

# Inhaltsverzeichnis

- A. Einleitung und Gang der Darstellung ..... 21**
  - I. Ziel der Arbeit ..... 22
  - II. Herangehensweise ..... 22
  
- B. Zivilrechtliche Einordnung von Leerverkäufen ..... 25**
  - I. Schuldrechtliche Einordnung ..... 26
    - 1. Gedeckte Leerverkäufe ..... 26
    - 2. Ungedeckte Leerverkäufe ..... 27
    - 3. Zwischenergebnis ..... 28
    - 4. Zwingende Voraussetzungen für ein Deckungsgeschäft ..... 29
      - a) Unbedingtheit ..... 29
      - b) Dauer der verbindlichen Deckung ..... 30
      - c) Ausreichende Anzahl ..... 30
      - d) Vor- oder gleichzeitiger Abschluss des Deckungsgeschäfts ..... 30
      - e) Gewährleistung der Abwicklung ..... 31
    - 5. Ergebnis zur schuldrechtlichen Einordnung ..... 31
  - II. Dingliche Einordnung von Leerverkäufen ..... 31
    - 1. Zivilrechtliches Eigentum ..... 32
      - a) Übertragung ..... 32
      - b) Miteigentümerstellung und Übertragung verwahrter Aktien .. 33
      - c) Dingliche Einigung ..... 35
      - d) Besitzverschaffung ..... 35
      - e) Durchführung ..... 37
      - f) Unterschiede beim außerbörslichen Handel ..... 38
      - g) Ergebnis zum zivilrechtlichen Eigentum ..... 39
    - 2. Wirtschaftliches Eigentum im Kontext von Leerverkäufen ..... 39
      - a) Sinn und Zweck der Differenzierung ..... 39
      - b) Grundsatz des wirtschaftlichen Eigentums nach der EU-LVVO ..... 40

c) Klarstellung durch die Delegierte Verordnung (EU) Nr. 918/2012 .....	40
d) Ausnahmen der EU-LVVO .....	41
e) Divergierende Verständnisse in Bezug auf wirtschaftliches Eigentum .....	41
f) Wirtschaftliches Risiko im Kontext des wirtschaftlichen Eigentums .....	42
aa) Verständnis der dinglichen Rechtslage .....	42
bb) Verständnis der EU-LVVO .....	43
g) Ergebnis zur dinglichen Einordnung .....	45
<b>C. Ordnungsrechtlicher Rahmen bei Leerverkäufen .....</b>	<b>47</b>
I. Gedeckte und ungedeckte Leerverkäufe im Ordnungsrahmen .....	47
II. Einschränkungen und Verbote in Ausnahmesituationen .....	48
III. Melde-, Veröffentlichungs- und Anzeigepflichten .....	49
1. Netto-Leerverkaufsposition .....	49
2. Zweistufige Transparenzkontrolle .....	50
3. Weitere Pflichten und Ausnahmen .....	50
4. Folgen bei Verstößen gegen die EU-LVVO .....	51
5. Zwischenergebnis .....	51
<b>D. Problemstellung bei Leerverkaufsattacken .....</b>	<b>53</b>
I. Einflussnahme der Leerverkäufer – Leerverkaufsattacken .....	53
II. Zielrichtung und betroffene Parteien der Leerverkaufsattacke .....	54
III. Erfolgreiche Leerverkaufsattacken .....	55
1. Ströer .....	55
2. Aurelius .....	57
3. Wirecard .....	59
4. Ergebnis .....	62
<b>E. Interdisziplinäre Einbettung des Problemkreises .....</b>	<b>63</b>

I. Ökonomische Grundlagen von Leerverkäufen .....	63
1. Historische Einordnung und ‚Hedging‘ .....	63
2. Aktives und passives Investieren aus ökonomischer Sicht .....	64
a) Aktive und passive Portfoliostrategie .....	64
b) Aktive und passive Leerverkäufe .....	64
c) Ökonomische Vorteile von Leerverkäufen .....	65
d) Positive Effekte durch aktive Leerverkäufer .....	66
e) Missbrauchspotenzial durch Leerverkaufsattacken .....	67
f) Fazit der ökonomischen Betrachtung .....	68
II. Qualitative Entwicklung des medialen Manipulationsregimes .....	69
1. Verbreitung über das Internet und soziale Netze .....	69
2. ‚Social Bots‘ und deren Einflussnahme auf die Meinungsbildung .....	71
3. Ergebnis .....	73
III. Fazit zur interdisziplinären Einbettung .....	74

## **F. Einordnung von Leerverkaufsattacken als Tatsache oder Werturteil .....**

I. Tradierte Abgrenzungskriterien .....	77
II. Äußerungsbezogene Darstellung von Leerverkaufsattacken .....	79
1. Ströer. /. Muddy Waters .....	80
a) Einleitung und Prägung des Berichts .....	80
b) ‚Ergebnis‘ mit vermeintlichem Tatsachenbezug .....	81
c) Zwischenergebnis zum Muddy-Waters-Bericht .....	82
d) Gegendarstellung durch Ströer .....	83
e) Einordnung als Werturteil oder Tatsache als Conclusio ‚beider Seiten‘ .....	83
aa) Untersuchung des Begriffs der organischen Wachstumsrate .....	84
bb) Bilanzielle Gestaltung als Wertungsfrage .....	85
cc) Die organische Wachstumsrate als Zeitpunktproblem ...	85
dd) Wertungsfrage und Werturteil im bilanziellen Kontext .	86
f) Ergebnis der Untersuchung des Muddy-Waters-Berichts .....	86

2. Aufstellung einer These zu ökonomisch-derivativen Äußerungen .....	87
3. Aurelius. / Gotham City Research .....	88
a) Einleitung und Prägung des Berichts .....	89
b) Gestaltung mit vermeintlichem Tatsachenbezug .....	90
c) Angeführte Erkenntnisse von Gotham City Research .....	91
d) Vergleiche mit dem Muddy-Waters-Bericht .....	91
e) Validierung der aufgestellten These zu ökonomisch-derivativen Äußerungen am Beispiel des Goodwills .....	92
aa) Untersuchung des Goodwill-Problemkreises .....	92
bb) Ansatzmöglichkeiten des erworbenen Goodwills .....	93
cc) Folgebewertung anhand des Impairment-Tests .....	93
dd) Zwischenergebnis zum Goodwill-Problemkreis .....	95
ee) Rechtliche Bewertung des Goodwills als Tatsache oder Werturteil .....	95
ff) Ergebnis zur rechtliche Einordnung des Goodwill als ökonomisch-derivative Äußerung .....	96
f) Rechtliche Einordnung der Äußerungen zur Person und Historie .....	96
g) Einordnung der personenbezogenen Äußerungen .....	96
h) Ergebnis der Untersuchung des Gotham-City-Berichts .....	97
4. Erkenntnisse zur These der ökonomisch-derivativen Äußerungen .....	97
5. Wirecard. / Zatarra Research & Investigations .....	98
a) Zusammengefasste Wiedergabe des Inhalts .....	98
b) Aufbau und sprachliche Ausgestaltung .....	100
c) Gesamtzusammenhang und Einordnung .....	101
aa) Implizite Aussage des Zatarra-Berichts .....	101
bb) Einordnung der (Bild-)Zitate .....	101
cc) Einordnung der Vermutungen .....	102
dd) Ergebnis zur Einordnung von Werturteil und Tatsachenbehauptung .....	103

ee) Ermittlungen der Staatsanwaltschaft München gegen Zatarra .....	103
ff) Das Aufdeckungspotenzial von Leerverkäufern im Fall Wirecard .....	104
6. Vergleich der dargestellten Leerverkaufsattacken .....	105
7. Abschließende Anmerkungen zu ökonomisch-derivativen Äußerungen .....	105
8. Ergebnis der Untersuchungen .....	106

<b>G. Einordnung von Leerverkaufsattacken nach der Marktmisbrauchsverordnung .....</b>	<b>107</b>
I. Falsche Anlageempfehlungen i. S. v. Art. 20 Abs. 1 MAR .....	107
1. Anwendungsbereich des Art. 20 Abs. 1 MAR .....	108
a) Sachlich .....	109
aa) Information über Finanzinstrumente oder den Emittenten .....	109
bb) Explizite oder implizite Empfehlung .....	110
cc) Für Verbreitungschanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen .....	111
dd) Weitere sachliche Voraussetzungen und Zwi- schenergebnis .....	111
b) Persönlich .....	112
c) Zwischenergebnis .....	113
2. Offenlegung des Interessenkonflikts .....	114
3. Objektivität .....	115
a) Trennungsgebot .....	115
b) Angaben und Bewertung der Informationsquellen .....	116
c) Klarheitsgebot .....	116
d) Zwischenergebnis zu den Objektivitätsanforderungen .....	117
4. Ergebnis .....	117
II. Marktmanipulation i. S. v. Art. 15, 12 MAR .....	118
1. Aufbau der Normstruktur .....	118
2. Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR .....	120

a) Abschluss eines Geschäfts und jede andere Handlung .....	120
b) ‚Trash and cash‘ als Fall des Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR .....	120
3. Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR .....	121
a) Streitpunkt der handlungsgestützten Marktmanipulationen .....	122
b) Informationsgestützte Marktmanipulationen unter Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR .....	123
c) Scalping als Unterfall des Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR .....	123
4. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR .....	124
5. Art. 12 Abs. 1 lit. d) MAR .....	125
6. Zwischenergebnis und Abgrenzung von ‚Trash and Cash‘ sowie Scalping .....	125
III. Ergebnis .....	126

## **H. Sanktionskatalog bei Marktmanipulationen .....**

I. Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen .....	127
1. Personelle Sanktionen .....	127
2. Monetäre Sanktionen .....	128
3. ‚Naming and Shaming‘ .....	128
4. Ergebnis .....	128
II. Strafrechtliche Sanktionen .....	128
1. Europäische Vorgaben zur Strafbarkeit nach der Crim-MAD ..	129
a) Selbstständige Tatbestandsvarianten der Crim-MAD .....	129
b) Unterschiede zwischen MAR und Crim-MAD .....	129
aa) Tatsächliche Preisbeeinflussung .....	129
bb) Vorsatzerfordernis .....	130
cc) Vorliegen eines schweren Falls .....	130
c) Strafandrohung .....	131
2. Nationale Umsetzung des Verbotstatbestands und der Crim-MAD .....	131
a) Umsetzung der Vorgaben zu verwaltungsrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen .....	132
b) Umsetzung der Vorgaben der strafrechtlichen Maßnahmen und Sanktionen .....	133

c) Zwischenergebnis und Einordnung der Sanktionsvorgaben ..	134
III. Verhältnis der verwaltungsrechtlichen und strafrechtlichen Sanktionen .....	135
IV. Ergebnis und Einordnung als ‚Public Enforcement‘ .....	136
V. Ausschluss zivilrechtlicher Sanktionen .....	137
1. Schweigen der MAR und Crim-MAD .....	137
2. Schweigen mit Negativklärung .....	139
a) Methodische Problemstellung beim gesetzgeberischen Schweigen .....	139
b) Qualifiziertes Schweigen der MAR auf Unionsrechtsebene ....	141
c) Auswirkungen des Schweigens auf das Recht der Mitgliedstaaten .....	142
3. Aussagekraft des Art. 32 MAR für das Private Enforcement .....	142
4. Sperrwirkung durch die Einheitlichkeit der Kapitalmarktunion	143
a) Österreich .....	144
b) Frankreich .....	145
c) Irland .....	145
d) Zypern .....	146
e) Großbritannien (historisch) .....	146
f) Zwischenergebnis zur transnationalen Betrachtung .....	147
VI. Ergebnis .....	148
 <b>I. Voraussetzungen für zivilrechtliche Ansprüche als Sanktion nach dem Unionsrecht .....</b>	 149
I. Effektive Durchsetzung des Unionsrechts .....	149
1. Unionsrechtlicher Sanktionsbegriff .....	151
a) Ziel der Einhaltung von Verhaltensnormen .....	151
b) Abschreckende Wirkung .....	153
c) Verhältnismäßigkeit .....	154
2. Ergebnis .....	155
II. Ursprung der funktionalen Subjektivierung und Herleitung des Anforderungskatalogs für implizite Klagerechte .....	156

1. Courage-Entscheidung .....	157
a) Sachverhalt und Würdigung .....	157
b) Schlussfolgerungen aus der <i>Courage-Entscheidung</i> .....	158
c) Kritik an der <i>Courage-Entscheidung</i> .....	159
2. Manfredi-Entscheidung .....	159
a) Sachverhalt und Würdigung .....	160
b) Schlussfolgerungen aus der <i>Manfredi-Entscheidung</i> .....	161
3. Die Grundsätze nach <i>Courage</i> und <i>Manfredi</i> .....	161
4. Muñoz-Entscheidung .....	161
a) Sachverhalt und Würdigung .....	161
b) Schlussfolgerungen aus der <i>Muñoz-Entscheidung</i> .....	163
5. Lehren aus den Rs. <i>Courage</i> , <i>Manfredi</i> , <i>Muñoz</i> .....	164
III. Subjektive Rechte als allgemeines Strukturprinzip im Unionsrecht .....	165
1. Anforderungen an ungeschriebene subjektive Rechte .....	165
a) Unmittelbare Anwendbarkeit .....	165
b) Qualität der persönlichen Betroffenheit .....	166
aa) Allgemeiner Normvollziehungsanspruch .....	166
bb) Schutzzweckerwägungen nach der Schutznormtheorie .....	167
cc) Prinzip der funktionalen Subjektivierung .....	169
(1) Grundidee .....	169
(2) Sachliches Kriterium der Schutzintention .....	170
(3) Personelles Kriterium der faktischen Betroffenheit .....	173
2. Ergebnis zum Verständnis subjektiver Rechte .....	174
3. <i>Schmolke</i> s Einwände zur institutionellen Balance .....	176
a) Kernaussagen der Grundsätze .....	176
b) Stellungnahme .....	177
c) Berücksichtigung der institutionellen Balance bei der weiteren Prüfung .....	179
4. Bestimmen eines Durchsetzungsdefizits .....	179
a) Gebot maximaler Wirksamkeit als angestrebtes Durchsetzungsniveau .....	179
b) Erstrebte Effektivität als angestrebtes Durchsetzungsniveau ..	180
c) Zwischenergebnis .....	182



d) Bestehen eines Durchsetzungsdefizits .....	182
e) Institutionelle Aspekte der Rechtsfortbildung bei Durchsetzungsdefiziten .....	183
f) Zwischenergebnis .....	185
IV. Abstraktes Prüfungsvorgehen zur Begründung subjektiver Rechte ..	186

<b>J. Übertragung der Ergebnisse auf das Marktmanipulationsregime .....</b>	<b>187</b>
I. Institutionelle Aspekte und Vorliegen eines Durchsetzungsdefizits ..	187
1. Vorliegen eines institutionellen Konflikts .....	187
2. Harmonisierungsgrad .....	187
3. Durchsetzungsdefizit .....	188
a) Erstrebtes Durchsetzungsniveau .....	188
b) Vorliegen eines Durchsetzungsdefizits .....	189
aa) Blickwinkel der ESMA und Berichtspflicht des Art. 38 MAR .....	189
bb) Ältere Studien von <i>La Porta/Lopez-de-Silanes</i> und <i>Jackson/Roe</i> .....	190
cc) Neuere Studie von Mitts .....	191
dd) US-Petition zur SEC Rule 10b-5 von <i>Coffee/Mitts</i> <i>et al.</i> (2020) .....	192
ee) Übertragbarkeit der US-Studien auf den europäi- schen Kapitalmarkt .....	192
ff) Besondere Situation in Deutschland .....	193
(1) Jahresbericht der BaFin .....	193
(2) Fazit zur besonderen Situation in Deutschland .....	194
gg) Vergrößerung des Durchsetzungsdefizits durch technischen Fortschritt .....	194
hh) Stellungnahme zum Durchsetzungsdefizit .....	195
ii) Wahrung der institutionellen Balance .....	195
II. Unmittelbare Anwendbarkeit unter Privaten .....	196
III. Vorliegen einer faktischen Betroffenheit .....	196
IV. Effektivitätsgewinn durch funktionale Subjektivierung .....	197

1. Grammatikalische Erwägungen und Einbettung des Regelungsziels .....	197
a) Leitbild der Erwägungsgründe .....	197
b) Programmatik des Art. 1 MAR .....	198
c) Anlegerschutz als Anknüpfungspunkt .....	198
aa) Anlegerschutz als neues Regelungsziel der MAR .....	199
bb) Bestätigung durch andere Sprachfassungen der MAR ..	199
cc) Grammatikalische Auslegung des Anlegerschutzes .....	200
dd) Teleologisch-intendierte Auslegung des Anleger- schutzes i. S. d. MAR .....	200
ee) Zweckdichotomie und inhaltliche Interdependen- zen des Anlegerschutzes .....	201
d) Ergebnis der grammatikalischen Erwägungen .....	202
2. Systematische Erwägungen .....	203
a) Marktmissbrauchsverordnung .....	203
aa) Rechtsakt der Verordnung .....	203
bb) Aktivierung Privater im Wege des Public Enforce- ment (Art. 32 MAR) .....	204
(1) Ansatz der MAR .....	204
(2) Studien zur Effektivität von Whistleblowern (Dodd-Frank Act) .....	205
(3) Schlussfolgerungen für die Marktmiss- brauchsverordnung .....	206
(4) Ergebnis .....	207
cc) Überprüfungsbestreben als Überarbeitungsprärogative	207
dd) Zwischenergebnis zur systematischen Betrachtung der Marktmissbrauchsverordnung .....	209
b) Rechtsaktübergreifende Erwägungen .....	209
aa) Richtlinien .....	209
(1) Transparenz- und Prospektrichtlinie .....	209
(2) MiFID I und II .....	210
bb) Verordnungen .....	211
(1) Leerverkaufsverordnung .....	211

(2) Ratingagenturen-Verordnung (Ratingagenturen-VO) .....	212
(3) PRIIP-Verordnung .....	214
(4) Verordnung über langfristige EU- Investmentfonds (ELFIF/ELTIF) .....	214
(5) Benchmark-Verordnung .....	214
(6) Prospektverordnung .....	215
cc) Ergebnis zur rechtsaktübergreifenden Betrachtung .....	215
c) Ergebnis der systematischen Erwägungen .....	216
3. Historisch-entwicklungsbezogene Erwägungen .....	217
4. Teleologisch-ökonomische Erwägungen .....	219
a) Vorteile des Public Enforcement .....	220
b) Nachteile des Public Enforcement .....	220
c) Vorteile des Private Enforcement .....	222
d) Nachteile des Private Enforcement .....	222
e) Zwischenergebnis zu den Vor- und Nachteilen der Enforcement-Ansätze .....	224
5. Ergebnis der Auslegung der MAR .....	226
V. Erfüllung der Sanktionsanforderungen .....	228
1. Wirksamkeit .....	228
2. Abschreckung .....	228
a) Sanktionshöhe .....	229
b) Sanktionswahrscheinlichkeit und ‚Unterabschreckung‘ .....	229
c) Empirische Messschwierigkeiten bei Sanktionen .....	230
3. Verhältnismäßigkeit und ‚Überabschreckung‘ .....	230
4. Zwischenergebnis .....	232
VI. Gesamtergebnis des Kapitels .....	232
1. Darstellung der Ergebnisse .....	232
2. Schlussfolgerungen .....	234
 <b>K. Das Haftungspostulat in Deutschland</b> .....	 237
I. Haftung gegenüber dem Emittenten .....	237

1. § 117 Abs. 1 S. 1 AktG .....	237
2. Art. 35a Abs. 1 UAbs. 2 Ratingagenturen-VO .....	238
3. § 4 Nr. 1 und 2 UWG .....	238
4. Treupflicht des Leerverkäufers gegenüber dem Emittenten .....	239
a) Herleitung der Treupflicht .....	239
aa) Entwicklung der Rechtsprechung .....	240
bb) Traditionelle Ansichten in der Literatur .....	241
cc) Treuhandrechtliche Begründung .....	241
dd) Zwischenfazit .....	243
b) Umfang der Treupflicht .....	243
aa) Persönlich .....	244
bb) Sachlich .....	244
(1) Mitgliedschaftlicher Bereich .....	244
(2) Allgemeine Nebenpflicht .....	246
c) Subsumtion von Leerverkaufsattacken als Treupflichtverletzung .....	247
aa) Leerverkäufer ist Aktionär .....	248
(1) Wertpapierleihe und vergleichbare Rechts- verhältnisse .....	248
(2) Lokalisierungsvereinbarung nach Art. 12 Abs. 1 c) EU-LVVO .....	249
(3) Zwischenergebnis .....	250
bb) Zeitpunkt der Aktionärsstellung .....	250
cc) Vor- bzw. nachmitgliedschaftliche Verletzung .....	251
d) Stellungnahme .....	253
5. § 824 BGB .....	255
6. § 823 Abs. 1 BGB .....	257
a) Das Recht am Unternehmen .....	257
aa) Schutzobjekt .....	258
bb) Betriebsbezogener Eingriff .....	259
(1) Tatsächliche Auswirkungen der Leerver- kaufsattacke für das Unternehmen .....	260

α)	Reputation als Teil des Rechts am Unternehmen .....	261
β)	Reputation als Disziplinierungsmittel .....	261
γ)	Reputation als Vermögenswert .....	262
δ)	Berechnung des Reputationsschadens .....	263
ε)	<i>Karpoff/Lee/Martin</i> -Studie zum Reputationsverlust .....	264
ζ)	Übertragbarkeit der Event Study auf Leerverkaufsattacken .....	265
η)	Zwischenergebnis der Reputation als Teil des Rechts am Unternehmen .....	268
(2)	Zwischenergebnis .....	268
cc)	Rechtswidrigkeit .....	268
(1)	Güter- und Interessenabwägung .....	269
(2)	Strengere Anforderungen an die Rechtswidrigkeit .....	272
α)	Ratingagenturen .....	272
β)	Boykottaufruf ohne wettbewerbliche Zielsetzung .....	273
γ)	Kirch. /. Deutsche Bank .....	274
δ)	Fazit .....	276
(3)	Äußerste Grenze zur Rechtswidrigkeit .....	276
dd)	Ergebnis .....	277
b)	Unternehmenspersönlichkeitsrecht .....	277
aa)	Übertragbarkeit auf Unternehmen .....	277
bb)	Verletzungshandlung .....	281
cc)	Rechtswidrigkeit .....	281
dd)	Ergebnis .....	282
7.	§ 823 Abs. 2 BGB .....	283
a)	Begriff des Schutzgesetzes .....	284
b)	Einzelne Schutzgesetze .....	285
aa)	§ 187 StGB .....	285
(1)	Taugliche Tatobjekte .....	286
(2)	Tathandlungen und subjektiver Tatbestand .....	287

(3) Einordnung von Leerverkaufsattacken in den Tatbestand des § 187 Hs. 2 StGB .....	288
(4) Ergebnis .....	289
bb) § 186 StGB .....	289
cc) § 185 StGB .....	290
dd) Art. 15, 12 MAR .....	290
c) Ergebnis .....	290
8. § 826 BGB .....	290
a) Sittenwidrigkeit als Tatbestandsmerkmal .....	291
b) Einordnung von Leerverkaufsattacken .....	293
c) Subsumtion der Sittenwidrigkeit .....	294
aa) Verwerflichkeit des Zwecks .....	294
bb) Verwerflichkeit des Mittels .....	294
cc) Verwerflichkeit der Zweck-Mittel-Relation .....	295
dd) Pervertierung durch Leerverkaufsattacken .....	295
d) Ergebnis .....	296
9. Gesamtergebnis aus Sicht des Emittenten .....	296
II. Haftung gegenüber den Aktionären .....	297
1. § 117 Abs. 1 S. 1, 2 AktG. ....	297
2. Art. 35a Ratingagenturen-VO .....	297
3. Treupflicht des Leerverkäufers gegenüber den anderen Aktionären .....	298
4. § 824 BGB .....	299
5. § 823 Abs. 1 BGB .....	299
6. § 823 Abs. 2 BGB .....	300
a) Art. 15, 12 MAR .....	300
aa) Schutzgesetzqualität .....	301
(1) Schutznormtheorie .....	301
α) Grammatikalische Erwägungen .....	301
β) Systematische Erwägungen .....	301
γ) Historische Erwägungen .....	302
δ) Teleologische Erwägungen .....	302
ε) Zwischenergebnis .....	302

(2) Unionsrechtskonforme Auslegung im Rahmen der funktionalen Subjektivierung .....	303
bb) Anspruchsberechtigung .....	303
(1) Abgrenzung zwischen Alt- und Neuanlegern .....	304
α) Altanleger .....	304
β) Neuanleger .....	305
(aa) Einschränkungen des Schutzzwecks .....	306
(bb) Vergleich zur ähnlich gelagerten Diskussion bei § 263 StGB .....	306
(cc) Schlussfolgerungen für Art. 15 MAR ....	307
(dd) Zwischenergebnis zum Schutzgut des Art. 15 MAR .....	308
(2) Ergebnis .....	308
cc) Kausalität .....	308
(1) Abgrenzung von haftungsbegründender und -ausfüllender Kausalität .....	309
(2) Haftungsbegründende Kausalität .....	310
α) Fraud-on-the-market Theory .....	310
β) Informationsarbitragegewinne und Preisintegrität .....	310
(3) Haftungsausfüllende Kausalität .....	312
α) Darstellung der bisherigen Rechtsprechungslinie des BGH .....	312
β) Einordnung und Stellungnahme .....	313
dd) Schadensermittlung .....	316
(1) Vertragsabschlussschaden .....	316
(2) Kursdifferenzschaden .....	318
(3) Kursfolgeschaden .....	319
(4) Entgangener Gewinn .....	320
(5) Vorteilsausgleich .....	321
(6) Zwischenergebnis zum Schadensbegriff .....	322
ee) Verschulden .....	322
(1) Verankerter Verschuldensmaßstab in Art. 12 MAR .....	322

(2) Hinweise für den Verschuldensmaßstab im Sinne des Public Enforcement .....	323
(3) Unionsrechtsdogmatische Erwägungen .....	324
(4) Zwischenergebnis und Übertragung auf Leerverkaufsausschlüsse .....	324
(5) Vorsatzhaftung .....	325
(6) Fahrlässigkeitshaftung .....	325
(7) Ergebnis zum Verschulden .....	325
ff) Ergebnis zu § 823 Abs. 2 i. V. m. Art. 15, 12 MAR .....	326
b) Weitere Schutzgesetze .....	326
7. § 826 BGB .....	326
a) Unionsrechtskonforme Auslegung der Sittenwidrigkeit .....	327
b) Vorsatzerfordernis .....	328
c) Haftungsausfüllung und Kausalität .....	328
d) Ergebnis .....	328
8. Gesamtergebnis aus Sicht der Aktionäre .....	329
 <b>L. Wesentliche Ergebnisse dieser Arbeit .....</b>	 331
 <b>Literaturverzeichnis .....</b>	 339