

# Inhaltsverzeichnis

|   |    |
|---|----|
| <b>Einführung</b> .....   | 17 |
| <b>Ziel und Gang der Untersuchung</b> .....   | 21 |
| <br><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 |

*Kapitel 2***Die Regulierung nach der SSR** 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 |

*Kapitel 3***Die Regulierung nach der MAR** 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 Leerverkaufspositionen ...          | 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 In-<br>formationen .....       | 150 |
| d) Anwendung auf die Fallbeispiele .....   | 151 |
| 4. Subjektive Voraussetzungen .....  | 151 |
| 5. Zwischenergebnis .....  | 152 |
| VI. Die Besonderheiten des straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlichen Sanktions-<br>regimes ..... | 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 Insiderinforma-<br>tionsbegriffs .....      | 182 |
| g) Zwischenergebnis und Bewertung der Neuregelung des Erwägungs-<br>grunds Nr. 28 MAR .....      | 183 |

|  |            |
|--|------------|
| 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> |