

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 152

**Manipulative Handelspraktiken
gem. Art. 12 MAR**

Von

Milan Bayram



Duncker & Humblot · Berlin

MILAN BAYRAM

Manipulative Handelspraktiken gem. Art. 12 MAR

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 152

Manipulative Handelspraktiken gem. Art. 12 MAR

Von

Milan Bayram



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg
hat diese Arbeit im Jahre 2019 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D29

Alle Rechte vorbehalten

© 2020 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Satz: 3w+p GmbH, Rimpau

Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach

Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-15886-7 (Print)

ISBN 978-3-428-55886-5 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einführung	13
A. Begriff der Marktmanipulation	13
B. Gegenstand und Gang der Untersuchung	15
I. Gegenstand	15
II. Gang der Untersuchung	16
§ 2 Kurse am Kapitalmarkt	17
A. Kursfunktionen	17
I. Informations-, Bewertungs- und Allokationsfunktion	17
1. Informationsfunktion	17
2. Bewertungsfunktion	19
a) Informationseffizienz als Voraussetzung für Bewertungseffizienz ..	19
b) Fundamentalwert	19
c) Implikationen für das Marktgeschehen	20
aa) Kursanstieg und Kursfall	20
bb) Handelsstrategien	21
3. Allokationsfunktion	21
II. Kritische Würdigung der Kapitalmarkttheorien	22
1. <i>ECMH</i> und die Kapitalmarktrealität	22
2. Behavioral Finance	23
3. Kapitalmarkteffizienz als Meta-Ziel der Regulierung	24
B. Kursbildung am Kapitalmarkt	25
I. Handelsmechanismen	25
1. Market-Maker-Prinzip	26
2. Kontinuierliche Auktion	27
3. Gesamtkursermittlung	27
4. Mischformen	28
II. Elektronischer Handel (Xetra)	28
1. Orderarten	28
2. Handelsphasen	29
3. Handelsformen	30
a) Auktion	30
b) Fortlaufender Handel	31

4. Schutzmechanismen	31
5. Matching-Beispiele	32
a) Auktion	32
aa) Ausgeglichenes Orderbuch	32
bb) Angebotsüberhang	33
cc) Nachfrageüberhang	33
dd) Market-Orders	34
b) Fortlaufender Handel	34
§ 3 Marktmanipulation gem. Art. 15, 12 MAR	36
A. Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 15 MAR	36
I. Teleologische Analyse des Verbots der Marktmanipulation	36
1. Ziele des Marktmisbrauchsregimes	36
2. Ökonomische Rechtfertigung	37
a) Informations- und Bewertungseffizienz	37
b) Anlegerschutz	38
c) Erforderlichkeit eines Verbots handelsgestützter Marktmanipulationen	39
3. Erste Ableitungen für die Abgrenzung erwünschter von unerwünschten Verhaltensweisen	40
II. Anwendungsbereich	41
1. Handelsplatzbezogener Anwendungsbereich	41
2. Gegenständlicher Anwendungsbereich	42
3. Personeller Anwendungsbereich	43
III. Der Tatbestand der Marktmanipulation in Art. 12 MAR	43
1. Überblick	43
2. Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. b–d MAR	44
a) Täuschungsbedingte Marktmanipulation	44
b) Informationsgestützte Marktmanipulation	45
c) Referenzwertmanipulation	45
3. Zwingende Anwendungsbeispiele für Marktmanipulationen nach Art. 12 Abs. 2 MAR	46
IV. Sanktionen bei einem Verstoß gegen Art. 15 MAR	47
B. Tiefenanalyse der Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR	48
I. Überblick	48
1. Grundtatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation	48
2. Privilegierung zulässiger Marktpraktiken nach Art. 13 MAR	49
II. Indikatoren und Praktiken	50
III. Gemeinsame Tatbestandsvoraussetzungen	50
1. Geschäft und Erteilung eines Handelsauftrags	51
2. Sonstige Verhaltensweisen	51

3. Subjektive Tatbestandsvoraussetzungen in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR?	52
a) Vergleich mit subjektiven Vorgaben in Art. 12 Abs. 1 lit. c und lit. d MAR	53
aa) Kenntnis oder fahrlässige Unkenntnis in Art. 12 Abs. 1 lit. c und lit. d MAR	53
bb) „Absenkung“ der Tatbestandsvoraussetzungen in Art. 12 Abs. 1 lit. c und lit. d MAR?	53
(1) Gründe für eine „Absenkung“	53
(2) Stellungnahme	54
b) Art. 12 MAR im Kontext des Marktmisbrauchregimes	55
c) Zwischenergebnis	56
IV. Aussenden falscher oder irreführender Signale	57
1. Signalwirkung	57
2. Falsche oder irreführende Signale	58
a) Äußere Tatsachen als Gegenstand einer Irreführung	59
b) Innere Tatsachen als Gegenstand einer Irreführung	59
aa) Meinungsstand	59
bb) Rechtslage de lege lata	60
V. Erzielen eines abnormalen oder künstlichen Kursniveaus	61
1. Einführung zum <i>artificial price</i>	62
2. Genese des <i>artificial price</i>	62
a) <i>Artificial price</i> in der internationalen Gesetzgebung	62
b) ... und in der internationalen Rechtsprechung	63
aa) US-amerikanische Rechtsprechung	64
(1) <i>Arnot v. Pittston & Elmira Coal Co.</i>	64
(2) <i>Great Western Food Distributors, Inc. v. Brannan und Cargill, Inc. v. Hardin</i>	65
(3) <i>Ferruzzi-Affäre und U.S. v. Hall</i>	67
bb) Rechtsprechung außerhalb der Vereinigten Staaten	67
(1) Unionsrechtliche Rechtsprechung	67
(2) Deutsche Rechtsprechung	68
(3) Australische Rechtsprechung	68
c) Zwischenfazit und erste Fragen für die Auslegung des abnormalen und künstlichen Kursniveaus	68
3. Maßstäbe für die Identifizierung abnormaler oder künstlicher Preise?	69
a) „Natürliche“ und „normale“ Preise	69
b) Fundamentalwert	70
c) Historische, produkt- und handelsplatzübergreifende Kursanalysen	70
aa) <i>Historical approach</i> und <i>unusual price test</i>	70
bb) Schwächen der Tests	71
(1) Schwächen beider Tests	71
(2) Insbesondere: Schwächen des <i>unusual price test</i>	72

cc) Zwischenergebnis	72
d) Zwischenfazit	73
4. Subjektiver Ansatz	73
a) Meinungsstand	73
b) Bewusster Verzicht auf ein Absichtsmerkmal in Art. 12 MAR	74
5. Objektiver Ansatz	75
VI. Indikatoren für manipulatives Handeln gem. Anhang I Abschnitt A. MAR	76
1. Anteil am Transaktionsvolumen	77
a) <i>Substitution Hypothesis</i>	77
b) <i>Information Hypothesis</i>	78
c) <i>Price Pressure Hypothesis</i>	79
d) <i>Liquidity Hypothesis</i>	79
e) Bewertung	79
2. Wesentliche Kursveränderung	80
3. Keine Änderung des wirtschaftlichen Eigentums	82
4. Umfang der kurzfristigen Positionsumkehrungen, die einen beträchtlichen Teil des Tagesvolumens ausmachen und zu erheblichen Kursveränderungen führen könnten	83
5. Bewirken von Kursveränderungen, die sich anschließend umkehren	84
6. Veränderung der besten Geld- und Briefkurse oder der verfügbaren Darstellung des Orderbuchs und anschließende Annulierung der Orders	86
a) Zustandekommen der Geld-Brief-Spanne	86
b) Bedeutung der Geld-Brief-Spanne für den Kapitalmarkt	87
c) Veränderung der besten Geld- und Briefkurse	88
d) Allgemeine Veränderung der Orderbuchdarstellung	89
e) Zwischenergebnis	89
7. Zeitpunkt der Auftragerteilung oder -abwicklung	89
8. Ableitungen für die Abgrenzung zwischen erwünschten und manipulativen Handelspraktiken	91
C. Teleologische Reduktion des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR	92
I. Gebotenheit	92
1. Grundsätzliches	92
2. Verhältnis zu Art. 13 MAR	92
II. Teleologische Reduktion für wohlfahrtsfördernde Praktiken	94
1. Fundamentalwertorientierte Händler	94
a) Begriff	94
b) Identifizierung	94
2. Technische Händler	95
a) Begriff	95
b) Order-Antizipatoren	96
3. Manipulatoren	97

4. Effektive und fiktive Geschäfte	97
5. Zwischenergebnis	98
III. Identifizierung effizienzsteigernder Handelspraktiken anhand von Indikatoren	98
1. Direkte Messbarkeit der Informations- und Bewertungseffizienz?	98
2. Liquidität	99
a) Begriff der Liquidität	99
b) Liquiditätsmaße	100
aa) Geld-Brief-Spanne	101
(1) Absolute Geld-Brief-Spanne	101
(2) Effektive Geld-Brief-Spanne	102
(3) Marktspanne	102
bb) Market impact	103
cc) Transaktionsvolumen	104
dd) Transaktionskurse	104
c) Bewertung	105
d) Ableitungen für die Identifizierung effizienzsteigernder Praktiken	106
3. Volatilität	107
a) Permanente Kursänderung	107
b) Transitorische Kursänderung	107
c) Bewertung	108
4. Transparenz	109
IV. Zwischenfazit	110
§ 4 Manipulative und rechtmäßige Handelspraktiken	112
A. Manipulative Handelspraktiken	112
I. Irreführende und täuschende Handelspraktiken	113
1. Pump and Dump und Trash and Cash	113
a) ... als informationsgestützte Marktmanipulation	113
b) ... in Form des Bluffens – Verbogene Marktmanipulation?	114
aa) Uninformiertes Bluffen – Verbogene Marktmanipulation?	115
(1) Ablauf eines uninformativen Bluffs	115
(2) Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	119
(3) Teleologische Reduktion?	120
(4) Zwischenergebnis	121
bb) Informiertes Bluffen – Verbogene Marktmanipulation?	122
(1) Ablauf eines informierten Bluffs	122
(2) Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	123
(3) Teleologische Reduktion?	123
(4) Zwischenergebnis	125

2.	Wash Trades	125
a)	Manipulative Insichgeschäfte	125
b)	Erlaubte Insichgeschäfte	128
3.	Improper Matched Orders	130
a)	Begriff	130
b)	Manipulative Matched Orders	131
c)	Erlaubte Matched Orders	132
4.	Painting the tape	132
5.	Spoofing	134
a)	Begriff	134
b)	Ablauf	135
c)	Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	137
6.	Quote Stuffing	138
a)	Begriff	138
b)	Rechtliche Würdigung	140
7.	Smoking	140
a)	Begriff und Ablauf	140
b)	Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	142
c)	Teleologische Reduktion?	142
II.	Price-Securing-Praktiken	143
1.	Abusive Squeeze	143
a)	Begriff	143
b)	Ablauf eines Abusive Squeeze	145
c)	Ökonomische Bewertung	146
d)	Abusive Squeeze als zwingendes Anwendungsbeispiel in Art. 12 Abs. 2 lit. a MAR	147
aa)	Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung	148
(1)	Marktbeherrschende Stellung	148
(2)	Sicherung	149
bb)	Unlautere Handelsbedingungen	150
cc)	Teleologische Reduktion für gewisse Market-Making-Aktivitäten ..	151
2.	Marking the Close	152
a)	Begriff	152
b)	Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	153
aa)	Eröffnungs- und Schlusskursmanipulation gem. Art. 12 Abs. 2 lit. b MAR	153
bb)	Künstliche Referenzkurse i.S.d. Art. 12 Abs. 1 lit. a ii) MAR	154
(1)	Marking the Close durch uninformierte Händler	155
(2)	Marking the Close durch informierte Händler?	156
3.	Cross-Product Manipulation	156
4.	Creation of a floor or a ceiling in the price pattern	157

5. Gunning the Market	158
6. Excessive Bid-Offer Spreads	159
a) Begriff und rechtliche Würdigung	159
b) Teleologische Reduktion	161
B. Rechtmäßige Handelspraktiken	161
I. Liquiditätsspendender Handel	161
1. Market-Making	161
2. Spread Capturing	162
a) Begriff	162
b) Ökonomische Bewertung	163
c) Rechtliche Würdigung	164
3. Liquiditätsverträge	164
a) Begriff	164
b) Rechtliche Würdigung	165
II. Statistische Arbitrage	167
III. Liquiditätssuchende Handelsstrategien	168
1. Pinging	168
a) Ablauf	168
b) Ökonomische Bewertung	171
c) Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	171
aa) Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 2 lit. c MAR?	171
bb) Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR?	172
2. Elektronisches Front Running	173
a) Begriff	173
b) Ökonomische Bewertung	174
c) Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	175
3. Quote Matching	175
a) Begriff	175
b) Ökonomische Bewertung	176
c) Rechtliche Würdigung nach Art. 15, 12 MAR	176
4. Zwischenergebnis	177
§ 5 Zusammenfassung der Ergebnisse	178
Literaturverzeichnis	185
Stichwortverzeichnis	206

§ 1 Einführung

A. Begriff der Marktmanipulation

Am 3. Juli 2016 ist die Marktmisbrauchsverordnung (MAR)¹ in Kraft getreten. Sie ist eine Antwort auf die Finanzkrise und bezieht – wie bereits die Marktmisbrauchsrichtlinie 2003/6/EG² – den Schutz der Marktintegrität.³ Zu diesem Zweck verbietet Art. 15 MAR Marktmanipulationen und Versuche hierzu.

Mit dem Erlass der MAR und der Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmisbrauch (CRIM-MAD)⁴ unternahm der Unionsgesetzgeber den jüngsten Versuch das Phänomen der Marktmanipulation zu definieren. Die gesetzliche Begriffsbestimmung der Marktmanipulation enthält Art. 12 MAR.⁵ Anstatt eine allumfassende Definition zu liefern, werden einzelne Verhaltensweisen aufgezählt und als Marktmanipulation bezeichnet. Hierbei hat der Unionsgesetzgeber den Begriff der Marktmanipulation absichtlich weit und offen gefasst, um Umgehungsversuche zu verhindern und der technisch immer komplexer werdenden Manipulationspraktiken Herr zu werden.⁶ Dies verwundert nicht zuletzt angesichts der zahlreichen neuen manipulativen Hochfrequenzhandelsstrategien⁷ wohl niemanden. Der „*Catch'em all*“-Ansatz⁸ des Unionsgesetzgebers erschwert jedoch die rechtssichere Abgrenzung zwischen manipulativen und rechtmäßigen Handelspraktiken.⁹

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung) 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. EU Nr. L 173, v. 12.6.2014, S. 1.

² Richtlinie 2003/6/EG, ABl. EU Nr. L 96, v. 12.4.2003, S. 16.

³ Erwägungsgrund 2 und 4 der MAR.

⁴ Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmisbrauch, ABl. EU Nr. L 173, v. 12.6.2014, S. 179 (CRIM-MAD).

⁵ Zwischen den Begriffen der Marktmanipulation i.S.d. MAR und Art. 5 CRIM-MAD ist ein Gleichlauf intendiert. Vgl. Erwägungsgründe 9 und 17 der CRIM-MAD. So auch *Böse, wistra* 2018, 22.

⁶ S. Erwägungsgrund 38 MAR und Art. 12 Abs. 5 MAR. S. hierzu *Schmolke*, in: Klöhn (Hrsg.), MAR, 2018, Vor Art. 12 Rn. 1; kritisch auch *Hansen*, ECPR 2017, 367, 388.

⁷ Der Hochfrequenzhandel wird in Art. 4 Abs. 1 Nr. 40 MiFID II definiert.

⁸ Zu diesem Begriff *Lomnicka*, 8 J. Fin. Crime 297, 298 (2001).

⁹ S. für entsprechende Kritik *Schmolke*, AG 2016, 434, 439, 440; *ders.*, in: Klöhn (Hrsg.), MAR, 2018, Art. 12 Rn. 5; *Grundmann*, in: Großkomm. HGB, 5. Aufl. 2017, Bankvertrags-

Wie schwierig es ist, anhand des Marktmanipulationsbegriffs der MAR manipulative von rechtmäßigen Handelspraktiken abzugrenzen, belegt insbesondere das Tatbestandsmerkmal des anormalen oder künstlichen Kursniveaus. Nach Art. 12 Abs. 1 lit. a ii) MAR ist ein Verhalten manipulativ, wenn es zu einem anormalen oder künstlichen Kursniveau in einem Markt führt. Die Verordnung selbst legt keine Definition des „anormalen oder künstlichen Kursniveaus“ vor. Gleichermaßen finden sich in den Erwägungsgründen der MAR sowie in den Konsultationspapieren keine Interpretationshinweise zu diesem Tatbestandsmerkmal. Gewiss ist lediglich, dass die MAR Bezug auf das international verwendete Merkmal *artificial price* bzw. *price artificiality* nimmt.¹⁰ Die sog. *price artificiality* wird als Abweichung eines Preises von den legitimen Kräften von Angebot und Nachfrage definiert.¹¹ Aus dieser Definition lässt sich aber nicht ableiten, welche Eingriffe in das Marktplatz aus Angebot und Nachfrage rechtmäßig oder rechtswidrig sind. Sie besagt nur, dass ein künstlicher Preis das Ergebnis einer Marktmanipulation sei.¹² Die Definition ist somit zirkulär: Ein künstlicher Preis ist ein manipulierter Preis. Ein manipulierter Preis ist ein künstlicher Preis.¹³

Einige Stimmen in der Literatur kritisieren den objektiven Ansatz zur Bestimmung der *price artificiality* und verfolgen einen subjektiven Ansatz bei der Definition des künstlichen Preises.¹⁴ Sie definieren den künstlichen Preis als das

recht Sechster Teil Rn. 456; jüngst auch *Sergakis*, The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement, 2018, S. 175; bereits deswegen die Marktmisbrauchsrichtlinie 2003/6/EG kritisierend *Ferrarini*, 41 Common Mkt. L. Rev. 711, 724 ff. (2004); ähnlich auch die allgemeine Kritik von *Hieronymus*, 6 Hofstra L. Rev. 41, 44 ff. (1977) und *Harrington*, 55 St. John's L. Rev. 240, 273 (1981) an offenen Marktmanipulationsbegriffen.

¹⁰ Vgl. *Schmolke*, in: Klöhn (Hrsg.), MAR, 2018, Art. 12 Rn. 54.

¹¹ S. nur Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Investigating and Prosecuting Market Manipulation, May 2000/April 2013, p. 13; „Price artificiality is the divergence of price from the legitimate forces of supply and demand. In order to establish price artificiality, it is therefore necessary to accumulate evidence that prices did not follow legitimate economic forces“.

¹² S. auch den zirkelschlussartigen Argumentationsprozess der CFTC in der Behördenentscheidung *Indiana Farm Bureau Cooperative Association Inc. and Louis M. Johnston*, Comm. Fut. L. Rep. (CCH) P21,796; 27,288 n.2. [1982 – 1984 Transfer Binder]: „To determine whether an artificial price has occurred one must look at the aggregate forces of supply and demand [...] When the aggregate forces of supply and demand bearing on the particular market are all legitimate, it follows that the price will not be artificial. On the other hand, when a price is affected by a factor which is not legitimate, the resulting price is necessarily artificial.“; hierzu *Kyle/Viswanathan*, 98 Am. Econ. Rev. 274, 277 (2008).

¹³ S. *Kolb/Overdahl*, Futures, Options, and Swaps, 5th Ed. 2007, S. 58; dazu *Saha/Petersen*, 18 J. Derivatives & Hedge Funds 254, 256 (2012); s. bereits die Kritik von *Van Smith*, 32 Hastings L. J. 1569, 1579 f. (1981) zum sog. *distorted price*.

¹⁴ *Fischell/Ross*, 105 Harv. L. Rev. 503, 510 (1991); zustimmend *de Vauplane/Simart*, 23 Brook. J. Int'l L. 203, 227 (1997); zur Marktmisbrauchsrichtlinie (2003) *Ferrarini*, 41 Common Mkt. L. Rev. 711, 726 (2004); s. auch bereits die ähnlichen Definitionen in der

Ergebnis eines Verhaltens, das absichtsvoll auf einen Preis einwirkt. Erst ein mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommener Eingriff in den Angebots- und Nachfrageprozess sei demnach rechtswidrig. Nach dieser Auffassung lassen sich rechtmäßige von manipulativen Handelspraktiken nur anhand der subjektiven Tatseite des Marktteilnehmers abgrenzen. Ein Marktteilnehmer muss also einen künstlichen Preis herbeiführen wollen. Damit ist allerdings nicht geklärt, was der Bezugspunkt des Absichtselements, d. h. der künstliche Preis, sein soll.¹⁵ Gewiss ist lediglich, dass jeder Marktteilnehmer ein Ziel hat: „make money“.¹⁶

B. Gegenstand und Gang der Untersuchung

I. Gegenstand

Das Ziel der Arbeit ist es, zu untersuchen, wie sich rechtmäßige von manipulativen Handelspraktiken im neuen Marktmissbrauchsregime abgrenzen lassen. Hierfür wird der Grundtatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR im Gesamtkontext einschließlich der rechtsdogmatischen und ökonomischen Grundlagen zum Marktmanipulationsverbot ausgelegt. An dieser Stelle kann bereits als Teilergebnis vorweggenommen werden, dass der handelsgestützte Marktmanipulationsbegriff offen gefasst ist und deshalb auch einzelne wohlfahrtsfördernde Handelspraktiken erfasst. Dies widerspricht aber dem Normzweck des Marktmanipulationsverbots.¹⁷ Schließlich soll das Marktmanipulationsverbot in erster Linie für Handelspraktiken gelten, die dem Meta-Ziel der Kapitalmarkteffizienz zuwiderlaufen. Die Arbeit geht deshalb auch der Frage nach, ob der Anwendungsbereich der Art. 15, 12 Abs. 1 lit. a MAR für wohlfahrtsfördernde Handelspraktiken teleologisch zu reduzieren ist und wenn ja, wie sich wohlfahrtsfördernde Handelspraktiken identifizieren lassen. Der Rückgriff auf ihre jeweiligen Wohlfahrtsimplikationen leistet somit einen entscheidenden Beitrag zur Abgrenzung zwischen manipulativen und rechtmäßigen Handelspraktiken.¹⁸

Entscheidung *Cargill, Inc. v. Hardin*, 452 F.2d 1154, 1163 (8th Cir. 1971) und bei *Hieronymus*, 6 Hofstra L. Rev. 41, 45 (1977).

¹⁵ So bereits *Friedman*, 89 Mich. L. Rev. 30, 58 (1990); kritisch auch *Groner/Meier*, SZW 2002, 279, 283, aber auf S. 285 dennoch auf die Absicht abstellend.

¹⁶ *Davidson*, 40 Bus. Law. 1283, 1287 (1985).

¹⁷ S. zum Normzweck § 3 A. I.

¹⁸ Für ein Bedürfnis nach einer solchen Untersuchung jüngst *Mülbert*, in: Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 12 VO Nr. 596/2014 Rn. 70; *Schmolke*, in: Klöhn (Hrsg.), MAR, 2018, Art. 12 Rn. 58; s. bereits *Fleischer*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2. Aufl. 2016, § 20a Rn. 48 zur ehemaligen deutschen Rechtslage.