

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einführung</b> .....	17
<b>Ziel und Gang der Untersuchung</b> .....	21
<i>Kapitel I</i>	
<b>Grundlagen</b>	23
§ 1 Das Geschäftsmodell aktivistischer Leerverkäufer .....	23
A. Der klassische Leerverkauf .....	23
B. Der aktivistische Leerverkauf .....	26
C. Verortung des aktivistischen Leerverkaufs im Kontext von Shareholder und Investor Activism .....	27
D. Fallbeispiele .....	28
I. <i>Steinhoff/Viceroy</i> .....	29
II. <i>Aurelius/Gotham</i> .....	31
§ 2 Klassische Leerverkäufe aus ökonomischer Perspektive .....	33
A. Chancen .....	35
I. Liquidität .....	35
II. Informationsökonomischer Nutzen .....	37
III. Volatilität .....	38
B. Risiken .....	39
I. Lieferausfälle .....	39
II. Preisbeeinflussungs- und Destabilisierungspotenzial .....	39
III. Potenzial für Marktmissbrauch .....	41
§ 3 Aktivistische Leerverkäufe aus ökonomischer Perspektive .....	42
A. Auswirkungen auf den Kapitalmarkt und die Zielunternehmen .....	42
I. Kapitalmarktrechtliche Folgen .....	42
II. Realwirtschaftliche Folgen .....	43
B. Ökonomische Bewertung .....	45
C. Ergebnis .....	50

<i>Kapitel 2</i>	
<b>Die Regulierung nach der SSR</b>	51
§ 4 Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe und das Transparenzregime .....	51
A. Anwendungsbereich .....	52
B. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe .....	53
C. Das Transparenzregime .....	55
D. Rechtspolitische Bewertung .....	56
E. Ergebnis .....	58
<i>Kapitel 3</i>	
<b>Die Regulierung nach der MAR</b>	59
§ 5 Die Anforderungen an den Research Report gem. Art. 20 I MAR .....	59
A. Anwendungsbereich .....	60
I. Sachlicher Anwendungsbereich .....	61
II. Persönlicher Anwendungsbereich .....	63
III. Räumlicher Anwendungsbereich .....	64
B. Die inhaltlichen Anforderungen .....	65
I. Möglichkeiten zur Konkretisierung des neuen Rechts .....	67
II. Formale Kriterien .....	70
III. Materielle Kriterien .....	72
C. Die Offenlegung von Interessenkonflikten .....	76
D. Organisations- und Anzeigepflicht .....	80
E. Implikationen der Fallbeispiele zur Einhaltung der Pflichten .....	83
F. Ergebnis .....	84
§ 6 Das Marktmanipulationsverbot .....	85
A. Konzeptionelle Grundlagen .....	85
I. Telos .....	85
II. Regelungsgegenstand .....	86
III. Auslegungsgrundsätze .....	89
IV. Anwendungsbereich .....	90
B. Relevante Tatbestände bei aktivistischen Leerverkäufen .....	91
I. Der Inhalt des Research Reports als Ausgangspunkt .....	91
II. Scalping, Art. 12 II d MAR .....	92
1. Das tatbestandliche Erfordernis der Stellungnahme .....	94
2. Abgabe unter Ausnutzung eines Medienzugangs .....	96

3. Das Eingehen von Positionen .....	97
4. Nutzziehung .....	98
5. Fehlende Mitteilung des Interessenkonflikts .....	100
a) Die ordnungsgemäße Offenlegung .....	101
b) Wirksamkeit .....	102
c) Gleichzeitigkeit und Öffentlichkeit .....	103
d) Anwendung auf die Fallbeispiele .....	104
6. Subjektive Voraussetzungen .....	104
7. Zwischenergebnis .....	104
III. Informationsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 I c MAR .....	105
1. Der Informationsbegriff .....	106
2. Das Verbreiten von Informationen .....	109
a) Der Begriff der Informationsverbreitung .....	109
b) Das Verschweigen entgegen bestehender Offenlegungsverpflichtung .....	111
3. Falsche und irreführende Informationen .....	115
4. Potenzieller Effekt .....	122
a) Falsche und irreführende Signale .....	123
b) Anormales oder künstliches Kursniveau .....	126
5. Subjektive Voraussetzungen .....	128
6. Zwischenergebnis .....	129
IV. Handels- und handlungsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 I a MAR .....	129
1. Tathandlung .....	130
a) Abschluss eines Geschäfts und Erteilung eines Handelsauftrags .....	130
b) Jede andere Handlung .....	130
c) Die Einbeziehung von Unterlassungen .....	132
d) Die Anknüpfungspunkte eines aktivistischen Leerverkaufs .....	134
2. Potenzieller Effekt .....	134
3. Ausnahmeregelung Art. 12 I a i. V. m. Art. 13 MAR .....	139
4. Subjektive Voraussetzungen .....	139
5. Zwischenergebnis .....	140
V. Der Auffangtatbestand der Marktmanipulation, Art. 12 I b MAR .....	141
1. Tathandlung .....	141
2. Täuschungselement .....	144
a) Täuschungshandlung und verschwiegene Leerverkaufpositionen ...	144
b) Verbreitung falscher oder irreführender Informationen .....	145
aa) Der Indikator B (a) Anhang I MAR .....	146
bb) Der Indikator B (b) Anhang I MAR .....	147
cc) Zeitlicher Zusammenhang der Indikatoren .....	148

c) Klassische Leerverkäufe .....	149
3. Beeinflussung und Eignung .....	149
a) Verbreitung falscher oder irreführender Informationen .....	150
b) Verstoß gegen Art. 6 I SSR sowie klassische Leerverkäufe .....	150
c) Verschweigen von Short-Positionen und Verbreitung zutreffender Informationen .....	150
d) Anwendung auf die Fallbeispiele .....	151
4. Subjektive Voraussetzungen .....	151
5. Zwischenergebnis .....	152
VI. Die Besonderheiten des straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktionsregimes .....	152
1. Kausale Preiseinwirkung .....	153
2. Subjektive Anforderungen und das Verhältnis zur MAR .....	155
3. Anwendung auf <i>Aurelius/Gotham</i> .....	156
C. Ergebnis .....	157
§ 7 Das Insiderrecht als weitere Grenze? .....	158
A. Ausgangspunkt .....	158
B. Telos des Insiderrechts .....	159
C. Insiderinformation und Handelsverbot im Überblick .....	164
I. Der Begriff der Insiderinformation .....	164
1. Präzise Information .....	164
2. Fehlende öffentliche Bekanntheit .....	167
3. Emittenten- und Finanzinstrumentenbezug .....	168
4. Kursrelevanz .....	169
II. Insiderhandelsverbot .....	170
D. Die Einordnung aktivistischer Leerverkäufe .....	172
I. Der Research Report .....	172
1. Grundlagen .....	172
2. Research Reports auf Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen ..	173
a) Vorgängerregelung und Telos .....	173
b) Normgehalt der Erwägungsgründe .....	174
c) Inhalt und Voraussetzungen des Erwägungsgrunds Nr. 28 S. 1 MAR ..	175
d) Die Rückausnahme des Erwägungsgrunds Nr. 28 S. 2 MAR .....	176
e) Der Research Report unter diesen Voraussetzungen .....	180
f) Die Kursrelevanz als allgemeine Voraussetzung des Insiderinformationsbegriffs .....	182
g) Zwischenergebnis und Bewertung der Neuregelung des Erwägungsgrunds Nr. 28 MAR .....	183

Inhaltsverzeichnis	13
3. Research Reports auf Grundlage nicht öffentlich verfügbarer Informationen .....	185
a) Die öffentliche Bekanntgabe bei grenzüberschreitenden Sachverhalten .....	185
b) Kursrelevanz .....	186
c) Auswirkungen auf die Einordnung des Research Reports .....	187
II. Die Absicht zur Eingehung von Leerverkaufspositionen .....	189
III. Die Absicht der Veröffentlichung eines Research Reports .....	190
1. Fehlende Einschlägigkeit von Art. 9 V MAR .....	190
2. Anforderungen des Art. 7 I a MAR .....	190
3. Anforderungen an das Insidergeschäft gem. Art. 8 I i.V.m. Art. 9 MAR ..	193
a) Vorliegen der Tatbestandsmerkmale des Art. 8 I MAR .....	193
b) Nicht-Einschlägigkeit des Art. 9 V MAR .....	194
c) Eine ungeschriebene Ausnahme für seriöse aktivistische Leerverkäufe auf Grundlage der Spector-Grundsätze? .....	194
aa) Die Beurteilung anhand der Ursächlichkeit .....	195
bb) Der fehlende Verstoß gegen den Telos des Insiderrechts .....	197
cc) Die teleologische Überprüfung anhand von Sondervorteilen ..	198
d) Die Auswirkungen auf das Verhältnis des Insiderrechts zum Marktmanipulationsverbot beim Scalping .....	199
E. Ergebnis .....	200
<b>Schlussbetrachtung</b> .....	<b>203</b>
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>206</b>
<b>Sachwortverzeichnis</b> .....	<b>216</b>