

Cornering – Marktbeherrschung im Kapitalmarktrecht

Levente B. Nagy

Ein Verhalten, mit dem eine marktbeherrschende Stellung über das Angebot und die Nachfrage nach Finanzinstrumenten gesichert wird, kann neben kartellrechtlichen Rechtsvorschriften auch für das Kapitalmarktrecht bedeutsam sein. Die Sicherung der marktbeherrschenden Stellung (auch Cornering genannt) ist nämlich seit Inkrafttreten der VO (EU) 596/2014 (MAR)¹ zwingend als Marktmanipulation zu bewerten. Hohe Aktualität erlangte das Thema Cornering, als im Jahr 2008 einer der größten deutschen Autohersteller beinahe übernommen wurde: Es entstand der Verdacht, dass im Rahmen der gescheiterten Übernahme der Aktienkurs des Autoherstellers manipuliert wurde.



Dr. Levente B. Nagy ist Rechtsanwaltsanwärter bei LANSKY, GANZGER + partner in Wien.

1. Kapitalmarktrechtliche Beurteilung

1.1. Allgemeines

Nach der MAR sind die Marktmanipulation und der Versuch dazu ausdrücklich verboten. Das Tatbild der Marktmanipulation findet sich in Art 12 MAR. Demnach wird grundsätzlich zwischen vier verschiedenen Marktmanipulationsvarianten unterschieden: der handelsgestützten, der handlungsgestützten, der referenzwertbezogenen und der informationsgestützten Manipulation. Neben den Tatbestandmerkmalen der Marktmanipulation enthält Art 12 Abs 2 MAR zudem fünf Regelbeispiele, die zwingend als Marktmanipulation zu bewerten sind. Wie nach der alten Gesetzeslage stellt die „Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung“ auch nach Art 12 Abs 2 lit a MAR ein solches Regelbeispiel dar.

In der MAR wurde auf eine neue Formulierung verzichtet und beinahe wortgleich die alte Definition der Marktmissbrauchs-RL übernommen: Eine in der Praxis als „Corner“ bzw. „Abusive Squeeze“ bezeichnete Handlung gilt in Bezug auf das Angebot eines Finanzinstruments, damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte oder ein auf Emissionszertifikaten beruhendes Auktionsobjekt nur dann als Marktmanipulation, wenn sie „durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen aufgrund der gesicherten marktbeherrschenden Stellung mit der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge einer unmittelbaren oder mittelbaren Festsetzung des Kaufs- oder Verkaufspreises oder anderen unlauteren Handelsbedingungen führt oder hierzu geeignet ist“.²

Darunter sind vorzugsweise Praktiken zu verstehen, bei denen ein Anleger nach der Erlangung der Kontrolle Angebot oder Nachfrage eines Finanzinstruments selbst beeinflussen

kann. Solche Fälle können insb dann eintreten, wenn am Markt Leerverkäufe in größerer Anzahl getätigt werden.³ Diesfalls sind die Leerverkäufer bei Ende der Leihzeit verpflichtet, sich mit dem betreffenden Finanzinstrument einzudecken. Demzufolge hätten sie die Aktie zu jedem Preis zurückkaufen müssen, um ihre zukünftigen Lieferverpflichtungen gegenüber dem Entleiher erfüllen zu können. Andere Marktakteure, die diesen ganz speziellen Bedarf an einer bestimmten Aktie frühzeitig entdecken, hätten dann gegebenenfalls die noch gegebenen Aktien aufkaufen können, um die Leerverkäufer im späteren Verlauf dazu zu veranlassen, sich bei ihnen zu erhöhten Preisen einzudecken.

1.2. Objektives Tatbild – marktbeherrschende Stellung

Beim Cornering liegt die tatsächliche Tathandlung in der Sicherung der marktbeherrschenden Stellung über das Angebot oder die Nachfrage bestimmter Finanzinstrumente.⁴ Auf ein Ausnutzen dieser Stellung kommt es – entsprechend den Vorgaben der einstigen Regelung in Art 1 Abs 2 Marktmissbrauchs-RL⁵ – allerdings nicht an.⁶

Obwohl die Begrifflichkeit einer marktbeherrschenden Stellung die Quintessenz des Cornerings ist, lässt sich weder aus den Erwägungs-

¹ VO (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. 4. 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 173 vom 12. 6. 2014, 1; siehe auch Graßl, Die neue Marktmissbrauchsverordnung der EU, Der Betrieb 2015, 2066.

² Art 12 Abs 2 lit a MAR; vgl generell zum Cornering Vogel in Assmann/Schneider, WpHG⁶ (2012) § 20a Rn 231 ff; Fleischer in Fuchs, WpHG (2009) § 20a Rn 65; Stoll in Hirte/Möllers, WpHG² (2014) § 20a Anhang I – § 4 MaKonV Rn 20 ff; Kapfer/Puck, Der neue Marktmanipulationstatbestand im österreichischen Börserecht, ÖBA 2005, 517 (522 ff); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 22 Rn 42; Brandl in Temmel, BörseG (2008) § 48a Rn 85; Schwark/Zimmer, Kapitalmarkt⁴ (2010) § 20a WpHG Rn 68 ff.

³ Für andere Fälle siehe Sorgenfrei in Park, Kapitalmarktrecht² (2008) 309; Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung (2000) 18 ff.

⁴ Vgl Vogel in Assmann/Schneider, WpHG⁶, § 20a Rn 232b.

⁵ RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl L 96 vom 12. 4. 2003, 16.

⁶ So auch der deutsche Gesetzgeber: BR-Drs 18/05 vom 7. 1. 2005, 17; vgl Vogel in Assmann/Schneider, WpHG⁶, § 20a Rn 232b; Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrecht⁴, § 20a WpHG Rn 69.

gründen zur MAR noch aus den Leitlinien/Q&A der ESMA⁷ entnehmen, wann genau eine solche beherrschende Stellung gegeben ist. Die hM geht in Bezug auf die alte Gesetzeslage davon aus, dass die marktbeherrschende Stellung nicht im kartellrechtlichen Sinn zu verstehen ist.⁸ Im Hinblick auf den gleichlautenden Wortlaut ist diese Meinung auch auf die MAR anzuwenden.

In der Praxis muss eine für die kapitalmarktrechtliche Beurteilung relevante marktbeherrschende Stellung dann angenommen werden, wenn sie geeignet ist, mit großer Wahrscheinlichkeit mittelbar oder unmittelbar den Kauf- oder Verkaufspreis zu beeinflussen oder zumindest andere unlautere Handelsbedingungen zur Folge zu haben.⁹ Für die Feststellung der marktbeherrschenden Stellung wäre es allerdings nicht ausreichend, wenn die Marktgegenseite über keine zumutbaren Ausweichmöglichkeiten verfügte,¹⁰ weil man ansonsten Gefahr laufen würde, jedem Marktteilnehmer zufallsbedingt eine marktbeherrschende Stellung zuzusprechen.

1.3. Subjektives Tatbild – Vorsatz

Für das subjektive Tatbild ist entscheidend, dass die beherrschende Stellung vorsätzlich herbeigeführt wird, zB wenn ein Marktakteur am Markt, auf dem ungedeckte Terminpositionen aus Leerverkäufen in größerem Maße angenommen werden, die verfügbaren Finanzinstrumente aufkaufen würde, um schließlich die Leerverkäufer dazu zu zwingen, sich beim Manipulanten zu diktierten Preisen einzudecken.¹¹ Hierbei sei darauf hingewiesen, dass die MAR – so wie auch die alte Marktmissbrauchs-RL – keine allgemeine Preiskontrolle im Hinblick auf einzelne Finanzinstrumente bezweckt, selbst wenn diese auf wenig liquiden Märkten gehandelt werden.¹²

1.4. Kapitalmarktrechtliche Ausnahmen

Das Verbot der Marktmanipulation gilt auch im Regime der MAR nicht unbegrenzt: Diese kennt gewisse Ausnahmen vom Verbot der Marktmanipulation:

- Zum einen wird der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Kurses von Finanzinstrumenten unter gewissen

Voraussetzungen vom Verbot der Marktmanipulation freigestellt.

- Zum anderen gilt gem Art 13 MAR das Verbot der Marktmanipulation auch in jenem Fall nicht, in dem das Geschäft, der Auftrag oder die Handlung mit den zulässigen Marktpraktiken auf dem betreffenden Markt vereinbar ist und der Handelnde hierfür legitime Gründe hat.

1.4.1. Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen

Der Handel mit Wertpapieren oder damit verbundenen Instrumenten zur Kursstabilisierung von Wertpapieren bzw der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen kann aus wirtschaftlichen Gründen erforderlich sein und sollte dementsprechend unter gewissen Voraussetzungen vom Verbot der Marktmanipulation befreit sein.¹³

Entsprechend dieser Auffassung sieht Art 5 MAR unter bestimmten Voraussetzungen Ausnahmen vom Verbot der Marktmanipulation für Aktienrückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen vor. Die genauen Voraussetzungen enthält Art 5 MAR selbst. Allgemein ist eine Befreiung nur möglich, wenn alle relevanten Informationen zu den jeweiligen Kursstabilisierungsmaßnahmen oder zum Rückkaufprogramm offengelegt werden.

Unter einem Rückkaufprogramm ist gem Art 3 Abs 1 Z 17 MAR der Handel mit eigenen Aktien gem Art 21 bis 27 RL 2012/30/EU¹⁴ zu verstehen. Um in den Genuss eines Marktmanipulationstatbestandsausschlusses zu kommen, muss ein Rückkaufprogramm den einzelnen Voraussetzungen des Art 5 Abs 1 MAR entsprechen und ausschließlich einen der in Art 5 Abs 2 MAR genannten Zwecke erfüllen. Sodann erfasst der Ausnahmereich nur solche Verhaltensweisen, die der Kapitalherabsetzung des Emittenten, der Umwandlung von Schuldtiteln in Beteiligungskapital oder der Erfüllung von Verpflichtungen aus Belegschaftsaktienprogrammen und anderen Formen der Zuteilung von Aktien an Mitarbeiter oder Angehörige der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane des Emittenten oder einer Tochtergesellschaft dienen. Diese Aufzählung ist taxativ.¹⁵ Fällt der Zweck nicht unter diese abschließende Aufzählung, gelten die allgemeinen Regeln für das Rückkaufprogramm.

⁷ ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR) (Version 13).

⁸ Vgl Vogel in Assmann/Schneider, WpHG⁶, § 20a Rn 232; Pfüller/Anders, Die Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG, WM 2003, 2445 (2450); krit Teuber, Die Beeinflussung von Börsenkursen (2009) 194.

⁹ Teuber, Beeinflussung von Börsenkursen, 194.

¹⁰ Vgl Vogel in Assmann/Schneider, WpHG⁶, § 20a Rn 232; Sorgenfrei in Park, Kapitalmarktstrafrecht², 339.

¹¹ Vgl Vogel in Assmann/Schneider, WpHG⁶, § 20a Rn 232a.

¹² Ähnlich in Deutschland, BR-Drs 639/03 vom 5. 9. 2003, 12.

¹³ ErwGr 12 zur MAR.

¹⁴ RL 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. 10. 2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art. 54 Abs 2 AEUV im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl L 315 vom 14. 11. 2012, 74.

¹⁵ Bereits die Aufzählung in der ähnlich lautenden alten Regelung war taxativ, siehe dazu Fleischer in Fuchs, WpHG, § 20a Rn 96.

Demgegenüber erfasst eine Kursstabilisierungsmaßnahme jedes Angebot zum Kauf bzw jeden Kauf von Wertpapieren (oder eine Transaktion mit vergleichbaren verbundenen Instrumenten), den ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma im Rahmen einer Emission für diese Wertpapiere mit dem alleinigen Ziel tätigt, den Marktkurs dieser Wertpapiere für einen im Voraus bestimmten Zeitraum zu stützen. Um vom Ausnahmereich erfasst zu werden, ist einerseits essenziell, dass relevante Informationen zur Stabilisierung offengelegt werden und sich andererseits die Kursstabilisierungsmaßnahme auf Wertpapiere bezieht, auf die Verkaufsdruck besteht.

Sollten der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen eines Rückkaufprogramms und die Kursstabilisierungsmaßnahmen nicht die Voraussetzungen des Art 5 MAR erfüllen, sollte dies jedoch nicht gleich als Marktmissbrauch gewertet werden.¹⁶

1.4.2. Safe Harbour

Wesentlicher Aspekt des Cornerings ist die faktische Kontrolle der Preisbildung. Dabei ist entscheidend, dass der Manipulant die beherrschende Stellung vorsätzlich herbeigeführt hat. Fehlt dieser Vorsatz, liegt auch kein manipulatives Verhalten vor.¹⁷ Daraus folgt, dass ein Marktteilnehmer, der eine marktbeherrschende Stellung absichtlich herbeiführt, nicht die Voraussetzungen nach Art 5 MAR erfüllen kann. Sein Bestreben steht sowohl einem Rückkaufprogramm als auch einer Kursstabilisierungsmaßnahme entgegen.

1.4.3. Ausnahmen für zulässige Marktpraktiken

Marktpraktiken, die nach Art 13 MAR zulässig sind, gelten nicht *per se* als Marktmanipulation und werden daher auch nicht vom Verbot der Marktmanipulation nach Art 15 MAR erfasst. Die Voraussetzungen für das Vorliegen einer zulässigen Marktpraktik sind in Art 13 MAR geregelt.

Welche Praktiken vom Verbot der Marktmanipulation ausgenommen sind, haben letztlich die Aufsichtsbehörden der einzelnen Mitgliedstaaten zu entscheiden. Die ESMA ist nur dazu ermächtigt, technische Regulierungsstandards zu erlassen. Es ist darauf zu achten, dass eine Marktpraxis, die von einer Aufsichtsbehörde eines Mitgliedstaats als zulässige Marktpraktik anerkannt wurde, nicht auch in anderen Mitgliedstaaten zwangsläufig als zulässig gilt, sondern von der dort ansässigen Behörde als solche festgelegt werden muss (Art 13 Abs 2 MAR).

1.4.4. Zulässige Marktpraktiken

Hinsichtlich des Cornerings ist darauf hinzuweisen, dass sich die Ausnahme für zulässige

Marktpraktiken auf Handlungen gem Art 12 Abs 1 lit a MAR beschränkt, dh auf Geschäfte, die Erteilung eines Handelsauftrags und jegliche andere Handlungen, die falsche oder irreführende Signale senden bzw ein künstliches Preisniveau herbeiführen könnten.

Entsprechend der Marktmissbrauchs-RL wurde die „Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung“ nicht von diesem Marktmanipulationstatbestand erfasst, sondern als eine sonstige Täuschungshandlung iSd Art 12 Abs 1 lit b MAR anerkannt.¹⁸ Es ist daher nicht möglich, dieses Regelbeispiel vom Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation freizustellen. Daraus folgt, dass sich der Manipulant, der die in Rede stehende Marktmanipulation betreibt, nicht auf die zulässigen Marktpraktiken berufen kann.

1.4.5. Ungeschriebene Ausnahmen für Market Making

Es stellt sich die Frage, wie Fälle, in denen die Monopolstellung unbeabsichtigt und legitim erworben wurde, zu handhaben sind.¹⁹ In der Praxis kann es nämlich leicht passieren, dass zB ein Market Maker im Rahmen seiner Tätigkeit den Tatbestand der Marktmanipulation verwirklicht.²⁰ Nach hM sind solche Fälle vom Verbot der Marktmanipulation grundsätzlich nicht erfasst.²¹ Demnach stellt das Market Making so lange keine Marktmanipulation dar, bis dem Market Maker eine manipulative Absicht nachgewiesen werden kann.²²

Dementsprechend stellte auch der deutsche Gesetzgeber im Rahmen der Umsetzung der alten Marktmissbrauchs-RL fest, dass „eine Sicherung der marktbeherrschenden Stellung in der Regel nicht vorliegt, wenn ein Emittent selbst oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen von ihm ausgegebene Wertpapiere an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen muss, um einen Handel zu ermöglichen (zum Beispiel im Optionsscheinhandel)“.²³

Da der Begriff der marktbeherrschenden Stellung der MAR im Wesentlichen dem Wortlaut der Marktmissbrauchs-RL entspricht, ist davon auszugehen, dass der Tatbestand der Sicherung entsprechend der marktbeherrschenden Stellung der alten hA zu verengen ist. Somit ist zumindest das Market Making im Rahmen des Tatbestands des Art 12 Abs lit b MAR nicht als Marktmanipulation einzustufen.²⁴ Ein weite-

¹⁸ Siehe dazu *Thaler*, Sanktionen bei Marktmissbrauch (2014) 66.

¹⁹ *Pirrong*, The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation, *The Journal of Law & Economics* 1995, 141 (147); *Vogel* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁶, § 20a Rn 232a.

²⁰ Generell dazu *Nagy*, Das Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Kartellrecht (2018).

²¹ *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 20; *Fleischer/Bueren*, Cornering zwischen Kapitalmarkt- und Kartellrecht, ZIP 2013, 1253 (1256).

²² *Eichelberger*, Verbot der Marktmanipulation, 34.

²³ BR-Drs 18/05 vom 7. 1. 2005, 17.

¹⁶ ErwGr 11 zur MAR.

¹⁷ *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) (2006) 34.

res Beispiel für eine legitime Monopolstellung könnte auch iZm dem Aufkauf von Aktien zur Erlangung einer Mehrheitsbeteiligung entstehen.²⁵ Ist die manipulative Absicht jedoch erwiesen, wird der Tatbestand wohl von Art 12 Abs 1 lit b MAR erfasst.²⁶ Dabei sei allerdings festgehalten, dass die Erfüllung eines anderen Marktmanipulationstatbestands trotz dieser Ausnahme auch weiterhin möglich ist.²⁷

► Auf den Punkt gebracht

In der Literatur wurde die rechtmäßige Einordnung des Cornerings als Art der Marktmanipulation bezweifelt. Kritisiert wurde vor allem, dass das Verbot der Sicherung einer „marktbeherrschenden Stellung“ nicht den Regelungszielen des Kapitalmarktrechts entspricht.²⁸ Der Unrechtskern dieser Form der Marktmanipulation liegt eher im „monopolbedingten Außerkraftsetzen der Marktmechanismen“.²⁹

²⁴ Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrecht⁴, § 20a WpHG Rn 69.

²⁵ Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 20; Eichelberger, Verbot der Marktmanipulation, 34.

²⁶ Eichelberger, Verbot der Marktmanipulation, 34.

²⁷ Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrecht⁴, § 20a WpHG Rn 69.

²⁸ Fleischer in Fuchs, WpHG, § 20a Rn 65; Knauth/Käsler, § 20 WpHG und die Verordnung zur Konkretisierung des Marktmanipulationsverbotes (MaKonV), WM 2006, 1041 (1051).

Nach dieser Meinung würde das Verbot des Cornerings seinen Platz eher in den Regelungswerken des Kartellrechts finden und könnte somit kein Regelbeispiel für Marktmanipulation darstellen. Bereits der deutsche Gesetzgeber sprach sich ausdrücklich gegen diese Auffassung aus und bekräftigte, dass die durch die Sicherung der marktbeherrschenden Stellung ausgelösten ungerechten Handelsbedingungen für die Funktionsfähigkeit der Märkte und deren Nutzen für die Marktteilnehmer von Bedeutung sind.³⁰

Da die MAR diese Art von Marktmanipulation ausdrücklich in ihrem Beispielkatalog erwähnt, gilt die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung – unabhängig von der wissenschaftlichen Diskussion – auch weiterhin als Marktmanipulation. Im Unterschied zum Kartellrecht beharrt das Kapitalmarktrecht nicht auf dem Tatbestandsmerkmal des Ausnutzens.

Des Weiteren ist die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung nicht zu rechtfertigen und dieser insb die Tauglichkeit als Safe Harbour abzusprechen. Ein gewisser Ausnahmebereich ergibt sich jedoch für den legitimen Tätigkeitsbereich des Market Makers.

²⁹ Fleischer/Bonn, Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2008, 185 (222).

³⁰ Vgl BR-Drs 18/05 vom 7. 1. 2005, 17.