

Inhaltsverzeichnis

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

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

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

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

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

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

(f)	Stabilisierungszeitraum	173
(aa)	Die zeitlichen Grenzen	173
(bb)	Stabilisierung während des Bookbuilding-Verfahrens ..	175
(g)	Stabilisierungstransparenz	178
(aa)	Vorherige Bekanntgabe	179
(bb)	Keine zeitlich gleichlaufende Offenlegung	181
(cc)	Anschließende Bekanntgabe gegenüber der BaFin	182
(dd)	Anschließende Bekanntgabe gegenüber der Öffentlichkeit	183
(h)	Stabilisierungspreis	184
(i)	Ergänzende Maßnahmen: Mehrzuteilung und Greenshoe	186
(aa)	Bekanntgabepflicht und Ausübungszeitraum	187
(bb)	Mehrzuteilung ohne Deckung durch Greenshoe	189
(cc)	„Refreshing the Shoe“	190
(j)	Im Ausland getätigte Stabilisierungsmaßnahmen	193
e)	Nichterfüllung einzelner Voraussetzungen der VO 2273/2003	194
f)	Zulässige Marktpraxis nach § 20a II WpHG	197
2.	Verbot von Insidergeschäften nach § 14 WpHG	198
a)	Per-Se-Verbot für Stabilisierungsmaßnahmen	199
(1)	Hinweise in der Normgebung	199
(2)	Insiderinformation	201
(a)	Nicht öffentlich bekannter Umstand	201
(b)	Potential zur Preisbeeinflussung	202
(c)	Stabilisierungsvorhaben als unternehmensinterne Entscheidung	203
(aa)	Streitstand vor Inkrafttreten des AnSVG	203
(bb)	Scalping-Entscheidung des BGH	204
(cc)	Die Insiderinformation nach § 14 I Nr. 1 WpHG n.F.	205
(3)	Verwenden einer Insiderinformation	208
(a)	„Ausnutzen“ nach § 14 I Nr. 1 WpHG a.F.	209
(b)	„Verwenden“ nach § 14 I Nr. 1 WpHG n.F.	210
(4)	Zwischenergebnis	213

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