

Marcel Vollmerhausen

# Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern

Eine rechtsökonomische Untersuchung  
der kapitalmarktrechtlichen Zusammenhänge  
eines neuen Phänomens



**Nomos**

**Mannheimer Schriften zum Unternehmensrecht**

**Herausgegeben vom Institut für Unternehmensrecht  
der Universität Mannheim (IURUM)**

**Band 61**

Marcel Vollmerhausen

## Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern

Eine rechtsökonomische Untersuchung  
der kapitalmarktrechtlichen Zusammenhänge  
eines neuen Phänomens



**Nomos**

The book processing charge was funded by the Baden-Württemberg Ministry of Science, Research and Arts in the funding programme Open Access Publishing and the University of Mannheim.

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

Zugl.: Mannheim, Univ., Diss., 2022

1. Auflage 2022

© Marcel Vollmerhausen

Publiziert von  
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG  
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden  
[www.nomos.de](http://www.nomos.de)

Gesamtherstellung:  
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG  
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-8487-8983-2

ISBN (ePDF): 978-3-7489-3320-5

DOI: <https://doi.org/10.5771/9783748933205>



Onlineversion  
Nomos eLibrary



Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Herbst-/Wintersemester 2021/2022 von der Fakultät für Rechtswissenschaft und Volkswirtschaft an der Universität Mannheim als Dissertation angenommen. Für die Veröffentlichung konnten Rechtsprechung und Literatur bis April 2022 berücksichtigt werden.

Meinen herzlichen Dank möchte ich meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. *Georg Bitter* aussprechen, bei dem ich nicht nur die letzten drei Jahre als Mitarbeiter viel lernen durfte, sondern der auch die vorliegende Arbeit mit großem Engagement betreut und mir Freiräume für meine Arbeit gewährt hat. Herrn Professor Dr. *Moritz Renner* danke ich für die zeitnahe Erstellung des Zweitgutachtens.

Bedanken möchte ich mich auch bei meinen Kollegen Herrn Privatdozent Dr. *Dimitrios Linardatos* und Herrn *Marcel Jochum* für die angenehme Zusammenarbeit am Lehrstuhl und für die kritische Durchsicht des Manuskripts und ihre Diskussionsbereitschaft. Für wertvolle Korrekturhilfe möchte ich ebenso Frau *Anna Müller* danken. Dank gebührt auch Frau *Marisa Doppler* für die gründliche Lektüre der Arbeit und die stets vertrauensvolle Zusammenarbeit in den letzten Jahren.

Ganz besonders möchte ich schließlich meiner Freundin *Gaaya* sowie meiner Familie danken, ohne deren Unterstützung diese Arbeit nicht möglich gewesen wäre – ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Mannheim, im Mai 2022

*Marcel Vollmerhausen*



# 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) Ungedeckte 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 Marktpraxis	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. Vorwerfbares 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

