rein objektiv beurteilt, ob eine Maßnahme geeignet war, auf den Börsenpreis einzuwirken. Nicht mehr berücksichtigt wird, ob der Vorsatz oder die Absicht zur Manipulation bestand. Ganz so einfach, denke ich, kann es sich der Gesetzgeber und letztendlich die BaFin bei ihrer Prüfung nicht machen. Hier muss man, wie in einem normalen Rechtsprozess auch, den Marktteilnehmern die Gelegenheit geben, sich zu äußern und darzustellen, dass es vielleicht nicht so gewesen ist. Ich sehe durchaus eine Chance, dass in diesem Zusammenhang eine subjektive Argumentation doch wieder Berücksichtigung finden kann.

So weisen wir unseren Handel immer darauf hin, möglichst lückenlos und klar zu dokumentieren. Das bedeutet natürlich nicht, dass zu jedem

einzelnen Trade, der hier bewehrt sein könnte, ein Aktenvermerk zu schreiben ist. Ich muss jedoch auch ex post darlegen können, was ich zu welchem Zweck getan habe. Die normalen Dokumentationspflichten sind hier nicht außer Kraft. Ich habe vielmehr noch erhöhte Anforderungen zu erfüllen, denn mein Ziel ist es, dem Manipulationsvorwurf argumentativ entgegenzutreten und ihn zu entkräften. Ich sehe da sogar relativ gute Chancen, insbesondere in Anlehnung an § 20a WpHG des neuen Gesetzesentwurfs, wenn wir argumentieren können, dass es sich bei unseren Aktivitäten um eine gängige und akzeptierte Marktpraxis auf dem jeweiligen Markt gehandelt hat. Dies gilt insbesondere für Aktivitäten, die der Umsetzung einer Investmentidee dienen. Diese Argumentation ist vielleicht nicht immer gegeben, aber wichtig ist, dass ich legitime Gründe für mein Handeln habe.

Ich muss argumentieren, dass ich subjektiv nicht darauf abgezielt habe, den Preis von Wertpapieren oder Derivaten zu beeinflussen. Fehlt mir die Täuschungs- oder Marktmanipulationsabsicht, stellt sich letztlich doch die Frage, ob man mir dann überhaupt Manipulation vorwerfen kann. Ist denn Leichtfertigkeit überhaupt schon automatisch strafbar? Leichtfertig sollten und dürfen wir natürlich nicht handeln, aber die Frage ist, inwieweit können wir dies erkennen? Ich muss einem Händler zugestehen, der sich immer stärkerer Konkurrenz erwehren muss, dass er nicht ständig überprüfen kann, ob er sich über eine Handlung täuscht o.Ä. Natürlich hat er ständig ein Auge auf den Markt und ein Ohr am Markt und er darf nicht absichtlich manipulativ handeln, aber er darf auch nicht jeden Trade drei oder vier Mal umdrehen müssen. Dann hätten wir sicherlich ein praktisches Problem.

Kriterien für mögliche Zulässigkeit bestimmter „akzeptierter“ Marktpraktiken

- Erhöhung der Liquidität in einem Finanzinstrument
- Beseitigung von Marktungleichgewichten
- Markttransparenz
- Anteil am Handel in dem betreffenden Instrument
- Handel im Einklang mit Regelwerken von organisierten Märkten
- Marktgerechtigkeit der Preise
- Legitime Beweggründe, z. B. Risikovermeidung
- Marktschonende Vorgehensweise
- ...

Zur **Zulässigkeit akzeptierter Marktpraktiken**, wie sie im Gesetzentwurf in § 20a WpHG erwähnt ist, möchte ich nachfolgend einige Konstellationen ansprechen, die vielleicht ganz gute Chancen hätten, eine akzeptierte Marktpraxis darzustellen. Eine Konkretisierung steht hier auf jeden Fall noch aus, wir warten gespannt auf eine entsprechende Rechtsverordnung. Meines Erachtens sollten z.B. Maßnahmen, die dazu dienen, die **Liquidität in einem Finanzinstrument zu erhöhen**, als akzeptierte Marktpraxis anerkannt werden. Dafür spricht beispielsweise der Betreuerhandel oder das Market Making, sei es auf einer vertraglichen Basis mit der Börse oder auf einer vertraglichen Basis mit einem Emittenten, wie das beim Rentenhandel der Fall ist. Ziel ist in diesen Fällen, die Liquidität zu erhöhen und nicht zu manipulieren. Natürlich darf kein Täuschungselement dazukommen.

Weitere gängige Marktpraxis sollte die **Beseitigung von Marktungleichgewichten** sein. Die Arbitrage beispielsweise dient allein einer Marktglättung. Wenn ich hier wirklich den Preis bei einem Instrument nach oben treibe, bei dem anderen Instrument dann aber wieder verliere, habe ich letztendlich gar nichts davon. Daher hätte die Arbitrage gute Chancen, eine akzeptierte Marktpraxis zu sein. Darüber hinaus sollte alles, was der

Markttransparenz dient, gute Chancen haben, als gängige Marktpraxis zu gelten. Wenn ich in einem Finanzinstrument den Spread verenge und dadurch wieder den Markt verbessere, ist dies garantiert sinnvoller, als wenn ich einen Spread ausweite.

Ein ganz wichtiges Argument ist immer der **Anteil am Handel in dem betreffenden Instrument**. Habe ich einen sehr großen Anteil an dem Markt, z.B. 80 Prozent Marktanteil, laufe ich natürlich viel eher Gefahr zu manipulieren als bei nur geringem Marktanteil. Ich denke, dass das auch Kriterien sind, die die BaFin bei ihren Prüfungen berücksichtigt. Sie wird untersuchen, wie die Marktanteile bei einem Instrument verteilt waren, was von wem umgesetzt wurde und auf welche Art und Weise.

Wichtig ist, dass der Handel im **Einklang mit bestehenden Regelwerken** von organisierten Märkten erfolgt. Wenn ich mich beispielsweise an das Regelwerk für das Designated Sponsoring, ans Bond-Regelwerk der Eux oder an Regelwerke anderer Börsen halte, habe ich meines Erachtens auch eine gute Chance, gängige Marktpraxis zu praktizieren.

Die **Marktgerechtigkeit der Preise** ist ebenfalls ein wichtiges Kriterium. Kommen Preise zustande, die marktgerecht sind, und befinde ich mich im Einklang mit den Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften (MaH), dürfte eher von einer gängigen Marktpraxis auszugehen sein, als wenn ich fiktive Preise habe, die sonst nicht zustande gekommen wären und unter Umständen nur durch bestimmte Handelsweisen entstanden sind.

Als vorrangiges Kriterium für das Vorliegen gängiger Marktpraxis sind die legitimen Beweggründe zu sehen, wenn ich also beispielsweise Risiken vermeiden möchte: Ich verfüge über eine große Position, und plötzlich teilt mein Risikomanagement mit, dass ich die Position abbauen muss. Hier dürfte wichtiger sein, wie ich die Position abbaue, und nicht, dass ich sie abbaue. Abbauen tue ich die Position nicht, weil ich manipulieren will, sondern weil ich anderenfalls ein erhöhtes Risiko laufe.

Bedeutend bei der Beurteilung von gängiger Marktpraxis ist darüber hinaus die marktschonende Vorgehensweise. Wenn ich schon eine große Order habe, sollte ich diese nicht auf einmal auf den Markt werfen nach dem Motto: „Friss oder stirb!“. Vielmehr sollte ich möglichst marktschonend vorgehen, damit der Markt gar nicht merkt, was dort passiert. Beispielsweise könnte ich meine Order über den Tag hinweg verteilt in Liquiditätswellen hineinstreuen.

Die Darstellung zur möglichen Zulässigkeit bestimmter „akzeptierter“ Marktpraktiken ist natürlich nicht abschließend. Man könnte noch Hunderte weiterer Marktpraktiken anführen, die unter Umständen zulässig wären. Wir erwarten hier vom Verordnungsgeber einen Katalog, wobei natürlich vorausgesetzt wird, dass diese gängige Marktpraxis nicht nur am Markt gängig, sondern auch von der BaFin akzeptiert sein muss. Dies deutet auf ein weiteres Problem hin. Was ist denn mit einer Marktpraxis, die sich plötzlich neu am Markt etabliert, die aber von der BaFin noch nicht erfasst ist? Die FSA beispielsweise gibt dem Markt durchaus eine Chance, auch neue Marktpraktiken zu etablieren, und prüft, ob diese dann zu beanstanden sind oder nicht. Erst einmal müssen die neuen Marktpraktiken ja auftreten, damit man sie überhaupt beurteilen kann. Hier gibt es noch einige Fragen, aber da setze ich auf die Zusammenarbeit mit der BaFin. Wenn bei uns im Hause Zweifel auftauchen, werden wir aktiv auf die BaFin zugehen und versuchen, vorab eine Klärung herbeizuführen.

Handhabung in unserem Hause

- Das **Prinzip**: **Manipulation darf in unserem Hause nicht vorkommen!**
- **Wir wollen auch nicht von Kunden in den Bereich der Beihilfe gebracht werden!**
- vorkommen kann: manipulativer Eindruck
- Ziel: fälschlichen Eindruck möglicher Manipulation vermeiden
- falscher Eindruck entstanden?
 - legitime, zulässige Marktpraxis
 - kein manipulativer Charakter

 - insbesondere Handel innerhalb bestehender Regelwerke und Usancen

Wie sieht nun die **Handhabung in unserem Hause** aus? Ursprungsprinzip ist grundsätzlich, dass Manipulation nicht vorkommen darf. Damit kann ich natürlich in erster Linie nur die wirklich absichtliche Marktmanipulation meinen und nicht alles, was möglicherweise so gesehen wird. Ein ganz wichtiger Punkt ist dabei, dass wir nicht nur berücksichtigen, was wir selbst, sondern auch was unsere Kunden machen. Auch deren praktische Auftragsanweisungen könnten manipulativ sein und uns in den Bereich der Beihilfe bringen. Hier müssen wir natürlich ebenfalls aufpassen. Auch an uns wurden schon einige Auskunftersuchen nach § 20b WpHG herangetragen.

Wichtig ist aber auch, dass wir keinen möglicherweise fälschlichen Eindruck von Manipulation erwecken. Wie können wir das verhindern? Wir müssen dann entsprechend argumentieren, denn unser Ziel ist es zwar, diesen Eindruck zu vermeiden, aber was ist, wenn der Eindruck trotzdem entstanden ist? Dann bekommen wir ein Auskunftersuchen der BaFin. In diesem Fall setzt die Dokumentation ein. Hat es sich hier um legitime, zulässige Marktpraxis gehandelt? Hat der Vorfall manipulativen Charakter? Ist irgendwo eine Manipulationsabsicht vorhanden? Hier bestehen sicherlich umfangreiche Mittel zur Untersuchung. Nicht zuletzt sind im Handel z.B. Sprachaufzeichnungen üblich, d.h., man hört sich auch

schon einmal an, was sich die Händler so zugerufen haben. Haben sie sich zugerufen: „Ach, guck mal, mach doch mal gerade das..., weil das... und das...!“, hört sich das sicherlich nicht so gut an.

Selbstverständlich versuchen wir auch immer, uns im Rahmen der bestehenden Regelwerke und Usancen zu bewegen, denn dann haben wir gute Argumentationsgrundlagen.

| Unser Vorgehen

- **Vermeidung** von Manipulation
- **Vermeidung** des Eindrucks von Manipulation
- Falls der Eindruck der Manipulation sich nicht vermeiden lässt:
 - Erklärung** - Transaktion ist zulässige Marktpraxis
 - der Handelnde hat legitime Gründe für die Transaktion („Regular User Test“)

=> Möglichst vollständige und klare Dokumentation ist essenziell

Unser Prinzip ist letztendlich **das VVE-Prinzip**. Vermeiden von Manipulation steht an erster Stelle. Vermeiden wollen wir sogar schon den Eindruck der Manipulation, denn wenn auch nur in der Presse steht: „Die scheinen da ...“, ist das schon schlimm genug. Falls der Eindruck dann doch einmal entstanden ist und es zu einer Nachforschung seitens einer Handelsüberwachungsstelle oder der BaFin kommt, dann müssen wir erklären können, dass es sich um zulässige Marktpraxis gehandelt hat und wir den „Regular User Test“ bestehen, d.h.: Hätte jeder andere in unserer Situation genauso gehandelt? Hatten wir legitime Gründe für unsere Transaktion? Und Grundvoraussetzung ist natürlich immer die **Erklärung**, also eine möglichst vollständige und klare Dokumentation dessen, was wir getan haben. Um unsere spätere Argumentation zu untermauern, müssen wir wirklich alles festhalten. Da sind wir alle gefragt, also auch

unsere Händler, obwohl diese nicht so gerne schreiben, aber was sein muss, das muss dann eben sein. Damit werden wir leben müssen. Ich bin ganz zuversichtlich, dass wir das auch schaffen.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Vielen Dank, Herr Gehrke, für diese Einblicke in die Praxis. Die Brücke nach Europa ist heute schon mehrfach geschlagen worden. „Künftige Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflichten nach den Bestimmungen der Europäischen Union“ lautet unser nächstes Thema. Ich darf dazu Frau Rechtsanwältin Dr. Hildegard Ziemons begrüßen. Sie ist seit 1997 Rechtsanwältin bei CMS Hasche Sigle nach ihrem Studium der Rechtswissenschaften und Betriebswirtschaftslehre in Bonn und Köln. Sie war Assistentin bei dem Mitglied unseres wissenschaftlichen Beirats Professor Lutter und ist vielfältig tätig im Bereich Aktienrecht, Umwandlungsrecht, Konzernrecht, Organhaftung, Corporate Governance sowie Unternehmensübernahmen. Sie begleitet uns seit vielen Jahren bei unseren Aktivitäten und regt uns zu vielen Themen an. Insofern bin ich sehr dankbar, dass Sie diesen Vortrag übernommen haben.

VI. Künftige Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflichten nach den Bestimmungen der EU¹

Rechtsanwältin Dr. Hildegard Ziemons, Partnerin, CMS Hasche Sigle

Auf folgende Punkte möchte ich in meinem Vortrag eingehen:

- Derzeitige Regelung
- Rechtsgrundlagen der Neuregelung
- Ad-hoc-pflichtige Information
- Zeitpunkt und Modalitäten der Veröffentlichung
- Aufschub der Veröffentlichung und
- Sanktionen

Ob eine Verletzung der Ad-hoc-Publizität gleichzeitig in den Bereich der Kursmanipulation oder des Insiderhandels führt, ist nicht Gegenstand meines Vortrags. Ich beschränke mich nur auf Ad-hoc-Mitteilungen als solche, wobei ich die Warenderivate außer Acht lasse.

Die **derzeitige Regelung** findet sich in §15 WpHG, welcher Art. 68 Abs. 1 der Börsenzulassungsrichtlinie umsetzt. Danach ist eine ad-hoc-pflichtige Tatsache relativ einfach festzustellen, da Art. 68 wie §15 WpHG formuliert ist: „Die Gesellschaft muss das Publikum unverzüglich

1 Der Vortrag bezieht sich auf den zum Zeitpunkt des Seminars vorliegenden Referentenentwurf des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes. Im zwischenzeitlich geänderten und am 1. Juli 2004 vom Bundestag beschlossenen Gesetz wird nun in § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG statt auf „eine Information über eine nicht öffentlich bekannte Tatsache“ auf „eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände“ abgestellt. Auch in § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG heißt es jetzt statt „Tatsache“ „Umstände“.

über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber“ – jetzt kommt das Entscheidende – „wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung der Kurse ihrer Aktien führen können.“ Hierbei handelt es sich um einen relativ eng umgrenzten Tatbestand, der eine Vielzahl von kurserheblichen Umständen innerhalb und außerhalb der Sphäre der Emittentin von der Ad-hoc-Pflicht ausnimmt.

Die Veröffentlichungsmodalitäten, z.B. in überregionalen Zeitungen, in der Amtssprache oder einer anerkannten Sprache wie Englisch kennen wir bereits.

In Abgrenzung zur Insidertatsache setzt eine Ad-hoc-Pflichtigkeit nach deutschem Recht die Notierung im geregelten oder amtlichen Markt voraus. Es muss sich um eine nicht öffentlich bekannte „Tatsache“ handeln usw., d.h., die Definition ist relativ eng.



Die Insidertatsache ist deutlich weiter gefasst. Sie kann auch allgemeine Marktdaten beinhalten und muss sich nicht nur auf einen Emittenten

oder auf Wertpapiere beziehen. Wenn man vom Tatsachenbegriff als der Wahrnehmung und dem Beweis zugängliche Umstände ausgeht, sind auch die Vorstadien der Tatsache erfasst, selbst wenn diese sich noch nicht manifestiert haben.

Die enge Definition hat für den Emittenten den großen Vorteil, dass aus seiner Sicht relativ klar und eindeutig zu bestimmen ist, was zu Veröffentlichungen und was ad-hoc-pflichtig ist. Es gibt kaum Zurechnungsprobleme. Ein gewisses Problem besteht darin, dass der Vorstand nicht in allen Fällen weiß, was in seinem Unternehmen vorgeht. Aber bei einer Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten kann man sagen, dass der Vorstand zu wissen hat, was in seinem Unternehmen vorgeht. Wenn die Veröffentlichungspflicht allerdings in einem anderen Bereich, d.h. außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten anknüpft, wissen unter Umständen weder der Vorstand noch der Leiter der Finanzabteilung noch irgend jemand im Unternehmen, dass etwas Interessantes mit Auswirkungen auf den Emittenten passiert ist. Das kann in Zukunft, fürchte ich, zu einigen Problemen führen.

Auf der anderen Seite besteht nach der bisherigen Rechtslage eine relativ eingeschränkte Information des Kapitalmarkts über Insiderinformationen, weil deren Veröffentlichung nur erforderlich ist bei Eintritt „im Tätigkeitsbereich des Emittenten“ und zusätzlich Auswirkungen auf Vermögens- oder Finanzlage oder die allgemeine Geschäftsentwicklung verlangt werden.

Die Rechtsgrundlagen der Neuregelung liegen insbesondere in den Erwägungsgründen 16, 24, 25 und in Art. 1 und Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie sowie in den Erwägungsgründen 1 bis 3 und Art. 1, 2 und 3 der Durchführungsrichtlinie der Kommission (2003/124/EG). Im Hinblick auf die Form wird immer noch auf die antiquierten Mittel der Veröffentlichung oder Hinweisbekanntmachung in der Zeitung verwiesen sowie – nicht nur ausnahmsweise, aber doch von relativ untergeordneter Bedeutung – auf eine Veröffentlichung in anderen Medien. Weitere

Rechtsgrundlagen werden das Anlegerschutzverbesserungsgesetz bzw. die es ergänzenden Rechtsverordnungen des Bundes sein, zu denen es noch keine Entwürfe gibt. Hierin werden Mindestinhalt, Art, Umfang und Form der Ad-hoc-Veröffentlichung sowie Form und Inhalt der Mitteilungen an die BaFin geregelt werden. Zu den Rechtsgrundlagen habe ich eine Synopse gefertigt, weshalb ich mich mit dem Wortlaut der Bestimmungen nicht weiter beschäftigen möchte.²

Der Anwendungsbereich der Richtlinien erstreckt sich zum einen auf Finanzinstrumente, die zum Handel auf einem inländischen geregelten Markt zugelassen sind. § 15 Abs. 1 WpHG der neuen Fassung spricht, wie die alte Fassung auch, von einem inländischen, organisierten Markt. In diesem Bereich setzen wir die Richtlinie ordentlich um. Sie hat aber noch einen zweiten Anwendungsbereich. In Art. 10 lit. b heißt es, dass die Handlung – in diesem Fall die Unterlassung einer Ad-hoc-Mitteilung – in einem Mitgliedstaat begangen worden sein und Finanzinstrumente betreffen muss, die zum Handel auf einem regulierten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind.

Damit haben wir nun einen Fall, der vom deutschen Gesetz in der Umsetzung nicht erfasst ist: Die Emittentin sitzt in Deutschland, die Aktien sind in London zugelassen und werden auch nur dort gehandelt. Eine Ad-hoc-Pflicht besteht nach § 15 WpHG in der neuen Fassung nicht. Insofern wäre ein gewisses Umsetzungsdefizit gegeben. Da man davon ausgehen kann, dass in London und im Vereinigten Königreich Art. 10 der Marktmissbrauchsrichtlinie genauso umgesetzt werden wird wie in Deutschland, werden wir in der Praxis grundsätzlich kein Umsetzungsdefizit haben. Rein rechtlich werden wir aber möglicherweise ein kleines Problem bekommen.

2 Die aktualisierte Synopse ist im Anschluss an diesen Vortrag abgedruckt.

Die Definition der **ad-hoc-pflichtigen Information** in der Richtlinie und dem Referentenentwurf zum WpHG werden im Folgenden einander gegenüber gestellt:

ad hoc-pflichtige Information Richtlinie	RefE WpHG
<ul style="list-style-type: none">■ nicht öffentlich bekannte präzise Information,■ die direkt oder indirekt■ <u>unmittelbar</u> einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und■ im Falle öffentlichen Bekanntwerdens geeignet wäre, den Kurs von Finanzinstrumenten oder sich darauf beziehender Derivate erheblich zu beeinflussen	<ul style="list-style-type: none">■ Information über nicht öffentlich bekannte Tatsache■ die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren bezieht und■ im Falle öffentlichen Bekanntwerdens geeignet wäre, den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen und■ den Emittenten unmittelbar betreffen

ad hoc Mitteilungen Frankfurt am Main 23. März 2004 5

Die Richtlinie spricht von einer nicht öffentlich bekannten, präzisen Information. Wir hingegen sind hier der Diktion der alten Rechtsgrundlage verhaftet, da wir von der Information über eine nicht öffentlich bekannte Tatsache³ ausgehen. Nach der Richtlinie muss sich die Information unmittelbar auf einen oder mehrere Emittenten oder auf ein oder mehrere Finanzinstrumente beziehen, während sie sich in der deutschen Umsetzung nur auf einen Emittenten von Papieren, aber nicht auf die Papiere selbst beziehen muss. Dadurch haben wir ein gewisses Umsetzungsdefizit.

3 Zum Zeitpunkt des Seminars lag der Referentenentwurf vor, der am Tatsachenbegriff festhielt, siehe dazu Fußnote 1 auf S. 75.

Außerdem gibt es in Deutschland ein Problem mit den Begriffen „direkt“ oder „indirekt“, „unmittelbar“ oder „mittelbar“. Während im Englischen immer das gleiche Wort benutzt wird, wechseln wir im Anlegerschutzverbesserungsgesetz und auch in der deutschen Fassung der Marktmissbrauchsrichtlinie gern: Einmal wird von „direkt“ und dann von „unmittelbar“ gesprochen, im Englischen heißt beides „directly“. Man kann daher die deutsche Fassung der Richtlinie an einigen Stellen leicht kritisieren.

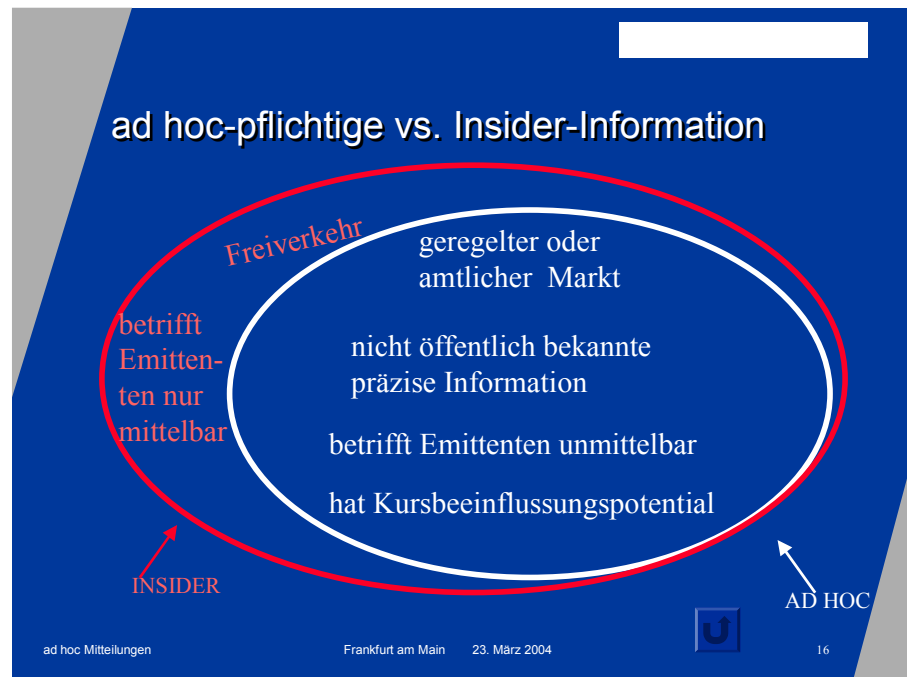
Die Marktmissbrauchsrichtlinie selbst definiert nicht, was „direkt“ ist. Sie legt nur fest, was ausgeschlossen – also indirekt – ist oder sich mittelbar auf einen Emittenten oder ein Papier bezieht. Der entsprechende Erwägungsgrund 16 lautet sinngemäß, dass Informationen, welche die Preisbildung als solche beeinflussen können, einen Emittenten oder ein Instrument nur indirekt betreffen. Darunter fallen allgemeine Wirtschaftsdaten wie z.B. die Arbeitslosenzahlen oder auch die Ölpreisentwicklung, sofern der Emittent nicht selbst vom Ölpreis abhängig ist. Allgemeine Marktentwicklungen sind also selbstverständlich nicht von der Ad-hoc-Publizitätspflicht betroffen.

Auf europarechtlicher Ebene legt die Richtlinie mittlerweile sehr starkes Gewicht auf die Erwägungsgründe. Sachverhalte werden oftmals nicht in einem Artikel der Richtlinie geregelt, sondern im Erwägungsgrund abgehandelt. Als ich mich erstmals mit Europarecht beschäftigte, lernte ich, dass Erwägungsgründe Auslegungshilfen sind, die – ähnlich der Gesetzesbegründung bei einem nationalen Gesetz – im Rahmen der historischen Auslegung bei Fragen oder Zweifeln etwas erhärten können, aber letztlich selbst keine Regelung enthalten. Ich habe jedoch mittlerweile den Eindruck, dass Erwägungsgründe ihre Rechtsnatur geändert haben und verbindliche Regelungen beinhalten, die über das vormalige Niveau im Sinne von „Was hat sich der Gesetzgeber denn gedacht?“ hinausgehen.

Die betreffende Tatsache oder Information muss natürlich im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens geeignet sein, den Kurs von Finanzinstrumenten oder von darauf bezogenen Derivate erheblich zu beeinflussen. Die Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG sagt hierzu in Art. 1 Abs. 2, dass ein verständiger Anleger diese Information als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Damit erfolgt eine Absage an die bislang in Deutschland vorherrschenden quantitativen Methoden. Ob eine Information kurserheblich ist und den Kurs um fünf, sieben oder zehn Prozent nach oben oder unten bewegen wird, war Gegenstand von Wahrscheinlichkeitsrechnungen und schönsten theoretischen Abhandlungen, nach dem Motto „Sind es nur drei Prozent, müssen wir nichts sagen - sind es fünf Prozent, dann aber schon.“ Diese Zeiten sind jetzt vorbei.

Schon heute morgen klang mehrfach die Frage an, was ein verständiger Anleger ist. Hierzu habe ich mich früher in der Praxis immer ganz einfach gefragt: „Würde ich, wenn ich diese Information hätte, die Aktie kaufen oder verkaufen?“ Wenn man auf diese Frage mit „Ja“ oder „Nein“ antworten kann, ist die Information normalerweise kurserheblich. Hierzu braucht es kein großes, dogmatisches Gebäude, das den verständigen Anleger definiert. Daher ist diese Diskussion eigentlich irrelevant.

Welche Informationen gehören zukünftig konkret zu den ad-hoc-pflichtigen?



Der Kreis der ad-hoc-pflichtigen Tatsachen oder Informationen ist immens gewachsen. Lediglich Freiverkehrspapiere sowie Informationen, die einen Emittenten oder die entsprechenden Papiere nur mittelbar betreffen, sind – obwohl Insiderinformationen – nicht ad-hoc-pflichtig. Insofern wird künftig eine wesentlich höhere Zahl von Maßnahmen oder Informationen zu publizieren sein.

Zu den „präzisen Informationen“ gibt die Durchführungsrichtlinie eine Hilfestellung, die zunächst nicht sehr weiterhilft. Sie lautet: ein Ereignis oder eine Reihe von Umständen, die bereits existieren oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft existieren werden. Die Information muss weiterhin einen Schluss auf die mögliche Kursbeeinflussung durch die Umstände oder das Ereignis zulassen. Will man diese Definition auf einen Sachverhalt anwenden, stößt man leicht an Grenzen.

Man muss daher auch berücksichtigen, welche Ziele verfolgt werden. Zum einen ist dies Transparenz. Dadurch, dass die Ad-hoc-Publizität früher in der Börsenzulassungsrichtlinie als schlichte Emissionsfolgepflicht verankert war, haben wir schon einen gewissen Anhaltspunkt, was ad-hoc-pflichtig ist. Außerdem dient die Ad-hoc-Pflicht der Vermei-

dung von Insiderhandel. Vor diesem Hintergrund kann man sich den Begriff der präzisen Information schon eher vorstellen und kommt zu dem Schluss, dass alles darunter fällt, was man gerne ausnutzen würde, dies aber ein „Geschmäcke“ hätte. In jedem Fall handelt es sich dann um ad-hoc-pflichtige Informationen.

Was die Umsetzung in deutsches Recht betrifft, spricht der Gesetzentwurf nach wie vor von Informationen über Tatsachen.⁴ Wenn ich Gesetzgeber wäre, würde ich das anders machen: Der Begriff der Tatsache ist umstritten und weiter gefasst, als man im allgemeinen Sprachgebrauch darunter versteht. Planungen, Konzepte, Strategien oder vorbereitende Maßnahmen sowie Entwicklungs- und Forschungsergebnisse, die sich noch nicht endgültig manifestiert haben, können ebenfalls darunter fallen.

Als Gesetzgeber würde ich mich daher – wie schon bei der Umsetzung der Börsenzulassungsrichtlinie – eher am Wortlaut der Richtlinie orientieren. Damals wurde lediglich der Satz dem Stil des Gesetzes angepasst, jedoch wurden die gleichen Begriffe benutzt. Es würde dem Gesetzgeber gut anstehen, auch in Zukunft so zu verfahren.

Es ergibt sich auch eine Änderung bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, bei denen sich die Frage stellt, wann wir grundsätzlich von einer Tatsache oder Information ausgehen können. Bisläng hieß es, dass die veröffentlichungspflichtige Tatsache eingetreten sein muss, d.h. ein Vorstandsbeschluss nicht ausreicht, wenn gesellschaftsrechtlich die Zustimmung des Aufsichtsrates erforderlich ist. Die Tatsache liegt also erst dann vor, wenn der Aufsichtsrat zugestimmt hat.

Die Richtlinie stellt auf einen wesentlich früheren Zeitpunkt ab. Die Information im Sinne einer „präzisen Information“ liegt bereits dann vor, wenn der Vorstandsbeschluss gefasst oder der Vertrag unterschrieben ist,

4 Zum Zeitpunkt des Seminars lag der Referentenentwurf vor, der am Tatsachenbegriff festhielt, siehe dazu Fußnote 1 auf S. 75.

auch wenn dieser noch unter Gremienvorbehalt steht. Dies gilt insbesondere für den nicht gesetzlich geforderten Gremienvorbehalt, bei dem der Vorstand den Aufsichtsrat „nur“ auf Grund der Geschäftsordnung befragt und es grundsätzlich keiner Aufsichtsratszustimmung bedarf.

Ein weiteres Problem besteht in der Frage, wann eine Information öffentlich geworden ist. Reicht es, wenn die Bereichsöffentlichkeit hergestellt ist, sie also den Akteuren am Kapitalmarkt bekannt ist? Oder muss man weiter gehen und sagen, dass sie nur dann öffentlich und nicht mehr ad-hoc-pflichtig ist, wenn Lieschen Müller sie zur Kenntnis genommen hat oder nehmen konnte? Für diese Interpretation spricht ein Änderungsvorschlag des Europäischen Parlaments, der wohl als überflüssig angesehen und daher nicht umgesetzt wurde. Demnach hätte eine Information nur dann als öffentlich zu gelten, wenn sie über traditionelle oder elektronische Medien mit großer Verbreitung veröffentlicht worden ist.

Zum **Zeitpunkt der Information** sagt die Richtlinie, dass ad-hoc-pflichtige Mitteilungen oder Informationen „sobald als möglich“ zu veröffentlichen sind. Der Entwurf des WpHG redet von „unverzüglich“, was in der Praxis kein großer Unterschied sein dürfte. Informationen sind „zeitgleich“ zu veröffentlichen, d.h., es gibt ein Verbot der selektiven Weitergabe an bestimmte Personen, sowie „unverzüglich“ bei unabsichtlicher Weitergabe an Dritte. Jetzt kann man lange darüber sinnieren, was eine „unabsichtliche Weitergabe“ ist. Die typischen Fälle der „unabsichtlichen Weitergabe“ liegen dann vor, wenn man die Information eigentlich gar nicht herausgeben will, sich jedoch etwas inzident aus Nebensätzen erschließt. Hier ist also vermutlich nicht die Absicht im technischen Sinn gemeint, sondern einfach nur ein bewusstes oder unbewusstes Mitteilen.

Selbstverständlich gibt es Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht bei Weitergabe, nämlich, wenn die Weitergabe an zur Vertraulichkeit Verpflichtete auf Grund von Gesetz, Satzung, Vertrag oder Verwaltungsvorschriften erfolgt. Man darf also Anwälte, Wirtschaftsprüfer und Sons-

tige informieren, ehe man die Ad-hoc-Mitteilung erstellt und veröffentlicht.



Zur **Veröffentlichung** sagt die Durchführungsrichtlinie, dass die Ad-hoc-Mitteilung zeitgleich in allen Mitgliedstaaten zu publizieren ist, in denen die Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind (oder zugelassen werden, wenn ein Antrag gestellt worden ist). Die Veröffentlichung muss schnell zugänglich sein. Leider sind wieder die aus der Börsenzulassungsrichtlinie bekannten Uraltmedien wie Zeitungen mit landesweiter Verbreitung oder anerkannte gleichwertige Mittel genannt. Es war bisher schon die Krux, dass einige Emittenten nicht davon abzubringen waren, ihre Ad-hoc-Mitteilungen in dem langsamsten Börsenpflichtblatt mit der längsten Anzeigenschlussfrist zu veröffentlichen. Ich hoffe, dass sich dies im Zuge der Transparenzrichtlinie ändern wird.

In Zukunft soll die Information bzw. Ad-hoc-Veröffentlichung nach der Marktmissbrauchsrichtlinie für einen angemessenen Zeitraum auch auf der Internet-Seite des Emittenten zugänglich sein. Sinn dieser Übung ist, dass alle Ad-hoc-Mitteilungen eines Emittenten an einer Stelle zentral abrufbar sind und man sich nicht mit der Suchfunktion durch die unterschiedlichsten Anbieter von Ad-hoc-Diensten wühlen muss. Einige Emittenten haben ihren Ad-hoc-Dienstleister in der Vergangenheit mehrfach gewechselt, so dass alle drei Ad-hoc-Dienste abgefragt werden mussten, um alle Ad-hoc-Mitteilungen des Emittenten zu bekommen. Die Details der Parallelveröffentlichung auf der Homepage sollen in einer Rechtsverordnung geregelt werden, die jedoch noch nicht vorliegt.

Darüber hinaus finden wir in der Richtlinie das Verbot des „Werbeblocks“ aus dem alten §15 WpHG. Es darf also keine irreführende Verquickung mit vermarktenden Tätigkeiten des Emittenten geben. Nach der Richtlinie ist etwas mehr Zusatzinformation über den Emittenten erlaubt als nach der deutschen Regelung. Dies dürfte jedoch kein Umsetzungsproblem sein.

Problematisch erscheint mir allerdings die **künftige Regelung des Veröffentlichungsaufschubs**. Bisher befand sich der Emittent in der relativ komfortablen Lage, dass er von einer Veröffentlichung aus bestimmten Gründen absehen konnte, wenn er sich dies von der BaFin testen ließ.

Aufschub der Veröffentlichung

- Aufschiebung der Veröffentlichung auf eigene Verantwortung (RL)
Befreiung von Veröffentlichungspflicht (RefE WpHG)
- Voraussetzungen:
 - ▶ Veröffentlichung würde berechtigten Interessen des Emittenten schaden 
 - ▶ Unterlassene Veröffentlichung ist nicht irreführend
 - ▶ Emittent kann Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten 
- Information der Behörde

ad hoc Mitteilungen Frankfurt am Main 23. März 2004 11

In Zukunft muss der Emittent über den Aufschiebung der Veröffentlichung auf eigene Verantwortung entscheiden. Auch hier gibt es wieder eine leichte Diskrepanz zwischen dem Wortlaut der Richtlinie, die von „Aufschiebung der Veröffentlichung“ spricht, und dem Referentenentwurf. Dort heißt es „Befreiung von der Veröffentlichungspflicht“. Dies klingt nur im ersten Moment großzügiger, denn auch die Befreiung gilt nur für den Zeitraum, in dem sämtliche drei Voraussetzungen des Aufschiebens kumulativ erfüllt sind: Fällt eine weg, besteht auch die Befreiung von der Veröffentlichungspflicht nicht mehr.

Die erste Voraussetzung für die Befreiung besteht darin, dass die Veröffentlichung berechtigten Interessen des Emittenten schaden würde. Hierzu gibt die Durchführungsrichtlinie konkrete Hinweise: laufende Verhandlungen, deren Verlauf oder Ergebnis durch die Veröffentlichung ge-

fährdet werden würde, insbesondere Sanierungsbemühungen in der Krise der Gesellschaft. Ein weiterer Grund ist der strukturbedingte Gremienvorbehalt, sofern die Bekanntgabe mit Hinweis auf ausstehende Zustimmung die korrekte Bewertung der Anleger gefährden würde. Hat z.B. der Vorstand beschlossen, einen Vertrag mit X zu schließen, der noch der ungewissen Zustimmung des in der darauffolgenden Woche tagenden Aufsichtsrats bedarf, darf er von der Veröffentlichung dann absehen, wenn er davon ausgeht, dass diese Art der Ad-hoc-Mitteilung die Anleger irritieren könnte. So jedenfalls verstehe ich die Durchführungsrichtlinie.

Der zweite Punkt ist aus meiner Sicht der eigentliche Knackpunkt: Die unterlassene Veröffentlichung darf nicht irreführend sein. Die erste Voraussetzung ist für Emittent und Berater relativ präzise und abgrenzbar. Auch die Vertraulichkeit der Insiderinformation lässt sich gewährleisten. Ob etwas irreführend ist, wenn es an diesem Tag nicht publiziert wird, ist relativ schwierig zu entscheiden. Wird eine positive Ad-hoc-Mitteilung aufgeschoben, z.B. über für die Gesellschaft äußerst günstige Vertragsvereinbarungen, dürfte dies den Markt nicht besonders irritieren. Bei negativen Nachrichten – wie den berühmten Sanierungsverhandlungen, die man nicht publik macht, oder einer angekündigten Kreditkündigung, über die man noch mit den Banken verhandelt – besteht jedoch ein Problem. Vor allem dann, wenn die Verhandlungen schließlich scheitern, spricht natürlich jeder Anleger von Irreführung: "Schlechte Nachrichten wurden zurückgehalten, deshalb habe ich zu teuer gekauft oder nicht verkauft!" Dem armen Emittenten hilft nicht einmal, dass die Richtlinie vorausgesehen hat, dass man hinterher immer schlauer ist: So unterscheidet sie in ihren Erwägungsgründen nach Ex-ante-Informationen, die man der Anlageentscheidung zugrunde legt, und Ex-post-Informationen, die man erst hinterher erhält. Nach dem zweiten Erwägungsgrund soll Ex-post-Information nicht für Maßnahmen gegen einen Emittenten verwendet werden, wenn dessen Entscheidung, zu veröffentlichen oder nicht zu veröffentlichen, auf aus Ex-ante-Sicht vernünftigen

Gründen basierte. Letztlich wird eine Prognose des Emittenten über die Insiderinformation erwartet.

Dazu muss der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten.

Gewährleistung der Vertraulichkeit während des Aufschubs

- Kontrolle des Zugangs zu Insiderinformationen zwecks Gewährleistung der Vertraulichkeit während des Aufschubs
 - ▶ emittentenintern: wirksame Vorkehrungen des Emittenten zur Zugangsbeschränkung auf diejenigen, die die Insiderinformation zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten benötigen
 - ▶ emittentenintern: seitens Emittent Verpflichtungserklärung und Belehrung über Sanktionen
 - ▶ extern: Verpflichtung zur Vertraulichkeit (Gesetz, Vertrag)
- Vorkehrungen, um im Fall eines „Lecks“ sofortige Veröffentlichung vorzunehmen

ad hoc Mitteilungen Frankfurt am Main 23. März 2004 20

Auch hierzu finden sich in der Richtlinienbestimmung Beispiele für zu ergreifende Maßnahmen. Wichtig ist, dass man während des Aufschubs immer für den Fall eines „Lecks“ vorbereitet ist. Der Emittent muss also in der Lage sein, die Ad-hoc-Mitteilung sofort zu veröffentlichen, falls sich seine Chinese Walls und intern getroffenen Sicherheitsvorkehrungen als durchlässig herausstellen.

Nach dem jetzigen Referentenentwurf des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes soll die **Information der BaFin** über den Aufschub der Veröffentlichung zusammen mit der nachgeholten Veröffentlichung erfolgen. Das erscheint mir relativ spät, vor allen Dingen, wenn man in der Begründung nachliest.

Zunächst ist nach der Richtlinie eine frühere Information möglich. Weiterhin wäre der Gesetzgeber theoretisch auch frei, die BaFin als Servicestelle zu definieren. Der ratsuchende Emittent könnte dann, wenn er im Zweifel ist, von der BaFin prüfen lassen, ob ein Aufschub aus bestimmten Gründen rechtmäßig ist. Dies wünscht sich der Emittent insbesondere angesichts des Kreises von ad-hoc-pflichtigen Informationen. Denn Ad-hoc-Veröffentlichungen werden nicht nur von Kapitalmarktteilnehmern gelesen, sondern auch von Kunden, Lieferanten und Wettbewerbern zur Kenntnis genommen. Vor diesem Hintergrund besteht ein ernst zu nehmendes Bedürfnis der Emittenten, ihr Geschäft nicht durch frühzeitige Ad-hoc-Veröffentlichungen zu beeinträchtigen. Angesichts des vergrößerten Kreises der ad-hoc-pflichtigen Informationen wird die Zahl der aufgeschobenen Ad-hoc-Veröffentlichungen zunehmen. Es wird nicht bei insgesamt 15, 20 oder 40 Fällen pro Jahr bleiben, bei denen man gerne eine Befreiung erwirken würde. In Zukunft wird diese Zahl erheblich steigen.

Ein großes Problem besteht aus meiner Sicht in der Pflicht zum Nachholen der Veröffentlichung, wie sie im neuen WpHG-Entwurf vorgesehen ist. Wer nach bisheriger Rechtslage befreit war, brauchte nichts zu veröffentlichen, wenn schließlich alles gut gegangen war. Niemand erfuhr, dass die Gesellschaft vorübergehend in der Krise war; es entstand keinerlei Irritation an den Märkten. Auch bei der Ad-hoc-Publizität sollte man berücksichtigen, dass die Unternehmen nicht nur um der Börse willen da sind, sondern Kunden und Lieferanten haben, die darauf achten, ob das Unternehmen solvent bleibt. Deshalb sollte das vorgesehene Veröffentlichungserfordernis im Nachhinein daraufhin überdacht werden, ob bei bestimmten Konstellationen nicht davon abgesehen werden kann.

Im Hinblick auf die **Sanktionen** soll Schadensersatzpflichtiger der Emittent sein. Hier ist – wie bei den heutigen §§ 37b und 37c WpHG – erneut gegen Europarecht verstoßen worden. Die Schadensersatzpflicht des Emittenten ist unter dem Strich eine verbotene Einlagenrückgewähr und

verstößt damit, kurz gesagt, gegen die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie.

Wir hatten ein Parallelproblem bei der Prospekthaftung. Die neue Prospekttrichtlinie normierte ausdrücklich die Schadensersatzpflicht des Emittenten und setzte damit für diesen einen Fall die Uraltbestimmung aus der Kapitalrichtlinie außer Kraft. Im Bereich fehlerhafter oder falscher Ad-hoc-Mitteilung haben wir in der Richtlinie keine Norm, die eine Schadensersatzpflicht des Emittenten vorsieht. Deshalb haben wir auf der EU-Ebene den Widerspruch zwischen der nationalen Regelung, die von einer Schadensersatzpflicht des Emittenten ausgeht, und der europarechtlich verbotenen Einlagenrückgewähr.

Die Bußgelder, sprich „Preise“, haben sich kaum geändert. Hier gibt es einige technische Mängel, bei denen der Referentenentwurf nicht richtig verwiesen oder zitiert hat.

Bekanntgabe der Sanktion klingt nach einem scharfen Schwert. Beim Lesen der Richtlinie bekommt man die Vorstellung, dass die Leute geradezu an den Pranger gestellt werden sollen.

Liest man jedoch den § 40b WpHG, wird man enttäuscht, denn dieser sieht einen Verweis auf § 4 WpHG vor. Demnach darf die Sanktion durch die BaFin nur veröffentlicht werden, wenn sie rechtskräftig ist. Auch darf die Veröffentlichung der Sanktion keine erhebliche Gefährdung der Finanzmärkte oder unverhältnismäßige Schäden der Beteiligten hervorrufen. Dies sieht auch die Richtlinie vor, was zwar im Interesse einer effizienten Kapitalmarkthygiene nicht schön, aber verhältnismäßig ist. Aber im deutschen Ausführungsgesetz heißt es dann auch noch, dass eine Veröffentlichung nur dann erfolgen darf, wenn es zur Beseitigung oder zur Verhinderung von Missständen erforderlich und geeignet ist, und außerdem nur auf der Internet-Seite der BaFin. Wer schaut sich das dann an? Ich sage Ihnen: Niemand!

Ich danke für Ihre Aufmerksamkeit und hoffe, dass meine Ausführungen auch beim Gesetzgeber und bei der BaFin Gehör finden. Vielen Dank.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Herzlichen Dank, Frau Dr. Ziemons. Herr Repplinger, jetzt ist es an Ihnen, den Spagat zwischen dem Europarecht und seiner praktischen Umsetzung zu erläutern. Dies wird von den Marktteilnehmern gefordert. Diese müssen mit den neuen Anforderungen und zusätzlich mit ihrem eigentlichen operativen Geschäft zurechtkommen.

Karl-Peter Repplinger ist seit 1999 in der Generaldirektion Binnenmarkt der EU-Kommission, zuständig im Bereich der Finanzmarktgesetzgebung. Wir arbeiten eng mit ihm zusammenarbeiten bezüglich der EU-Gesetzgebung. Nach Studium der Rechtswissenschaften und der Volkswirtschaftslehre hat er seine Berufstätigkeit im Bundesministerium der Finanzen (BMF) in der Abteilung „Geld und Kredit“ begonnen. Als Ministerialrat ist er 1995 zur EU-Kommission nach Brüssel gewechselt. Ich bin mir bewusst, dass Sie hier Ihre persönliche Meinung wiedergeben, und wir werden uns in unserer schriftlichen Darstellung nur Ihrer Folien bedienen können. Dennoch ist für uns von hoher Bedeutung, was in Brüssel zu dieser Thematik gedacht wird. Herr Repplinger, wir freuen uns auf Ihren Vortrag!

AD HOC MITTEILUNG

Marktmissbrauchs-RL	Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)	RefE AnSVG vom 10.03.2004	AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004
<p>24. Erwägungsgrund:</p> <p>Durch unverzügliche und angemessene öffentliche Bekanntgabe von Informationen wird die Integrität des Marktes gefördert. Selektive Weitergabe von Informationen durch Emittenten kann dazu führen, dass das Vertrauen der Anleger in die Integrität der Finanzmärkte schwindet.</p> <p>Die professionellen Marktteilnehmer sollten durch verschiedene Maßnahmen zur Gewährleistung von Marktintegrität beitragen. Dazu gehören z.B. „grey lists“, die Begrenzung des Aktienhandels sensibler Personenkategorien auf genau definierte Zeiträume („window trading“), interne Verhaltenskodizes und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen („Chinese walls“). Derartige vorbeugende Maßnahmen können nur dann zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs beitragen, wenn sie unterschieden durchgeführt und pflichtgemäß kontrolliert werden. Eine angemessene Durchführungskontrolle würde z.B. bedeuten, dass innerhalb der betreffenden Einrichtungen Mitarbeiter benannt werden, die für die Einhaltung der Vorschriften zuständig sind („Compliance officer“), und dass unabhängige Prüfer regelmäßige Kontrollen durchführen.</p>			

<p>Marktmissbrauchs-RL</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p>
<p>25. Erwägungsgrund: Die modernen Kommunikationsmittel ermöglichen einen zunehmend gleichberechtigten Zugang zu den Finanzinformationen für professionelle Finanzmarktteilnehmer und für private Anleger; sie erhöhen jedoch gleichzeitig die Gefahr der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen.</p>			
<p>Art. 6 Abs. 1 UAbs. 1: Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben.</p>	<p>Art. 2 Abs. 3 Alle erheblichen Veränderungen im Hinblick auf eine bereits offen gelegte Insiderinformation sind unverzüglich nach dem Eintreten dieser Veränderungen bekannt zu geben. Dies hat auf demselben Wege zu erfolgen wie die Bekanntgabe der ursprünglichen Information.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 1 Der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, muss Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichten. Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf eine Tatsache bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten ist.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 1 Der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, muss Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichten. Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind.</p>

<p>Marktmissbrauchs-RL</p> <p>Art. 6 Abs. 3 UAbs. 1 und 2</p> <p>Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass Emittenten oder in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen, die Insider-Informationen im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben im Sinne von Artikel 3 Buchstabe a) an einen Dritten weitergeben, diese Informationen der Öffentlichkeit vollständig und tatsächlich bekannt zu geben haben, und zwar zeitgleich bei absichtlicher Weitergabe der Informationen und unverzüglich im Fall einer nicht absichtlichen Weitergabe.</p> <p>Unterabsatz 1 gilt nicht, wenn die Person, an die die Information weitergegeben wird, zur Vertraulichkeit verpflichtet ist, unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergibt.</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p> <p>Wer als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, hat diese zeitgleich zu veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Erfolgt die Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insiderinformationen nach Satz 3 unwissentlich, so ist die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen. In einer Veröffentlichung genutzte Kennzahlen müssen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen.</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p> <p>Wer als Emittent oder als eine Person, in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, hat diese zeitgleich zu veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Erfolgt die Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insiderinformationen nach Satz 3 unwissentlich, so ist die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen. In einer Veröffentlichung genutzte Kennzahlen müssen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen.</p>
	<p>Art. 2 Abs. 2</p> <p>Die Mitgliedstaaten gewährleisten, dass Emittenten als den ersten Unterabsatz von Artikel 6 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG erfüllt habend angesehen werden, wenn sie beim Eintreten einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses – obgleich noch nicht förmlich festgestellt – das Publikum unverzüglich darüber unterrichtet haben.</p>		

<p>Marktmissbrauchs-RL</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p>
<p>Art. 6 Abs. 2:</p> <p>Ein Emittent darf die Bekanntgabe von Insider-Informationen gemäß Absatz 1 auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern diese Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irreführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Die Mitgliedstaaten können vorsehen, dass der Emittent die zuständige Behörde unverzüglich von der Entscheidung, die Bekanntgabe der Insider-Information aufzuschieben, zu unterrichten hat.</p>	<p>Art. 3</p> <p>(1) Für die Anwendung von Artikel 6 Abs. 2 der Richtlinie 2003/6/EG können sich die berechtigten Interessen insbesondere auf folgende nicht erschöpfende Fallbeispiele beziehen:</p> <p>a) laufende Verhandlungen oder damit verbundenen Umstände, wenn das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würden. Insbesondere wenn die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten stark und unmittelbar gefährdet ist – auch wenn er noch nicht unter das geltende Insolvenzrecht fällt – kann die Bekanntgabe von Informationen für einen befristeten Zeitraum verzögert werden, sollte eine derartige Bekanntgabe die Interessen der vorhandenen und potentiellen Aktionäre ernsthaft gefährden, indem der Abschluss spezifischer Verhandlungen vereitelt werden würde, die eigentlich zur Gewährleistung einer langfristigen finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind;</p> <p>b) vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidung oder abgeschlossene Verträge, die der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedürfen, um wirksam zu</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 3</p> <p>Der Emittent ist von der Pflicht zur Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1 solange befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Die Veröffentlichung ist unverzüglich nach Absatz 1 Satz 1 ist unverzüglich nachzuholen. Absatz 4 gilt entsprechend. Der Emittent hat die Gründe für die Befreiung zusammen mit der Mitteilung nach Absatz 4 Satz 1 der Bundesanstalt unter Angabe des Zeitpunktes der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung mitzuteilen.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 3</p> <p>Der Emittent ist von der Pflicht zur Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1 solange befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Die Veröffentlichung ist unverzüglich nachzuholen. Absatz 4 gilt entsprechend. Der Emittent hat die Gründe für die Befreiung zusammen mit der Mitteilung nach Absatz 4 Satz 1 der Bundesanstalt unter Angabe des Zeitpunktes der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung mitzuteilen.</p>

<p>Marktmissbrauchs-RL</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p>
	<p>werden, sofern die Struktur eines solchen Emittenten die Trennung zwischen diesen Organen vorsieht und eine Bekanntgabe der Informationen vor der Zustimmung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass diese Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde.</p> <p>2) Für die Anwendung von Artikel 6 Abs. 2 der Richtlinie 2003/6/EG sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass Emittenten zwecks Gewährleistung der Vertraulichkeit von Insiderinformationen den Zugang zu diesen Informationen kontrollieren. Insbesondere stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass</p> <p>a) der Emittent wirksame Vorkehrungen getroffen hat um zu verhindern, dass andere Personen als solche, deren Zugang zu Insider-Informationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben innerhalb des emittierenden Instituts unerlässlich ist, Zugang zu diesen Informationen erlangen;</p> <p>b) der Emittent die erforderlichen Maßnahmen ergriffen hat um zu gewährleisten, dass jede Person, die Zugang zu derlei Informationen hat, die sich daraus ergebenden rechtlichen sowie regulatorischen Pflichten anerkennt und sich der Sanktionen bewusst ist, die bei einer missbräuchlichen Verwendung</p>		

<p>Marktmissbrauchs-RL</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p> <p>bzw. einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung derartiger Informationen verhängt werden;</p> <p>c) der Emittent die Maßnahmen ergriffen hat, die eine unmittelbare Bekanntgabe der Informationen für den Fall gestatten, dass der Emittent nicht in der Lage war, die Vertraulichkeit der entsprechenden Insider-Informationen unbeschadet Artikel 6 Absatz 3 zweiter Unterabsatz der Richtlinie 2003/6/EG zu gewährleisten.</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p>
<p>Art. 6 Abs. 1 UAbs. 2</p> <p>Unbeschadet der Maßnahmen, die getroffen werden können, um den Bestimmungen des Unterabsatzes 1 Folge zu leisten, sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass Emittenten alle Insider-Informationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internet-Site anzeigen.</p>	<p>Art. 2 Abs. 4</p> <p>Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Emittenten in ausreichendem Maße dafür Sorge tragen, dass die Veröffentlichung einer Insider-Information an das Publikum so zeitgleich wie möglich für alle Anlegerkategorien in den Mitgliedstaaten erfolgt, in denen diese Emittenten die Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel auf einem geregelten Markt beantragt oder bereits erhalten haben.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 7</p> <p>Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 und 4 sowie Absatz 2 Satz 2, 2. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form einer Mitteilung nach Absatz 3 Satz 2 und Absatz 4. <p>Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, auf die Bundesanstalt übertragen.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 7</p> <p>Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 und 4 sowie Absatz 2 Satz 2, 2. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form einer Mitteilung nach Absatz 3 Satz 4 und Absatz 4 und 3. berechnete Interessen des Emittenten und die Gewährleistung der Vertraulichkeit nach Absatz 3. <p>Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.</p>

<p>Marktmissbrauchs-RL</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p>
	<p>Art. 2 Abs. 1 UAbs. 1 und 2</p> <p>Für die Anwendung von Artikel 6 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG gelten Artikel 102 Absatz 1 und Artikel 103 der Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates.</p> <p>Darüber hinaus sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass die Information vom Emittenten so veröffentlicht wird, dass das Publikum einen schnellen Zugang zu ihr erhält und eine vollständige, korrekte und rechtzeitige Bewertung der Lage vornehmen kann.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 5</p> <p>Eine Veröffentlichung von Insiderinformationen in anderer Weise darf nicht vor der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 oder 4 oder Absatz 2 Satz 2 erfolgen. Der Emittent hat die Veröffentlichung nach Satz 1 unverzüglich der Geschäftsführung der in Absatz 4 Satz 1 Nr. 1 und 2 erfassten organisierten Märkte und der Bundesanstalt zu übersenden, soweit nicht die Bundesanstalt nach Absatz 4 Satz 4 gestattet hat, die Mitteilung gleichzeitig mit der Veröffentlichung vorzunehmen.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 5</p> <p>Eine Veröffentlichung von Insiderinformationen in anderer Weise als nach Absatz 1 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 7 Nr. 1 darf nicht vor der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 oder 4 oder Absatz 2 Satz 2 vorgenommen werden. Der Emittent hat die Veröffentlichungen nach Satz 1 unverzüglich der Geschäftsführung der in Absatz 4 Satz 1 Nr. 1 und 2 erfassten organisierten Märkte und der Bundesanstalt zu übersenden, soweit nicht die Bundesanstalt nach Absatz 4 Satz 4 gestattet hat, die Mitteilung gleichzeitig mit der Veröffentlichung vorzunehmen.</p>
	<p>Art. 102 Abs. 1 RL 2001/34/EG:</p> <p>Die von den Emittenten eines Wertpapiers, das zur amtlichen Notierung in einem oder mehreren Mitgliedstaaten zugelassen ist, dem Publikum gemäß den Artikeln 67, 68, 80, 81 und 91 zugänglich zu machenden Informationen müssen in einer oder mehreren Zeitungen mit einer Verbreitung im gesamten Staatsgebiet oder weiter Verbreitung in dem oder den betroffenen Mitgliedstaaten veröffentlicht werden oder dem Publikum entweder in schriftlicher Form in den durch Anzeigen in einer oder mehreren Zeitungen mit einer Verbreitung im gesamten Staatsgebiet</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 4</p> <p>Der Emittent hat die nach Absatz 1 oder 2 zu veröffentlichende Information vor der Veröffentlichung</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen die Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind, 2. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen Derivate gehandelt werden, die sich auf die Finanzinstrumente beziehen, und 3. der Bundesanstalt <p>mitzuteilen. Absatz 1 Satz 5, Absatz 2 und</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 4</p> <p>Der Emittent hat die nach Absatz 1 oder Absatz 2 Satz 2 zu veröffentlichende Information vor der Veröffentlichung</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen die Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind, 2. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen Derivate gehandelt werden, die sich auf die Finanzinstrumente beziehen, und 3. der Bundesanstalt <p>mitzuteilen. Absatz 1 Satz 5 sowie die Ab-</p>


<p>Marktmissbrauchs-RL</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p> <p>oder weiter Verbreitung in dem (den) genannten Staat(en) angegebenen Orten oder durch andere von den zuständigen Stellen anerkannte gleichwertige Mittel zugänglich gemacht werden.</p> <p>Gleichzeitig haben die Emittenten die Informationen gemäß den Artikeln 67, 68, 80 und 81 den zuständigen Stellen mitzuteilen.</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p> <p>Absatz 3 gelten entsprechend für die Mitteilung nach Satz 1. Die Geschäftsführung darf die ihr nach Satz 1 mitgeteilte Information vor der Veröffentlichung nur zum Zwecke der Ermittlung des Börsenpreises aussetzen oder einzustellen, ob die Ermittlung des Börsenpreises aussetzen oder einzustellen ist. Die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Mitteilung nach Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vornehmen, wenn dadurch die Geschäftsführung über die Aussetzung oder Einstellung des Börsenpreises nicht beeinträchtigt wird.</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p> <p>Sätze 2 und 3 gelten entsprechend. Die Geschäftsführung darf die ihr nach Satz 1 mitgeteilte Information vor der Veröffentlichung nur zum Zwecke der Ermittlung des Börsenpreises aussetzen oder einzustellen ist. Die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Mitteilung nach Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vornehmen, wenn dadurch die Aussetzung oder Einstellung der Ermittlung des Börsenpreises nicht beeinträchtigt wird.</p>
	<p>Art. 103 RL 2001/34/EG:</p> <p>Die Informationen gemäß den Artikeln 67, 68, 80, 81 und 91 müssen ebenso wie der in Artikel 70 genannte Halbjahresbericht in der oder den Amtssprachen oder in einer der Amtssprachen oder in einer anderen Sprache abgefasst werden, sofern in dem betreffenden Mitgliedstaat die Amtssprache oder die Amtssprachen oder diese andere Sprache auf finanziellem Gebiet üblich sind und von den zuständigen Stellen akzeptiert werden.</p>		

<p>Marktmissbrauchs-RL</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p>
<p>Art. 6 Abs. 7: Um die Einhaltung der Absätze 1 bis 5 zu gewährleisten, kann die zuständige Behörde alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um sicherzustellen, dass die Öffentlichkeit ordnungsgemäß informiert wird.</p>	<p>Art. 2 Abs. 1 UAbs. 3 Auch stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass der Emittent nicht auf irreführende Art und Weise die Veröffentlichung der Information für das Publikum mit der Vermarktung seiner Tätigkeiten verbindet.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 2 Sonstige Angaben, die die Voraussetzungen des Absatzes 1 offensichtlich nicht erfüllen, dürfen, auch in Verbindung mit veröffentlichungspflichtigen Informationen im Sinne des Absatzes 1, nicht veröffentlicht werden. Unwahre Informationen, die nach Absatz 1 veröffentlicht wurden, sind unverzüglich in einer Veröffentlichung nach Absatz 1 zu berichtigen, auch wenn die Voraussetzungen des Absatzes 1 nicht vorliegen.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 2 Sonstige Angaben, die die Voraussetzungen des Absatzes 1 offensichtlich nicht erfüllen, dürfen, auch in Verbindung mit veröffentlichungspflichtigen Informationen im Sinne des Absatzes 1, nicht veröffentlicht werden. Unwahre Informationen, die nach Absatz 1 veröffentlicht wurden, sind unverzüglich in einer Veröffentlichung nach Absatz 1 zu berichtigen, auch wenn die Voraussetzungen des Absatzes 1 nicht vorliegen.</p>
<p>Art. 6 Abs. 7: Um die Einhaltung der Absätze 1 bis 5 zu gewährleisten, kann die zuständige Behörde alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um sicherzustellen, dass die Öffentlichkeit ordnungsgemäß informiert wird.</p>		<p>§ 4 Abs. 1, 2, 6 WpHG</p>	<p>§ 4 Abs. 1, 2, 6 WpHG</p>

<p>Marktmissbrauchs-RL</p> <p>Art. 14</p> <p>Unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, strafrechtliche Sanktionen zu verhängen, sorgen die Mitgliedstaaten entsprechend ihrem jeweiligen innerstaatlichen Recht dafür, dass bei Verstößen gegen die gemäß dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften gegen die verantwortlichen Personen Verwaltungsmaßnahmen ergreifen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängt werden können. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Maßnahmen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind.</p>	<p>Ausführungs-RL (RL 2003/124/EG der Kommission)</p>	<p>RefE AnSVG vom 10.03.2004</p>	<p>AnSVG, BT-Beschluss vom 01.07.2004</p>
		<p>§ 15 WpHG Abs. 6</p> <p>Verstößt der Emittent gegen die Verpflichtungen nach Absatz 1 bis 4, so ist er einem anderen nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Schadensersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben unberührt.</p>	<p>§ 15 WpHG Abs. 6</p> <p>Verstößt der Emittent gegen die Verpflichtungen nach den Absätzen 1 bis 4, so ist er einem anderen nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Schadensersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben unberührt.</p>

**VII. Stand der Durchführungsbestimmungen der
Marktmissbrauchsrichtlinie**

**Karl-Peter Replinger, Generaldirektion Binnenmarkt,
Europäische Kommission**



**Stand der Durchführung der Richtlinie
2003/6/EG über Insider-Geschäfte u.
Marktmanipulationen (Marktmissbrauch)**

(Abt. Nr. L 96 vom 12.4.2003, Seiten 16 ff)

Karl-Peter Replinger

Europäische Kommission - Generaldirektion Binnenmarkt

Vortrag

DAI – Seminar ‚Aktienmarkt und Marktmanipulation‘

23. März 2004

Richtlinie 2003/6/EG

- **Die Richtlinie trat am 12. April 2003 in Kraft**
- **Die Umsetzungsfrist für Mitgliedstaaten beträgt 18 Monate (bis 12. Oktober 2004)**
- **Erste so genannte Lamfalussy-Richtlinie (Rahmenrichtlinie)**
- **Durchführungsbestimmungen**
 - **1 Kommissionsverordnung am 23.12.03 und**
 - **2 Kommissionsrichtlinien am 24.12.03 in Kraft getreten**
 - **1 weitere Kommissionsrichtlinie kurz vor Verabschiedung**

2

Durchführungsbestimmungen Ausschussverfahren – 1. Lamfalussy Richtlinie

Vierstufiges Lamfalussy Verfahren:

- 1. Rahmenrichtlinie**
- 2. Sekundärgesetzgebung**
(Durchführungsbestimmungen/Ausschussverfahren –
Kommissionsrichtlinien oder -verordnungen)
- 3. verstärkte Kooperation der Aufsichtsbehörden**
- 4. verbesserte Umsetzungskontrolle**

3

Durchführungsbestimmungen Ausschussverfahren Lamfalussy-Verfahren

- **Ermächtigung in Art. 1, 6, 8, 14, 16, 17**
- **Verfahren: Art. 17; Entscheidung 1999/468/EWG;**
- **EU-Wertpapierausschuss (ESC-Regelungsausschuss) und Ausschuss der Wertpapier-Aufsichtsbehörden (CESR) am 6. Juni 2001 gegründet** (Entscheidungen 2001/527/EG und 2001/528/EG, Abl. L 191 vom 13.7.2001, S 43 bzw. 45)

4

Durchführungsbestimmungen (2 Serien)

- **Mandate an CESR - Konsultationen durch CESR**
- **CESR Stellungnahmen am 31.12.2002 und 1.9.2003**
- **Transparenz bei Vorbereitung der Kommissionsentwürfe - Gelegenheiten zur Stellungnahme;**
- **Alle ESC Papiere im Internet**
- **1. Serie (2 Richtlinien, 1 Verordnung) in Kraft getreten KOM-Verordnung (EG) 2273/2003; KOM-Richtlinien 2003/124/EG u. 2003/125/EG**
- **2. Serie (1 Richtlinie) – ESC Abstimmung für 19. April vorgesehen - Verabschiedung im Frühjahr 2004**

5

Ziel der Richtlinie

- 1. Sicherung der Integrität der Märkte**
- 2. Gemeinsame Standards etablieren und vorhandene Lücken schließen**
- 3. Vertrauen der Investoren in die EU-Finanzmärkte wiederherstellen**
- 4. Anlegerschutz**

6

Definitionen und Anwendungsbereich

- **Insider Information (Art. 1 (1))**
- **Basierend auf bisheriger Insider- Richtlinie**
- **Information ist nichtöffentlich, präzise und kurserheblich**
- **Ausgeweitet, auf Primärmärkte und Waretermingeschäfte**
- **Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern (Art. 2 - 4)**
- **Sekundärgesetzgebung zu Kriterien präzise und kurserheblich**

7

Durchführungsbestimmungen (1. Serie) - Insiderinformation

- **präzise**
 - **Information ist existent oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit künftig existent**
 - **Information ist hinreichend spezifisch um daraus Schluss auf mögliche Auswirkung auf Finanzinstrument zu ziehen**
- **kurserheblich**
 - **Verständiger Anleger würde Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen**

8

Definitionen und Anwendungsbereich Marktmanipulationen (Art. 1 Abs. 2)

- **Geschäfte oder Aufträge, die (potentiell) falsche Signale geben**
- **Beeinflussung des Kurses**
- **andere Formen der Täuschung**
- **Verbreitung falscher oder irreführender Informationen**
- **effect based (keine subjektiven Tatbestandselemente, kein Vorsatz)**
- **als Pendant hierzu: Verwaltungssanktionen verbindlich, Strafrecht nur, wo Mitgliedstaat dies wünscht**
- **2 kumulative Rechtfertigungsgründe (legitime Gründe und akzeptierte Marktpraxis)**
- **Sekundärgesetzgebung**

9

Durchführungsbestimmungen (1. Serie) - Markmanipulation

- **Nichtabschließende Liste von Signalen**
- **als solche nicht manipulativ**
- **aber bei Prüfung von Geschäften durch Marktteilnehmer oder Behörden zu berücksichtigen**

10

Durchführungsbestimmungen (2. Serie) - akzeptierte Marktpraxis

- **Leitlinien für Aufsichtsbehörden**
- **Elemente können z. B sein : keine Gefahr für Marktintegrität, anderer Märkte; Transparenz; Liquidität Auswirkungen auf Marktparameter; Gewährleistung des Funktionierens der Marktkräfte etc.**
- **Konsultationspflichten**
- **Kooperationspflichten**
- **Regelmäßige Überprüfung**

11

Durchführungsbestimmungen (2. Serie) - Insider-Information bei Warenderivaten

- **Informationen werden Marktteilnehmern regelmäßig zur Verfügung gestellt**
- **Informationen müssen aufgrund von Vorschriften, Handelsregeln, Verträgen oder sonstigen Regeln öffentlich bekannt gegeben werden**

12

Verbote (Art. 2 - 5) - Ausnahmen

- **Verbote anwendbar auf alle natürl. u. jurist. Personen**
- **Ausnahmen**
 - 1. Für Geldpolitik und öffentliches Schuldenmanagement
 - **2. „Safe harbours“ für Kursstabilisierung und Rückkaufprogramme**
- **Sekundärgesetzgebung**

13

Durchführungsbestimmungen (1. Serie) - Rückkaufprogramme und Kursstabilisierung

- **Konditionen, bei deren Vorliegen Verbote der Richtlinie 2003/6/EG nicht gelten (eng gefasst)**
- **Rückkaufprogramme**
 - Zweck, Voraussetzungen, Handelsbedingungen, Transparenzanforderungen
- **Stabilisierung**
 - Zweck, zeitliche Bedingungen, Transparenzanforderungen, spezielle Kursbedingungen, ergänzende Maßnahmen

14

Verpflichtung zu Transparenz + Gleichbehandlung, Berichtspflichten (Art. 6) (Sekundärgesetzgebung zu Abs. 1, 2, 3, 4, 5 und 9)

- **Art. 6 (1): ad hoc Publizität – Pflicht für Emittenten, jede Insiderinformation sobald wie möglich zu veröffentlichen**
ersetzt die bisherigen Regeln
(Bisherige Ad-hoc Veröffentlichung ursprüngl. geregelt in Anhang C Nr. 5a der Ri. 79/279/EWG vom 5. März 1979, Abl. Nr. L 66 vom 16. März 1979, Seiten 21 ff; bisher geltendes Recht Art. 68 (1) + 81 (1) der Ri. 2001/34/EG v. 28. Mai 2001, Abl. Nr. L 184 v. 6. Juli 2001, S.1 ff)
- **Art. 6 (2) - Verschiebung wg. legitimer Interessen;** u.U. Pflicht zur Mitteilung an die Aufsichtsbehörde je nach nationalem Recht

15

Verpflichtung zu Transparenz + Gleichbehandlung, Berichtspflichten (Art. 6)

- **Art. 6 (3) 1.UA - keine selektive Veröffentlichung**
- **Art. 6 (3) 3.UA - Insiderlisten**
- **Art. 6 (4) - Veröffentlichung von Manager Dealings**
- **Art. 6 (5) - Faire Präsentation von Analysen u. Investmentempfehlungen, Veröffentlichung von Interessenskonflikten**
- **Art. 6 (9) - Pflicht von „professionals“ zur Meldung verdächtiger Transaktionen**
- **Sekundärgesetzgebung**

16

Durchführungsbestimmungen (1. Serie) - ad hoc Publizität

- **Mittel und Fristen für die Veröffentlichung**
 - **Art. 102 (1 und 2) und Art. 103 Richtlinie 2001/34/EG**
 - **schneller Zugang,**
 - **vollständige, korrekte und rechtzeitige Lagebewertung gewährleistet,**
 - **nicht irreführend,**
 - **so zeitgleich wie möglich für alle Anleger in den verschiedenen Mitgliedstaaten**
 - **offiziell bestimmte Mechanismen**

17

Durchführungsbestimmungen (1. Serie) **- ad hoc Publizität**

- **Berechtigte Interessen für verzögerte Veröffentlichung und Wahrung der Vertraulichkeit**
 - **laufende Verhandlungen wenn Ergebnis von Veröffentlichung beeinträchtigt würde**
 - **Unterfall: Gefährdung finanzieller Überlebensfähigkeit**
 - **dualistische Unternehmensverfassung**
 - **Aufsichtsrat muss noch zustimmen**
 - **Wahrung der Vertraulichkeit**
 - **unmittelbare Bekanntmachung falls Vertraulichkeit nicht gewahrt werden konnte**

18

Durchführungsbestimmungen (2. Serie) **- Insiderlisten**

- **Insiderverzeichnisse**
 - **Identität der Insider**
 - **Grund für Erfassung**
 - **Änderungen**
 - **ab wann kein Zugang mehr zu Insiderinformation**

19

Durchführungsbestimmungen (2. Serie) - Manager Transactions

- **Wer muss melden?**
 - **Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan**
 - **Führungskraft, wenn regelmäßig Zugang zu Insider-Information und Entscheidungsbefugnis hinsichtlich der künftigen Entwicklung des Emittenten**
 - **Ehepartner oder gleichgestellte Personen sowie bestimmte Verwandte, die im selben Haushalt leben**
 - **bestimmte juristische Personen**

20

Durchführungsbestimmungen (2. Serie) - Manager Transactions

- **Wann muss was gemeldet werden?**
 - **unverzüglich**
 - **alle Eigengeschäfte**
- **de-minimis-Regel?**
 - **Kontroverse Diskussion;**
 - **Vorschlag bis 5.000 Euro kumulierte Transaktionen innerhalb eines Jahres nur einmal am Jahresende oder bis 5.000 Euro kumulierte Transaktionen innerhalb eines Jahres ohne Meldepflicht**
- **nur Transaktionen**
 - **keine Geschenke oder Erbschaften; keine Einrichtung von Aktienoptionen - wohl aber deren Ausübung**

21

Durchführungsbestimmungen (1. Serie)

- Darbietung von Anlageempfehlungen

- Offenlegung von Interessenskonflikten

- **Unterscheidung zwischen Erstellung und Weitergabe**
- **sachgerechte Darbietung - Offenlegung von Interessenskonflikten**
 - Darlegung der Identität des Erstellers
 - Tatsachen von Meinungen unterscheiden
 - Darstellung von Zweifeln an Zuverlässigkeit einer Quelle
 - Prognosen/Vorhersagen/Kursziele klar als solche kennzeichnen
 - wesentliche Gründe für Prognose darlegen
 - Offenlegung aller Umstände, die Objektivität der Empfehlung beeinträchtigen könnten
 - Änderungen von Dritten erstellter Empfehlungen müssen klar erkennbar sein; Hinweis, wo ursprüngliche Empfehlung zugänglich

22

Durchführungsbestimmungen (2. Serie)

- Meldepflicht verdächtiger Transaktionen

- **Wer muss melden?**
 - Banken, Wertpapierdienstleister, market operator (?), management companies (?)
- **Was ist zu melden?**
 - Begründeter Verdacht für Vorliegen von Insider-Geschäft oder Marktmanipulation
 - keine investigativen Pflichten der Meldepflichtigen

23

Durchführungsbestimmungen (2. Serie) - Meldepflicht verdächtiger Transaktionen

- **Inhalt der Meldung**
 - Beschreibung der Transaktion und Verdachtsmomente
 - Elemente zur Identifikation der Beteiligten
 - Funktion des Meldepflichtigen
 - sonstige Elemente von Belang
- **Haftungsausschluss für Meldepflichtigen**
- **Wahrung des Berufsgeheimnisses/Verbot der Weitergabe**

24

Durchführung (Art. 11 - 15)

- **Eine Aufsichtsbehörde pro Mitgliedstaat
Delegation von Aufgaben erlaubt (Art.11)**
- **„Minimum-Liste“ von Überwachungs- und Untersuchungskompetenzen (Monitoring, Aufdeckung, Untersuchung, Bestrafung (Art. 12 - 14)**
- **Verwaltungssanktionen bzw. –maßnahmen verbindlich, strafrechtliche möglich (Art. 14)**
- **Recht auf gerichtliche Überprüfung (Art. 15)**
- **Volle Garantie der Grundrechte (Erwägung 24)**

25

Umsetzung in nationales Recht

- **Frist bis 12. Oktober 2004 zur Umsetzung der Basisrichtlinie sowie der drei Durchführungsrichtlinien und der Durchführungsverordnung**
- **Besprechungen zur einheitlichen Umsetzung**
- **Rolle der Aufsichtsbehörden auf Ebene 3 des Lamfalussy-Verfahrens**
- **verstärkte Umsetzungskontrolle**

26

Informationen

- **Home-page DG Binnemarkt**
www.europa.eu.int/internal_market/de/index.htm
(links zu CESR und ESC)

- **Home-page CESR**
www.europefesco.org

Alle Mandate, Konsultationen, CESR Stellungnahmen, Kommissionsvorschläge und ESC Papiere und verabschiedete Fassungen können über diese links abgerufen werden.

27

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

Vielen Dank allen Referenten und den Teilnehmern. Der heutige Tag hat umso mehr die Erfordernis gezeigt, dass neben dem Gesetzgeber insbesondere auch die BaFin gefordert sein wird, den Marktteilnehmern noch mehr Handlungsanleitungen zu geben. Ich bin der Meinung, dass in Zusammenarbeit von BaFin, Bundesministerium der Finanzen und den Marktteilnehmern ein Leitfaden entwickelt werden muss, damit diesen gerade auch in den Grauzonen von Handlungsbereichen eine klare Anweisung vorliegt, ob ihr geplantes Vorgehen zulässig ist oder nicht. Gleichzeitig könnte die BaFin nun auf Grund von Ermächtigungsgrundlagen im Anlegerschutzverbesserungsgesetz als Mitverfasserin folgender Verordnungen angerufen werden. So wird künftig nicht nur die KuMaKV Anwendung finden und den Marktteilnehmern Kopfzerbrechen bereiten. Es steht zu hoffen, dass die künftigen Verordnungen so klar und eindeutig sind, dass sie dem Markt den Umgang beispielsweise mit den Meldepflichten zur Ad-hoc-Publizität und zu Directors' Dealings vereinfachen. Meine Forderung ist auch hier, klare, eindeutige und dabei nicht allzu bürokratische Regelungen zum Wohle des Funktionierens des Kapitalmarktes zu schaffen.

VIII. Überblick Gesetzestexte, Richtlinien und Verordnungen

- Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss), Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), BT-Drs. 15/3493 vom 1. Juli 2004, am 1. Juli 2004 vom Bundestag beschlossen.

<http://dip.bundestag.de/btd/15/034/1503493.pdf>

- Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), BT-Drs. 15/3355 vom 16. Juni 2004.

<http://dip.bundestag.de/btd/15/033/1503355.pdf>

- Entwurf der Bundesregierung eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG), BT-Drs. 15/3174 vom 24. Mai 2004.

<http://dip.bundestag.de/btd/15/031/1503174.pdf>

- Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation vom 18. November 2003 (KuMaKV), BGBl. 2003 I, 2300 - 2303.

<http://www.bundesfinanzministerium.de/Investment-und-Vermoege/n/Aktuell-.528.21117/Gesetze/KuMaKV-Verordnung-zur-Konkrete...htm>

- Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), Abl. L 96 vom 12. April 2003, S. 16 - 25.

http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_096/l_09620030412de00160025.pdf

- Verordnung (EG) Nr.2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen

Parlaments und des Rates — Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, Abl. L 226 vom 23. Dezember 2003, S. 33 – 38.

[http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_336/
l_33620031223de00330038.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_336/l_33620031223de00330038.pdf)

- Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, Abl. L 339 vom 24. Dezember 2003, S. 70 – 72.

[http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_339/
l_33920031224de00700072.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_339/l_33920031224de00700072.pdf)

- Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, Abl. L 339 vom 24. Dezember 2003, S. 73 – 77.

[http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_339/
l_33920031224de00730077.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_339/l_33920031224de00730077.pdf)

- Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, Abl. L 162 vom 30. April 2004, S. 70 – 75.

[http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2004/
l_162/l_16220040430de00700075.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2004/l_162/l_16220040430de00700075.pdf)

DEUTSCHES AKTIENINSTITUT



Deutsches Aktieninstitut e.V.
Börsenplatz 5 60313 Frankfurt am Main
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12
E-Mail dai@dai.de Internet <http://www.dai.de>

ISBN 3-934579-25-6

