

Inhaltsverzeichnis

KAPITEL 1 EINLEITUNG.....	1
A. Einführung	1
B. Gang der Untersuchung.....	5
KAPITEL 2 DARSTELLUNG VON MARKTMISBRAUCH	7
A. Insiderhandel	8
B. Marktmanipulation	10
I. Handelsgestützte Marktmanipulation	10
II. Handlungsgestützte Marktmanipulation.....	11
III. Informationsgestützte Marktmanipulation	12
IV. Marktmanipulation nach der MAR	14
V. Marktmanipulation durch Unterlassen	17
1. Zulässigkeit nach europäischem Recht	18
a. Einheitlicher Rechtsrahmen.....	18
b. Sprachgebrauch der CRIM-MAD	19
c. Auslegung des Art. 2 Abs. 4 MAR	20
d. Wortlaut des Art. 12 MAR	22
aa. Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR.....	22
bb. Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR.....	22
cc. Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR	23
2. Zulässigkeit nach nationalem Recht	24
a. Garantenpflicht	24
b. Anknüpfung an einen Erfolg durch aktives Tun	25
c. Modalitätenäquivalenz	26
aa. Inhaltliche Parallel zu § 263 StGB.....	26
bb. Unrechtsgehalt einer Zurückhaltung von Informationen.....	27
cc. Effektbasierter Ansatz des Art. 12 MAR.....	27
d. Bestimmtheitsgebot, Art. 103 Abs. 2 GG	29
e. Marktmanipulation durch Unterlassen wegen Ingerenz oder Geschäftsherrenhaftung.....	31
C. Das Verhältnis von Insiderhandel und Marktmanipulation	32

I.	Kriterien zur Abgrenzung von Insiderhandel und Marktmanipulation	32
1.	Wahrheitsgehalt der zugrundeliegenden Information.....	32
2.	Auswirkungen der Handlungsweise auf die am Markt gegebene Informationsasymmetrie.....	33
II.	Überschneidende Phänomene.....	34
	KAPITEL 3 DER AUFBAU DES MARKTMISSBRAUCHSRECHTS	35
A.	Das europäische Marktmissbrauchsrecht	36
I.	Historische Einführung.....	36
II.	Das europäische Rechtsetzungsverfahren	37
1.	Stufe 1	37
2.	Stufe 2	38
3.	Stufe 3	40
4.	Stufe 4	40
B.	Darstellung der europäischen Regelungen zur Verhinderung von Marktmissbrauch	41
I.	Regelung des Marktmanipulationsverbots	41
1.	Zusammenspiel der Normen zum Marktmanipulationsverbot	41
2.	Systematik des Art. 12 MAR	41
3.	Konkurrenzverhältnis.....	43
a.	Verhältnis von Art. 12 Abs. 1 lit. a i) MAR und Art. 12 Abs. 1 lit. a ii) MAR	44
b.	Verhältnis von Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR und Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR.....	44
c.	Verhältnis von Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR und Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR	46
d.	Verhältnis von Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR und Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR	47
e.	Zusammenfassende Betrachtung	50
4.	Einordnung des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR	50
a.	Untersuchung des von Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR sanktionierten Verhaltens	51
aa.	Die Nichtoffenlegung des Interessenkonflikts als konkludente Täuschung.....	52

bb. Die Nichtoffenlegung des Interessenkonflikts als Unterlassen	53
b. Zuordnung des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.....	56
II. Regelung des Insiderhandelsverbots	57
1. Zusammenspiel der Normen zum Insiderhandelsverbot.....	57
2. Zusammenspiel von Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität	58
C. Das deutsche Kapitalmarktrecht	60
I. Nationale Sanktionierung eines Verstoßes gegen das Marktmanipulationsverbot	61
1. Die Strafbarkeit von Marktmanipulation	61
2. Marktmanipulation als Ordnungswidrigkeit	63
II. Nationale Sanktionierung eines Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot.....	64
1. Strafbarkeit von Insiderhandel	64
2. Insiderhandel als Ordnungswidrigkeit	65
KAPITEL 4 DER SCHUTZ DER FUNKTIONSFÄHIGKEIT DES KAPITALMARKTES ALS TELOS DES MARKTMISBRAUCHSRECHTS	67
A. Der Funktionsschutz des Kapitalmarktes	68
I. Begriffsbestimmung des Kapitalmarktes	68
1. Kapitalmarkt im engeren und im weiteren Sinne	68
2. Primär- und Sekundärmarkt	69
3. Organisierte Märkte und andere Handelsplätze.....	69
4. Konkretisierung des Begriffs des Kapitalmarktes im Hinblick auf das Rechtsgut der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	70
II. Begriffsbestimmung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	71
1. Aufgabe des Kapitalmarktes	71
2. Aspekte der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	73
a. Die allokativen Funktionsfähigkeit	73
b. Die operationelle Funktionsfähigkeit	74
c. Die institutionelle Funktionsfähigkeit	74
3. Bedingungen für einen funktionierenden Kapitalmarkt	75
a. Funktionierende Preisbildung.....	75
aa. Preisbildung am Sekundärmarkt.....	75

bb.	Einordnung der Preisbildung als eine Funktionsbedingung	76
b.	Informationseffizienz	76
aa.	Untersuchung der Informationseffizienz	77
bb.	Kritik an der Kapitalmarkteffizienzhypothese.....	78
cc.	Informationsarbitragemodell	80
dd.	Darstellung der Informationseffizienz als eine Funktionsbedingung	82
c.	Anlegervertrauen	83
aa.	Untersuchung des Vertrauensbegriffs.....	83
bb.	Darstellung des Systemvertrauens als eine Funktionsbedingung	84
d.	Informationelle Chancengleichheit	84
e.	Liquidität	86
f.	Transaktionskosten	87
4.	Konkretisierung des Begriffs Funktionsfähigkeit im Hinblick auf das Rechtsgut der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.....	87
B.	Anlegerschutz als Schutzzweck des Marktmisbrauchsrechts.....	89
I.	Individualschutz	89
1.	Individualschutz als primäres Regelungsziel.....	89
2.	Doppelte Schutzrichtung.....	92
3.	Individueller Anlegerschutz als Rechtsreflex	95
II.	Institutioneller Anlegervertrauensschutz.....	96
C.	Spezifizierung des Funktionsschutzes durch das Insiderhandelsverbot.....	98
D.	Spezifizierung des Funktionsschutzes durch das Marktmanipulationsverbot.....	99
E.	Schutzzweck des § 119 WpHG	100
F.	Ökonomische Analyse von Marktmisbrauch	101
I.	Auswirkungen von Insiderhandel auf die Informationseffizienz	101
II.	Auswirkungen von Marktmanipulation auf die Informationseffizienz	105
III.	Auswirkungen von Marktmisbrauch auf das Systemvertrauen	106
1.	Vertrauensbeeinträchtigung durch Marktmisbrauch	106
2.	Mangelnde empirische Belegbarkeit.....	106

3.	Marktmissbrauch als victimless crime.....	107
a.	Geschädigte durch Insiderhandel	108
b.	Geschädigte durch Marktmanipulation	110
4.	Vertrauensbeeinträchtigung durch Beeinträchtigung der Chancengleichheit.....	111
5.	Darstellung der Folgen von Vertrauensverlust	112
G.	Diskussion der strafrechtlichen Sanktionierung	114
I.	Strafwürdigkeit	114
1.	Schutz des überindividuellen Rechtsguts der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	115
2.	Untersuchung der Strafwürdigkeit von Marktmissbrauch.....	118
II.	Strafbedürftigkeit.....	119
1.	Europarechtliche Vorgabe der strafrechtlichen Sanktionierung	120
a.	Subsidiaritätsrüge	120
b.	Unerlässlichkeit im Sinne des Art. 83 Abs. 2 AEUV	121
aa.	Tatortverlagerung als gravierendes Vollzugsdefizit.....	121
bb.	Zivilrechtliche und verwaltungsrechtliche Maßnahmen als mildere Mittel.....	122
cc.	Nachweisbarkeit der Beseitigung gravierender Vollzugsdefizite.....	124
2.	Strafrechtliche und ordnungswidrigkeitenrechtliche Erfassung von Marktmissbrauch auf nationaler Ebene	125
H.	Abschließende Betrachtung.....	128
KAPITEL 5 DARSTELLUNG DES SCALPINGS		131
A.	Erste gerichtliche Entscheidungen.....	132
I.	Fall „Prior“	132
II.	Fall „Opel“.....	133
B.	Scalping am Primärmarkt	134
C.	Formen des Scalpings.....	135
I.	Der typische Fall des Scalpings.....	135
II.	Weitere Erscheinungsformen von Scalping	135
1.	Differenzierung nach Inhalt der Stellungnahme	135
2.	Differenzierung nach Informationsgrundlage der Stellungnahme.....	136

3.	Differenzierung nach Transaktionsverhalten	137
a.	Eingehen und Schließen von Long-Positionen	137
b.	Leerverkäufe.....	138
aa.	Gedeckte und ungedeckte Leerverkäufe.....	139
bb.	Passive und aktivistische Leerverkäufe.....	139
cc.	Erläuterung von Leerverkaufsattacken	140
c.	Leerverkaufsattacken und Scalping.....	143
aa.	Leerverkaufsattacken als eine Form des Scalpings	143
bb.	Unterschiede zwischen Leerverkaufsattacken und Scalping	143
d.	Gewinnerzielung durch Options- und Festgeschäfte.....	145
D.	Definition des Scalpings	149
I.	Abgrenzung zum Scalping als legale Form des Tradings	149
II.	Analyse der bestehenden Definitionen	150
1.	Definition des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.....	150
2.	Definition des BGH	151
3.	Definitionen der Literatur	152
E.	Ökonomische Bewertung	154
I.	Ökonomische Bewertung des Scalpings	154
1.	Auswirkungen des Transaktionsverhaltens.....	154
2.	Auswirkungen der Stellungnahme.....	155
II.	Ökonomische Bewertung von Leerverkaufsattacken	157
F.	Zusammenfassende Betrachtung	160
KAPITEL 6 SCALPING UND LEERVERKAUFSATTACKEN ALS EIN VERSTOß GEGEN DAS INSIDERHANDELSVERBOT		161
A.	Vorbemerkung	162
B.	Veröffentlichungsabsicht als eine Insiderinformation	164
I.	Veröffentlichungsabsicht als eine Information.....	164
1.	Georgakis-Entscheidung des EuGH	165
2.	Überholung der Rechtsprechung des BGH.....	167
a.	Darstellung der Aussage des Art. 9 Abs. 5 MAR und des Erwägungsgrundes 31 MAR	167

b. Darstellung und Auflösung des Widerspruchs zu Erwägungsgrund 54 MAR.....	169
3. Einordnung der Veröffentlichungsabsicht als eine Information im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR.....	170
II. Keine öffentliche Bekanntheit.....	171
III. Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug.....	171
IV. Präzise Information über Ereignisse oder eine Reihe von Umständen	172
1. Vorliegen eines existierenden oder in Zukunft existierenden Umstandes	172
2. Diskussion des Inhalts des Merkmals der Kursspezifität	174
a. Kursspezifität als ein Grad an Bestimmtheit.....	175
b. Stellungnahme des CESR.....	176
c. Kursspezifität als Emittenten- beziehungsweise Finanzinstrumentenbezug.....	177
d. Kursspezifität als Evidenzkontrolle.....	178
e. Kursspezifität als inhaltsleeres und obsoletes Merkmal.....	179
f. Stellungnahme	181
V. Kursrelevanz.....	184
1. Der verständige Anleger als Individuum	184
2. Der verständige Anleger als Abbild eines Kollektivs.....	185
3. Der verständige Anleger im Lichte der MAR.....	187
a. Wortlaut des Art. 7 Abs. 4 MAR.....	187
b. Stellungnahmen des CESR.....	187
c. Auswirkungen einer auf ein Individuum bezogenen Ansicht	188
d. Ablehnung eines an einem Individuum orientierten Konzepts	188
e. Diskussion des zugrunde zu legenden Marktmodells einer kollektivbezogenen Ansicht	189
aa. Wortlaut der MAR.....	191
bb. Einheitlicher Informationsbegriff des Marktmisbrauchsrechts.....	193
cc. Untersuchung des Auslegungsdilemmas	194
4. Abschließende Stellungnahme.....	196
5. Kursrelevanz der Information über die beabsichtigte Abgabe einer Stellungnahme	199
VI. Zusammenfassende Darstellung	200

C. Nutzung der Insiderinformation nach Art. 8 Abs. 1 MAR.....	201
I. Scalping als ein Spezialfall des Erwägungsgrundes 31 S. 2 MAR	201
II. Diskussion der näheren Voraussetzungen der Nutzung	203
1. Objektiver Prüfungsmaßstab.....	203
2. Diskussion eines Kausalitätserfordernisses	204
a. Diskussion eines Kausalitätserfordernisses im Lichte der Spector Photo Group Rechtsprechung	204
b. Diskussion eines Kausalitätserfordernisses im Lichte der MAR	206
3. Widerlegung der Nutzungsvermutung	207
III. Nutzung einer Insiderinformation im Rahmen des Scalpings	209
1. Scalping als ein Fall des Art. 9 Abs. 5 MAR	209
2. Widerlegung der Nutzungsvermutung außerhalb des Art. 9 MAR.....	210
3. Widerlegung der Nutzungsvermutung beim Scalping	211
D. Zusammenfassende Betrachtung	213
E. Leerverkaufsattacken als Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot.....	214
I. Veröffentlichungsabsicht als Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR	214
II. Research Report als Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR	215
1. Analyse oder Bewertung aufgrund öffentlich verfügbarer Informationen	216
a. Ausnahme des Erwägungsgrundes 28 S. 1 MAR.....	216
aa. Analyse oder Bewertung.....	216
bb. Öffentlich verfügbare Angaben	217
b. Rückausnahme des Erwägungsgrundes 28 S. 2 MAR	221
aa. Erstellung zum Zwecke der Veröffentlichung.....	222
bb. Hinzutreten eines äußeren Umstands.....	223
2. Aus dem Research Report folgende Werteinschätzungsinformation als Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR	224
III. Nutzung der Insiderinformation nach Art. 8 Abs. 1 MAR.....	225
IV. Zusammenfassende Betrachtung	226

F. Vorzunehmende Korrekturen	228
I. Übertragbarkeit der Wertung des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR	228
II. Lösungsvorschlag	230
1. Berücksichtigung im Rahmen der Kursrelevanz	230
2. Berücksichtigung durch Tatbestandsausschluss	232
G. Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot bei Abgabe einer wissentlich sachlich unbegründeten Stellungnahme	233
I. Wissen um die Unwahrheit der Stellungnahme als Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR.....	233
II. Nutzung der Kenntnis um die Unwahrheit der Stellungnahme.....	235
III. Zusammenfassende Betrachtung	235
H. Abschließende Betrachtung.....	237
KAPITEL 7 SCALPING UND LEERVERKAUFSATTACKEN ALS EIN VERSTOß GEGEN DAS MARKTMANIPULATIONSVERBOT..... 239	
A. Allgemeines.....	239
B. Scalping als Fall des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.....	240
I. Gelegentlicher oder regelmäßiger Zugang zu den traditionellen oder elektronischen Medien	240
1. Begrenzende Funktion des Tatbestandsmerkmals	240
2. Medienbegriff des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR	242
II. Abgabe einer Stellungnahme.....	246
1. Abgabe	246
2. Grad der mit der Abgabe verbundenen Publizität.....	246
3. Inhalt der Stellungnahme	247
a. Irrelevanz des spezifischen Inhalts	247
b. Zwingendes wertendes Element	248
c. Bewertung und Stellungnahme	248
4. Verkörperung der Stellungnahme	250
5. Abgabe einer Stellungnahme beim Scalping und bei Leerverkaufsattacken	251
III. Ausnutzen	252

IV. Keine gleichzeitige Mitteilung des bestehenden Interessenkonflikts.....	253
1. Gleichzeitigkeit	254
2. Wirksame Mitteilung	255
3. Ordnungsgemäße Mitteilung	255
a. Untersuchung des Gegenstands des Interessenkonflikts	256
aa. Gewinnstreben	257
bb. Risikoerhöhung und Instrumentalisierung.....	257
i. Risikoerhöhung durch gegenläufige Transaktionen des Veröffentlichenden	258
ii. Risikoerhöhung durch Instrumentalisierung des Empfängers der Stellungnahme	258
b. Anforderungen an eine ordnungsgemäße Mitteilung.....	261
aa. Angabe des Umfangs der gehaltenen Positionen.....	261
bb. Angabe der gegenläufigen Transaktionsabsicht	262
4. Mitteilung des Interessenkonflikts bei Leerverkaufsattacken und Scalping	266
V. Vorheriges Eingehen von Positionen	267
VI. Nutzenziehen aus den Auswirkungen der Stellungnahme	268
C. Einordnung des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR in das Marktmissbrauchsrecht.....	270
I. Atypische Offenlegungspflicht.....	270
II. Atypisches Erfordernis des Nutzenziehens	271
III. Teleologische Einordnung.....	272
D. Scalping als ein Fall des Art. 12 Abs. 1 MAR	275
I. Stellungnahme als marktmanipulative Handlung.....	275
1. Stellungnahme als Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR	275
a. Verbreiten einer Information.....	276
b. Falsche oder irreführende Signale	279
aa. Abgabe reiner Werturteile	279
bb. Abgabe einer lückenhaften Stellungnahme	281
cc. Abgabe einer sachlich nicht begründeten Stellungnahme	281
dd. Abgabe einer sachlich begründeten Stellungnahme	282
ee. Verdachtsberichterstattung	282

ff.	Abgabe einer auf nicht fundamentalwertrelevanten Informationen beruhenden Stellungnahme	283
c.	Journalistenprivileg	285
2.	Stellungnahme als Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR	285
3.	Stellungnahme als Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR	286
a.	Geeignete Tathandlung.....	286
b.	Täuschungselement	287
c.	Kursbeeinflussungseignung.....	288
II.	Nichtoffenlegung des Interessenkonflikts als Marktmanipulation	289
1.	Konkludente Täuschung durch Nichtoffenlegung des Interessenkonflikts	290
a.	Untersuchung einer konkludenten Täuschung durch Nichtoffenlegung des Interessenkonflikts unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des BGH	291
b.	Untersuchung einer konkludenten Täuschung durch Nichtoffenlegung des Interessenkonflikts unter Berücksichtigung der Wertung des Marktmisbrauchsrechts	292
aa.	Vorwerfbare Täuschungshandlung.....	292
bb.	Systematik des Art. 12 MAR.....	293
cc.	Konkretisierung durch Anhang I MAR sowie Anhang II VO 2016/522	293
2.	Auswirkungen	296
E.	Strafbarkeit nach § 119 Abs. 1 WpHG.....	299
I.	Preiseinwirkung	299
II.	Kausalität und objektive Zurechenbarkeit.....	300
III.	Vorsatz.....	302
1.	Vorsatz hinsichtlich Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR	303
2.	Vorsatz hinsichtlich Art. 12 Abs. 1 lit. b und lit. c MAR	304
F.	Abschließende Betrachtung.....	306
KAPITEL 8 SCHLUSSBETRACHTUNG.....		309
A.	Weitere in Betracht kommende Normen.....	309
I.	Verstoß gegen die Transparenzpflicht, Art. 5 f. Leerverkaufs-VO	309

II. Finanzanalyse, Art. 20 MAR.....	311
III. Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot, Art. 14 lit. a MAR	313
IV. Verstoß gegen das Verleitungsverbot, Art. 14 lit. b MAR	314
V. Verstoß gegen das Offenlegungsverbot, Art. 14 lit. c MAR	314
VI. Gewerbsmäßiges Verleiten Unerfahrener zu Börsenspekulationsgeschäften, §§ 49, 26 Abs. 1 BörsG.....	317
VII. Scalping als Betrug im Sinne des § 263 StGB	319
B. Wesentliche Thesen	322
VERZEICHNIS DER VERWENDETEN LITERATUR	327