

### 3. Kapitel: Überblick über den Rechtsrahmen für Leerverkaufsattacken im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht

In der deutschen Diskussion um die rechtliche Zulässigkeit einer Leerverkaufsattacke steht das Verbot der Marktmanipulation im Zentrum der Auseinandersetzung. Bevor diese Arbeit die Leerverkaufsattacken im vierten Kapitel eingehend an diesem Verbot misst, skizziert die Arbeit im dritten Kapitel zunächst allgemein den Rechtsrahmen für Leerverkaufsattacken im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht. Der Blick richtet sich dabei auf die Rechtsakte und Normen, deren Wertungen das Verbot der Marktmanipulation beeinflussen und damit auch für die Leerverkaufsattacken eine entscheidende Rolle spielen könnten. Zunächst ist ein Blick auf die Leerverkaufsverordnung zu werfen (§ 8), dann die Regelungen zur Anlageempfehlung nach Art. 20 MAR aufzugreifen (§ 9) und schließlich das Verbot der Marktmanipulation im Überblick darzustellen (§ 10).

#### § 8 Leerverkaufsverordnung

Die Leerverkaufsverordnung war eine Reaktion auf die Finanzkrise 2007/08. Eine europäische, vollharmonisierende<sup>345</sup> Regelung war dringend notwendig, um der bis dato vorherrschenden Rechtszersplitterung zu begegnen. Mit der Leerverkaufsverordnung hat der Gesetzgeber europaweit erstmals Regularien für einheitliche Anforderungen hinsichtlich der Transparenz von gedeckten Leerverkäufen aufgestellt (A.) und einheitliche Beschränkungen für die Durchführung von ungedeckten Leerverkäufen formuliert (B.).

---

345 Müllbert/Sajnovits, in Assmann/Schneider/Müllbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 13.

A. *Transparenzpflichten bezüglich gedeckter Leerverkäufe*

Für die bereits<sup>346</sup> erläuterten gedeckten Leerverkäufe sieht die Leerverkaufsverordnung ein zweistufiges Transparenzregime vor:

In einem ersten Schritt sieht Art. 5 Abs. 1 LVVO eine Pflicht zur Meldung an die zuständige Aufsichtsbehörde, die BaFin, vor. Nach Art. 5 Abs. 2 LVVO muss ein Leerverkäufer Netto-Leerverkaufspositionen ab 0,1 % des ausgegebenen Aktienkapitals melden. Ab Erreichen dieses Schwellenwertes muss er seine Position im Intervall von 0,1 % der BaFin mitteilen. Durch diese Meldepflicht erhält zunächst die Aufsichtsbehörde die Meldung einer Leerverkaufsposition, um frühzeitig auf systematische Risiken, marktmissbräuchliches Verhalten oder Marktstörungen reagieren zu können. Das belegt Erwägungsgrund 7 Satz 3 Hs. 1 LVVO. Die BaFin soll durch die Meldung auch auf die Einhaltung des Marktmanipulationsverbotes reagieren können.<sup>347</sup>

In einem zweiten Schritt hat ein Leerverkäufer im Bundesanzeiger Netto-Leerverkaufspositionen ab einer Schwelle von 0,5 % zu veröffentlichen. Diese Offenlegungspflicht ist in Art. 6 Abs. 1 LVVO festgeschrieben. Erhöht sich seine Position, muss er nach Art. 6 Abs. 2 LVVO ebenfalls die Position im Intervall von 0,1 % veröffentlichen. Nach Erwägungsgrund 7 Satz 3 Hs. 2 LVVO erhalten andere Marktteilnehmer mit dieser Veröffentlichung nützliche Informationen für ihre eigene Anlageentscheidung. Die Veröffentlichungspflicht soll nach Erwägungsgrund 40 Satz 4 LVVO eine Gleichbehandlung der Anleger sicherstellen und Informationsasymmetrien abbauen. Der Informationswert für die Anleger liegt – wie bei den ökonomischen Grundlagen bereits dargelegt<sup>348</sup> – in der negativen Markterwartung der Leerverkäufer, welche zumeist informierte Anleger sind. Aufgrund des hohen Bedeutungsgehalts der Information könnte eine Verletzung dieser Offenlegungspflicht geeignet sein, die Anleger in die Irre zu führen. Ob der Verstoß gegen die Offenlegungspflicht deshalb zu einer Marktmanipulation durch Unterlassen führt, ist zu untersuchen.<sup>349</sup>

Die Offenlegungspflicht kann aber auch Nachteile bringen, wenn andere Marktteilnehmer die Strategie des Leerverkaufs (blind) nachahmen und

---

346 Oben § 6 A. (S. 57 f.).

347 Mülbert/Sajnovits, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 59; Mülbert/Sajnovits, ZBB 2021, 149, 156; Schmolke, in Lehmann/Kumpan, Art. 6 SSR Rn. 1.

348 Oben § 6 C. (S. 58 ff.).

349 Unten § 13 B. (S. 200 ff.).

so ein Herdenverhalten entsteht.<sup>350</sup> Die veröffentlichte Leerverkaufsposition eines bekannten Investors kann beispielsweise dazu führen, dass andere Anleger ihre eigenen Informationen vernachlässigen und eine Informationskaskade entsteht. Daraufhin veräußern sie ihre Aktien ebenfalls und ein Kurssturz wäre die Folge. Gleichzeitig stellt die Offenlegungspflicht einen Eingriff in die unternehmerische Freiheit dar.<sup>351</sup> Im schlimmsten Fall werden Leerverkäufe durch die Pflicht zur Veröffentlichung vermieden. Dies kann der Effizienz und der Liquidität eines Marktes schaden.

### B. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe

Art. 12 Abs. 1 LVVO verbietet ungedeckte Leerverkäufe in Aktien.<sup>352</sup> Zur Rechtfertigung dieses Verbotes formuliert Erwägungsgrund 18 LVVO: „Ungedeckte Leerverkäufe von Aktien [...] gelten mitunter als Faktor, durch den das potenzielle Risiko steigt, dass Abwicklungen scheitern und Marktvolatilität entsteht. Um diese Risiken zu senken, sollten angemessene Beschränkungen für ungedeckte Leerverkäufe solcher Finanzinstrumente eingeführt werden.“ Daneben wird zur Rechtfertigung des Verbotes auch auf die Gefahren der Marktmanipulation durch Leerverkäufe hingewiesen.<sup>353</sup> Ob ungedeckte Leerverkäufe ein falsches oder irreführendes Signal aussenden und damit einen Fall der handelsgestützten Marktmanipulation darstellen, ist noch näher zu untersuchen.<sup>354</sup>

## § 9 Vorgaben gemäß Art. 20 MAR (Anlageempfehlung)

Die Research Reports dienen als das entscheidende Medium zur Verbreitung der negativen Nachrichten. Diese könnten als Anlageempfehlungen im Sinne des Art. 20 MAR einzuordnen sein. Die Einordnung der Research Reports als Anlageempfehlung führt dazu, dass die aktivistischen Leerverkäufer den Verhaltenspflichten des Art. 20 MAR in Verbindung

---

350 *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 61. Zu diesem Risiko oben § 6 D. I. (S. 62 f.).

351 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 176; *Bolder*, EuZW 2011, 769, 770: geistiges Eigentum.

352 Zum Begriff oben § 6 A. (S. 57 f.).

353 Dazu m. w. N. *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 57; ferner oben § 6 D. II. (S. 64 ff.).

354 Unten § 11 A. II. 3. a) (S. 127 ff.).

mit der konkretisierenden DelVO (EU) 2016/958<sup>355</sup> unterliegen. Die gesetzlichen Pflichten an die Erstellung und Verbreitung einer Anlageempfehlung sollen die Anleger vor einer Irreführung schützen<sup>356</sup> und dem marktmissbräuchlichen Potenzial einer Anlageempfehlung vorbeugen.<sup>357</sup> Vor diesem Hintergrund wird die Verbindung zum Verbot der Marktmanipulation besonders deutlich.

#### A. *Research Reports als Anlageempfehlung im Sinne des Art. 20 MAR*

Der Anwendungsbereich einer Anlageempfehlung lässt sich in einen sachlichen und persönlichen Anwendungsbereich aufteilen und wird durch Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 und 35 MAR bestimmt.<sup>358</sup>

---

355 Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die technischen Regulierungsstandards für die technischen Modalitäten für die objektive Darstellung von Anlageempfehlungen oder anderen Informationen mit Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien sowie für die Offenlegung bestimmter Interessen oder Anzeichen für Interessenkonflikte, ABl. EU Nr. L 160/15 vom 17. Juni 2016. Die Verordnung ersetzt die Richtlinie 2003/125/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl. EG Nr. L 339/73 vom 24. Dezember 2003. Die Richtlinie war im deutschen Recht durch die Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV) vom 17. Dezember 2004, BGBl. I S. 3522, umgesetzt worden.

356 Möllers, NZG 2018, 649, 651; Ringe, in Lehmann/Kumpan, Art. 20 MAR Rn. 1; Teigelack, in Veil, European Capital Markets Law, § 26 Rn. 26; Autoriteit Financiële Markten (AFM), Investment Recommendations, July 2017, S. 4f.; zu § 34b WpHG a. F.: Findeisen, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 78; Teigelack, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 183; Brennecke, ZBB 2009, 361, 367; Knauth/Käsler, WM 2006, 1041, 1044.

357 Kumpan/Schmidt, in Schwark/Zimmer, Art. 20 MAR Rn. 1; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 977.

358 Zum schwierigen Verhältnis dieser beiden Normen s. Kumpan/Schmidt, in Schwark/Zimmer, Art. 20 MAR Rn. 5 ff.; Geier/Hombach/Schütt, RdF 2017, 108.

## I. Sachlicher Anwendungsbereich

Den sachlichen Anwendungsbereich einer Anlageempfehlung bestimmt Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR. Der Begriff der Anlageempfehlung bezeichnet danach

„Informationen mit expliziten oder impliziten Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien in Bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten, die für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sind, einschließlich einer Beurteilung des aktuellen oder künftigen Wertes oder Kurses solcher Instrumente“.

Die Research Reports der aktivistischen Leerverkäufer beziehen sich auf einen Emittenten und auf die Aktie des Emittenten. Zudem beinhalten sie Informationen. Der Begriff der Information ist weit zu verstehen und umfasst sowohl Tatsachen als auch Werturteile.<sup>359</sup> Die dargestellten Informationen müssen den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Emittenten oder dem Finanzinstrument erkennen lassen.<sup>360</sup> Maßstab für diesen Eindruck ist der verständige Anleger.<sup>361</sup> Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA) verlangt keine tiefgehende Analyse und lässt es ausreichen, wenn Informationen strukturiert dargestellt werden.<sup>362</sup> Es fallen im Ergebnis nur diejenigen Informationen aus dem Tatbestand, die aus Sicht des verständigen Anlegers subjektiv und voreingenommen sind. Ein Vertrauen des Anlegers in eine von ihm erkannte Subjektivität und Voreingenommenheit ist nicht vom Schutzzweck des Art. 20 MAR umfasst.<sup>363</sup>

---

359 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 21 Rn. 12; *Roth/Blessing*, in Szesny/Kuthe, Kapitalmarkt Compliance, 19. Kapitel Rn. 32; ferner dazu ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), 6 August 2021, Version 15, ESMA70-145-11, S. 31 A8.5 und S. 32 A8.6.

360 *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 20 MAR Rn. 36; zur MAD schon *Fuchs*, in Fuchs, § 34b Rn. 21.

361 Zur MAR *Veil*, in Veil, KMR, § 26 Rn. 33; zur früheren Rechtslage *Schwalm*, Erstellung von Finanzanalysen nach § 34b WpHG, S. 41; *Möllers*, in KK-WpHG, § 34b Rn. 80; *Veil*, ZBB 2006, 162, 166; a. A. in der Regel institutionelle Anleger *Meyer*, AG 2003, 610, 612. Zum – umstrittenen – Begriff des verständigen Anlegers s. *Langenbacher*, AG 2016, 417 ff.; *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180 ff.; je m. w. N.

362 ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), 6 August 2021, Version 15, ESMA70-145-11, S. 29 A8.1; Kritik an den niedrigen Voraussetzungen bei *Koller*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 11.

363 *Brenncke*, ZBB 2009, 361, 367.

Die Research Reports weisen strukturierte Informationen auf<sup>364</sup> und erwecken damit beim verständigen Anleger den Anschein einer inhaltlichen Auseinandersetzung.<sup>365</sup> Sie beanspruchen für sich Objektivität und Neutralität. Dieser Eindruck entsteht auch schon dadurch, dass die aktivistischen Leerverkäufer Rechtsträger einsetzen, die häufig unter Namen auftreten, die den Eindruck erwecken sollen, es handele sich primär um Finanzanalysen, etwa durch den Firmenzusatz „Research“.<sup>366</sup> Der Gedanke, der teilweise in der Literatur geäußert wird,<sup>367</sup> die aktivistischen Leerverkäufer wollten unter Umständen gar nicht objektiv sein und damit keine Anlageempfehlung verbreiten, ist abzulehnen. Richtigerweise kann das subjektiv Gewollte für die Einordnung keine Rolle spielen, solange es der verständige Anleger nicht erkennen kann. Art. 20 MAR ist nicht dispositiv und ein abgesenkter Sorgfaltsmaßstab kommt für die aktivistischen Leerverkäufer nicht in Betracht.<sup>368</sup> Darüber hinaus reflektiert Art. 20 MAR Gleichbehandlungsgesichtspunkte<sup>369</sup> und die Research Reports müssen vergleichbar mit anderen Analyseangeboten sein. Ein Absenken der Standards würde einen Anreiz schaffen, noch reißerische Darstellungen zu veröffentlichen.<sup>370</sup> An der Einordnung als Anlageempfehlung ändert auch ein Ausschlusshinweis (Disclaimer) der Leerverkäufer nichts. Beispielsweise findet sich im Report von Gotham City Research beim Angriff auf Aurelius folgender (nutzloser) Hinweis: „This report is not investment advice or a recommendation or solicitation to buy or sell any securities.“<sup>371</sup> Würde man einem solchen Disclaimer eine rechtliche Wirkung zusprechen, hätten es die Leerverkäufer selbst in der Hand, den Anforderungen des Art. 20 MAR zu entgehen.

---

364 Hervorhebend *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 298.

365 *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 4; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1351.

366 *Link*, ZGR 2021, 904, 936.

367 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 523, die es nicht sachgerecht finden, den gleichen Maßstab anzulegen wie bei neutralen Banken und Beratern, jedoch dann einschränken, dass es sich dabei um keinen Freibrief handele; zurückhaltend auch *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1352.

368 Im Ergebnis ebenso *Möllers*, NZG 2018, 649, 653, *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 299 und *Brellocks*, ZGR 2020, 319, 322; ferner *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 717; *Langenbacher*, ZHR 185 (2021), 414, 433 f.

369 *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 80 zu § 34b WpHG a. F.

370 *Brellocks*, ZGR 2020, 319, 323.

371 Aurelius: The Next Arques AG or the next Philipp Green? vom 28. März 2017 (unter <https://www.gothamcityresearch.com/archive> abrufbar).

Neben dem Informationsgehalt beinhalten die Research Reports eine implizite Empfehlung.<sup>372</sup> Ausdrücklich sagen die Leerverkäufer nicht, dass die Anleger die Aktien verkaufen sollen. Die Research Reports weisen aber (niedrige) Kursziele aus und legen dadurch ein bestimmtes Handeln – den Verkauf der Aktie – nahe. Kennzeichnend für eine implizite Empfehlung ist nämlich, dass in einer Gesamtbetrachtung der Anlageempfehlung zum Ausdruck kommt, dass eine bestimmte Handlung für sinnvoll erachtet wird.<sup>373</sup> Auch journalistische Artikel wie jene der britischen Wirtschaftszeitung *Financial Times* lassen sich aus objektiver Sicht als implizite Empfehlungen auffassen und unterfallen deswegen grundsätzlich dem Tatbestand des Art. 20 MAR.<sup>374</sup> Freilich ist hier die Pressefreiheit zu beachten.<sup>375</sup>

Die Research Reports müssen zudem für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sein. Die ESMA greift zur Auslegung des Merkmals „Verbreitungskanäle“ auf die Vorgängervorschrift des Art. 1 Abs. 7 Durchführungs-RL 2003/125/EG zurück.<sup>376</sup> Anknüpfend an diese Definition muss die Anlageempfehlung einer großen Anzahl von Personen tatsächlich oder wahrscheinlich zugänglich gemacht werden. Als Verbreitungskanal ist heutzutage in erster Linie das Internet zu nennen.<sup>377</sup> Der Ersteller einer Anlageempfehlung muss ferner im Zeitpunkt der Erstellung die Absicht haben, die Empfehlungen zu verbreiten.<sup>378</sup> Die Research Reports werden erstellt, um anschließend im Internet über die Website oder über soziale Medien einer nicht abgrenzbaren Anzahl von Personen zur Verfügung gestellt zu werden. Die Ersteller handeln auch mit der notwen-

---

372 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 523; *Link*, ZGR 2021, 904, 935; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 270; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 90; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 298: „zumindest implizite Empfehlungen“.

373 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 21 Rn. 21.

374 A. A. allerdings ohne Begründung *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316; dem sich anschließend *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2756; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 15; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1352.

375 Zu Art. 21 MAR s. unten § 12 A. V. (S. 180 ff.).

376 ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 72 Nr. 338; zustimmend *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 21 Rn. 24.

377 Weitere Beispiele bei ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 72 Nr. 339, S. 73 Nr. 341 (soziale Netzwerke) und Nr. 343.

378 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 21 Rn. 26 mit Hinweis auf die englische Fassung; *Koller*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 27.

digen Absicht im Zeitpunkt der Erstellung<sup>379</sup> – gehört doch die mediale Aufmerksamkeit zum Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer.

Im Ergebnis unterfallen die Research Reports der aktivistischen Leerverkäufer dem sachlichen Anwendungsbereich des Art. 20 MAR.<sup>380</sup> Diese Einschätzung scheint die Aufsichtsbehörde BaFin zu teilen: In zwei Fällen einer Leerverkaufsattacke bezog die BaFin Stellung und stellte einen Verstoß gegen die Anzeigepflicht aus § 86 Abs. 1 WpHG fest.<sup>381</sup> Nach § 86 Abs. 1 WpHG müssen

„andere Personen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen, [...] die in Ausübung ihres Berufes oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit für die Erstellung von Anlagestrategieempfehlungen im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder von Anlageempfehlungen im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder deren Weitergabe verantwortlich sind“,

ihre Tätigkeit der BaFin anzeigen. Nach derzeitigem Stand hat nur der Leerverkäufer Muddy Waters Research seine Tätigkeit angezeigt und ist registriert.<sup>382</sup> Eine unterlassene Anzeige ist nach § 120 Abs. 2 Nr. 14 WpHG bußgeldbewehrt.

---

379 Für die Fälle Zatarra gegen Wirecard und Muddy Waters gegen Ströer stellen das *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 523 fest.

380 Wie hier *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 58; *Möllers*, NZG 2018, 649, 651 und 653; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1132; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2755 f.; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 107; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316; *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 73; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 313; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 747; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 298; *Brellocks*, ZGR 2020, 319, 322; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 15; *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 491; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 434; *Link*, ZGR 2021, 904, 936; *Piepenburg/Schwarz*, BKR 2021, 760, 761; *Frömel*, Short-Seller-Attacks, S. 90; zuletzt *Walla*, in Veil, KMR, § 25 Rn. 17; kritischer *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 523; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1352; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 271.

381 BaFin, Warnung: Verstoß der ONTAKE RESEARCH gegen § 86 Absatz 1 WpHG vom 4. Februar 2020, unter <https://www.bafin.de/dok/13582026> abrufbar; BaFin, Warnung: Verstoß der Viceroy Research Group gegen § 86 Absatz 1 WpHG vom 12. März 2018, unter <https://www.bafin.de/dok/10575542> abrufbar.

382 Unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de) abrufbar. Diese Meldepflicht gilt „im Markt als Lachnummer“, so der Bericht von *Münchner*, Manipulationen bei Leerverkäufen, rendite-Magazin, Heft 3/2019, S. 66, „weil sich niemand von so etwas abschrecken lässt“.

## II. Persönlicher Anwendungsbereich

Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i MAR zählt als Ersteller einer Anlageempfehlung vier Personengruppen auf,<sup>383</sup> wobei für die aktivistischen Leerverkäufer nur die Begriffe des „unabhängigen Analysten“ oder der „sonstigen Person, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht“, in Betracht kommen. Die Einschränkung hinsichtlich der Haupttätigkeit gilt nach dem Wortlaut des Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i MAR nur für die „sonstige Person“.<sup>384</sup>

Ein unabhängiger Analyst zeichnet sich durch nicht vorhandene Weisungsgebundenheit gegenüber einer Wertpapierfirma oder einem Kreditinstitut aus. Merkmal eines unabhängigen Analysten ist, dass dieser oft mit institutionellen Investoren zusammenarbeitet und für diese Analysen erstellt.<sup>385</sup> An dieser Beziehung dürfte es bei den aktivistischen Leerverkäufern regelmäßig fehlen. Die aktivistischen Leerverkäufer erstellen die Research Reports nicht für institutionelle Investoren, sondern für sich selbst. Analyst und Händler fallen in der Regel nicht auseinander. Etwas anderes könnte sich nur dann ergeben, wenn der Ersteller des Research Reports und der Leerverkäufer auseinanderfallen. Vermutet wird ein solches Vorgehen im Fall Zatarra Research gegen Wirecard.<sup>386</sup> Dort sollen Leerverkäufer den Bericht in Auftrag gegeben und bezahlt haben. Für diesen Fall könnte es sich um einen „unabhängigen“ Analysten handeln.

Für die meisten Fälle sind aktivistische Leerverkäufer aber als sonstige Personen einzuordnen, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen liegt.<sup>387</sup> Diese Tatbestandsvariante ist ein Auffangtatbestand. Maßgeblich zur Beurteilung, ob die Erstellung einer Anlageempfehlung die Haupttätigkeit ist, ist eine Gesamtschau sämtlicher Umstände. Es muss der Großteil der Arbeitszeit und der Ressourcen für die Analysetätigkeit aufgewendet werden. Des Weiteren müssen die organisatorischen

---

383 Diese nennt die ESMA „qualified persons“, s. Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 71 Nr. 328; *Poelzig*, NZG 2016, 761, 771 („professionelle Analysten“).

384 *Ringe*, in Lehmann/Kumpan, Art. 20 MAR Rn. 9; Autoriteit Financiële Markten (AFM), Investment Recommendations, July 2017, S. 6.

385 Näher zum Begriff *Koller*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 76.

386 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 518, 521. Zum Fall oben § 2 (S. 21 ff.).

387 *Scholke*, ZGR 2020, 291, 300; *Langenbacher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 313; *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 491; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 718; *Link*, ZGR 2021, 904, 935 f.; *Frömel*, Short-Seller-Attacks, S. 90; implizit auch *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316.

Vorkehrungen auf die Erstellung einer Anlageempfehlung ausgerichtet sein.<sup>388</sup>

Die aktivistischen Leerverkäufer verwenden einen großen Teil ihrer personellen und sachlichen Ressourcen zur Erstellung der Research Reports.<sup>389</sup> Sie berichten selbst, dass an einem Report 3 bis 7 Mitarbeiter einige Monate arbeiten.<sup>390</sup> Betrachtet man die personelle Größe von (kleineren) professionellen Leerverkäufern mit ihren Investmentgesellschaften, stellt dieser Aufwand einen erheblichen Teil der Ressourcen dar. Überdies muss beachtet werden, dass Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR gerade bei Personen eingreifen soll, bei denen ihrem Wesen und ihrer Tätigkeit nach generell mit erhöhten Risiken für die Marktintegrität zu rechnen ist.<sup>391</sup>

Im Ergebnis ist damit der persönliche Anwendungsbereich einer Anlageempfehlung für die aktivistischen Leerverkäufer eröffnet. Diese lassen sich regelmäßig als sonstige Personen einordnen, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen liegt.

## B. Verhaltenspflichten bei der Erstellung

Die Einordnung der Research Reports als Anlageempfehlung führt dazu, dass die aktivistischen Leerverkäufer als Ersteller nach Art. 20 Abs. 1 MAR

„in angemessener Weise dafür Sorge [tragen müssen], dass die Informationen objektiv dargestellt und ihre Interessen oder Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die diese Informationen sich beziehen, offengelegt werden.“

### I. Pflicht zur objektiven Darstellung

Konkretisierung erfährt der Grundsatz der Objektivität durch Art. 3 Del-VO (EU) 2016/958. Eine Verletzung der Pflicht zur objektiven Darstellung

---

388 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 21 Rn. 35.

389 Bedenken gegen die Haupttätigkeit bei *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 523 und *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 271.

390 *Littmann*, Die Rückkehr der Bären – Welche Shortseller besonders gefährlich sind, *WirtschaftsWoche* Online vom 4. Februar 2019 (unter <https://www.wiwo.de/my/finanzen/boerse/die-rueckkehr-der-baeren-welche-shortseller-besonders-gefuehrlich-sind/23930484.html> abrufbar).

391 Vgl. *Link*, ZGR 2021, 904, 932.

kann zu einer falschen oder irreführenden Information führen, sodass sich die Frage nach einer informationsgestützten Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR stellt. Auf das Verhältnis von Art. 20 MAR zu Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR wird im Rahmen der informationsgestützten Marktmanipulation zurückzukommen sein.<sup>392</sup> Im Folgenden werden diejenigen Darstellungspflichten kurz vorgestellt, die bei der Prüfung des Manipulationstatbestandes eine wichtige Rolle einnehmen.

Art. 3 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 beschäftigt sich mit dem Gebot zur Trennung von Tatsachen und wertenden Äußerungen in der Darstellungsweise einer Anlageempfehlung. Der Analyst hat dafür Sorge zu tragen, dass der Adressat die Empfehlung richtig auffasst. Damit dies möglich ist, muss er Tatsachen von spekulativen Aussagen trennen. Es soll verhindert werden, dass er subjektive Einschätzungen als feststehende Fakten präsentiert,<sup>393</sup> denn andernfalls könnte die Vermischung von Tatsachen und subjektiven Einschätzungen den Anleger in die Irre führen.

Inhaltlich muss der Ersteller einer Anlageempfehlung die wichtigen Informationsquellen klar und unmissverständlich angeben und bewerten. Dies legt Art. 3 Abs. 1 lit. b DelVO (EU) 2016/958 fest. Wichtige Informationsquellen sind diejenigen, auf denen die zentralen Annahmen und Aussagen der Empfehlung beruhen. Wesentliche Informationsquellen haben demnach Einfluss auf den Kernbereich der Empfehlung.<sup>394</sup>

Der Grundsatz der Richtigkeit der Angaben wird in Art. 3 Abs. 1 lit. c DelVO (EU) 2016/958 konkretisiert (Zuverlässigkeit der Informationsquelle). Diese Vorschrift dient dazu, den Anleger vor Falschinformationen zu schützen.<sup>395</sup> Eine Informationsquelle muss der Ersteller mit vertretbarem Aufwand auf ihre Zuverlässigkeit überprüfen. Zweifel an einer Quelle sind dann angebracht, wenn unter Anwendung der objektiven Sorgfalt die Wahrheit in Frage steht.<sup>396</sup> Bestehen Zweifel an der Zuverlässigkeit der Quelle, so muss der Ersteller deutlich auf diese Zweifel hinweisen.

---

392 Unten § 12 A. II. 1. c) bb) (S. 154 ff.).

393 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 21.

394 *Foerster*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 85.

395 *Teigelack*, in Veil, European Capital Markets Law, § 26 Rn. 26; *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 571.

396 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 23; ähnlich *Koller*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 42; a. A. *Foerster*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 86, der keine Prüfpflicht daraus ableiten will.

Abzuleiten ist aus der Pflicht zur Quellenüberprüfung ein Verbot von Angaben „ins Blaue hinein“.<sup>397</sup>

Ergänzt wird der Grundsatz der Richtigkeit vom Grundsatz der Vollständigkeit der Tatsachenbasis.<sup>398</sup> Die Vollständigkeit bezieht sich nicht auf die gesamte Analyse. Der Analyst kann bestimmen, mit welchen Methoden er arbeitet, und er entscheidet selbst über den damit verbundenen Aufwand. Art. 3 DelVO (EU) 2016/958 schreibt keine bestimmten Methoden vor. Bereits die Auswahl der verwendeten Informationen ist durch die Wahl der Analysemethode subjektiv geprägt.<sup>399</sup> Dies führt zu einem weiten Beurteilungsspielraum aufseiten des Analysten. Hat sich der Analyst aber für eine bestimmte Methode entschieden, muss er die für die Methode anerkannten fachlichen Kriterien beachten. Ein Verstoß gegen den Grundsatz der Vollständigkeit liegt vor, wenn er durch einseitige oder lückenhafte Recherche die Tatsachenbasis nicht korrekt ermittelt.<sup>400</sup> Der Analyst muss grundsätzlich sämtliche relevanten und verfügbaren Daten in die Entscheidung einbeziehen.<sup>401</sup> Zudem darf er wesentliche<sup>402</sup> Informationen in der Darstellung nicht verschweigen. Ist die Tatsachenbasis unvollständig oder nicht ausreichend, schlägt dieser Mangel auf das Ergebnis der Anlageempfehlung durch.<sup>403</sup>

Welche Anforderungen an die Klarheit der Darstellung zu stellen sind, regelt unter anderem Art. 3 Abs. 1 lit. d DelVO (EU) 2016/958. Danach muss der Ersteller einer Anlageempfehlung alle Prognosen, Vorhersagen und angestrebten Kursziele klar und unmissverständlich als solche kennzeichnen und auf die zugrunde gelegten wesentlichen Annahmen hinweisen. Neben dem schon genannten Gebot zur Trennung von Tatsachen

---

397 *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 592 m. w. N.

398 Zu diesem Grundsatz *Vogler*, Schadensersatz für Aktienanalysen, S. 151; *Göres*, Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse, S. 239 f.; *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 178 ff.

399 *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 363, 583; dazu auch *Möllers*, in KK-WpHG, § 34b Rn. 67, 143.

400 *Vogler*, Schadensersatz für Aktienanalysen, S. 152; *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 179; als Grundsatz der Wahrheit bezeichnet bei *Rothenböfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 17.

401 *Möllers/Lebberz*, BKR 2007, 349, 353; Beispiele bei *Göres*, Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse, S. 240.

402 *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 178; *Göres*, Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse, S. 239; *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 183.

403 *Vogler*, Schadensersatz für Aktienanalysen, S. 158; *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 401; *Möllers/Lebberz*, BKR 2007, 349, 354; *Meyer*, AG 2003, 610, 612.

und wertenden Äußerungen manifestiert sich in dieser Norm der Grundsatz der Prognosekennzeichnung sowie der Grundsatz der Prognoseerläuterung.<sup>404</sup>

## II. Offenlegungspflichten

Des Weiteren sind verschiedene Offenlegungspflichten in der delegierten VO (EU) 2016/958 kodifiziert. Diese gewinnen nicht nur bei der Offenlegung von Interessenkonflikten im Rahmen einer Anlageempfehlung im Sinne des Art. 20 MAR Bedeutung, sondern werden auch beim Scalping-Tatbestand nach Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR wieder aufgegriffen.<sup>405</sup> Die Anlageempfehlung stellt nämlich einen Sonderfall des Scalpings dar.

### 1. Angaben zur Identität

Für die Anlageempfehlung besteht eine Pflicht des Erstellers zur Identitätsangabe gemäß Art. 2 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958. Nach Art. 2 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 umfasst die Angabe der Identität den Namen und die Berufsbezeichnung. Zudem muss die Identität etwaiger für die Erstellung der Empfehlung verantwortlicher Personen angegeben werden. Nach Art. 2 Abs. 1 lit. b DelVO (EU) 2016/958 ist der Name der juristischen Personen anzugeben, für die die Anlageempfehlung erstellt wurde. Vor diesem Hintergrund sind anonyme Anlageempfehlungen nicht zulässig.

### 2. Angaben zu Interessenkonflikten

Art. 20 MAR stellt keine konkreten Anforderungen auf, welcher Interessenkonflikt offenzulegen ist und wie die Offenlegung zu erfolgen hat. Nach Erwägungsgrund 6 Satz 1 DelVO (EU) 2016/958 soll die Offenlegung von Interessen oder Interessenkonflikten so spezifisch sein, dass sich der Adressat der Empfehlung eine sachkundige Meinung über Ausmaß und Art des Interesses oder Interessenkonfliktes bilden kann.

---

404 Vgl. ähnlich *Koller*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 43; allgemeiner als Grundsatz der Objektivität bezeichnend *Göres*, Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse, S. 240 f.

405 Unten § 14 B. IV. 2. a) bb) (S. 216 f.).

Damit ein verständiger Anleger als Adressat einer Anlageempfehlung die Objektivität und Zuverlässigkeit bewerten kann, muss der Ersteller nach Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 alle Beziehungen und Umstände offenlegen, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Empfehlung beeinträchtigen. Einem verständigen Anleger soll durch die Offenlegung des Interessenkonfliktes die nicht fernliegende Gefahr einer Marktmanipulation aufgezeigt werden.<sup>406</sup> Die Offenlegungspflicht besteht unabhängig von einer tatsächlichen Beeinträchtigung des Ergebnisses der Empfehlung durch den Interessenkonflikt. Es bedarf also keiner Kausalität.<sup>407</sup> Es genügt die konkrete Gefahr einer Beeinträchtigung. Die Feststellung der Gefahr hat *ex ante* aus Sicht desjenigen Verkehrskreises zu erfolgen, welcher mit der Erstellung einer Anlageempfehlung betraut ist. Zu fragen ist, ob ein Anreiz aufseiten des Analysten zur voreingenommenen Erstellung einer Anlageempfehlung besteht.<sup>408</sup> Zum Interessenkonflikt gemäß Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 gehören auch Positionsbeteiligungen, die in dem Wertpapier, zu dem eine Empfehlung abgegeben wird, bestehen.<sup>409</sup> Wie noch näher beim Scalping zu zeigen sein wird,<sup>410</sup> haben eigenbeteiligungsbedingte Interessenkonflikte eine besondere Gefährlichkeit und sind in jedem Fall offenzulegen.

Einige Stimmen in der Literatur vertreten mit Blick auf Art. 6 DelVO (EU) 2016/958, dass eine Position unterhalb der Schwelle von 0,5 % gar nicht offengelegt werden müsse.<sup>411</sup> Diese Ansicht zieht einen Umkehrschluss aus Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958, der nach ihrer Ansicht eine Angabe zur Position erst erfordere, wenn der Besitz von Nettoverkaufs- oder -kaufpositionen die Schwelle von 0,5 % des emittierten Aktienkapitals überschreitet.

Nach richtiger Lesart kann aus Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 kein Umkehrschluss gezogen werden. Gemäß Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 müssen „alle Beziehungen und Umstände“ offengelegt werden und zu „alle“ kann durch Art. 6 DelVO (EU) 2016/958 nichts mehr hinzu-

---

406 Koller, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 58.

407 Rothenhöfer, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 33, 37; Koller, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 57.

408 Dazu Koller, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 57 f.

409 Foerster, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 98 f.; Schmolke, ZGR 2020, 291, 301; Link, ZGR 2021, 904, 937.

410 Unten § 14 B. IV. 2. a) (S. 214 ff.).

411 Rothenhöfer, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 35; Koller, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 60 mit Fn. 7; Veil, in Veil, KMR, § 26 Rn. 46.

gefügt werden.<sup>412</sup> Die eigenständige Bedeutung von Art. 6 DelVO (EU) 2016/958 ist darin zu sehen, dass für die Fälle des Art. 6 DelVO (EU) 2016/958 der Interessenkonflikt auch dann offenzulegen ist, wenn er ausnahmsweise nicht die Objektivität beeinträchtigt.<sup>413</sup> Auch die ESMA sieht die Notwendigkeit, Positionen unterhalb der Schwelle von 0,5 % nach Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 offenzulegen, wenn die Positionsinhaberschaft wahrscheinlich zu einem Interessenkonflikt führt.<sup>414</sup> Eigenpositionen führen aufgrund ihres großen Gefährdungspotenzials zwangsläufig zu einer Beeinträchtigung der Objektivität und sind in jedem Fall nach Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 offenzulegen.<sup>415</sup> Für die Offenlegung von Wertpapierpositionen hat Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 demzufolge keine Relevanz.

## § 10 Das Verbot der Marktmanipulation gemäß Artt. 12, 15 MAR – ein Überblick

Nach einem geschichtlichen Blick auf das Verbot der Marktmanipulation (A.) erfolgt ein systematischer Überblick über das derzeitige Verbot der Marktmanipulation in Artt. 12, 15 MAR (B.). Eine Übersicht erscheint wegen der systematischen Komplexität des Tatbestandes sinnvoll, denn der Tatbestand ist auf verschiedene Regelungen in der Marktmissbrauchsverordnung und in delegierten Rechtsakten verteilt. Im Anschluss ist auf die teleologische Rechtfertigung des Verbotes der Marktmanipulation einzugehen (C.). Dabei sind die Regelungsziele des europäischen Verordnungsgebers näher in den Blick zu nehmen, die dann im vierten Kapitel für die teleologische Auslegung des Tatbestandes und damit für die Bewertung der Leerverkaufsattacken relevant werden.

---

412 Foerster, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 99.

413 Foerster, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 99.

414 ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 78 Nr. 377; dazu auch Schmolke, ZGR 2020, 291, 301 bei Fn. 58.

415 Foerster, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 99; Schmolke, ZGR 2020, 291, 301; Link, ZGR 2021, 904, 937; a. A. Rothenhöfer, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 23 Rn. 28.

## A. Geschichtlicher Überblick

Ein Blick auf die vorherigen, nationalen Regelungen lohnt sich, da einige Auslegungsprobleme des aktuellen Rechts bereits aus den Vorgängervorschriften bekannt sind.

Im Zuge der Erfahrungen mit dem „Neuen Markt“ hatte der deutsche Gesetzgeber 2002 durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz<sup>416</sup> den damaligen § 20a WpHG eingeführt und dort das Verbot der Marktmanipulation geregelt. Die Vorschrift löste § 88 BörsG ab, der seit Jahrzehnten wegen seiner Unbestimmtheit und wegen hoher subjektiver Anforderungen „totes Recht“<sup>417</sup> war, und machte aus dem einstigen Börsenrechtsdelikt ein Kapitalmarktstrafrechtsdelikt. Bevor sich die Norm aber beweisen konnte, erfolgte zeitnah die Novellierung des § 20a WpHG. Notwendig geworden war die Anpassung, da der europäische Gesetzgeber 2003 die Marktmissbrauchsrichtlinie erließ und diese vom deutschen Gesetzgeber umzusetzen war. Art. 5 MAD verpflichtete die Mitgliedstaaten, Marktmanipulation zu verbieten. Dementsprechend wurde § 20a WpHG durch das Anlegererschutzverbesserungsgesetz<sup>418</sup> an die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie angepasst. § 20a Abs. 1 Satz 1 WpHG fungierte als Basisnorm und teilte sich in drei Praktiken auf, die an die ökonomischen Erscheinungsformen – informations-, handels- und handlungsgestützte Marktmanipulation – erinnerten.<sup>419</sup>

Nach § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG war es verboten, unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung erheblich waren oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, sofern die Angaben geeignet waren, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken. § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG wurde neu eingeführt und verbot es, Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet waren, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Preis zu geben oder die geeignet waren, ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG verbot sonstige Täuschungshandlungen, die geeignet waren, auf den Börsen- oder Marktpreis einzuwirken.

---

416 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 21. Juni 2002, BGBl. I S. 2010.

417 So das Urteil von *Lenzen*, ZBB 2002, 279, 280.

418 Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28. Oktober 2004, BGBl. I S. 2630.

419 Zum alten Recht etwa *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 69, 127, 208; *Flothen*, Marktmanipulation und Kurspflege, S. 31 ff.

Durch die Revision der Marktmissbrauchsrichtlinie wurde der Weg zur Marktmissbrauchsverordnung frei. Die Marktmissbrauchsverordnung, ihre Ausführungsrechtsakte und die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD) wurden durch das Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz umgesetzt.<sup>420</sup> Im Zuge dessen wurde § 20a WpHG aufgehoben und durch die unmittelbar geltenden Bestimmungen in der Marktmissbrauchsverordnung abgelöst.

### B. Regelungstechnik des Manipulationsverbotes (Artt. 12, 15 MAR)

Als materieller Anknüpfungspunkt für das Verbot dient Art. 15 MAR, der es verbietet, eine Marktmanipulation zu begehen oder zu versuchen. Aus Art. 15 MAR lässt sich nicht herauslesen, was eine Marktmanipulation ist. Die Norm ist stets mit der Definitionsnorm des Art. 12 MAR zusammen zu lesen.

#### I. Basistatbestände in Art. 12 Abs. 1 MAR

Die Definitionsnorm des Art. 12 MAR regelt in ihrem Absatz 1 vier Tatbestände, die eine Marktmanipulation begründen. Die vier Tatbestände lassen sich als Basistatbestände umschreiben.<sup>421</sup> Eine eingehende Systematisierung erscheint aufgrund des unübersichtlichen Tatbestandes auf den ersten Blick schwierig. Der Aufbau des Art. 12 Abs. 1 MAR nimmt auch im neuen Recht – wenn auch nicht so eindeutig wie im alten Recht – Orientierung an den ökonomischen Erscheinungsformen.<sup>422</sup>

---

420 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30. Juni 2016, BGBl. I S. 1514. Anpassungen erfolgten durch das Zweite Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23. Juli 2017, BGBl. I S. 1693.

421 Statt vieler *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 2.

422 Ebenso die Einschätzung bei *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktsstrafrecht, Kap. 3 Rn. 10; *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.11; *Veil*, in Veil, KMR, § 15 Rn. 12; *Richter*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 155 f.; *Seier*, Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen, S. 107; *Poelzig*, NZG 2016, 528, 535; a. A. *Schmolke*, AG 2016, 434, 441 f. Zu den ökonomischen Erscheinungsformen s. oben § 5 B. (S. 52 ff.).

Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR enthält den Grundtatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation.<sup>423</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR ist als Auffangtatbestand gefasst.<sup>424</sup> Die Tathandlungen können der Geschäftsabschluss, die Erteilung eines Handelsauftrags oder „jede andere Handlung“ (Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR) bzw. „jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung“ (Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR) sein. In dem offenen Tatbestand kommt die Intention des Gesetzgebers zum Ausdruck, durch das Verbot einen lückenlosen Umgehungsschutz zu gewährleisten („Catch'em all“-Ansatz<sup>425</sup>).<sup>426</sup> Der offene Tatbestand soll zukunfts offen sein und die Aufsichtspraxis soll auf technische Entwicklungen reagieren können.<sup>427</sup> Die Tathandlungen müssen nach Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR (wahrscheinlich) zu einer Irreführung der Anleger oder (wahrscheinlich) zu einem künstlichen Kursniveau führen. Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR fordert durch die Tathandlungen einen (wahrscheinlichen) Täuschungseffekt. Durch das Erfordernis der Irreführungs- bzw. Manipulationswahrscheinlichkeit werden die Tatbestände zu abstrakt-konkreten Gefährdungsdelikten.<sup>428</sup>

Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR enthält den Grundtatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation und knüpft an die Informationsverbreitung an. Die Informationsverbreitung muss – wie bei lit. a – zu einem (wahrscheinlichen) Irreführungs- oder Kursmanipulationseffekt führen. Im Gegensatz zu den Tatbeständen des Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR enthält lit. c ausdrücklich subjektive Voraussetzungen. Die Person, die eine Information verbreitet hat, muss gewusst haben oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend war.

---

423 Näher unten § 11 A. I. 1. (S. 110 ff.).

424 Nicht zwingend erscheint es, sog. handlungsgestützte Manipulationsformen unter den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR zu fassen, da diese aus ökonomischer Sicht keine Marktmanipulation im engeren Sinne darstellen. Dazu oben § 5 B. III. (S. 56 f.). Eine Bedeutung kann die handlungsgestützte Marktmanipulation aber dann haben, wenn etwa über verfügbare Rohstoffmengen getäuscht wird, da diese als Basiswert für Waren-Derivate oder Waren-Spot-Kontrakte dienen. Vgl. die präzisierenden Beispiele in Anhang II Abschnitt 2 Nr. 1 lit. f und lit. g DelVO (EU) 2016/522. Dazu *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 222–225.

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

426 *Schmolke*, AG 2016, 434, 436; *Zetzsche*, in Gebauer/Teichmann, EnzEuR, Band 6, Teil C, § 7 Rn. 63.

427 Vgl. Erwägungsgründe 3 Satz 2 und 38 MAR.

428 *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 77; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 24.

Ausgelöst durch die Skandale rund um die Zinssätze Libor (London Interbank Offered Rate) und Euribor (Euro Interbank Offered Rate) wurde die Referenzwertmanipulation in Art. 12 Abs. 1 lit. d MAR neu eingeführt. Für die weitere Arbeit interessiert dieser spezielle Tatbestand nicht.

## II. Zwingende Beispiele in Art. 12 Abs. 2 MAR

Das Gesetz nennt in Art. 12 Abs. 2 MAR fünf Handlungen, die den Tatbestand einer Marktmanipulation erfüllen. Diese Handlungen sind zwingend als Marktmanipulation anzusehen.<sup>429</sup> Aus dem Wortlaut von Absatz 2 ergibt sich, dass die Aufzählung nicht abschließend ist („unter anderem“). Aufgezählt werden etwa die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, bestimmte Formen des algorithmischen Handels und das bereits mehrfach erwähnte Scalping. Das Scalping nach Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR betrifft die Ausnutzung eines Zugangs zu traditionellen oder elektronischen Medien durch Abgabe einer Stellungnahme zu einem Finanzinstrument oder dessen Emittenten, nachdem Positionen bei diesem Finanzinstrument eingegangen worden sind, ohne dass dieser Interessenkonflikt zugleich mit der Abgabe der Stellungnahme der Öffentlichkeit in ordnungsgemäßer und wirksamer Weise mitgeteilt wird. Dieses dreiaktige Geschehen findet bei den Leerverkaufsattacken besondere Beachtung.<sup>430</sup>

## III. Indikatoren und präzisierende Beispiele

Da die Basistatbestände in Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR weit gefasst sind, verweist Art. 12 Abs. 3 auf Anhang I MAR, der sog. Indikatoren zur Bestimmung der potenziellen Effekte des Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR normiert. Gemäß Art. 12 Abs. 3 MAR enthält Anhang I MAR

„[f]ür die Anwendung von Absatz 1 Buchstaben a und b und unbeschadet der in Absatz 2 aufgeführten Formen von Handlungen [...] eine nicht erschöpfende Aufzählung von Indikatoren in Bezug auf die Vorspiegelung falscher Tatsachen oder sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung und eine nicht erschöpfende Aufzählung von Indikatoren in Bezug auf fal-

---

429 *de Schmidt*, RdF 2016, 4, 7; *Teigelack/Dolff*, BB 2016, 387, 392; *Wegner/Ladwig*, JuS 2020, 1153, 1154; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.4 (S. 79).

430 Unten § 14 (S. 203 ff.).

sche oder irreführende Signale und die Sicherung des [sic] Herbeiführung bestimmter Kurse.“

Die Indikatoren werden in Anhang I MAR in die Abschnitte A und B geteilt. Die in Anhang I Abschnitt A MAR genannten Indikatoren sind für den Basistatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR von Bedeutung. Für die Zwecke der Anwendung von Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR sieht Anhang I Abschnitt B MAR zwei Indikatoren vor. Eine tatbestandskonkretisierende und damit tatbestandsbegründende Wirkung wird den Indikatoren nicht zugesprochen.<sup>431</sup> Die Indikatoren können als unverbindliche Indizien verstanden werden, die aber nicht das Vorliegen einer Marktmanipulation regelhaft vermuten lassen, sondern eine Würdigung sämtlicher Umstände des Einzelfalles erfordern.<sup>432</sup>

Die Indikatoren werden ihrerseits durch weitere Beispiele präzisiert, die von der Europäischen Kommission im Wege der delegierten VO (EU) 2016/522<sup>433</sup> erlassen wurden. Nach dem Wortlaut von Art. 12 Abs. 5 MAR sollen diese Praktiken die Indikatoren „präzisieren ..., um deren Elemente zu klären und den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen“. Folglich kommt den Praktiken eine Präzisierungsfunktion und Klärungsfunktion zu.<sup>434</sup> Diese Praktiken erfüllen *typischerweise* den

---

431 H. M., s. nur Mülbert, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 6; *Panannis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 67; *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 389; a. A. *Szesny*, DB 2016, 1420, 1422: Regelbeispielskatalog; *Graßl*, DB 2015, 2066, 2070; *Krause*, CCZ 2014, 248, 258.

432 *Joost/Strohn*, in E/B/J/S, HGB, Anhang I MAR Rn. 17; zum MAR-Entwurf s. *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 217; anders wohl *Veil*, in Veil, KMR, § 15 Rn. 5, 12: Vermutung.

433 Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17. Dezember 2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften (Text von Bedeutung für den EWR), ABl. EU Nr. L 88/1 vom 5. April 2016.

434 Vgl. Erwägungsgrund 5 DelVO (EU) 2016/522; ESMA, Final Report – ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, 3 February 2015, ESMA/2015/224, S. 14 Nr. 2.3; dazu *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 7; *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.23 spricht unglücklicherweise von (widerleglicher) Vermutungswirkung; dies trifft eindeutig nicht zu, vgl. *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 6.

Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR.<sup>435</sup> Die Praktiken in Anhang II DelVO (EU) 2016/522 sind nicht abschließend. Im Zusammenhang mit den Leerverkaufsattacken ist insbesondere auf die Praktik des „Trash and Cash“ einzugehen.<sup>436</sup>

### C. Teleologische Rechtfertigung des Verbotes der Marktmanipulation

Die Frage nach der teleologischen Rechtfertigung des Verbotes ist von großer Bedeutung für die Untersuchung der Leerverkaufsattacken, denn nur wenn geklärt ist, welchen Zweck das Verbot verfolgt, können rechtmäßige von unrechtmäßigen Handlungen rechtssicher abgegrenzt werden. Eine teleologische Auslegung der Artt. 12, 15 MAR hat dahingehend zu erfolgen, dass das geschützte Rechtsgut und die gesetzgeberische Zielsetzung am besten zum Tragen kommen.

Zum Schutz der Marktintegrität sollen Insiderhandel und Marktmanipulation unterbunden werden. Marktintegrität ist Voraussetzung für transparente und effiziente Märkte. Diese in Art. 1 MAR und Erwägungsgrund 2 Satz 1 MAR zum Ausdruck kommende Einschätzung legt den Fokus auf den Funktionsschutz. Mit dem Schutz der Marktintegrität gehen nach dem Wortlaut des Art. 1 MAR auch der Anlegerschutz sowie die Stärkung des Anlegervertrauens in die Finanzmärkte einher.

### I. Funktionsschutz

Der Funktionsschutz ist sowohl Primärziel der Marktmissbrauchsverordnung im Allgemeinen als auch des Verbotes der Marktmanipulation im Besonderen.<sup>437</sup> Geschützt werden soll die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes und dessen Ablaufmechanismen, weil ihm wichtige wirtschaftliche Funktionen zukommen. Reibungslos funktionierende Kapitalmärkte

---

435 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 74.

436 Unten § 11 A. I. 1. (S. 110 ff.).

437 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 22; für die Marktmanipulation: *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 33 f.; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 434; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 23; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 15 MAR Rn. 12; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 5; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 24; allgemein für das europäische Kapitalmarktrecht *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 7; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 171; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 175.

sind Voraussetzung für Wirtschaftswachstum und Wohlstand.<sup>438</sup> Zur Bestimmung der Funktionsfähigkeit bedient sich die Rechtswissenschaft ökonomisch fundierter Kriterien. Im Wesentlichen werden funktionsfähige Kapitalmärkte mit effizienten Kapitalmärkten gleichgesetzt.<sup>439</sup>

Die ökonomische Zweckmäßigkeit des Verbotes der Marktmanipulation wird heutzutage im Grundsatz kaum mehr in Frage gestellt.<sup>440</sup> Weiterhin wird nicht bezweifelt, dass Marktmanipulation zu wohlfahrtsschädigenden Effekten führen und somit die Funktionsfähigkeit der Märkte beeinträchtigen kann. Diese wohlfahrtsschädigenden Effekte sind im Folgenden nachzuzeichnen.

### 1. Beeinträchtigung der Informations- und Bewertungsfunktion

Die Preise am Kapitalmarkt dienen als Signal für werthaltige Anlagen. Durch den Preis nehmen die Anleger alle Informationen wahr und können so den Preis zur Entscheidungsgrundlage ihrer Investition machen. Manipulative Praktiken greifen störend in den Preisbildungsprozess ein und haben die Verfälschung der Informations- und Bewertungsfunktion des Preises zur Folge.<sup>441</sup> Ist die Entscheidungsgrundlage für Investitionen beeinträchtigt, treffen Anleger eine Entscheidung aufgrund falscher oder irrelevanter Informationen. Der Preis dient dann nicht mehr als Signal für eine werthaltige Anlage. Das hat zur Folge, dass die Beeinträchtigung der Informations- und Bewertungsfunktion des Börsenkurses durch manipulative Handlungen zu einer ineffizienten Verteilung des Kapitals führen

---

438 Vgl. Erwägungsgrund 2 Satz 2 MAR.

439 Möllers, AcP 208 (2008), 1; Sester, ZGR 2009, 310, 311 f.; Mülbert, ZHR 177 (2013), 160, 172; Markworth, ZHR 183 (2019), 46, 54.

440 Schmolke, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 24; Avgouleas, Regulation of Market Abuse, S. 212; durchaus kritisch Zetzsche, in Gebauer/Teichmann, EnzEuR, Band 6, Teil C, § 7 Rn. 51: ökonomische Rechtfertigung muss als offen bezeichnet werden.

441 Mülbert, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 22; Grundmann, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 435; Bayram, Manipulative Handelspraktiken, S. 37; Fleischer, in Fuchs, vor § 20a Rn. 9; Armour et al., Principles of Financial Regulation, S. 184 f.; Thel, 1988 Colum. Bus. L. Rev. 359, 374 (1988); Kaban, 41 Duke L.J. 977, 987 (1992); Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L.J. 711, 714 (2006); Fletcher, 68 Duke L.J. 479, 489, 491 (2018); mit Bedenken Zetzsche, in Gebauer/Teichmann, EnzEuR, Band 6, Teil C, § 7 Rn. 51: könnte korrektes Preisniveau erzeugen.

kann.<sup>442</sup> Ökonomisch sinnvolle Investitionen können nicht mehr richtig identifiziert werden und das Investitionskapital fließt nicht in die rentabelsten Projekte. Schon zum alten Recht wurde aus diesem Grund vertreten, das Verbot der Marktmanipulation diene der Wahrung der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung.<sup>443</sup> Dieser Legitimationsgrund besteht in der Marktmissbrauchsverordnung fort.<sup>444</sup>

## 2. Beeinträchtigung der Informationshändler

Die Informations- und Bewertungsfunktion ist – wie wir bereits bei den ökonomischen Grundlagen gelernt haben<sup>445</sup> – nur dann gewährleistet, wenn die Märkte informationseffizient sind. Damit der europäische Gesetzgeber das Ziel von effizienten Märkten erreichen kann, will er die Informationshändler, also die informierten Anleger, schützen. Informierte Anleger sind die Anleger, die durch Informationssuche und Informationseinpreisung für informationseffiziente Preise sorgen.<sup>446</sup> Die Marktmissbrauchsverordnung schafft einen „kompetitiven Markt für Informationshändler“.<sup>447</sup> Informationshändler sind damit unmittelbare Schutzadressaten der Verbotsvorschriften.

---

442 *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 27; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 22; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 38; *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 54; *Kaban*, 41 Duke L.J. 977, 1006 (1992); *Thel*, 1988 Colum. Bus. L. Rev. 359, 374 (1988); *Kyle/Viswanathan*, 98 Am. Econ. Rev. 274, 275 (2008); *Ledgerwood/Carpenter*, 8 Rev. L. & Econ. 253, 282 (2012); *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 488, 491 (2018); *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. 669, 673 (1984): „Fraud reduces allocative efficiency.“

443 BGH v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90 = NJW 2012, 1800 Rn. 24 (IKB); ausführlich *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 96, 112; zu § 88 BörsG a. F. RegE Begr. zum 2. WiKG BT-Drucks. 10/318, S. 45.

444 *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 33; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 435; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 23; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrecht, Art. 15 Rn. 12; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 6; *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 5; *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt, WirtschaftsStrafR-HdB, Kap. 11 Rn. 3; *Carstens*, Marktmanipulation und zivilrechtliche Haftung, S. 66, 111 f.; *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157, 165; *Merkt*, ZBB 2021, 162, 165.

445 Oben § 4 B. III. 1. (S. 41 ff.).

446 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

447 *Klöhn*, in Klöhn, vor Art. 7 Rn. 39; *Klöhn*, AG 2016, 423, 424; *Mattig*, Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht, S. 85 ff., 353 f. und passim (Wettbewerb im Sekundärmarkt); darstellend *Weber*, in FS Windbichler, 2021,

Manipulative Praktiken entfernen den Kurs vom Fundamentalwert.<sup>448</sup> Ist der Börsenkurs einige Zeit vom Fundamentalwert entfernt, könnten – wie wir ebenfalls bereits bei den ökonomischen Grundlagen gelernt haben<sup>449</sup> – die Informationshändler gezwungen sein, ihre Positionen zu ungünstigen Kursen aufzulösen. Informationshändler erleiden dann Verluste. Sind die Verluste zu hoch, sehen diese Akteure von einem weiteren Handel ab. Das beeinträchtigt die Informationseffizienz, weil weniger Liquidität im Markt dazu führt, dass weniger Informationen in den Kurs eingehen.<sup>450</sup> Selbst wenn man davon ausgeht, die Informationshändler könnten die Manipulation als „noise“ erkennen und entsprechend gegenteilig handeln, verursacht die Marktmanipulation in jedem Fall höhere Suchkosten bei den Informationshändlern und wirkt deshalb nachteilig für diese Gruppe von Anlegern.<sup>451</sup> Durch ein Marktmanipulationsverbot werden Suchkosten verringert und ein (verbesserter) Marktzugang für Informationshändler geschaffen.<sup>452</sup> Dies fördert wiederum den kompetitiven Markt für Informationshändler, weil mehr Wettbewerb bei der Informationssuche herrscht.

Dass andere Marktakteure als die informierten Anleger von Marktmanipulation nur am Rande – also bloß mittelbar – betroffen sind, zeigen folgende Überlegungen: Liquiditätshändler, also jene die rational uninformiert bleiben,<sup>453</sup> stehen einer Marktmanipulation unter Funktionsschutzgesichtspunkten offen gegenüber. Stehen sie auf der richtigen Seite, profitieren sie davon (verkaufen, wenn der Kurs hoch manipuliert wurde; kaufen, wenn der Kurs runter manipuliert wurde). Stehen sie auf der falschen Seite, verlieren sie (verkaufen, wenn der Kurs niedrig ist; kaufen, wenn der Kurs hoch ist). Ist die Wahrscheinlichkeit gleich hoch, auf der einen oder auf der anderen Seite zu stehen, stehen die Liquiditätshändler einer Marktmanipulation gleichgültig gegenüber.<sup>454</sup>

---

S. 1147, 1156 f. mit Kritik auf S. 1160; ferner allgemein *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 714, 739, 743 (2006).

448 Zum Fundamentalwert oben § 4 B. III. 2. (S. 45 f.).

449 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

450 Oben § 4 B. III. 4. (S. 46 ff.).

451 *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 742 (2006); *Ledgerwood/Carpenter*, 8 Rev. L. & Econ. 253, 282 (2012); *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 544 (2018); *Klöhn*, ZHR 177 (2013), 349, 374 f.

452 *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 743 (2006).

453 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

454 *Klöhn*, ZHR 177 (2013), 349, 374; zu dieser Indifferenz s. auch *Kaban*, 41 Duke L.J. 977, 1018 f. (1992); *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 184.

Die wohlfahrtsschädigenden Kosten, die durch die Marktmanipulation anfallen, werden allerdings von allen Anlegern, also auch den Liquiditätshändlern,<sup>455</sup> getragen.<sup>456</sup> Dass alle Anleger betroffen sind, liegt an dem Umstand, dass Marktmanipulation sich vorwiegend negativ auf die Liquidität auswirkt.<sup>457</sup> Erhöht sich die Geld-Brief-Spanne einer Aktie, so steigen – wie bei den ökonomischen Grundlagen gezeigt<sup>458</sup> – die Transaktionskosten. Verteuert sich der Handel durch höhere Transaktionskosten, verringert sich die Bereitschaft, zu handeln. Das hat zur Folge, dass die Liquidität noch weiter abnimmt und Anleger den Markt verlassen könnten, weil eine Anlage für sie unattraktiv wird.<sup>459</sup> Das beeinträchtigt wiederum die Informationseffizienz, weil weniger Informationen eingepreist werden, und erhöht zugleich die Manipulationsanfälligkeit.

### 3. Vertrauensstärkung

Im Zusammenhang mit diesen Erwägungen muss auch die vertrauensstärkende Wirkung eines Marktmanipulationsverbotes betrachtet werden. Sowohl der EuGH<sup>460</sup> als auch die Literatur<sup>461</sup> bescheinigen dem Verbot der

---

455 Klöhn, ZHR 177 (2013), 349, 374; Kahan, 41 Duke L.J. 977, 1018 f. (1992); ebenso beim Insiderhandel Beneke/Thelen, BKR 2017, 12, 18.

456 Armour et al., Principles of Financial Regulation, S. 184, 192; Schmolke, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 28; ähnlich Vogel, in Assmann/Schneider, Vor § 20a Rn. 40: Schäden als überindividueller Effekt.

457 Vgl. Armour et al., Principles of Financial Regulation, S. 184; Avgouleas, Regulation of Market Abuse, S. 212 f.; Harris, Trading and Exchanges, S. 259; Schmolke, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 26; zu den negativen Auswirkungen auf Liquidität und Volatilität s. auch Aggarwal/Wu, 79 J. Bus. 1915, 1940 ff. (2006); Kyle/Viswanathan, 98 Am. Econ. Rev. 274, 275 (2008); Ledgerwood/Carpenter, 8 Rev. L. & Econ. 253, 282 (2012).

458 Oben § 4 B. III. 4. (S. 46 ff.).

459 Vgl. Kahan, 41 Duke L.J. 977, 1019 (1992); Ledgerwood/Carpenter, 8 Rev. L. & Econ. 253, 282 (2012); Schmolke, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 26; Mock, in KK-WpHG, § 20a Rn. 17.

460 EuGH v. 7.7.2011 – Rs. C-445/09, IMC Securities, Slg. 2011, I-5917 = NZG 2011, 951 Rn. 27; zuvor zum Insiderrecht EuGH v. 23.12.2009 – Rs. C-45/08, Spector Photo Group, Slg. 2009, I-12073 = BKR 2010, 65 Rn. 47.

461 Statt vieler Teigelack, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 12 Rn. 3; Müllbert, in Assmann/Schneider/Müllbert, Art. 12 MAR Rn. 23 mit ökonomischen und empirischen Nachweisen; zu einer Studie, die durch die Einführung der Marktmissbrauchsrichtlinie weniger Marktmanipulation bescheinigt, vgl. Shabzad/Mertens, 28 J. Int. Financ. Manag. Account. 27, 30 (2017).

Marktmanipulation eine vertrauensstärkende Wirkung. Das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist zugleich notwendige Bedingung für funktionsfähige Märkte.<sup>462</sup> Verlieren die Anleger das Vertrauen in die Integrität der Finanzmärkte, kann es zu einem Marktversagen kommen. Nach *Akerlofs* Modell des „Market for Lemons“<sup>463</sup> folgt ein Prozess der Negativauslese (adverse selection) und die Marktteilnehmer verlangen Risikoabschläge bzw. Risikoaufschläge, die sich im Aktienkurs widerspiegeln.<sup>464</sup> Diejenigen Marktteilnehmer, die dieses Risiko nicht mehr tragen wollen, verlassen den Markt. Verlassen zu viele handelsbereite Anleger aufgrund des Vertrauensverlustes den Markt, sinkt die Liquidität. Nimmt die Liquidität ab, steigen die Transaktionskosten und der Handel verteuert sich für die übrig gebliebenen Anleger. Illiquide Märkte sind unattraktiv für die Anlegerschaft.

## II. Anlegerschutz

Ausweislich des Art. 1 MAR dient das Verbot der Marktmanipulation auch dem Anlegerschutz. Nach wohl herrschender Lehre schützen die kapitalmarktrechtlichen Marktverhaltensvorschriften die Anleger nicht um ihrer selbst willen, sondern zur Gewährleistung des Funktionsschutzes.<sup>465</sup>

---

462 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 12 Rn. 3; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 12 MAR Rn. 67; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 436; *Carstens*, Marktmanipulation und zivilrechtliche Haftung, S. 62 f., 74, 136, 220 f.; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 180 f.; *Gehrmann*, WM 2016, 542; *Bachmann*, ZHR 170 (2006), 144, 169; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 173; *Wendrich*, ZJS 2013, 238, 248; RegE Begr. zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz BT-Drucks. 12/6679, S. 33. Allgemein zu den Zusammenhängen *Beckemper*, ZIS 2011, 318 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, ZfPW 2016, 1, 23 ff.; *Grundmann*, in FS Windbichler, 2020, S. 67 ff.

463 *Akerlof*, 84 Q. J. Econ. 488 (1970).

464 Vgl. im hiesigen Kontext das Modell aufgreifend etwa *Teigelack*, in Veil, European Capital Markets Law, § 15 Rn. 2; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 39; *Fleischer*, in Fuchs, vor § 20a Rn. 9; *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 15; *Waschkeit*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt, S. 90; *Papachristou*, Strafrechtliche Behandlung von Marktmanipulation, S. 89; *Trüstedt*, Verbot von Börsenkursmanipulation, S. 66.

465 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 24; *Oulds*, in Kümpe/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 11.51; *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 34; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 39; *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 55; *Caspari*, NZG 2005, 98 ff.; zuvor schon *Assmann*, ZBB 1989, 49, 56; a. A. gleichrangig *Zetzsche*, in Gebauer/Teichmann,

Der Anlegerschutz nimmt diesem Verständnis nach keine dem Funktionsschutz übergeordnete Rolle ein, sondern besteht um des Funktionsschutzes willen. Die Literatur begründet die dienende Funktion des Anlegerschutzes damit, dass ein hohes Anlegerschutzniveau ein taugliches Mittel zur Steigerung des Vertrauens einzelner Anleger und auch der Anlegergesamtheit sein kann. Ein hohes Anlegerschutzniveau führe zur Steigerung der Allokationseffizienz.<sup>466</sup> Zugleich ist ein effizienter und transparenter Markt ein Mittel zur Beförderung des Anlegerschutzes. Sind die Aktienpreise informationseffizient und erfüllt der Preis damit seine Informations- und Bewertungsfunktion, können sich alle Anleger darauf einigen, diesen Preis zur Grundlage ihrer Anlageentscheidung zu machen.<sup>467</sup> Handeln nun Anleger zu diesem effizienten Preis, nehmen sie alle kursrelevanten Informationen wahr. Sie sind preisgeschützt.<sup>468</sup>

### III. Erste Erkenntnisse für die Abgrenzung von erlaubten und nicht erlaubten Verhaltensweisen

Anhand der negativen ökonomischen Auswirkungen von manipulativen Handlungen auf den Preisbildungsprozess kann der Rechtsanwender eine erste Erkenntnis für die Abgrenzung von erlaubten und nicht erlaubten Praktiken gewinnen:<sup>469</sup> Wünschenswert sind solche Praktiken, die den Kurs an den Fundamentalwert annähern, denn dann kann die Informations- und Bewertungsfunktion richtige Anreize zur Kapitalallokation setzen. In jedem Fall müssen Geschäfte mit falschem oder irreführendem Charakter dem Tatbestand des Art. 12 MAR unterworfen werden. Diese Geschäfte beeinträchtigen die Informations- und Bewertungsfunktion eines Kurses.

---

EnzEuR, Band 6, Teil C, § 7 Rn. 6; zustimmend *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 15 MAR Rn. 12; ferner *Schütt*, MAR und Individualschutz, S. 122; unklar *Carstens*, Marktmanipulation und zivilrechtliche Haftung, S. 73; Nebenziel; grundlegend zum Verhältnis *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 51 f., 334 ff.

466 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 24.

467 Dazu auch *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 182.

468 Allgemein *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. 669, 694 (1984); gleichsinnig mit Bezug zur MAD *Klöhn*, ZHR 177 (2013), 349, 358, 383.

469 Vgl. *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 40 f.