

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| 1. Kapitel: Einführung | 15 |
| § 1 Problemaufriss | 15 |
| § 2 Fallbeispiele | 21 |
| § 3 Gang der Untersuchung | 28 |
| 2. Kapitel: Grundlagen | 32 |
| § 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktes | 32 |
| A. Der Kapitalmarkt und seine Strukturen | 32 |
| I. Begriff des Kapitalmarktes | 33 |
| II. Primär- und Sekundärmarkt | 34 |
| III. Organisationsstrukturen | 34 |
| IV. Marktakteure | 36 |
| B. Aufgaben und Funktionen von Kapitalmärkten | 38 |
| I. Allokationsfunktion | 39 |
| II. Informations- und Bewertungsfunktion | 40 |
| III. Funktionsbedingungen | 41 |
| 1. Informationseffizienz | 41 |
| a) Die drei Formen der Effizienz | 42 |
| b) Annahmen der neoklassischen Finanzökonomie | 43 |
| 2. Fundamentalwerteffizienz | 45 |
| 3. Institutionelle und operationale Effizienz | 46 |
| 4. Niedrige Transaktionskosten und Liquidität | 46 |
| C. Behavioral Finance | 48 |
| I. Noise-Trader-Ansatz und Herdenverhalten | 49 |
| II. Grenzen der Arbitragemöglichkeiten | 50 |
| § 5 Marktmanipulation | 51 |
| A. Terminologie | 51 |
| B. Erscheinungsformen | 52 |
| I. Informationsgestützte Marktmanipulation | 52 |
| II. Handelsgestützte Marktmanipulation | 54 |
| III. Handlungsgestützte Marktmanipulation | 56 |

| | |
|---|----|
| § 6 Leerverkäufe | 57 |
| A. Der Begriff des Leerverkaufs | 57 |
| B. Der Zweck von Leerverkäufen | 58 |
| C. Der Nutzen von Leerverkäufen | 58 |
| I. Liquidität und Volatilität | 59 |
| II. Preiseffizienz | 60 |
| D. Die Risiken von Leerverkäufen | 62 |
| I. Leerverkäufe als Krisenverstärker | 62 |
| II. Manipulationsgefahr | 64 |
| § 7 Leerverkaufsattacken | 65 |
| A. Negativer Aktivismus | 66 |
| B. Veröffentlichung des Research Reports | 68 |
| I. Überwindung bestehender Arbitrage-Hindernisse | 69 |
| II. Digitalisiertes Geschäftsmodell | 71 |
| III. Glaubhaftigkeit und Informationsgehalt der Reports | 74 |
| C. Empirische Ergebnisse – Signifikanter Markteinfluss | 78 |
| 3. Kapitel: Überblick über den Rechtsrahmen für Leerverkaufsattacken im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht | 82 |
| § 8 Leerverkaufsverordnung | 82 |
| A. Transparenzpflichten bezüglich gedeckter Leerverkäufe | 83 |
| B. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe | 84 |
| § 9 Vorgaben gemäß Art. 20 MAR (Anlageempfehlung) | 84 |
| A. Research Reports als Anlageempfehlung im Sinne des Art. 20 MAR | 85 |
| I. Sachlicher Anwendungsbereich | 86 |
| II. Persönlicher Anwendungsbereich | 90 |
| B. Verhaltenspflichten bei der Erstellung | 91 |
| I. Pflicht zur objektiven Darstellung | 91 |
| II. Offenlegungspflichten | 94 |
| 1. Angaben zur Identität | 94 |

| | |
|---|-----|
| 2. Angaben zu Interessenkonflikten | 94 |
| § 10 Das Verbot der Marktmanipulation gemäß Artt. 12, 15 MAR – ein Überblick | 96 |
| A. Geschichtlicher Überblick | 97 |
| B. Regelungstechnik des Manipulationsverbotes (Artt. 12, 15 MAR) | 98 |
| I. Basistatbestände in Art. 12 Abs. 1 MAR | 98 |
| II. Zwingende Beispiele in Art. 12 Abs. 2 MAR | 100 |
| III. Indikatoren und präzisierende Beispiele | 100 |
| C. Teleologische Rechtfertigung des Verbotes der Marktmanipulation | 102 |
| I. Funktionsschutz | 102 |
| 1. Beeinträchtigung der Informations- und Bewertungsfunktion | 103 |
| 2. Beeinträchtigung der Informationshändler | 104 |
| 3. Vertrauensstärkung | 106 |
| II. Anlegerschutz | 107 |
| III. Erste Erkenntnisse für die Abgrenzung von erlaubten und nicht erlaubten Verhaltensweisen | 108 |
| 4. Kapitel: Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken | 109 |
| § 11 Marktmanipulation durch die Leerverkaufstransaktion | 109 |
| A. Handelsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR | 110 |
| I. Geschäftsabschluss oder Handelsauftrag als Tathandlung | 110 |
| 1. Einordnung als handelsgestützte Marktmanipulation | 110 |
| 2. Leerverkauf als Geschäftsabschluss oder Handelsauftrag | 114 |
| II. Irreführungstatbestand – falsche oder irreführende Signale | 114 |
| 1. Signalwirkung | 115 |
| 2. Falsche oder irreführende Signale | 116 |
| a) Fiktive Geschäfte | 117 |
| b) Effektive Geschäfte | 118 |
| aa) Innere Tatsachen als Gegenstand einer Irreführung? – Meinungsstand | 119 |
| (1) Tatbestandsmäßige Irreführung über die Motivation | 119 |

| | |
|--|-----|
| (2) Irreführung über die Motivation ist nicht tatbestandsmäßig | 121 |
| (3) Zwischenergebnis | 122 |
| bb) Objektive Irreführung unter Einbeziehung ökonomischer Folgen | 122 |
| (1) Differenzierung nach Anlegergruppen | 123 |
| (2) Identifizierung effizienzsteigernder Praktiken anhand von finanzwirtschaftlichen Indikatoren | 124 |
| (3) Zwischenfazit | 125 |
| 3. Leerverkäufe als irreführende Handelspraktik? | 125 |
| a) Ungedekte Leerverkäufe | 127 |
| b) Massenhaft eingesetzte Leerverkäufe (sog. bear raids) | 129 |
| c) Fehlender Eindeckungswille des Leerverkäufers | 132 |
| d) Leerverkäufe im Zusammenhang mit anderen manipulativen Strategien | 133 |
| 4. Zwischenergebnis | 135 |
| III. Kursmanipulationstatbestand | 136 |
| IV. Verzicht auf subjektive Elemente im Tatbestand | 138 |
| V. Ausschluss bei legitimen Gründen und zulässiger Marktplaxis | 140 |
| B. Ergebnis der Prüfung zu Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR | 141 |
| § 12 Marktmanipulation durch die Verbreitung negativer Research Reports | 143 |
| A. Informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR | 143 |
| I. Verbreitung als Tathandlung | 144 |
| II. Falsche oder irreführende Informationen | 147 |
| 1. Falsche Informationen | 148 |
| a) Tatsachenbehauptungen | 148 |
| b) Gerüchte | 149 |
| c) Werturteile und Prognosen | 150 |
| aa) Ausgangspunkt der Prognosehaftung: BuM-Entscheidung des BGH | 153 |
| bb) Übertragung auf den Manipulationstatbestand | 154 |

| | |
|---|-----|
| d) Anwendung auf die Leerverkaufsattacken: | |
| Unrichtigkeit durch unvertretbare Kursziele? | 156 |
| aa) Falsche oder unzureichende Tatsachenbasis in den Research Reports | 158 |
| bb) Vertretbarkeit der Schlussfolgerungen in den Research Reports | 159 |
| (1) Fachmännisches Urteil anhand der durchschnittlichen Kursziele | 160 |
| (2) Kennzeichnungs- und Begründungspflicht | 161 |
| cc) Zwischenergebnis | 163 |
| 2. Irreführende Informationen | 164 |
| a) Unvollständige Informationen | 164 |
| b) Art und Weise der Darstellung | 166 |
| c) Anwendung auf die Leerverkaufsattacken | 166 |
| aa) Trennung von Tatsachen und Werturteilen | 166 |
| bb) Einseitigkeit der Informationslage | 167 |
| (1) Vorwurf der Unvollständigkeit | 168 |
| (2) Fehlvorstellung durch Art und Weise der Darstellung | 169 |
| cc) Unbeachtlichkeit etwaiger Disclaimer | 171 |
| d) Zwischenergebnis | 172 |
| 3. Sonderfall: Verletzung einer Pflicht zur Anhörung des betroffenen Unternehmens | 173 |
| 4. Sonderfall: Verletzung einer Pflicht zur Aktualisierung | 175 |
| 5. Zwischenfazit | 176 |
| III. Irreführungs- bzw. Kursmanipulationswahrscheinlichkeit | 177 |
| IV. Subjektiver Tatbestand | 179 |
| V. Tatbestandsausschluss gemäß Art. 21 MAR | 180 |
| 1. Hintergrund der Regelung | 180 |
| 2. Tatbestandsvoraussetzungen | 181 |
| a) Verbreitung von Informationen | 181 |
| b) Journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien | 181 |
| aa) Journalistische Zwecke | 182 |
| bb) Andere Ausdrucksformen in den Medien | 183 |
| c) Rückausnahmen | 184 |
| 3. Zwischenergebnis | 185 |
| VI. Konkurrenzverhältnis zu Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR | 185 |
| B. Ergebnis der Prüfung zu Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR | 189 |

| | |
|--|-----|
| § 13 Marktmanipulation durch Unterlassen bei Verletzung der Offenlegungspflicht aus der Leerverkaufsverordnung | 190 |
| A. Echtes Unterlassungsdelikt im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR? | 192 |
| I. Wortlaut | 192 |
| II. Systematik | 195 |
| III. Telos | 197 |
| IV. Zwischenergebnis | 200 |
| B. Verhältnis von Marktmissbrauchsverordnung und Leerverkaufsverordnung | 200 |
| C. Ergebnis der Prüfung zum Unterlassensvorwurf | 202 |
| § 14 Marktmanipulation durch Nichtoffenlegung des Interessenkonfliktes | 203 |
| A. Vorwerfbare Verhalten | 203 |
| B. Das dreiaktige Tatgeschehen des Scalpings | 204 |
| I. Vorherige Eingehung einer Position | 205 |
| II. Stellungnahme unter Ausnutzung eines Medienzugangs | 206 |
| 1. Stellungnahme | 207 |
| 2. Abgabe unter Ausnutzung eines Medienzugangs | 209 |
| III. Nutzziehung | 210 |
| IV. Nichtoffenlegung des Interessenkonfliktes | 211 |
| 1. Gleichzeitige Mitteilung des Interessenkonfliktes an die Öffentlichkeit | 211 |
| 2. Inhaltliche Anforderungen an eine ordnungsgemäße und wirksame Offenlegung | 212 |
| a) Offenlegung der Positionshöhe | 214 |
| aa) Keine Pflicht zur Angabe der Positionshöhe | 215 |
| bb) Offenlegung erst ab einer Schwelle von 0,5 % (Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958) | 216 |
| cc) Übertragung der Anforderungen aus Art. 6 Abs. 1 LVVO auf das Scalping | 217 |
| dd) Offenlegung der konkreten Positionshöhe | 218 |
| b) Angabe einer „Handelsabsicht“ | 221 |
| c) Offenlegung der Identität | 224 |
| 3. Anforderungen an die Darstellungsweise | 226 |
| 4. Anwendung auf die Leerverkaufsattacken | 226 |
| a) Angriff von Ontake Research auf Aurelius | 227 |

| | |
|--|-----|
| b) Angriff von Gotham City Research auf Aurelius | 228 |
| c) Angriff von Muddy Waters auf Ströer | 229 |
| C. Ergebnis der Prüfung zu Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR | 231 |
| § 15 Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen | 232 |
| A. Strafrechtliche Sanktion nach § 119 WpHG | 232 |
| B. Bußgeldbewehrte Sanktionen nach § 120 WpHG | 235 |
| 5. Kapitel: Thesenartige Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse | 238 |
| § 16 Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer | 238 |
| § 17 Ökonomische Grundlagen | 239 |
| § 18 Rechtsrahmen für Leerverkaufsattacken im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht | 243 |
| § 19 Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken | 246 |
| Literaturverzeichnis | 257 |