Mannheimer Schriften zum Unternehmensrecht 61
Herausgegeben vom Institut für Unternehmensrecht
der Universität Mannheim (IURUM)

Marcel Vollmerhausen

Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern

Eine rechtsökonomische Untersuchung
der kapitalmarktrechtlichen Zusammenhänge
eines neuen Phänomens

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Mannheimer Schriften zum Unternehmensrecht

Herausgegeben vom Institut für Unternehmensrecht der Universität Mannheim (IURUM)

Band 61

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Marcel Vollmerhausen

Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern

Eine rechtsökonomische Untersuchung der kapitalmarktrechtlichen Zusammenhänge eines neuen Phänomens

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

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 lizensiert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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*

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§ 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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§ 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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Kapitel: Einführung

§ 1 Problemaufriss

Als eine der drei Säulen des Marktmissbrauchsrechts steht das Verbot der Marktmanipulation neben dem Verbot von Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen.[1] Gleichwohl hinkt das Verbot der Marktmanipulation sowohl in der ökonomischen Betrachtung[2] als auch in der juristischen Diskussion dem Insiderrecht hinterher. Rechtsprechung[3] und Literatur[4] behandeln das Recht der Marktmanipulation weitaus weniger umfangreich als das Insiderrecht. Dies ist mit Sicherheit auch einer untergeordneten Bedeutung in der Verwaltungspraxis geschuldet. Zwar kann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als zuständige Aufsichtsbehörde eine stetig steigende Anzahl von Untersuchungen vermelden;[5] jedoch steht die Zahl der Untersuchungen in einem Missverhältnis zu Verurteilungen oder rechtskräftigen Bußgeldern.[6] Die BaFin führt die geringe Verurteilungswahrscheinlichkeit auf den teilweise nur sehr schwer zu führenden Nachweis der Tat zurück.[7]

Das Schattendasein des Verbotes der Marktmanipulation hat auch einen historischen Grund. Der europäische Gesetzgeber ist im Vergleich zum

---

1 Vgl. Erwägungsgrund 7 Satz 1 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173/1 vom 12. Juni 2014.

2 Die ökonomische Theoriebildung sei im Bereich der Marktmanipulation weniger ausdifferenziert als im Bereich der Insiderverbote, so *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 434; insbesondere aus *ex ante*-Sicht sei kaum etwas bekannt, so *Putniņš*, 26 J. Econ. Surv. 952, 953 (2012).

3 Vgl. *Hansen*, ECFR 2017, 367, 388: „Consequently, there is very little guidance in the case law of the CJEZ on what constitutes market manipulation according to Art 12 MAR."

4 Vgl. *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 12 Rn. 1.

5 Ein Rückgang der Fallzahlen ist seit 2016 zu beobachten. Ausführlich und zur Ursachenforschung *Richter*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 39 ff.

6 BaFin, Jahresbericht 2015, S. 231 f.; dazu auch *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 12 Rn. 26.

7 BaFin, Jahresbericht 2015, S. 232.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

US-amerikanischen Gesetzgeber in Bezug auf das Marktmissbrauchsrecht erst spät regulativ tätig geworden. Die Insider-Richtlinie stammt aus dem Jahr 1989[8] und das Insiderrecht bezweckte fortan als Kernmaterie die Marktintegrität. Einheitliche europäische Regelungen zur Marktmanipulation fanden sich dagegen in dieser frühen Phase der Regulierungsvereinheitlichung nicht.[9] Das Insiderrecht hatte somit einen Startvorsprung. Für das Verbot der Marktmanipulation blieb innerhalb der Europäischen Union nur ein Flickenteppich unterschiedlicher nationaler Regelungen. Erst in einer zweiten Phase der Regulierung wurde das Thema der Marktmanipulation europäisch angegangen und fand 2003 Eingang in die Marktmissbrauchsrichtlinie.[10]

Die Entwicklungen auf europäischer Ebene blieben aber bei der Marktmissbrauchsrichtlinie nicht stehen. Unter der Erkenntnis, dass das bisher geschaffene Marktmissbrauchsrecht wenig harmonisiert und abschreckend war und in den Jahren 2007/08 die Finanzkrise ausbrach, sollte eine von der Europäischen Kommission eingesetzte High-Level-Group unter dem Vorsitz des ehemaligen französischen Zentralbankchefs *Jacques de Larosière* das Kapitalmarktrecht reformieren.[11] Die Reformierung sollte durch die Ausweitung der Aufsichtsbefugnisse und die strengere Ausgestaltung des verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionsregimes gewährleistet werden. Gewählt werden sollte nun das Mittel der Verordnung, um den Harmonisierungsgrad zu steigern.[12] Damit war die Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation – MAR) geboren, die seit dem 3. Juli 2016 anzuwenden ist. Für das Sanktionsregime hat der europäische Gesetzgeber neben der Marktmissbrauchsverordnung eine Richtlinie über strafrechtli-

8 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EWG Nr. L 334/30 vom 18. November 1989. Die Umsetzung erfolgte zusammen mit anderen Rechtsakten durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz vom 26. Juli 1994, BGBl. I S. 1749 in das zum 1. Januar 1995 neu geschaffene Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

9 Vgl. *Gerner-Beuerle*, in Lehmann/Kumpan, Art. 12 MAR Rn. 2; *Wilhelmi*, JZ 2014, 693, 695.

10 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96/16 vom 12. April 2003. Fortan als MAD bezeichnet.

11 The High-Level-Group on Financial Supervision in the EU, Report, Brussels, 25 February 2009 (*de Larosière*-Bericht); dazu *Veil*, ZGR 2014, 544, 550 f.

12 Vgl. Erwägungsgründe 4 und 5 MAR; ferner zur Verordnungsgesetzgebung als Strategie *Veil*, ZGR 2014, 544, 564 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

che Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD)[13] erlassen. Das Ergebnis dieser Reform soll ein „Single Rulebook on Market Abuse" sein[14] und die Marktmissbrauchsverordnung mit ihrer binnenmarktspezifischen Zielsetzung einen Schritt zur Kapitalmarktunion darstellen.

Mit Blick auf das Verbot der Marktmanipulation begegnet dem Rechtsanwender eine ungewöhnliche Regelungsstruktur, die zahlreiche systematische Fragen aufwirft. Zunächst findet sich in Art. 15 MAR das Verbot der Marktmanipulation mit dem schlichten Normtext: „Marktmanipulation und der Versuch hierzu sind verboten." Was nun Marktmanipulation ist, regelt Art. 12 MAR. Anstatt eine umfassende Definition des Begriffs der Marktmanipulation zu liefern, sind in Art. 12 Abs. 1 MAR vier Tatbestände festgeschrieben, die Verhaltensweisen beschreiben, die eine Marktmanipulation darstellen. Die Tatbestände in Art. 12 Abs. 1 lit. a bis lit. d MAR lassen sich als Basistatbestände umschreiben.[15] Eine eingehende Systematisierung wird dadurch erschwert, dass der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR offen formuliert ist und sich die verschiedenen Basistatbestände stark überschneiden, wodurch eine trennscharfe Abgrenzung auf den ersten Blick unmöglich scheint. Der Unionsgesetzgeber hat den Tatbestand bewusst weit und offen gefasst, um möglichen Umgehungspraktiken vorzubeugen und um auf technische Neuerungen reagieren zu können.[16] Besondere Probleme bereiten die generalklauselartigen Formulierungen in den Tatbeständen des Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR. Dass die Offenheit des Tatbestandes zu Lasten von Systematik geht, braucht nicht näher nachgewiesen werden. Ziel dieser Arbeit ist es demzufolge, die Tatbestände – mit Blick auf die hiesige Fragestellung – systematisch anhand ökonomischer Erwägungen zu ordnen und zu strukturieren. Im Vordergrund steht die konzeptionelle Durchdringung und Strukturierung des Verbotes der Marktmanipulation.[17] Ziel muss es sein, manipulative von rechtmäßigen Handlungen rechtssicher abgrenzen zu können.

Eine rasante Entwicklung erfährt das Verbot der Marktmanipulation durch eine neue Form des Aktivismus. Angesprochen sind hier aktivisti-

13 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173/179 vom 12. Juni 2014; dazu *Kudlich*, AG 2016, 459 ff.; zum Entwurf *Kert*, NZWiSt 2013, 252 ff.

14 Vgl. Erwägungsgrund 3 Satz 3 MAR; allgemein zum Ziel des „Single Rulebook" *von der Linden*, DStR 2016, 1036; *Veil*, ZGR 2014, 544, 601 ff.

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

16 Vgl. Erwägungsgrund 38 MAR.

17 Ebenso *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 434.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sche Leerverkäufer, welche mit ihrer Vorgehensweise ein seit geraumer Zeit „aus London und den USA in den deutschen Kapitalmarkt hineindiffundierende[s] Phänomen“[18] darstellen. Um einen besseren Einblick in dieses Thema zu gewinnen, ist an dieser Stelle das Vorgehen – besser das Geschäftsmodell – der Short Seller zu beschreiben:

In einem ersten Schritt geht ein Hedgefonds eine Leerverkaufsposition in Aktien des Zielunternehmens ein. Dabei verkauft er Aktien, die nicht in seinem Eigentum stehen. Zuvor hat er ein Zielunternehmen „ins Visier genommen“ und mit seinen Analysten aufgrund öffentlicher Informationen einen sog. Research Report erarbeitet. Nachdem die Leerverkaufsposition eingegangen wurde, wird in einem zweiten Schritt der Research Report über das Internet verbreitet und so an die Öffentlichkeit gebracht. Dieser Schritt verleiht den Leerverkäufern das Attribut „aktivistisch“. Die veröffentlichten Berichte greifen überwiegend Corporate Governance-Themen auf. Darin werfen die Leerverkäufer den Zielunternehmen beispielsweise Unregelmäßigkeiten bei der Rechnungslegung vor oder behaupten, unbekannte Risiken in ihrem Geschäftsfeld[19] gefunden zu haben. Nachdem der Aktienkurs des Zielunternehmens gefallen ist, deckt sich in einem dritten Schritt der Leerverkäufer mit Aktien des Zielunternehmens ein und stellt seine Position glatt. Der Profit kommt dadurch zustande, dass der Leerverkauf in Erwartung fallender Kurse getätigt wurde und die Aktien, die zuvor zum höheren Preis veräußert wurden, zum späteren Zeitpunkt nach der Attacke günstiger erworben werden. Die Gewinnrealisierung kann sehr kurzfristig sein und beträgt in manchen Fällen nur wenige Stunden.[20] Dieses Vorgehen wird im Fachjargon als „Trash and Cash“ oder „Short and Distort“[21] bezeichnet.

Die aktivistischen Leerverkäufer sorgen für reichlich Furore bei den betroffenen Unternehmen und in den Medien. *Voß* sieht in den Short-Sel-

18 *Krämer*, in FS Hopt, 2020, S. 585 Fn. 2.

19 Vgl. zur Risikoanalyse eines Geschäftsmodells *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1355.

20 *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 320; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 51; *Weiner/Weber/Hsu*, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017, S. 1; *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 2011 (2016) berechnen einen Gewinn von 241.000 $ pro eingesetzter 1.000.000 $.

21 Dieser Begriff findet sich vorwiegend in der US-amerikanischen Diskussion wieder, s. etwa *Mitts*, Short and Distort, Working Paper, 13 February 2020; *Weiner/Weber/Hsu*, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017, S. 1; ebenso Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 5.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ling-Attacken „die aufsehenerregendsten Schlagzeilen der Wirtschaftstagespresse in jüngster Zeit“[22]. Die Praxisrelevanz dieses Themas ist enorm. Deshalb ist es auch nicht verwunderlich, dass sich die deutsche Rechtswissenschaft diesem Thema mit besonderem Interesse nähert.[23] Das Aufkommen der Leerverkaufsattacken hat zu einer lebhaften Diskussion über deren rechtliche Zulässigkeit geführt. Dabei steht – man mag fast *endlich* sagen – das Verbot der Marktmanipulation nach Artt. 12, 15 MAR im Blickpunkt der juristischen Diskussion. Die Leerverkaufsattacken werden zum Lackmustest des Manipulationstatbestandes. Sie stehen in einem Spannungsverhältnis, das es anhand rechtsökonomischer Überlegungen aufzulösen gilt. Die Grenze zwischen wertvollen negativen Informationen und Marktmanipulation ist fließend. Es gilt, diejenigen Leerverkaufsangriffe herauszufiltern, die durch ihre falschen oder irreführenden Informationen die Markteffizienz verfälschen, ohne diejenigen Attacken zu beschränken, die wertvolle Informationsarbeit leisten.[24] Sind nämlich die Anschuldigungen zutreffend, können die aktivistischen Leerverkäufer bei der Sanktionierung schlechter Corporate Governance helfen.[25] Vor diesem Hintergrund erscheint es prinzipiell gerechtfertigt, wenn die Leerverkäufer ihren Informationsvorsprung in einen Gewinn umwandeln können.[26]

Die Leerverkaufsattacken bringen grundlegende Fragen mit sich, die mit dem Verbot der Marktmanipulation verbunden sind. Für die Leerverkaufsattacken lassen sich vier Untersuchungsgegenstände herausarbeiten, an denen sich das Verbot der Marktmanipulation beweisen muss:

---

22 *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 716.

23 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517 ff.; *Kocher*, DB 2016, 2887 ff.; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 55 ff.; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55 ff.; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105 ff.; *Möllers*, NZG 2018, 649 ff.; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131 ff.; *Wentz*, WM 2019, 196 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313 ff.; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307 ff.; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754 ff.; *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 664 ff.; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 716 f., 745 ff.; *Schmolke*, ZGR 2020, 291 ff.; *Brellochs*, ZGR 2020, 319 ff.; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349 ff.; *Commandeur*, AG 2020, 575 ff.; *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486 ff.; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697 ff.; *Piepenburg/Schwarz*, BKR 2021, 760, 761 f.; *Link*, ZGR 2021, 904, 925 ff.; monografisch *Frömel*, Short-Seller-Attacken, 2020 und aus Österreich *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 210 ff., insbes. S. 248 ff.

24 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 297 f.; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 30; ferner *Coffee*, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020.

25 *Wentz*, WM 2019, 196, 197 f.; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 308.

26 *Möllers*, 53 Int'l Law 91, 96 (2020); zum Belohnungseffekt bei Spekulation s. *Klöhn*, Spekulation, S. 73.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Als erster Untersuchungsgegenstand kommt die Leerverkaufs*transaktion* in Betracht. Nicht nur die ökonomische Bewertung von Leerverkäufen ist ambivalent, sondern auch deren rechtliche Bewertung im Marktmissbrauchsrecht. Die getätigten Leerverkäufe stellen eine Transaktion dar, die sich nach außen hin nicht von einer gewöhnlichen Verkaufstransaktion unterscheidet. Die Eigenschaft eines Leerverkaufs als effektives Geschäft macht es schwierig, Leerverkäufe unter den Manipulationstatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR zu fassen.

Als zweiter Untersuchungsgegenstand ist in den Blick zu nehmen, wann eine Informationsverbreitung der Leerverkäufer durch die Research Reports falsch oder irreführend im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR ist. Einzelheiten zum Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR sind für die Leerverkaufsszenarien noch weitgehend ungeklärt.[27] Weder die Marktmissbrauchsverordnung noch die nachfolgenden Rechtsakte sagen, wann Informationen falsch oder irreführend sind.[28] Dies stellt die Aufsichtspraxis vor große Herausforderungen. Ziel ist es, Fallgruppen zu benennen, wann die Research Reports falsch oder irreführend sind.

Untersucht man die Leerverkaufsattacken anhand des Verbotes der Marktmanipulation, trifft man drittens auf das Problem, ob der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR auch durch das Unterlassen einer Handlung verwirklicht werden kann. Eine Rechtspflicht zur Veröffentlichung von Informationen kann sich bei einer Leerverkaufsattacke aus der Offenlegungspflicht des Art. 6 Abs. 1 Leerverkaufsverordnung (LVVO)[29] ergeben. Danach müssen Netto-Leerverkaufspositionen ab einer Schwelle von 0,5 % am emittierten Aktienkapital im Bundesanzeiger veröffentlicht werden. Wird dagegen verstoßen, könnte zugleich eine verbotene Marktmanipulation vorliegen.

Als vierter Untersuchungsgegenstand knüpft die Arbeit an die Nichtoffenlegung des Interessenkonfliktes an, der durch die Eingehung der Leerverkaufsposition und der anschließenden negativen Empfehlung resultiert. Der europäische Gesetzgeber adressiert dieses Verhalten in Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR (sog. Scalping). Insbesondere stellt sich hier die Frage, welche inhaltlichen Anforderungen an die Offenlegung eines Interessenkonfliktes zu stellen sind und ob die Leerverkäufer diese Anforderungen einhalten.

---

27 *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892.

28 *Möllers*, NZG 2018, 649, 651.

29 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU Nr. L 86/1 vom 24. März 2012.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Diese Arbeit begrenzt die Fragestellung nach der Zulässigkeit einer Leerverkaufsattacke bewusst auf den Verbotstatbestand der Marktmanipulation. Vor diesem Hintergrund werden Fragen zum Insiderrecht und zu möglichen Schadensersatzansprüchen der Aktionäre und der betroffenen Unternehmen ausgeblendet.[30] Jedoch werden die hier gefundenen Lösungen auch Bedeutung für die anderen Rechtsfragen haben. Mit Blick auf das Insiderrecht wird in der Literatur formuliert, dass es kaum plausibel wäre, wenn die Marktmissbrauchsverordnung ein Verhalten unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation ausdrücklich und nur unter zusätzlichen Voraussetzungen für unzulässig erkläre, welches unter dem Gesichtspunkt des Insiderrechts ohnehin verboten sei.[31]

§ 2 Fallbeispiele

Die Beschreibung der Sachverhalte stellt einen ersten wichtigen Schritt zur rechtlichen Analyse dar, denn die Sachverhalte sind meist hoch komplex und die tatsächliche Sachlage in vielen Fällen immer noch nicht endgültig aufgeklärt. Vor diesem Hintergrund werden die in Deutschland bekannt gewordenen Leerverkaufsangriffe chronologisch dargestellt:

I. Ein Blick zurück in die Jahre 2002 und 2003 lässt erahnen, dass das hier zu untersuchende Geschäftsmodell vielleicht gar nicht so neu ist. Der berühmte Hedgefonds-Manager *Florian Homm*, der als „ungekrönte[r] Meister der Short-Attacke“[32] bezeichnet wird, veranlasste in diesem Zeitraum zwei Attacken auf die Unternehmen WCM, eine schweizerische Beteiligungsgesellschaft, und den Autovermieter Sixt.[33] Im Fall des Autovermieters Sixt wurde über angebliche Bilanzrisiken berichtet. In beiden Fällen wurden die Verfahren durch Zahlung von Geldbußen beendet.

II. Der Fall Wirecard hat eine besondere Bedeutung im Rahmen der Leerverkaufsattacken. Gesprochen wird in der Literatur von einem der

30 Vgl. zur Insiderproblematik in diesem Zusammenhang *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 57 f.; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 313 ff.; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 235–248; zur zivilrechtlichen Haftung vgl. *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 519 ff.; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1351 ff.; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 703 ff.; ausführlich *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 288 ff. (für Aktionäre) und S. 303 ff. (für Zielgesellschaften).

31 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 315.

32 So *Müncher*, Short-Attacken, Going Public, Heft 7/2019, S. 27.

33 Vgl. dazu *Seibt*, ZGR 2006, 501, 535 f.; *Richter*, Leistung von Aktienanalysten, S. 21 ff. (zum Fall WCM); BaFin, Jahresbericht 2004, S. 196 (zum Fall Sixt).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

„wichtigsten *causes célèbres* des Wertpapierhandelsrechts zur Stunde".[34] Erste Schlagzeilen machte der Bericht von Zatarra Research & Investigations LLC im Februar 2016.[35] Der rund 100 Seiten starke Bericht warf dem bayrischen Zahlungsdienstleister Wirecard AG, damals noch ein TecDAX-Unternehmen, Geldwäschestraftaten und die Umgehung von Glücksspielvorschriften vor. Daraus folge – so der Bericht – die baldige Kündigung wichtiger Verträge mit Vertragspartnern wie Visa und Mastercard. Wirecard sei wertlos (Kursziel 0 €), lautete das Ergebnis dieses Berichtes.[36] Der Bericht vernichtete einen Börsenwert von rund 1 Milliarde € innerhalb einer Stunde (in der Spitze lag der Kursverlust bei -25 %). Offiziell waren keine Netto-Leerverkaufspositionen nach der Leerverkaufsverordnung gemeldet. Vermutet wurden jedoch Positionen im zweistelligen Prozentbereich.[37] Der Bericht war professional gestaltet und deshalb ist zu vermuten, dass Leerverkäufer den Bericht finanziert haben.[38] Im Mai 2016 erstattete die BaFin Strafanzeige bei der Staatsanwaltschaft München wegen Marktmanipulation gegen den mutmaßlichen Ersteller des Berichtes. Die Staatsanwaltschaft München beantragte sodann gegen den Beschuldigten einen Strafbefehl wegen verbotener Marktmanipulation.[39] Im Mai 2020 kam die Nachrichtenmeldung, dass das Verfahren – vor dem Hintergrund der

34 *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 717. Nachgebildet ist der Fall bei *Leuschner/Sajnovits/Wilhelm*, Fälle zum Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Fall 13. Leerverkaufs-Attacke.

35 Dazu *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 518; *Hasselbach/Peters*, BB 2017, 1347, 1351; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1; *Voß*, RDi 2020, 11 Rn. 31; zu anderen Vorfällen rund um Wirecard s. *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 214 f. Zu diesem Zeitpunkt war die Marktmissbrauchsverordnung noch nicht anwendbar, vgl. Art. 39 Abs. 2 MAR. Die Ausführungen zu diesem Fall sind aber auch für das alte Recht gültig.

36 Vgl. *Müncher*, Short-Attacken, Going Public, Heft 7/2019, S. 24; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1350.

37 *Müncher*, Short-Attacken, Going Public, Heft 7/2019, S. 24.

38 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 518; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 295 dort in Fn. 22 („bloßes Vehikel"); *Voß*, RDi 2020, 11 Rn. 31 Fn. 64. Der Bericht ist mittlerweile wieder über die Internetseite von Viceroy Research verfügbar (https://viceroyresearch.org/wp-content/uploads/2020/07/final-main-report-zatarra-edited-3.pdf); *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1 verweisen in Fn. 12 auf den Link www.heibel-ticker.de/downloads/FINALMainreportZatarra.pdf.

39 BaFin, Jahresbericht 2018, S. 135; ferner *Hasselbach/Peters*, BB 2017, 1347, 1350.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sogleich erläuterten Entwicklungen – als minder schwerer Fall eingestellt werden soll.[40]

Neben Zatarra spielte in der Sache Wirecard die britische Wirtschaftszeitung Financial Times eine wichtige Rolle.[41] Mit der Artikel-Serie „House of Wirecard", eine Anspielung auf die Netflix Serie „House of Cards" und den Umstand, dass Wirecard wie ein Kartenhaus zusammenfallen werde, konfrontierten die Journalisten *Dan McCrum* und *Stefania Palma* Wirecard mit schweren Vorwürfen.[42] Die Zeitungsberichte Anfang 2019 hatten im Kern Vorwürfe der Bilanzfälschung zum Gegenstand. Da die Kurseinbrüche der Wirecard-Aktie nach den Berichten in der Financial Times teilweise erheblich waren und die Leerverkaufsaktivitäten zunahmen, sah sich die BaFin zum Handeln veranlasst und verhängte am 18. Februar 2019 ein (umstrittenes)[43] Verbot von Leerverkäufen in Aktien der Wirecard AG per Allgemeinverfügung.[44] Die Begründung der BaFin ließ aufhorchen, weil sie auf die Verunsicherung des Marktes abstellte.

Darüber hinaus kamen Gerüchte auf, dass der Verfasser der Artikel – *McCrum* – im Zusammenspiel mit Leerverkäufern von den Kursverlusten profitierte. Vor diesem Hintergrund hatte die BaFin auch bei unterstellter Richtigkeit der Berichterstattung den Sachverhalt zu untersuchen.[45] Die BaFin gab den Fall schließlich an die Staatsanwaltschaft München ab.[46]

---

40 *N. N.*, Justiz will Strafverfahren gegen Wirecard-Kritiker einstellen, Reuters vom 11. Mai 2020 (unter https://de.reuters.com/article/deutschland-wirecard-idDEKBN22N1NG abrufbar).

41 Dazu ausführlich *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 313–315; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1350 f.; *Böschen/Schwarzer*, Einsturzgefahr, Manager Magazin, Heft 12/2019, S. 38 ff.

42 Der erste Artikel geht bereits auf das Jahr 2015 zurück. Alle wichtigen Artikel dazu sind unter https://www.ft.com/content/47f13654-1ebc-4c4c-903a-55cafa453eb8 abrufbar.

43 Zur Kritik *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 318 ff.; *Sieder*, ZBB 2019, 179, 186 ff.; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 746 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2021, 149 ff.

44 BaFin, Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot der Begründung und der Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien der Wirecard AG (Gz. WA 25-Wp 5700-2019/0002).

45 *Voß*, RDi 2020, 11 Rn. 26 und in Rn. 27 mit der Aussage, dass die BaFin „nach Aktenlage ihre guten Gründe gehabt [habe]" und dass die Untersuchung wegen Insiderhandels noch laufe.

46 *Peitsmeier*, Staatsanwaltschaft ermittelt gegen einen Financial-Times-Journalisten, FAZ Online vom 18. Februar 2019 (unter https://www.faz.net/-gv6-9jy4l abrufbar); *Böschen/Schwarzer*, Einsturzgefahr, Manager Magazin, Heft 12/2019, S. 38; s. auch *Voß*, RDi 2020, 11 Rn. 25; *Klöhn*, ZIP 2021, 381, 383.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bestätigt werden konnten die Anschuldigungen gegen den Journalisten nicht. Ganz im Gegenteil sollten sich die Vorwürfe in der Financial Times bewahrheiten, nachdem Wirecard im Frühjahr 2020 eine Sonderprüfung durch die Wirtschaftsprüfer von KPMG für die Bilanzierung der Jahre 2016 bis 2018 einleitete.[47] Der forensische Prüfungsbericht erfuhr große Medienaufmerksamkeit, weil der Bericht nach Ansicht vieler Marktkenner nicht alle Zweifel beseitigen konnte.[48] Wirecard konnte Nachweise über Treuhandguthaben nicht erbringen. Der Kurs brach nach Veröffentlichung des Prüfberichtes erneut ein. Die Leerverkäufer blieben weiterhin bei Wirecard im Spiel.[49] Den Höhepunkt erreichte der Fall im Juni 2020. Nach der Verschiebung der Veröffentlichung des Finanzberichtes[50] veröffentlichte Wirecard am 18. Juni die Ad-hoc-Meldung, dass das Unternehmen rund 1,9 Milliarden € auf Treuhandkonten in Asien nicht nachweisen könne und keinen testierten Jahresabschluss vorlegen könne. Eine Woche später meldete das Unternehmen Insolvenz an. Folge der *Causa* Wirecard waren Milliardenverluste der Anleger[51] und ein enormer Reputationsschaden für den Finanzplatz Deutschland.[52] Dieser Fall zeigt eindrucksvoll, welch wichtige Rolle Leerverkäufer und Journalisten im Kapitalmarkt einnehmen können.

---

47 Chronologischer Bericht der Ereignisse bei *Storbeck*, Wirecard: the frantic final months of a fraudulent operation, FT Online, 25 August 2020 (unter https://www.ft.com/content/6a660a5f-4e8c-41d5-b129-ad5bf9782256?sharetype=blocked abrufbar); ferner BMF, Sachstandsbericht und Chronologie Wirecard, 16. Juli 2020 und ESMA, Peer Review Report, Fast Track Peer Review on the application of the Guidelines of the Enforcement of Financial Information (ESMA/2014/1293) By BaFIN And FREP in the context of Wirecard, 3 November 2020, ESMA42-111-5349, Rn. 137 ff., insbes. Rn. 154 mit Timeline.

48 Einige Erläuterungen zum KPMG-Bericht bei *Rinker*, IRZ 2020, 405 ff.

49 *Rottwilm*, So groß sind die Short-Wetten auf Wirecard wirklich, Manager Magazin Online vom 18. Mai 2020 (unter https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/wirecard-so-gross-sind-die-short-wetten-gegen-wirecard-wirklichd-a-1307132.html abrufbar).

50 Zum Konflikt der Verschiebung eines Finanzberichtes mit dem Marktmissbrauchsrecht s. *Mock*, BKR 2021, 61 ff., insbes. S. 68 f. zur Frage der Marktmanipulation seitens Wirecards.

51 Vgl. zur Frage des Insolvenzrangs der Schadensersatzansprüche etwa *Bitter/Jochum*, ZIP 2021, 653 ff.

52 Überblick über die Folgen bei *Mülbert*, ZHR 185 (2021), 2 ff. Zu Fragen staatshaftungsrechtlicher Implikationen des Wirecard-Skandals s. *Renner*, ZBB 2021, 1 ff.; zur Verantwortlichkeit der BaFin für die Bilanzkontrolle s. *Schneider*, NZG 2020, 1401 ff. gegen *Klöhn*, ZIP 2021, 381 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

III. Im Anschluss an die erste Attacke auf Wirecard traf ein anderer Angriff im April 2016[53] den Werbedienstleister Ströer SE & Co. KGaA.[54] Neben dem Zielunternehmen macht diesen Fall die Person des Leerverkäufers so interessant. Diesmal handelte es sich nämlich nicht um eine unbekannte Research-Firma, sondern um einen bekannten Marktakteur der Szene. Hinter dem Leerverkäufer Muddy Waters Research steckt der Hedgefonds-Manager *Carson Block*. Dies verheimlichte er auch nicht und trat bewusst in die Öffentlichkeit. Neben dem Bericht griff er Ströer im Bloomberg TV an. Gegenstand des Research Reports von Muddy Waters waren Vorwürfe, die an die Inhaber des Unternehmens, *Dirk Ströer* und *Udo Müller*, selbst gerichtet waren. Es wurde der Vorwurf laut, die Inhaber hätten Geschäftschancen für sich selbst und zu Lasten von Ströer genutzt und ferner gegen Meldepflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz verstoßen. Die Vorwürfe von Muddy Waters wurden in der Literatur als plausibel, aber tendenziös bezeichnet. Sie seien eine Mischung aus Tatsachen und Werturteilen.[55] Der Kurs fiel und vernichtete rund eine halbe Milliarde Euro an Börsenwert. Diesmal war eine Netto-Leerverkaufsposition im Bundesanzeiger veröffentlicht, jedoch erfolgte die Veröffentlichung zu spät.[56] Folgeattacken blieben wirkungslos. Weiter äußerte die WirtschaftsWoche Zweifel am „Finanzgebaren des Werbeflächen-Vermarkters Ströer".[57] Laut neusten Medienberichten stellte die Staatsanwaltschaft das

53 Zu diesem Zeitpunkt war die Marktmissbrauchsverordnung noch nicht anwendbar, vgl. Art. 39 Abs. 2 MAR. Die Ausführungen zu diesem Fall sind aber auch für das alte Recht gültig.

54 Bericht unter https://www.muddywatersresearch.com/research/sax/mw-is-short-stroeer/ abrufbar; *Böschen*, Hedgefonds: Was treibt die Raubritter des Kapitalismus?, Manager Magazin Online vom 7. Juli 2016 (unter https://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/hedgefonds-was-treibt-die-raubritter-des-kapitalismus-a-110-1798.html abrufbar); *Dohms/Freiberger*, Angriff auf Mittelständler – Leer verkauft, SZ Online vom 22. April 2016 (unter https://www.sz.de/1.2961802 abrufbar); *Baudzus*, Ströer und Wirecard – Mittelstand in Gefahr: Warum Hedge-Fonds deutsche Erfolgsfirmen attackieren, Focus Online vom 21. Juni 2016, berechnet einen Gewinn zwischen drei und fünf Millionen Euro (unter https://www.focus.de/finanzen/boerse/stroeer-und-wirecard-mittelstand-in-gefahr-warum-hedge-fonds-deutsche-erfolgsfirmen-attackieren_id_5526554.html abrufbar); zum Fall auch *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 216 f.; *Hasselbach/Peters*, BB 2017, 1347, 1350 f.; *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 518 f.

55 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 519; *Wentz*, WM 2019, 196, 198 Fn. 23.

56 *Hasselbach/Peters*, BB 2017, 1347, 1351; *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 519.

57 *Bergmann*, Das merkwürdige Finanzgebaren des Werbeflächen-Vermarkters Ströer, WirtschaftsWoche Online vom 26. April 2021 (unter https://www.wiwo.de/my/unternehmen/mittelstand/die-zahlendreher-das-merkwuerdige-finanzgebaren-d

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ermittlungsverfahren gegen den Leerverkäufer *Carson Block* nach fünfeinhalb Jahren ein.[58] Ein hinreichender Tatverdacht konnte nicht festgestellt werden. Die Staatsanwaltschaft begründete die lange Verfahrensdauer mit „umfangreichen Ermittlungen, die – nicht zuletzt wegen der schwierigen rechtlichen Würdigung – bedauerlicherweise längere Zeit in Anspruch genommen haben."

IV. Gotham City Research LLC nahm sich 2017 das Münchener Beteiligungsunternehmen Aurelius Equity Opportunities SE & Co. KGaA vor.[59] Der Vorwurf lautete, dass eine eingegangene Beteiligung von Aurelius an einem schwedischen Tochterunternehmen nicht existiere und die Bewertungen anderer einzelner Beteiligungen zu hoch angesetzt seien.[60] Damit sei Aurelius nur ein Bruchteil dessen wert, was der damalige Börsenkurs ausdrückte. Des Weiteren wurden Vorwürfe an den CEO laut.[61] Veröffentlicht wurde im Bundesanzeiger eine Netto-Leerverkaufsposition von 0,61 %. Die Qualität des Reports litt daran, dass sich ziemlich leicht feststellen ließ, dass das Tochterunternehmen existierte. Ein Blick in das zuständige Handelsregister genügte. Wenig später konnte das in Rede stehende Tochterunternehmen veräußert werden.

V. Im März 2018 traf eine Leerverkaufsattacke den TV-Konzern ProSiebenSat.1 Media SE.[62] Der TV-Konzern sei nur ein „Kartenhaus" und „uninvestierbar", stellte Viceroy Research in dem Bericht fest. Vorgewor-

---

es-werbeflaechen-vermarkters-stroeer/27119670.html?ticket=ST-501820-gNey-MRNbcecesXeQ4IeS-ap5 abrufbar).

58 *N. N.*, Ermittlungen wegen Marktmanipulation eingestellt, FAZ Online vom 29. Januar 2022 (unter https://zeitung.faz.net/faz/finanzen/2022-01-29/a65ed9b8609a76f61a3df4d4520-dd489/?GEPC=s5 abrufbar).

59 Zu diesem Fall: *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 217 f.; *Möllers*, NZG 2018, 649, 650; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55 f.; *Maier*, New Yorker Shortseller legt nach – Gotham-City-Gründer *Yu* plant weitere Attacken auf Sanierungsholding Aurelius, Manager Magazin Online vom 27. April 2017 (unter https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/aurelius-hedgefonds-gotham-city-plant-weitere-short-attacken-a-1145123.html abrufbar).

60 Aurelius: The Next Arques AG or the next Philip Green? vom 27. März 2017; Do Aurelius' Swedish subsidiaries exist? vom 5. April 2017; Berichte unter https://www.gothamcityresearch.com/archive abrufbar; dazu auch *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1350; *Möllers*, NZG 2018, 649, 650; *Wentz*, WM 2019, 196, 198.

61 Aurelius: Can Dirk Markus be trusted? Part I vom 27. April 2017, Bericht unter dem Link in der vorherigen Fußnote abrufbar; dazu auch *Möllers*, NZG 2018, 649, 652.

62 Bericht unter https://viceroyresearch.org/2018/03/06/prosieben-tvs-real-house-of-cards/ abrufbar; dazu *Hasselbach/Rauch*, BB 2019, 194, 198; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 221 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

fen wurden eine fragwürdige Bilanzierungspraxis, mangelnde Transparenz und eine unangemessene Dividendenpolitik. Die Aktie sei nur 7,51 € wert, was damals nur rund einem Viertel des Börsenwertes entsprach. Der Kurs brach daraufhin ein, erholte sich jedoch schnell. Hinter Viceroy Research steht der Investor *Fraser Perring*. Dieser stand – was sich später herausstellte – auch als Co-Autor hinter dem Bericht von Zatarra Research[63] und brachte mit seinen Berichten unter anderem den Möbelkonzern Steinhoff zu Fall. *Perring* beruft sich auf die Meinungsfreiheit und argumentiert, ein Leerverkauf sei nicht weniger legitim als eine Spekulation auf steigende Kurse.[64] Die BaFin gab aus Anlass der Attacke auf ProSiebenSat.1 eine Warnung wegen eines Verstoßes gegen die Anzeigepflicht für Ersteller von Anlageempfehlungen gemäß § 86 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) heraus.[65] Ferner stellte sie Strafanzeige wegen des Verdachts der Marktmanipulation.

VI. Im Januar 2020 erreichte Aurelius ein zweiter Streich. Eine Research-Firma namens Ontake Research[66] stellte einen Report online und verbreitete ihn über Twitter.[67] In dem Bericht wurden unter anderem Vorwürfe der Bilanzfälschung erhoben. Der Kurs brach daraufhin um rund 18 % ein. Vor der Attacke notierte der Kurs bei ca. 35 €. Das im Bericht genannte Kursziel von 0,04 € (!) erschien nach einer Literaturstimme unglaubwürdig.[68] Ferner würden nach dieser Stimme die Anschuldigungen an den Auftritt von Gotham City Research gegen Aurelius erinnern. Der Report wurde auf einer extra dafür errichteten Internetseite präsen-

63 Damals noch vermutet, vgl. *Hasselbach/Rauch*, BB 2019, 194, 198. Daneben spielt der Leerverkäufer *Matthew Earl* eine entscheidende Rolle im Fall Zatarra, vgl. *Slodczyk*, Matthew Earl vor Wirecard-Untersuchungsausschuss, Manager Magazin Online vom 29. Januar 2021 (unter https://www.manager-magazin.de/unternehmen/banken/wirecard-shortseller-matthew-earl-berichtet-ueber-seine-versuche-den-betrug-zu-stoppen-a-100699fc-4056-4676-bd31-46bdd3addda8 abrufbar).

64 *N. N.*, Nach Kurssturz und Dax-Abstieg – Staatsanwalt knöpft sich ProSieben-Leerverkäufer vor, Manager Magazin Online vom 3. August 2018 (unter https://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/prosiebensat-1-kurssturz-viceroy-research-ein-fall-fuer-staatsanwalt-a-1221573.html abrufbar).

65 Unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2018/meldung_180309_vice-roy_research.html abrufbar.

66 Ontake ist der Name eines japanischen Vulkans, vgl. *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 3.

67 Bericht unter https://ontakeresearch.files.wordpress.com/2020/01/ontake-report-on-aurelius.pdf abrufbar.

68 *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 5 und dort Fn. 10.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tiert, die kein Impressum enthielt. Die BaFin stellte im Anschluss einen Verstoß gegen die Tätigkeitsanzeige nach § 86 Abs. 1 WpHG fest.[69]

VII. Am 15. September 2020 traf es ein weiteres deutsches Finanzunternehmen. Der aus Baden-Baden stammende Leasingspezialist und damalige MDAX-Konzern Grenke AG wurde Angriffsziel des bekannten Leerverkäufers *Fraser Perring* mit seinem Unternehmen Viceroy Research. Die Anschuldigungen in dem 64 Seiten starken Bericht[70] erinnern an die Vorwürfe gegen Wirecard. Das Geschäftsmodell von Grenke begünstige Geldwäsche und Betrug. Zudem seien wertlose Unternehmen aufgekauft worden und zu hohe Liquiditätsbestände in der Bilanz ausgewiesen. Der Kurs fiel um bis zu 25 % nach Veröffentlichung des Berichtes.[71] Das Manager Magazin bezeichnete den Report als „aggressiv im Stil und vollgepackt mit Vorwürfen".[72] Die BaFin kündigte Ermittlungen in beide Richtungen an – also sowohl Ermittlungen wegen der Vorwürfe gegen die Grenke AG als auch wegen Marktmanipulation und Insiderhandel in Bezug auf die Leerverkaufsattacke.[73] Der Kurs erholte sich nur langsam und Grenke kündigte verschiedene Maßnahmen der Umstrukturierung an.

Zuletzt attackierte *Perring* mit seinem Vehikel Viceroy Research den Immobilienkonzern Adler Group SA.

§ 3 Gang der Untersuchung

Im Anschluss an dieses einführende Kapitel legt diese Arbeit im zweiten Kapitel die ökonomischen und tatsächlichen Grundlagen für die Bewertung einer Leerverkaufsattacke. Dazu gehört es zunächst, die ökono-

---

69 Unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2020/meldung_2020_02_04_-Ontake_Research.html abrufbar.

70 Bericht unter https://viceroyresearch.org/2020/09/15/grenke-for-your-fraud-financing-needs/ abrufbar.

71 *Hock*, Geldwäschevorwürfe – Grenke Aktie stürzt ab, FAZ Online vom 15. September 2020 (unter https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/geldwaeschevorwuerfe-grenke-aktie-stuerzt-ab-16954866.html abrufbar).

72 *N. N.*, Grenke AG: Wirecard-Jäger Fraser Perring wettet nun gegen MDax-Konzern, Manager Magazin Online vom 15. September 2020 (unter https://www.manager-magazin.de/unternehmen/wirecard-jaeger-fraser-perring-wettet-nun-gegen-mdax-konzern-grenke-a-3b33365d-caec-44a9-8461-75f40c5c1755 abrufbar).

73 *N. N.*, Möglicher Bilanzskandal – Bafin ermittelt gegen MDax-Konzern Grenke, Spiegel Online vom 15. September 2020 (unter https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/bafin-ermittelt-gegen-mdax-konzern-grenke-a-2cd976c2-f25d-430e-b878-581cc48e03f8 abrufbar).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mischen Grundlagen des Kapitalmarktes (§ 4), die Phänomenologie der verschiedenen Manipulationstechniken (§ 5) und die im Schrifttum ambivalente ökonomische Bewertung von Leerverkäufen (§ 6) darzustellen. Anschließend erfolgt eine nähere tatsächliche und ökonomische Beschreibung der Leerverkaufsattacken (§ 7).

Im dritten Kapitel zeichnet die Arbeit die rechtlichen Rahmenbedingungen einer Leerverkaufsattacke im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht nach. Im Zentrum der juristischen Auseinandersetzung mit den Leerverkaufsattacken steht zwar das Verbot der Marktmanipulation; jedoch ist zunächst der rechtliche Rahmen in der Leerverkaufsverordnung abzustecken (§ 8). Die dortigen Vorschriften schränken Leerverkäufe einerseits durch ein Verbot für sog. ungedeckte Leerverkäufe ein; anderseits verpflichten sie Leerverkäufer, ihre getätigten Geschäfte ab einem bestimmten Schwellenwert im Bundesanzeiger zu veröffentlichen. Die beiden Regelungen gilt es deswegen zu untersuchen, weil sich die Frage nach ihrem Verhältnis zum Verbotstatbestand der Marktmanipulation stellt. Des Weiteren wird ein Blick auf die Regelung zur Anlageempfehlung in Art. 20 MAR geworfen (§ 9). Fallen die Research Reports der Leerverkäufer unter den Begriff der Anlageempfehlung, sind die dortigen Sorgfaltspflichten von den Leerverkäufern bei der Erstellung und Verbreitung ihrer Research Reports zu beachten. Auch hier stellt sich dann die Frage, wie das Verhältnis zum Marktmanipulationstatbestand ist. Zuletzt ist innerhalb des dritten Kapitels das Verbot der Marktmanipulation darzustellen (§ 10). Neben einem kurzen geschichtlichen Überblick über die Marktmissbrauchsrichtlinie und deren Umsetzung in nationales Recht sind das geltende Verbot der Artt. 12, 15 MAR in seinen Grundzügen und die schwierig zu erfassende Regelungssystematik darzulegen. Anschließend wird das Telos des Verbotes untersucht.

Kernstück der Arbeit bildet das vierte Kapitel. Hier werden die bisher bekannten und oben vorgestellten Leerverkaufsattacken unter das Verbot der Marktmanipulation subsumiert. Das Hauptaugenmerk liegt auf systematischen Überlegungen und weniger auf einer umfassenden Kommentierung der einzelnen Tatbestandsmerkmale. Der Schwerpunkt der rechtlichen Grundlagen ist deshalb, die Tatbestände des Art. 12 MAR unter die ökonomischen Erscheinungsformen der Marktmanipulation – informations- und handelsgestützt – einzuordnen. Folgt man dieser ökonomischen Einteilung, kann man den abstrakt und weit gefassten Tatbeständen Kontur verleihen.

Bei der rechtlichen Bewertung einer Leerverkaufsattacke ist in einem ersten Schritt die Leerverkaufs*transaktion* in den Blick zu nehmen und

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

am handelsgestützten Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR zu messen (§ 11). Entscheidende Frage ist hier, ob ein Leerverkauf als effektives Geschäft ein falsches oder irreführendes Signal sendet. Diese Frage ist in die seit jeher kontrovers geführte Diskussion einzuordnen, ob man effektive Geschäfte nur über eine Preisbeeinflussungsabsicht des Handelnden als innere Tatsache rechtssicher von erlaubten Verhaltensweisen abgrenzen kann oder ob eine objektive Irreführung ausreichend ist. Bei der Subsumtion eines Leerverkaufs unter den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR spielen die ökonomische Bewertung eines Leerverkaufs sowie die Wertungen aus der Leerverkaufsverordnung eine entscheidende Rolle.

Werden durch die Research Reports falsche oder irreführende Informationen verbreitet, liegt der informationsgestützte Manipulationstatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR vor (§ 12). Die verbreiteten Informationen sind vielfältig. Ziel ist es, Fallgruppen herauszuarbeiten, die eine konsistente Bewertung der Leerverkaufsattacken unter den informationsgestützten Tatbestand ermöglichen. Bei der Informationsverbreitung sind die Wertungen des Art. 20 MAR (Anlageempfehlungen) und ein möglicher Tatbestandsausschluss gemäß Art. 21 MAR wegen freier Meinungsäußerung zu berücksichtigen.

Verstoßen die Leerverkäufer gegen die Pflicht, ihre Leerverkaufsposition nach Art. 6 LVVO offenzulegen, stellt sich die Frage, ob darin eine Begehung durch Unterlassen zu sehen ist (§ 13). Die in der Literatur sehr umstrittene Frage nach einem möglichen Unterlassen im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR muss mit Blick auf den europäischen Methodenkanon erfolgen.

Als letzter Untersuchungsgegenstand verbleibt für eine Marktmanipulation im Rahmen einer Leerverkaufsattacke der nicht ordnungsgemäß offengelegte Interessenkonflikt, der aus der eingegangenen Leerverkaufsposition und der anschließenden Stellungnahme resultiert. Maßstab für die Bewertung ist der Scalping-Tatbestand in Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR (§ 14). Schwerpunkt dieser Ausführungen wird die Frage sein, ob die in den Research Reports verwendeten Haftungsausschlüsse (Disclaimer) den gesetzlichen Anforderungen genügen und die Anleger hinreichend über den Interessenkonflikt aufklären.

Kommt man zu dem Ergebnis, dass eine Leerverkaufsattacke den Tatbestand des Art. 12 MAR verwirklicht, muss ein Blick auf die Sanktionsseite geworfen werden (§ 15). Der deutsche Gesetzgeber hat in Umsetzung der CRIM-MAD mit den §§ 119, 120 WpHG ein differenziertes Straf- und Ordnungswidrigkeitensystem geschaffen. Die verwirklichten Delikte der

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aktivistischen Leerverkäufer gilt es unter das Sanktionsregime einzuordnen und deren Konkurrenzen zu klären.

Der Schlussteil der Arbeit fasst die Ergebnisse thesenartig zusammen (5. Kapitel).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. Kapitel: Grundlagen

Zu Beginn der Arbeit stehen die ökonomischen und rechtstatsächlichen Grundlagen im Fokus. Neben den ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktes (§ 4) untersucht diese Abhandlung die Marktmanipulation (§ 5) und Leerverkäufe (§ 6) auf ihre ökonomischen Grundlagen. Im Anschluss analysiert die Arbeit die Leerverkaufsattacken näher auf ihre ökonomische Wirkung (§ 7).

§ 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktes

Eine rechtswissenschaftliche Untersuchung im Bereich des Kapitalmarktrechts kommt nicht ohne die ökonomischen Rahmenbedingungen eines Kapitalmarktes aus. Die Notwendigkeit einer ökonomischen Untersuchung kann man daran festmachen, dass die Normen des Kapitalmarktrechts – wie noch näher zu zeigen ist[74] – die Funktionsvoraussetzungen eines Marktprozesses adressieren.[75] Deshalb stellt der kommende Abschnitt die ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktes dar, soweit ihnen Relevanz für das vorliegende Thema zukommt. Ausgangspunkt ist der Kapitalmarkt als eine besondere Marktform (A.). Anschließend werden die Aufgaben und Funktionen eines Kapitalmarktes aus Sicht der klassischen Kapitalmarkttheorie wiedergegeben (B.) sowie die zunehmende Bedeutung der Behavioral Finance hervorgehoben (C.).

A. Der Kapitalmarkt und seine Strukturen

Der Kapitalmarkt als besondere Marktform ist zunächst terminologisch zu betrachten und von anderen Märkten abzugrenzen (I.). Grundlegende Bedeutung hat die Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt (II.). Ferner sind die Organisationsformen des Kapitalmarktes (III.) und die wesentlichen Marktakteure (IV.) abzubilden.

---

74 Unten § 10 C. I. (S. 102 ff.).
75 Vgl. auch *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 10.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - CC BY

I. Begriff des Kapitalmarktes

Beim Kapitalmarkt handelt es sich um eine besondere Marktform, weil Marktakteure keine Güter oder Waren gegeneinander tauschen oder für die Güter kein Geld als Gegenleistung bezahlen, sondern sie tauschen auf dem Kapitalmarkt Geld gegen Ansprüche auf zukünftige Zahlungen von Geld.[76] Diese Ansprüche sind überwiegend in Wertpapieren wie zum Beispiel Aktien oder Schuldverschreibungen verbrieft. Der Kapitalmarkt ist Teil des übergeordneten Finanzmarktes, zu dem auch Geld-, Devisen- und Derivatemärkte gehören. Dabei kann man nicht immer eine trennscharfe Abgrenzung zwischen den einzelnen Finanzmarktformen vornehmen, weil die Übergänge fließend sind.[77] Mangels klarer Abgrenzungskriterien im Verhältnis zu den anderen Finanzmarktformen ist der Begriff des Kapitalmarktes nicht abschließend geklärt. Eine Grundlinie lässt sich aber wie folgt ziehen:

Der Kapitalmarkt unterscheidet sich vom Geldmarkt durch die Laufzeiten der Anlagemöglichkeiten. Der Kapitalmarkt bietet langfristige Anlagemöglichkeiten. Auf dem Geldmarkt können Marktakteure dagegen kurzfristige Investments tätigen.[78] Auf Devisenmärkten handelt man auf Fremdwährung lautende ausländische Zahlungsmittel. Zuletzt grenzt sich der Kapitalmarkt von Derivatemärkten ab, auf denen Finanzinstrumente gehandelt werden, deren Preisentwicklung sich von einem Basiswert ableitet (lat. *derivare*). Der Derivatemarkt unterscheidet sich vom Kapitalmarkt dadurch, dass Marktakteure ihre auf dem Derivatemarkt vorgenommenen Geschäfte und ihre Ansprüche erst zu einem in der Zukunft liegenden Zeitpunkt erfüllen müssen.[79] Formen dieser Termingeschäfte sind Futures (Festpreisgeschäfte) und Optionen. Will man in Zukunft von steigenden Preisen eines Basiswertes profitieren, bezieht man Kaufoptionen oder *vice versa* Verkaufsoptionen. Für die hier zu untersuchende Fragestellung interessiert allein der klassische Kapitalmarkt und der Handel mit Aktien. Nur

---

76 Kapital meint nur Geld- oder Finanzkapital und nicht aus realen Gütern existierendes Sach- oder Realkapital, vgl. *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 10.1.

77 *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, 217 f.; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europ. Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.5.

78 Daneben steht der Geldmarkt nur Kreditinstituten, Zentralbanken und großen Unternehmen zur Verfügung, vgl. *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 10.26.

79 Normalerweise erfolgt die Erfüllung am Kassamarkt innerhalb von zwei Börsentagen.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

am Rande interessieren Derivate, die aktivistische Leerverkäufer ebenfalls nutzen können, um von sinkenden Aktienkursen zu profitieren. Auf eine eingehende Abgrenzung verzichtet diese Arbeit deshalb.

II. Primär- und Sekundärmarkt

Geht man nun eine Ebene tiefer und betrachtet den Kapitalmarkt funktionell, teilt sich der Kapitalmarkt klassischerweise in Primär- und Sekundärmarkt.[80] Auf dem Primärmarkt wird ein Wertpapier zunächst durch Ausgabe geschaffen und dann im Rahmen einer Emission für einen Erwerb durch den Anleger platziert. Neben dem erstmaligen Platzieren von Aktien sind auch Kapitalerhöhungen dem Primärmarkt zuzuordnen. Damit kann ein Emittent, also das an den Kapitalmarkt tretende Unternehmen, benötigte Finanzierungsmittel einholen. Der Primärmarkt ist ein außerbörslicher Markt, weil er sich ohne Handel an der Börse vollzieht.[81] Wurde ein Wertpapier einmal emittiert, zirkuliert es zwischen den Anlegern auf dem Sekundärmarkt. Der Emittent ist nicht mehr am Handel beteiligt. Dabei bestehen Wechselwirkungen zwischen den beiden Marktebenen. Ein funktionierender Primärmarkt braucht einen lebendigen Sekundärmarkt.[82]

III. Organisationsstrukturen

Innerhalb der Sekundärmärkte lässt sich eine Unterscheidung nach dem Grad der Organisation der Handelsplätze anstellen.[83] Die Marktinfrastruktur ist geprägt durch Intermediärsleistungen, die Kapitalnachfrage mit dem Kapitalangebot zusammenbringen. Die Handelsplätze für Finanzinstrumente sind extensiv reguliert. Dazu gehören Handelstransparenzpflich-

---

80 Dazu *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 59 f.; *Hazen*, Law of securities regulation, S. 10, 14 f.

81 *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, 217, 218.

82 Da das Eigenkapital den Unternehmen auf Dauer zur Verfügung gestellt werden muss, ist die jederzeitige Ein- und Ausstiegsmöglichkeit eines der zentralen Kriterien für oder gegen eine Investition in Eigenkapitaltitel (z. B. Aktien). Der Sekundärmarkt sorgt für diese Ein- und Ausstiegsmöglichkeiten. Vgl. eingehend *Sester*, ZGR 2009, 310, 331 ff.; *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 143 f., 149.

83 Vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europ. Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.9; *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, 217, 219.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ten, Organisations- und Wohlverhaltenspflichten für die Betreiber der Handelsplätze. Bestimmend für die Organisationstruktur ist, neben den nationalen Börsengesetzen und den Börsenordnungen, die europäische Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und deren Umsetzung im Wertpapierhandelsgesetz.[84]

Die durch Intermediationsketten herkömmlich geprägte Marktinfrastruktur soll einen grenzüberschreitenden und zugleich kostengünstigen Handel erlauben. Der Handel an sich, also das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage an einem Handelsplatz, welcher einen Preis zur Verfügung stellt, ist ein von dieser herkömmlichen Marktinfrastruktur getrennt zu betrachtender Vorgang.[85] Für den Handel stehen den Anlegern mehrere alternative Infrastrukturen zur Verfügung, die jeweils verschiedene Anforderungen aufstellen und andere Bedürfnisse befriedigen. Für die vorliegende Arbeit reicht ein Blick auf den offenen, multilateralen Handel.[86] Auf der Seite des multilateralen Handels sieht Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II drei Formen von Handelsplätzen vor: den geregelten Markt,[87] das multilaterale Handelssystem[88] und das organisierte Handelssystem[89]. Diese Begrifflichkeiten finden sich leider nicht eins zu eins im deutschen Recht wieder. § 2 Abs. 11 WpHG spricht vom *organisierten* und § 32 BörsG vom *regulierten* Markt. Beide Vorschriften meinen damit den *geregelten* Markt im Sinne der MiFID II.[90] Dabei verwendet die MiFID II den Begriff des geregelten Marktes sowohl für den Handelsplatz im Sinne eines *Systems* als auch für den *Betreiber* eines solchen Systems. Nach deutschem Verständnis ist Betreiber einer Börse eine teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts[91] und der organisierte (§ 2 Abs. 11 WpHG) bzw.

84 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173/349 vom 12. Juni 2014. Umgesetzt durch Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23. Juli 2017, BGBl. I S. 1693.

85 Dazu *Fischer*, ZBB 2020, 158, 159.

86 Neben dem multilateralen Handel kennt die MiFID II noch bilaterale Beziehungen, z. B. den Eigenhandel durch Systematische Internalisierung, vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II.

87 Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II.

88 Multi Trading Facility (MTF), vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II.

89 Organized Trading Facility (OTF), vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II; § 48b BörsG.

90 *Klöhn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 48.

91 Vgl. § 2 Abs. 1 BörsG.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

regulierte Markt (§ 32 BörsG) das öffentlich-rechtlich betriebene Handelssystem.[92] Um dies zu verdeutlichen, sei ein Beispiel genannt: Der Betreiber ist die Frankfurter Wertpapierbörse und die Handelssysteme sind der Prime Standard und der Generalstandard als regulierte Märkte. Der regulierte Markt unterliegt strengen Zulassungsvoraussetzungen. Die anderen beiden in der MiFID II genannten Handelssysteme, multilaterales und organisiertes Handelssystem, werden dagegen von privaten Betreibern geführt. Als Beispiel für ein multilaterales Handelssystem ist der deutsche Freiverkehr zu nennen.[93] Die Unterschiede der drei Handelsplätze brauchen im Detail nicht weiter Gegenstand der Untersuchung sein. Vielmehr kann festgehalten werden, dass dem Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung und damit zugleich dem Verbot der Marktmanipulation alle drei Handelsplätze unterfallen. Dies stellt Art. 2 Abs. 1 MAR ausdrücklich fest.

IV. Marktakteure

Nur den Kapitalmarkt als Institution vorzustellen, wäre zu kurz gegriffen. Wie bei jeder Institution spielen seine Teilnehmer eine entscheidende Rolle. Da es in dieser Abhandlung vorwiegend um die Bewertung von erlaubten oder verbotenen Verhaltensweisen geht, erscheint es für das weitere Vorankommen sinnvoll, eine ökonomische Einteilung anhand der Marktmikrostruktur zu wählen. Der Blick auf die Marktmikrostruktur gewährleistet, Marktstrukturen bezüglich ihrer Wirkung auf die Preisbildung zu untersuchen.

Grossman/Stiglitz unterscheiden nach ihrem Informationsarbitrage-Modell[94] zwischen informierten und uninformierten Anlegern.[95] Informierte Anleger suchen selbstständig nach verwertbaren (öffentlich bekannten)[96] Informationen, um dann mit diesem Informationsvorsprung einen Gewinn am Markt zu erzielen. Diese Profitmöglichkeit gibt ihnen den entscheidenden Anreiz, Informationen zu suchen. Die von informierten Anlegern bevorzugten Handelsstrategien können vielfältig sein und brauchen hier nicht im Detail erläutert werden. Festzuhalten ist nur, dass diese Gruppe von Anlegern aktiv nach Informationen sucht und informations-

92 *Klöhn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 49.
93 Vgl. § 48 Abs. 3 Satz 2 BörsG.
94 So bezeichnet bei *Stout*, 48 Duke L.J. 701, 737 (1999) m. w. N. in Fn. 151.
95 Grundlegend *Grossman/Stiglitz*, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980).
96 Zur Abgrenzung zum Insider, s. *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 83.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - CC BY

getrieben handelt. Sie kaufen, wenn die Aktie unterbewertet und verkaufen, wenn sie überbewertet ist.

Bei der Gruppe der uninformierten Anleger muss zwischen solchen unterschieden werden, die rational uninformiert bleiben und solchen, die uninformiert sind und irrational handeln. Die unterbliebene Informationssuche ist rational, weil für diese Gruppe der Anleger die Suchkosten zu hoch sind, um sich selbst zu informieren und der erwartete Nutzen der Informationen rechtfertigt es nicht, sich auf die Suche nach neuen Informationen zu begeben.[97] Informationsasymmetrien auf dem Kapitalmarkt sind somit Folge von rationalem Verhalten. Zu den uninformierten Anlegern, die rational handeln, gehören als Oberbegriff die Liquiditätshändler.[98] Durch ihr Angebot und ihre Nachfrage wird dem Markt Liquidität zur Verfügung gestellt. Als Liquiditätshändler werden auch solche Anleger aufgefasst, die neben der reinen Gewinnorientierung einen weiteren Zweck verfolgen (sog. utilitaristische Händler).[99] Sie stellen die größte Gruppe unter den Anlegern dar und umfassen sowohl private als auch institutionelle Investoren, die sich ein Portfolio anlegen und von Wertsteigerungen profitieren wollen. Der weitere Zweck kann zum Beispiel in einer langfristigen und nachhaltigen Anlagestrategie bestehen oder steuerliche Gründe haben.

Anleger, die zu der uninformierten Anlegergruppe zählen und in Abgrenzung zu den Liquiditätshändlern irrational handeln, sind die sog. Noise Trader.[100] Noise Trader handeln nicht aufgrund von besseren Informationen, sondern – vereinfacht gesagt – nach Intuition und Vermutungen.[101] Sie glauben, sie besäßen bessere Informationen als andere Marktteilnehmer. Die Rolle der Noise Trader im Kapitalmarkt ist aus ökonomischer Sicht nicht einfach zu beurteilen: Ihnen wird zwar nach neoklassischer Sichtweise – anders als von der Behavioral Finance behaup-

97 *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 83; zum Vertrauen als Äquivalent bei rationaler Uninformiertheit s. *Mülbert/Sajnovits*, ZfPW 2016, 1, 6.

98 *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 724 (2006); *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 110.

99 *Klöhn*, in Klöhn, vor Art. 7 Rn. 87; *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 83; *Harris*, Trading and Exchanges, S. 241.

100 Zum Begriff erstmals *Kyle*, 53 Econometrica 1315 (1985) und *Black*, 41 J. Fin. 529 (1986).

101 *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 111; *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 724 (2006); *Bak/Bigus*, ZBB 2006, 430, 435 (Börsenstimmung); ausführlich *Shleifer*, Inefficient markets, S. 28 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tet[102] – keine Preisbeeinflussungswirkung zugeschrieben;[103] sie können aber für informierte Anleger gefährlich sein, weil diese nicht erkennen können, warum sich ein Kurs bewegt.[104] Informierte Anleger könnten durch das „Rauschen" der Noise Trader abgeschreckt werden und müssten im schlimmsten Fall, also wenn die Fehlbewertung zu lange andauert, ihre Anlagen verlusthaft auflösen.[105] Noch größere Auswirkungen kann Noise Trading dann haben, wenn informierte und rational uninformierte Anleger *bewusst* den rauschenden Signalen folgen und dadurch ein Herdenverhalten auslösen.[106] Da das Herdenverhalten und der Noise-Trader-Ansatz in engem Zusammenhang mit der Forschungsrichtung der Behavioral Finance stehen, werden sie dort besprochen.[107]

B. Aufgaben und Funktionen von Kapitalmärkten

Kapitalmärkte erfüllen mit ihrer Allokationsfunktion eine wichtige volkswirtschaftliche Aufgabe (I.), die aber nur gewährleistet ist, wenn die Informations- und Bewertungsfunktion (II.) und verschiedene Funktionsbedingungen (III.) gegeben sind. Ein Überblick über die Aufgaben und Funktionen von Kapitalmärkten ist notwendig, da Manipulanten die hier beschriebenen Mechanismen ausnutzen, um die Kurse zu ihren Gunsten zu beeinflussen.

---

102 Näher zum Noise-Trader-Ansatz und Behavioral Finance unten § 4 C. I. (S. 49 f.).

103 *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 111 („their trading behaviour will not usually affect market prices"); ferner dazu *Sester*, ZGR 2009, 310, 326.

104 *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 724 (2006); *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 83; *Klöhn*, in Klöhn, vor Art. 7 Rn. 113 a. E.

105 *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 742 (2006); *Aggarwal/Wu*, 79 J. Bus. 1915, 1935 (2006); *Klöhn*, ZIP 2016, Beilage zu Heft 22, 44, 46; *Oechsler*, in GS Wolf, 2011, S. 291, 294.

106 *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 729 (2006); *Annunziata*, 5 Law Econ. Yrly. Rev. 280, 288 (2016); *Oechsler*, in GS Wolf, 2011, S. 291, 294.

107 Unten § 4 C. I. (S. 49 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

I. Allokationsfunktion

Primäraufgabe des Kapitalmarktes ist die Allokation des zur Verfügung stehenden Kapitals.[108] Diese wichtige Funktion vollzieht sich auf dem Primärmarkt und gibt Unternehmen die Möglichkeit, Kapital aufzunehmen und den Anlegern, Kapital anzulegen. Die Allokation stellt sich damit als Ergebnis eines Verteilungsprozesses dar. Nach der volkswirtschaftlichen Allokationstheorie ist effiziente[109] Allokation die Verteilung knapper Ressourcen anhand eines Wohlfahrtskriteriums.[110] Dieses Wohlfahrtskriteriums bedarf es, um die vorgenommene Verteilung als gut oder schlecht zu bewerten und sie in eine Rangfolge zu bringen. Übersetzt für die Kapitalallokation bedeutet dies, dass eine Verteilung dann effizient ist, wenn die Mittel, über die am Kapitalmarkt verfügt werden, zu den Marktakteuren fließen, die mit den Mitteln den höchsten Nutzen erzielen. Im Kapitalmarkt fließt das Kapital dorthin, wo bei gegebener Sicherheit die höchste Rendite gezahlt wird.[111] Der Kapitalmarkt wird als ein Markt angesehen, der dem Vorbild eines effizienten Marktes am nächsten kommt.[112]

Auf einer Vorstufe zur Allokationsfunktion steht die Bereitstellung von Investitionsmitteln. Die Bereitstellung des benötigten Investitionskapitals wird durch Transformation von Spar- in Investitionskapital bewerkstelligt. Die Transformation bringt die verschiedenen Interessen von Kapitalgebern und Kapitalnehmern in einen Ausgleich und wird damit seiner

---

108 *Fama*, 25 J. Fin. 383 (1970); *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 7; dazu auch *Sester*, ZGR 2009, 310, 322 f.

109 Zum normativen Ziel der Effizienz der ökonomischen Analyse s. *van Aaken*, „Rational Choice", S. 183 ff., 210 ff.; *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, S. 305 ff.; kritisch zum Effizienzkriterium als Rechtsprinzip etwa *Eidenmüller*, JZ 2011, 814, 814 f., 820.

110 Zu nennen sind hier das ökonomische Pareto-Kriterium und das juristische Kaldor-Hicks-Kriterium. Ausgangslage sind zwei Zustände A und B. Pareto-Effizienz liegt dann vor, wenn mindestens ein Akteur Zustand A gegenüber Zustand B bevorzugt und sich kein anderer Akteur im Markt dadurch verschlechtert. Dann ist Zustand A dem Zustand B überlegen. Dagegen besagt das Kaldor-Hicks-Kriterium, dass sich Akteure auch verschlechtern können, wenn sie durch Geld kompensiert werden könnten. Die Kompensation erfolgt durch die Akteure, die durch die Zustandsveränderung bessergestellt werden. Grundlage ist die hypothetische Zahlungsbereitschaft der Betroffenen. Dazu *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, S. 306 ff.; *Schäfer/Ott*, Ökonomische Analyse, S. 13 ff. (speziell zum Pareto-Kriterium).

111 Statt vieler *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 11.79.

112 *Wilhelmi*, JZ 2014, 693; *Sester*, ZGR 2009, 310, 328.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Marktfunktion gerecht. Die Transformation erfolgt dabei hinsichtlich der Kapitalüberlassungsdauer (Fristentransformation), der Kapitalmenge (Losgrößentransformation) und des mit der Investition verbundenen Risikos (Risikotransformation).[113]

Kann das Kapital effizient verteilt werden und fließt es dorthin, wo es realwirtschaftlich in ökonomisch vorteilhafter Weise gebraucht wird, hat dies positive Wohlfahrtseffekte. Ein funktionierender Kapitalmarkt entfaltet wirtschaftliche Produktivkräfte.[114] Damit zeichnet sich ein Zusammenhang zwischen der Ausbildung von Kapitalmärkten und der volkswirtschaftlichen Entwicklung ab.[115] An dieser klassischen Aufgabe des Kapitalmarktes und seines Schutzes besteht ein gesteigertes öffentliches Interesse. Gut funktionierende Kapitalmärkte sind ein internationaler Wettbewerbsfaktor.[116] Die Entwicklung von funktionierenden Kapitalmärkten ist sowohl wirtschafts- als auch sozialpolitisch gewollt. Dies bestätigt auch der europäische Gesetzgeber in Erwägungsgrund 2 Satz 2 MAR: „Das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte sind Voraussetzungen für Wirtschaftswachstum und Wohlstand."

II. Informations- und Bewertungsfunktion

Damit das Kapital auf dem Primärmarkt effizient allokiert werden kann, müssen Anleger lohnende Investitionen identifizieren können. Diese Identifizierung findet auf dem Sekundärmarkt statt, was die Verbindung zwischen Sekundär- und Primärmarkt nochmals unterstreicht.[117] Die Kurse auf dem Sekundärmarkt dienen als Signal für lohnende Investitionen. Damit kommt den Kursen eine Informations- und Bewertungsrolle zu.[118] Der Börsenkurs reiht sich in die moderne Markttheorie[119] ein und dient als Informationsträger für Investitionsentscheidungen.

---

113 Vgl. dazu *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 53 ff.; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 5. Teil Rn. 21.
114 *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 14.
115 *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 5. Teil Rn. 10 m. N. zur ökonomischen Forschung; zur Wachstumsfunktion ferner *Sester*, ZGR 2009, 310, 317 ff.
116 *Brammsen*, WM 2012, 2134, 2136.
117 Oben § 4 A. II. (S. 34).
118 Vgl. *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 5. Teil Rn. 14.
119 *Hayek*, 35 Am. Econ. Rev. 519 (1945).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

III. Funktionsbedingungen

Damit das Kapital im besten Fall makroökonomisch effizient verteilt wird und die Kurse ihre Informations- und Bewertungsfunktion erfüllen, müssen mehrere Funktionsbedingungen gegeben sein.[120] Die Anleger brauchen hinreichende Informationen, um den Erfolg der Unternehmen und damit die Renditen der Realinvestitionen richtig abschätzen zu können. Deshalb ist die wichtigste Funktionsbedingung die Informationseffizienz (1.), die eng verbunden mit der Fundamentalwerteffizienz ist (2.). Des Weiteren müssen die institutionelle und operationale Effizienz vorliegen (3.). Zum Abschluss ist auf Transaktionskosten und Liquidität einzugehen (4.), die ebenfalls zentrale Merkmale eines funktionierenden Kapitalmarktes sind.

1. Informationseffizienz

Ein wichtiger Baustein für die Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes ist die Informationseffizienz. Für die vorliegende Arbeit hat die Informationseffizienz große Bedeutung, denn Manipulanten machen sich die preisbeeinflussende Wirkung von Informationen zu eigen.[121]

Bevor man aber die Informationseffizienz verstehen kann, muss man sich mit der von *Fama* entwickelten Markteffizienzthese auseinandersetzen. *Fama* konnte 1965 mit seiner „random walk"-Doktrin aufzeigen, dass Kursveränderungen einer Aktie entgegen der damaligen vorherrschenden Ansicht unvorhersehbar sind, da eine Kursänderung nur durch neue Informationen entsteht.[122] Darauf aufbauend stellte er die These auf, die Kurse an einem Kapitalmarkt reflektierten sämtliche Informationen, die in diesem Kapitalmarkt verfügbar sind. *Fama* legte damit die heute allseits bekannte Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) vor.[123] Die Hypothese ist schon häufig in der juristischen Literatur dargestellt worden.[124] Es

120 *Klöhn*, Spekulation, S. 59 f. bezeichnet die Funktionsbedingungen als „Wirkungsfacetten der Markteffizienz"; ferner dazu *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 301; *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 59.

121 Näher unten § 10 C. I. (S. 102 ff.).

122 *Fama*, 38 J. Bus. 34 (1965); ferner zur „random walk"-Doktrin *Schmies*, in Engel et al., Recht und Verhalten, 2007, S. 165, 168; *Kiehling*, DStR 1992, 476, 480.

123 Grundlegend *Fama*, 25 J. Fin. 383 (1970).

124 Etwa *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 123 ff.; *Klöhn*, Spekulation, S. 59 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ist aber auch an dieser Stelle unerlässlich, sich ihren Inhalt noch einmal kurz vor Augen zu führen.

a) Die drei Formen der Effizienz

Fama unterschied drei Formen der Effizienz (schwach, halbstreng und streng) und spezifizierte damit, was genau unter „allen verfügbaren Informationen" zu verstehen ist. Damit beschreibt die Markteffizienz, auf welche Arten von Informationen die Kurse am Kapitalmarkt reagieren. Sind alle verfügbaren Informationen im Kurs enthalten, spricht man von informationeller Effizienz.[125]

Die *schwache Form* der Informationseffizienz beschreibt denjenigen Zustand, in welchem die aktuellen Kurse am Kapitalmarkt bloß alle verfügbaren Informationen über historische Kursverläufe widerspiegeln. Unter dieser Bedingung können Anleger aus den Kursverläufen der Vergangenheit nicht auf Kurse in der Zukunft schließen. Deshalb besitzt diese Form der Informationseffizienz nur eine sehr geringe Aussagekraft.[126]

Nach der *halbstrengen Form* sind alle öffentlich verfügbaren Informationen unmittelbar nach ihrem Bekanntwerden im Kurs enthalten. Kein Marktteilnehmer wäre in der Lage, durch Fundamentalanalyse eine Überrendite zu erzielen, denn zu jeder Zeit würde der Kurs einer Aktie alle Informationen widerspiegeln.[127] Die Kurse ändern sich nur dann, wenn neue Informationen aufkommen. Dies geschieht zufällig. Die Anleger können in die Kurse vertrauen, denn diese spiegeln alle öffentlich verfügbaren Informationen wider. Eine eigene Informationssuche für uninformierte Anleger kann unterbleiben (sog. rationale Uninformiertheit).[128]

Die *strenge Form* bezieht auch private Informationen ein. Folge dieser Annahme wären Kurse an den Märkten, die neben öffentlich bekannten Informationen auch Insiderinformationen enthielten. Für Informationshändler, also informierte Anleger, bestünde kein Anreiz mehr, nach neuen

---

125 *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 216; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 113, 124.

126 Statt vieler *Bak/Bigus*, ZBB 2006, 430, 432 f. und S. 440 kritisch zur juristischen Sicht auf diese Form.

127 *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 104; *Klöhn*, ZHR 177 (2013), 349, 353; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 378 in Fn. 60; *Berninger/Kiesel/Schiereck*, BKR 2018, 408, 409; *Bak/Bigus*, ZBB 2006, 430, 433.

128 Vgl. *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. 669, 694 (1984); ferner dazu *Mülbert/Sajnovits*, ZfPW 2016, 1, 26; *Bak/Bigus*, ZBB 2006, 430, 431.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Informationen zu suchen, da die Informationsverarbeitung bereits maximal effizient wäre. Das Modell in seiner strengen Form bleibt ein Ideal und seine Existenz konnte empirisch noch nicht nachgewiesen werden. Dass es nicht der Realität entspricht, zeigt sich in den Gewinnen, die Insider weiterhin erzielen.[129]

b) Annahmen der neoklassischen Finanzökonomie

Der Informationsverarbeitung nach der Markteffizienzhypothese liegen zwei Annahmen zugrunde, die für das weitere Verständnis hilfreich sind:

I. Die Anleger handeln im Aggregat rational[130] und bewerten die Informationen zutreffend. Fehleinschätzungen sind zufällig verteilt und gleichen sich bei einer großen Anzahl an Anlegern auf dem Markt aus (Gesetz der großen Zahlen).[131] Für den Kapitalmarkt heben sich damit Über- oder Unterreaktionen auf neue Informationen langfristig durch Preiskorrekturen auf.[132]

II. Informierte Anleger nutzen die Differenz zwischen Preis und Wert eines Finanzinstruments aus (sog. Arbitragemöglichkeit).[133] Sie wetten gegen uninformierte Anleger – Liquiditätshändler und Noise Trader – und bringen den Preis durch ihre Arbitragegeschäfte wieder an den „wahren Wert" heran.

---

129 Das sieht selbst *Fama* so, s. *Fama*, 46 J. Fin. 1575 (1991); dazu auch *Weber*, in FS Windbichler, 2021, S. 1147, 1156 Fn. 54 m. N. zur Forschung.

130 Vgl. zur Verbindung zwischen Rationalitätstheorie und ECMH *Klöhn*, in Fleischer/Zimmer, Beitrag der Verhaltensökonomie zum Handels- und Wirtschaftsrecht, 2011, S. 83, 84; *Schmies*, in Engel et al., Recht und Verhalten, 2007, S. 165, 166 f.; allgemein zur Rationalitätstheorie *van Aaken*, „Rational Choice", S. 73 ff.

131 Zu dieser Annahme etwa *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 580 f. (1984); *Klöhn*, in Fleischer/Zimmer, Beitrag der Verhaltensökonomie zum Handels- und Wirtschaftsrecht, 2011, S. 83, 84 f.; allgemein *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, S. 130.

132 *Fama*, 49 J. Fin. Econ. 283 (1998); ferner dazu *Gilson/Kraakman*, 28 J. Corp. L. 715, 725, 733 (2003); *Oechsler*, in GS Wolf, 2011, S. 291, 292. Diese Annahme wird durch den Noise-Trader-Ansatz in Zweifel gezogen, s. unten § 4 C. I. (S. 49 f.).

133 Dabei werden die Transaktionskosten ausgeblendet, vgl. *Fama*, 46 J. Fin. 1575 (1991); ferner zu dieser zweiten Annahme *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 581 (1984); *Oechsler*, in GS Wolf, 2011, S. 291, 292. Die Annahme, Arbitrage sei kostenlos und unbegrenzt möglich, wird kritisiert (sog. limits of arbitrage), s. unten § 4 C. II. (S. 50 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vergegenwärtigt man sich noch einmal die halbstrenge These mit ihrer Aussage, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen unmittelbar nach ihrem Bekanntwerden eingepreist sind und kein Anleger eine Überrendite erzielen kann, weist diese These auf den ersten Blick einen Widerspruch auf. Würde man sie beim Wort nehmen, hätte dies zur Folge, dass informierte Anleger keine neuen Informationen mehr suchen und damit auch keine neuen Informationen in den Preis einfließen, denn die Informationssuche lohnt sich nicht. Diese Situation bezeichnet man als Informationsparadoxon.[134] Der Ausweg wird über die Trennung der Preisbildung als solcher von dem Markt für Informationen gesucht. *Grossman/Stiglitz* haben die Theorie eines „Gleichgewichts des Marktungleichgewichts" aufgestellt, wonach der Marktpreis das Wissen besser informierter Anleger nur insoweit widerspiegelt, als diese noch einen Gewinn aus der Informationsverwertung ziehen können.[135] Nach dieser Theorie verspricht die Suche und das Finden von neuen Informationen einen Informationsvorsprung, der gewinnbringend ausgenutzt werden kann. Weiter braucht es genügend Anleger, die dafür sorgen, dass die Informationen nach ihrem Bekanntwerden unverzüglich in den Kurs einfließen. Die Situation nach der halbstrengen Theorie hat folglich einen kompetitiven Markt für informierte Anleger zur Folge.[136] Auf den kompetitiven Markt für informierte Anleger ist beim Regelungszweck der Marktmissbrauchsverordnung zurückzukommen.[137]

Ergiebig in diesem Kontext ist auch die Betrachtung, wie die informierten Anleger ihre Investitionsentscheidungen umsetzen.[138] Sie setzen ihren Informationsvorsprung durch ihr Transaktionsverhalten um. Damit stellt sich der Preis als Ergebnis informierter Entscheidungen dar und kann

---

134 Vgl. grundlegend *Grossman/Stiglitz*, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980).

135 *Grossman/Stiglitz*, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980); Wiedergabe bei *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 125.

136 *Grossman/Stiglitz*, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980); *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 560 (1984); *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 46; *Harris*, Trading and Exchanges, S. 239.

137 Unten § 10 C. I. 2. (S. 104 ff.).

138 Dazu *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 569 ff. (1984). Neben dem informierten Handel (universally informed trading) unterscheiden sie den Handel sachkundiger Marktteilnehmer (professionally informed trading), den Handel aufgrund abgeleiteter Informationen (derivatively informed trading) und den uninformierten Handel (uninformed trading), s. ebenda S. 565 ff. Ferner zu diesem Modell aus dem deutschsprachigen Schrifttum *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 125; *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 154 f.; *Sester*, ZGR 2009, 310, 323 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

seiner bereits dargestellten Informationsfunktion für werthaltige Anlagen entsprechen.[139]

Ob und wie viele Informationen verbreitet werden, hängt von den Informationskosten ab.[140] Sind die Kosten für die Informationen gering, begeben sich mehr informierte Anleger auf die Informationssuche und steigern dementsprechend die Informationseffizienz. Sind alle Informationen eingepreist, stellt sich ein neuer Gleichgewichtspreis ein. Dieser Gleichgewichtspreis bildet die durchschnittlichen Erwartungen der Marktteilnehmer ab.[141] Die eingepreisten Informationen stehen dann als Marktpreis auch allen übrigen Anlegern kostenlos zur Verfügung.

2. Fundamentalwerteffizienz

Damit das Kapital effizient allokiert werden kann und die Kurse ihre Bewertungsfunktion erfüllen, müssen die Kurse auf (öffentlich verfügbare) Informationen nicht nur unmittelbar, sondern auch noch *zutreffend* reagieren.[142] Deshalb bedarf es als zweite Funktionsbedingung neben der Informationseffizienz der Fundamentalwerteffizienz. Ein Kapitalmarkt ist dann als fundamentalwerteffizient zu bezeichnen, wenn die Reaktion auf neue Informationen auch im richtigen Maße, also mit der richtigen Kursdifferenz, erfolgt und sich nur zutreffende, also keine manipulierten, Informationen in dem Kurs wiederfinden. Der Kurs stimmt dann mit dem Fundamentalwert überein.[143]

Der Fundamentalwert – auch der „wahre Wert" genannt – ist der faire Preis einer Aktie, auf den sich alle Anleger einigen würden, wären sie im Besitz aller Informationen. Der Fundamentalwert reflektiert den heutigen Wert zukünftiger Zahlungsströme eines Unternehmens und ist ein Erwartungswert. Dazu werden zukünftige Zahlungen mit einem Risiko belegt und auf den heutigen Wert diskontiert (sog. Barwert).[144] Ändern

---

139 Oben § 4 B. II. (S. 40).

140 *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 593 ff. (1984); *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 55.

141 *Weber*, ZGR 2004, 280, 282.

142 *Klöhn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 7; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 113.

143 *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 47 m. w. N.; *Gilson/Kraakman*, 100 Va. L. Rev. 313, 321 (2014); *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180, 214.

144 Vgl. zu den Grundlagen der Barwertmethode *Vollmerhausen*, AL 2019, 366, 367–369.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sich zukünftige Zahlungen eines Unternehmens, erwarten beispielweise die Anleger, dass es in Zukunft mehr Gewinn erwirtschaften und eine höhere Dividende ausschütten wird, müsste sich in einem effizienten Markt der Preis der Aktie an den neuen Fundamentalwert anpassen. Für das gewählte Beispiel müsste der Aktienpreis steigen. Weicht der Preis vom Fundamentalwert ab, besteht nach der klassischen Finanztheorie eine Arbitragemöglichkeit, die informierte Anleger ausnutzen.

3. Institutionelle und operationale Effizienz

Daneben wird die institutionelle Effizienz als wesentliches Merkmal für das Funktionieren eines Kapitalmarktes angesehen.[145] Diese Effizienzform spricht den ungehinderten Zugang durch standardisierte und verkehrsfähige Anlagetitel an und gewährleistet auch ein ungehindertes Verlassen des Marktes. Gradmesser sind die Breite des Marktes, seine Tiefe (Marktvolumen) und seine Stabilität.[146] Die institutionelle Effizienz ist von der operationalen Effizienz abzugrenzen, die auf die Entscheidungskosten und Vertriebseffizienz abstellt.[147] Ziel der operationalen Effizienz ist die Senkung der Transaktionskosten. Sind die Transaktionskosten niedrig, sind die Anleger bereit, ihr Kapital zu investieren.

4. Niedrige Transaktionskosten und Liquidität

Anknüpfend an die operationale Effizienz werden niedrige Transaktionskosten als wichtiges Merkmal für einen effizienten Kapitalmarkt ausgemacht. Zu unterscheiden ist zwischen direkten und indirekten Transaktionskosten.[148] Direkte Transaktionskosten müssen vom Anleger unmittelbar gezahlt werden (z. B. Handelsgebühren und Steuern). Indirekte Transaktionskosten entstehen dagegen, wenn ein Anleger seine Entscheidung nicht sofort realisieren kann (Opportunitätskosten) oder wenn seine Transaktion unmittelbar den Preis beeinflusst. Die indirekten Transaktionskosten können durch Unregelmäßigkeiten wie eine Marktmanipulati-

145 *Klöhn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 8.
146 *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 300 m. w. N.
147 *Klöhn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 8.
148 Dazu *Sester*, ZGR 2009, 310, 331 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

on steigen.[149] Vermutet ein Anleger eine unlautere Preisbildung, wird er sich weitere Informationen einholen, um den Kurs zu verifizieren. Diese zusätzlichen Informationen sind aber nur zu hohen Kosten erhältlich.

Neben die niedrigen Transaktionskosten tritt als wichtiges Merkmal eine hohe Marktliquidität. Liquidität meint in erster Linie die Möglichkeit, zu jeder Zeit eine große Zahl Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dabei einen erheblichen Preiseffekt auszulösen.[150] Lohnenswert erscheint es, die Verbindung zwischen liquiden Märkten und der Informationseffizienz herzustellen. Man kann die These aufstellen, dass je informativer die Preise, also je mehr Informationen in einem Preis enthalten sind, desto weniger besteht das Risiko für uninformierte Anleger, mit informierten Anlegern ins Geschäft zu kommen und dabei Geld zu verlieren. Das lockt weitere Anleger an, welche ihrerseits die Liquidität steigern. In Märkten mit geringen Informationsasymmetrien steigt daher die Liquidität. Oder man formuliert die These um und stellt fest, dass eine steigende Liquidität zu einer Abnahme der Informationsasymmetrie führt, denn mit zunehmender Liquidität treten viele Anleger auf den Markt (sog. Netzwerkeffekt der Liquidität[151]) und wenn viele Anleger auf dem Markt sind, nimmt die Kapazität der Anleger zur Informationsverarbeitung zu.[152] Dadurch werden die Preise informativer. Im Ergebnis ist die Liquidität als Messgröße für Veränderungen der Informationseffizienz geeignet.[153]

Ein aussagekräftiges Maß zur Messung der Liquidität ist die Geld-Brief-Spanne als Orderbuchinformation.[154] Die Geld-Brief-Spanne stellt die Spanne zwischen dem Ankaufs- und Verkaufskurs eines Finanzinstruments dar. Liegt der Briefkurs einer Aktie bei 10 € und der Geldkurs bei 9,90 €, dann erleidet der Anleger einen Verlust von 0,10 €, wenn er das Finanzinstrument kauft und sofort wieder verkauft. Damit kennzeichnet die

149 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 63.

150 *Theissen*, 3 J. Fin. Markets 333, 351 (2000); *Sester*, ZGR 2009, 310, 332; *Rudolph/Röhrl*, in Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 143, 177; vgl. zu den drei Dimensionen (Preis, Menge und Zeitpunkt) *Johann/Theissen*, in Bell/Brooks/Prokopczuk, Empirical Finance, S. 238, 239 f.

151 *Rudolph/Röhrl*, in Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 143, 177; *Sester*, ZGR 2009, 310, 342.

152 Dazu *Sester*, ZGR 2009, 310, 342; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 99; ähnlich *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 490 (2018).

153 *Sester*, ZGR 2009, 310, 336 und 343; *Johann/Theissen*, in Bell/Brooks/Prokopczuk, Empirical Finance, S. 238.

154 Dazu *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 101 ff. m. w. N; Überblick über die verschiedenen Methoden bei *Harris*, Trading and Exchanges, S. 420 ff.; *Theissen*, 3 J. Fin. Markets 333, 351 ff. (2000).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Geld-Brief-Spanne die Kosten eines sofortigen Geschäftsabschlusses. Diese Kosten gehören zu den indirekten Transaktionskosten.[155] Hohe Transaktionskosten stehen für illiquide Märkte und niedrige Kosten für liquide Märkte. In einem Zustand optimaler Effizienz und fehlender Transaktionskosten ist die Geld-Brief-Spanne gleich Null.[156] Die Ansichten der Anleger zum marktgerechten Preis stimmen überein. Hieraus lässt sich für einen nicht optimal effizienten Markt schlussfolgern: Eine enge Geld-Brief-Spanne ist ein Erkennungszeichen dafür, dass die Ansichten der Anleger über den „wahren Wert" (Fundamentalwert) eines Finanzinstruments weitgehend übereinstimmen, m. a. W. je liquider ein Markt ist, desto höher ist die vorhandene Informations- und Fundamentalwerteffizienz.[157] Entstehen beispielsweise Ineffizienzen durch manipulative Praktiken, nimmt die Liquidität ab, die Geld-Brief-Spanne erhöht sich und die Transaktionskosten steigen. Diese Auswirkungen einer manipulativen Handlung auf die Liquidität gilt es bei der rechtlichen Bewertung aufzugreifen.[158]

C. *Behavioral Finance*

Bei einer Leerverkaufsattacke versuchen Anleger ihre Aktien so schnell wie möglich zu verkaufen, um ihre Verluste zu begrenzen. Wer schnell veräußert, erleidet geringere Verluste.[159] Durch die Verkaufsempfehlung der aktivistischen Leerverkäufer, die von genügend Anlegern befolgt wird, kann es unabhängig von fundamentalen Informationen zu kurzfristigen Kurseinbrüchen kommen, die ein Leerverkäufer durch Eigengeschäfte ausnutzt.[160] Ein solches Verhalten, also die Reaktion auf nicht fundamentalwertrelevante Informationen, kann die klassische Finanztheorie nur bedingt erklären.[161] Aus diesem Grund lohnt sich ein kurzer Blick auf die verhaltenswissenschaftliche Kapitalmarktforschung (Behavioral Finan-

155 *Sester*, ZGR 2009, 310, 343 f.; *Theissen*, 3 J. Fin. Marktes 333, 352 f. (2000); s. auch *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 101, 105.
156 Vgl. *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 105.
157 Vgl. *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 106.
158 Unten § 11 A. II. 2. b) bb) (2) (S. 124 f.).
159 Vgl. allgemein zum „early momentum game" *Langevoort*, 97 Nw. U. L. Rev. 135, 158 f. (2002); *Langevoort*, 140 U. Pa. L. Rev. 851, 870 (1992); *Fleischer*, ZBB 2008, 137, 139.
160 Allgemein zum Scalping *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 633; *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, S. 104.
161 Vgl. *Fleischer*, ZBB 2008, 137, 139 zum Hochreden von Kursen.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ce). Diese greift die vorgestellten Prämissen der klassischen Finanztheorie an.[162] Sie tritt aber nicht an deren Stelle, sondern erweitert das bisherige Verständnis.

I. Noise-Trader-Ansatz und Herdenverhalten

Die Forschungsrichtung der Behavioral Finance kritisiert die im Rahmen der Efficient Capital Markets Hypothesis vorgebrachte Annahme, dass ausschließlich rational agierende Marktteilnehmer handeln und durch ihre Arbitragegeschäfte Über- und Unterbewertungen korrigieren.[163] Nach der Behavioral Finance wird die Preisbildung – wie schon bei der Beschreibung der Marktakteure angedeutet[164] – auch von irrationalen Akteuren, den sog. Noise Trader, beeinflusst. Noise Trader handeln aufgrund von Vermutungen, Gerüchten oder fehlerhaften Informationen und verursachen damit eine wertlose Informationsstruktur auf dem Markt.

Für informierte Anleger[165] sind nach der Behavioral Finance die durch den Handel der Noise Trader ergebenen Informationen gefährlich. Entfernt sich aufgrund der Noise Trader der Kurs vom Fundamentalwert und dauert die Fehlbewertung zu lange an, können informierte Anleger gezwungen sein, ihre Anlagen verlusthaft aufzulösen.[166] Die informierten Anleger passen sich dem Marktgeschehen an und handeln ihrerseits unabhängig von Fundamentaldaten. Sie schwimmen mit dem Strom, weil es profitabler ist, als gegen ihn zu schwimmen. Das Verhalten der informierten Anleger ist in diesem Fall rational, weil es sich nicht lohnt, eine abweichende Entscheidung zu treffen.[167] Dabei ignorieren sie die eigene Informationslage und folgen den Informationen der anderen Anleger. Das beschriebene Phänomen wird als Herdenverhalten bezeichnet. Die Spitze des Herdenverhaltens sind Spekulationsblasen.[168] Ist das Ende einer Spekulationsblase erreicht, erfolgt eine Trendumkehr und die Blase platzt.

---

162 Vgl. *Klöhn*, in Fleischer/Zimmer, Beitrag der Verhaltensökonomie zum Handels- und Wirtschaftsrecht, 2011, S. 83, 87; *Schmies*, in Engel et al., Recht und Verhalten, 2007, S. 165; vgl. zur Vereinbarkeit mit der Marktmissbrauchsverordnung *Annunziata*, 5 Law Econ. Yrly. Rev. 280 (2016).

163 Zu dieser Annahme oben § 4 B. III. 1. b) (S. 43 ff.).

164 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

165 Zum Begriff oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

166 Vgl. schon die Nachweise in Fn. 105.

167 *Fleischer*, in FS Immenga, 2004, S. 575, 586; *Shiller*, Irrational Exuberance, S. 178.

168 *Banerjee*, 107 Q. J. Econ. 797, 800 (1992).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Erschöpft sich ein Verhalten allein in Spekulation, muss das Marktmissbrauchsrecht mit Zurückhaltung agieren. Erst wenn Marktteilnehmer Sondervorteile für sich generieren, stellt sich die Frage nach einer möglichen Marktmanipulation.[169] Der Sondervorteil kann beispielsweise darin liegen, dass der Marktteilnehmer durch bewusst falsche oder irreführende Informationen eine Informationskaskade[170] in Gang setzt und alle Anleger daraufhin auf einer falschen Informationsgrundlage handeln.[171] Ein solches Verhalten beeinträchtigt die Informationseffizienz.

II. Grenzen der Arbitragemöglichkeiten

Außerdem bescheinigt die Behavioral Finance dem Kapitalmarkt Grenzen der Arbitragemöglichkeiten (limits of arbitrage).[172] Eine Arbitragemöglichkeit besteht dann, wenn sich der Kurs vom Fundamentalwert entfernt hat. Als Ursache für die begrenzte Möglichkeit Arbitragegeschäfte durchzuführen, sind etwa Transaktionskosten oder Handelsbeschränkungen, wie zum Beispiel Leerverkaufsverbote, zu nennen. Arbitragegeschäfte sind demnach nicht kostenlos[173] und nicht immer in jedem Fall möglich. Liegen solche Hindernisse vor, wird bezweifelt, ob informierte Anleger den Preis an den Fundamentalwert zurückführen können. Diese Hindernisse müssen auch die aktivistischen Leerverkäufer überwinden. Wie ihnen dies gelingt, ist bei den ökonomischen Grundlagen einer Leerverkaufsattacke zu untersuchen.[174]

---

169 *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280, 281.

170 Vgl. grundlegend zu diesem Begriff *Bikhchandani/Hirshleifer/Welch*, 100 J. Political Econ. 992 (1992); *Shiller*, Irrational Exuberance, S. 178.

171 *Zhu*, Rationales Herdenverhalten, S. 75: Ein glaubwürdiger, aber falscher Bericht einer lokalen Zeitung über ein Restaurant.

172 Dazu *Shleifer/Summers*, 4 J. Econ. Perspect. 19, 20 ff. (1990); *Stout*, 28 J. Corp. L. 635, 651 ff. (2003); *Langevoort*, 97 Nw. U. L. Rev. 135, 148 ff. (2002); *Schmies*, in Engel et al., Recht und Verhalten, 2007, S. 165, 173; *Klöhn*, in Fleischer/Zimmer, Beitrag der Verhaltensökonomie zum Handels- und Wirtschaftsrecht, 2011, S. 83, 88.

173 Vgl. *Grossman/Stiglitz*, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980); *Stout*, 28 J. Corp. L. 635, 655 (2003).

174 Unten § 7 B. I. (S. 69 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§ 5 Marktmanipulation

Nachdem die Grundlagen der Funktionsweise eines Kapitalmarktes vorgestellt wurden, behandelt dieses Kapitel die ökonomischen Grundlagen der Marktmanipulation. Manipulative Praktiken greifen – wie noch beim Telos des Verbotes näher dargelegt wird[175] – in den Preisbildungsprozess ein und verursachen dadurch Ineffizienzen. Da die manipulativen Praktiken vielfältige Formen annehmen können, kann dieses Kapitel nicht jede Fallgruppe darstellen. Es konzentriert sich zum einen auf das terminologische Problem der Marktmanipulation; zum anderen werden die gängigen Erscheinungsformen der Marktmanipulation beschrieben.

A. Terminologie

Der europäische Gesetzgeber verwendet zwar den Begriff der Marktmanipulation, etwa in Art. 12 Abs. 1 MAR, definiert ihn jedoch nicht näher. In Art. 12 Abs. 1 MAR beschreibt er lediglich Handlungen, die eine Marktmanipulation darstellen. Der europäische Gesetzgeber hat es bewusst unterlassen, eine allgemeine Definition aufzustellen. Grund hierfür ist die schwierige bis unmögliche Erfassung und Beschreibung der vielfältigen Lebenssachverhalte, die als Marktmanipulation anzusehen sind.[176] Zudem handelt es sich bei manipulativen Verhaltensweisen um schnelllebige Sachverhalte und eine Definition wäre womöglich schnell überholt.[177] Die erste Erkenntnis ist also die Tatsache einer fehlenden arbeitsfähigen Definition.[178]

Ein erster Schritt zu einer Umschreibung des Phänomens der Marktmanipulation kann darin liegen, die Marktmanipulation von der Spekulation abzugrenzen und daraus erste Schlussfolgerungen für die Abgrenzung erwünschter von unerwünschten Verhaltensweisen zu ziehen. Spekulation wird als eine Handlung durch Gewinnbestrebung angesehen, die einen

175 Unten § 10 C. I. (S. 102 ff.).

176 Cargill Inc v. Hardin, 452 F.2d 1154, 1163 (8th Cir. 1971): „The methods and techniques of manipulation are limited only by the ingenuity of man."

177 Zu diesem Einwand *Moloney*, EU Securities Regulation, S. 740; *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 190.

178 *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 104; *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 192; *Putniņš*, 26 J. Econ. Surv. 952, 953, 954 (2012); *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 11.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(zeitlichen) Preisunterschied ausnutzt.[179] Die wohl wichtigsten Unterscheidungen zwischen Marktmanipulation und Spekulation liegen darin, dass auf der einen Seite bei der Spekulation der Preisunterschied bloß ausgenutzt wird, er bei der Marktmanipulation dagegen hervorgerufen wird und auf der anderen Seite der Spekulant das Risiko der Transaktion trägt.[180] Im Gegensatz zur Marktmanipulation, die in den Preisbildungsprozess unerlaubt eingreift, erfüllt die Spekulation eine wichtige ökonomische Funktion:[181] Kurzgefasst nähern Arbitrageure, also die bereits bekannten informierten Anleger,[182] Kurse an den Fundamentalwert an. Festzuhalten ist demnach, dass Verhaltensweisen, die den Kurs in Richtung Fundamentalwert bewegen, erwünscht sind.

B. Erscheinungsformen

Um die terminologischen Schwierigkeiten hinter sich zu lassen, kann eine Orientierung an den Erscheinungsformen der Marktmanipulation erfolgen. Die Ökonomen *Allen/Gale* haben bereits 1992 zwischen informations-, handels- und handlungsgestützter Marktmanipulation unterschieden.[183]

I. Informationsgestützte Marktmanipulation

Die informationsgestützte Marktmanipulation macht sich die preisbeeinflussende Wirkung von Informationen zunutze. Mit Blick darauf wird die Marktmanipulation gemeinhin auch als Kommunikationsdelikt bezeichnet.[184] Die informationsgestützte Marktmanipulation beruht auf der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen oder der unterlassenen Verbreitung der für den Kapitalmarkt wichtigen (und richtigen) Informationen. Die manipulativen Informationen können sowohl positiv als auch negativ konnotiert sein. Eine informationsgestützte Marktmanipulation ist in der Regel sehr effektiv, da im Rahmen der vorgestellten Informations-

179 *Klöhn*, Spekulation, S. 23; *Lenzen*, WM 2000, 1131.
180 *Lenzen*, WM 2000, 1131; *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 2.
181 Zu den positiven Aspekten der Spekulation ausführlich *Klöhn*, Spekulation, S. 61 ff.
182 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).
183 *Allen/Gale*, 5 Rev. Financ. Stud. 503, 505 (1992).
184 *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 84.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

effizienz die (informierten) Anleger umgehend auf neue Informationen reagieren.[185]

Für den Erfolg der informationsgestützten Marktmanipulation kommt es einerseits darauf an, *wie* die Informationen verbreitet werden und andererseits *wer* der Absender ist.[186] Der Art und Weise, wie der Absender die Informationen verbreitet, sind keine Grenzen gesetzt. Erfolgsversprechend erscheint eine Informationsverbreitung in den Massenmedien wie Rundfunk, Fernsehen oder Zeitung. Begünstigung finden die informationsgestützte Marktmanipulation und ihre vielfältigen Strategien durch das Internet, welches dem Manipulanten erlaubt, eine größere Reichweite zu erlangen. *Avgouleas* bezeichnete das Internet als „every manipulator's dream".[187]

Bekannt ist die informationsgestützte Marktmanipulation in Zusammenhang mit Anlageempfehlungen[188] oder bloßen Empfehlungen zum Kauf einer Aktie mittels E-Mail (sog. Stock-Spams).[189] Eine besondere Form der informationsgestützten Marktmanipulation ist das sog. Scalping. Scalping ist – vereinfacht gesagt – das Handeln von Finanzinstrumenten in Kenntnis einer bevorstehenden empfehlenden Äußerung, um die dadurch verursachte Kursänderung für sich auszunutzen.[190] Der Scalper ist meist eine Person mit angesehener Reputation im Markt. Durch seinen statusbedingten Einfluss ist er in der Lage, den Kurs durch seine Empfehlung zu beeinflussen.[191] Dieses System funktioniert immer wieder, denn die Prognose einer Kursänderung bewahrheitet sich stets selbst („self-fulfilling prophecy").[192] Das Scalping nutzt den Herdeneffekt aus, indem der Scalper eine Informationskaskade in Gang setzt.[193]

---

185 Die Effektivität betonend *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 18; *Mock*, in Ventoruzzo/Mock, A.3.01; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7 (S. 79).

186 Ähnlich *Lenzen*, WM 2000, 1131, 1132; *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 19.

187 *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 119; vgl. weitergehend zu „cybernetic market manipulation" und „mass misinformation" *Lin*, 66 Emory L.J. 1253, 1288 ff. (2017).

188 Vgl. *Karst*, Marktmanipulationsverbot, S. 43; *Vogel*, in Assmann/Schneider, Vor § 20a Rn. 34; *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 123.

189 Vgl. dazu *Fleischer*, ZBB 2008, 137 ff.

190 Ähnlich *Schneider/Burgard*, ZIP 1999, 381, 382; ferner *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 486.

191 *Trüg*, NStZ 2014, 558, 559; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 245.

192 *Eichelberger*, WM 2003, 2121.

193 *Karst*, Marktmanipulationsverbot, S. 44.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Der Erfolg einer durch Informationsverbreitung erfolgten Marktmanipulation hängt, wie das Scalping-Beispiel zeigt, maßgeblich von der Glaubwürdigkeit des Absenders ab.[194] Nur wenn die Informationsempfänger (= Anleger) dem Absender vertrauen und die Wahrscheinlichkeit für eine wahre Information hoch genug einschätzen, werden sie auf die Information reagieren. Deshalb verwundert es nicht, wenn die informationsgestützte Marktmanipulation oftmals durch sog. Meinungsführer wie Analysten oder Börsengurus verwirklicht wird. Stellt sich im Anschluss an eine Marktmanipulation heraus, dass der Absender gelogen hat, werden rationale Anleger ihm und seinen Aussagen weitere Male nicht folgen (sog. Lerneffekt).[195] Ein Manipulant muss also zwischen kurzfristigen Gewinnen aus gezielter Desinformation und der langfristigen Wahrung seiner Glaubwürdigkeit abwägen. Da die Glaubwürdigkeit hier verhaltenssteuernd wirkt, sind Pseudonyme oder Anonymität problematisch, weil dann eine eindeutige Zuordnung der Fehlinformation zu einem Absender nicht möglich ist.[196]

Die informationsgestützte Marktmanipulation bildet bei der rechtlichen Überprüfung der Leerverkaufsattacken einen Schwerpunkt.[197] Durch die veröffentlichten Research Reports könnten die Leerverkäufer falsche oder irreführende Informationen verbreiten und sich das Internet als Multiplikator ihrer Reports zunutze machen. Zudem profitieren die Empfehlungen von der Reputation der bekannten Leerverkäufer. Die Leerverkäufer nutzen die Kursbewegung zur Eindeckung mit Aktien aus und müssen sich demzufolge auch am Tatbestand des Scalpings messen lassen.[198]

II. Handelsgestützte Marktmanipulation

Daneben tritt die handelsgestützte Marktmanipulation als zweite Form der Marktmanipulation. Bei dieser Manipulationsart bewirkt eine Transaktion eine Veränderung entweder der Angebots- oder der Nachfrageseite und

---

194 *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 29, 50; *Hild*, Strafrechtliche Regulierung des Kapitalmarktes, S. 128 f.; modellhaft *Benabou/Laroque*, 107 Q. J. Econ. 921, 927, 934 (1992); dazu *Putniņš*, 26 J. Econ. Surv. 952, 957 (2012); *Varnholt*, FMPM 1993, 459, 464.

195 *Benabou/Laroque*, 107 Q. J. Econ. 921, 922, 947 (1992).

196 *Markham*, Market Manipulation, S. 259; *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 124; *Karst*, Marktmanipulationsverbot, S. 43.

197 Unten § 12 (S. 143 ff.).

198 Unten § 14 (S. 203 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

wirkt sich damit unmittelbar auf einen preisbeeinflussenden Parameter aus.[199] Den Handelsordern und den getätigten Umsätzen an den Börsen kommt ein erheblicher Informationswert zu, da die informierten Anleger ihren Informationsvorsprung durch ihre Transaktionen umsetzen.[200] Die aus den Handelsordern entstehenden Informationen sind Grundlage der Anlageentscheidung anderer Marktteilnehmer. Die Anleger glauben, derjenige, der eine (große) Order getätigt habe, handele als „Insider".[201] Die Handelstechnik, die hinter der Auslese von Orderinformationen steht, nennt sich Decoding.[202] Anleger „entschlüsseln" das Handelsgeschehen bzw. die Preise und treffen daraufhin ihre eigene Anlageentscheidung. Durch diese Handelsstrategien können Preistrends hervorgerufen werden.[203] Der durch Handelsaktivitäten ausgelöste Preistrend ist dann für die Informationseffizienz gefährlich, wenn er vorgetäuscht oder manipuliert ist. Dann handelt nämlich kein „richtiger" Insider aufgrund wertvoller Informationen, sondern der Preistrend beruht auf noise-Signalen und schädigt die Informationseffizienz.

Im Rahmen der handelsgestützten Marktmanipulation ist zwischen fiktiven und effektiven Geschäften zu unterscheiden.[204] Fiktive Geschäfte stellen echte Handelsgeschäfte dar,[205] welchen aber die wirtschaftliche Relevanz fehlt. Der Manipulant muss die Verpflichtung aus dem Geschäft nicht erfüllen, also die Aktien abnehmen oder liefern, weil er dies durch vorweg vereinbarte Gegengeschäfte oder sonstige Vorkehrungen sichergestellt hat.[206] Bekannte Formen der fiktiven Geschäfte sind etwa Wash Sales oder Improper Matched Orders.[207] Die Personen eines solchen Handels tragen nicht das wirtschaftliche Marktrisiko der Transaktion. Wenn aber die wirtschaftliche Relevanz fehlt, täuscht das Geschäft über Handelsaktivi-

199 *Allen/Gale*, 5 Rev. Financ. Stud. 503, 505 (1992); *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 24; ähnlich *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 131 („direct 'assault' on the integrity of the market's price formation [discovery] mechanism").

200 Dazu bereits oben § 4 B. III. 1. b) (S. 43 ff.).

201 *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 133; *Eichelberger*, WM 2007, 2046, 2047.

202 *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 576 Fn. 89 (1984).

203 *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 133 m. w. N. Zum Herdenverhalten oben § 4 C. I. (S. 49 f.).

204 Statt vieler *Fleischer*, in Fuchs, vor § 20a Rn. 5.

205 Deshalb kritisch zum Begriff „fiktiv" *Nestler*, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, Rn. 657.

206 *Eichelberger*, WM 2007, 2046, 2047; *Watter*, SZW 1990, 193, 196.

207 Zu diesen Formen etwa *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 125 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

täten, hinter denen kein berechtigtes Interesse steht.[208] Der Manipulant täuscht dem Markt eine in Wirklichkeit nicht vorhandene Effizienz und Liquidität vor. Er will damit andere Anleger zum Handeln veranlassen, die durch das Auslesen der Orders einen regen Handel vermuten. Die Einordnung von fiktiven Geschäften unter den Manipulationstatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR bereitet wenig Probleme.[209]

In Abgrenzung zu den fiktiven Geschäften gibt es effektive Geschäfte. Als effektive Geschäfte werden auch die noch näher zu erläuternden Leerverkäufe eingeordnet. Im Vergleich zu den fiktiven Geschäften liegen bei effektiven Geschäften keine Absprachen oder Ähnliches vor, die auf das Fehlen einer wirtschaftlich relevanten Transaktion schließen lassen.[210] Der Handelnde trägt bei den effektiven Geschäften das allgemeine Marktrisiko. Unter diesen Umständen ist es zweifelhaft, ob effektive Geschäfte eine Marktmanipulation durch Irreführung begründen können, denn bei effektiven Geschäften werden die tatsächlichen Marktverhältnisse zutreffend wiedergegeben. Unter diesem Blickwinkel sind Leerverkäufe als effektive Geschäfte im geltenden Recht zu untersuchen.[211]

III. Handlungsgestützte Marktmanipulation

Als dritte Erscheinungsform ist die handlungsgestützte Marktmanipulation zu nennen. Diese Manipulationsart unterscheidet sich deutlich von den beiden zuvor genannten. Bei der handlungsgestützten Marktmanipulation wirkt der Täter unmittelbar auf den inneren Wert des Unternehmens ein.[212] Die Einwirkung kann beispielsweise durch Zerstörung von Betriebsmitteln geschehen. Ein besonders perfides Beispiel ist der Anschlag auf den Mannschaftsbus von Borussia Dortmund.[213] Ein solches Verhalten wird oftmals nicht als Marktmanipulation in einem engeren Sinne angesehen, denn der Kurs bildet den Unternehmenswert („wahren

208 Ähnlich *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 25; *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 143; *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 499 (2018).
209 Unten § 11 A. II. 2. a) (S. 117 f.).
210 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 28; *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 501 (2018).
211 Unten § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).
212 *Fleischer*, in Fuchs, vor § 20a Rn. 4.
213 Dazu *Köpferl/Wegner*, WM 2017, 1924 ff., insbes. S. 1929. In dem Strafverfahren spielte das Verbot der Marktmanipulation keine Rolle, vgl. LG Dortmund v. 27.11.2018 – 39 Ks-400 Js 2016/17-15/17, juris.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Wert") nach Vornahme der verbotenen Handlung korrekt ab.[214] Auf die handlungsgestützte Marktmanipulation ist nicht näher einzugehen, da sie bei den Leerverkaufsattacken keine Rolle spielt.

§ 6 Leerverkäufe

Leerverkäufe sind integraler Bestandteil der Kapitalmärkte. Das Schrifttum bewertet die ökonomische Funktion von Leerverkäufen ambivalent. Diese Ambivalenz soll im Nachfolgenden herausgearbeitet werden, denn sie wirkt sich auf die spätere rechtliche Bewertung aus.[215]

A. Der Begriff des Leerverkaufs

Ein Leerverkauf bezeichnet den Verkauf einer Aktie durch einen Marktteilnehmer, der nicht Eigentümer dieser Aktie ist.[216] Der Leerverkäufer erwartet, dass der Preis der verkauften Aktie sinkt. Ist diese Erwartung eingetreten, kann der Leerverkäufer zu einem späteren Zeitpunkt die versprochene Aktie günstiger kaufen. Um seiner bestehenden Lieferpflicht aus dem Verkaufsgeschäft nachzukommen, muss der Leerverkäufer die Papiere bis zum Erfüllungszeitpunkt durch einen Deckungskauf beschaffen.[217] Aufgrund des nachträglichen Deckungsgeschäfts liegt beim Leerverkauf der Verkauf einer Aktie zeitlich vor der Beschaffung der Aktie.[218] Dem Verkauf einer Aktie, die nicht im Eigentum des Verkäufers steht, wird der Fall gleichgestellt, dass der Verkäufer zwar rechtlich Eigentümer ist, das Eigentum aber im Wege der Wertpapierleihe erhalten hat. Im Falle der Wertpapierleihe ist der Leerverkäufer aufgrund der Rückgabepflicht nur rechtlicher, nicht aber wirtschaftlicher Eigentümer.[219]

Nach dem Zeitpunkt des Deckungsgeschäfts, d. h. der Beschaffung der leer verkauften Aktie zum Zwecke der Erfüllung der Lieferpflicht, sind zwei Arten von Leerverkäufen zu unterscheiden: gedeckte und ungedeckte

214 Statt vieler *Ziouvas*, ZGR 2003, 113, 131.
215 Unten § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).
216 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 8; *Harrer*, Leerverkäufe, S. 13; Art. 2 Abs. 1 lit. b LVVO.
217 *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405.
218 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 8.
219 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 9; Art. 2 Abs. 1 lit. b ii LVVO.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Leerverkäufe.[220] Ein gedeckter Leerverkauf liegt vor, wenn der Leerverkäufer zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses die fristgerechte Lieferung einer Aktie sichergestellt hat, zum Beispiel durch eine Wertpapierleihe. Ein ungedeckter Leerverkauf liegt dagegen vor, wenn der Leerverkäufer die Deckung erst nach Vertragsschluss herbeiführt.

B. Der Zweck von Leerverkäufen

Der Zweck von Leerverkäufen liegt auf der Hand und ist ein ganz simpler: Leerverkäufe stellen ein wesentliches Instrument des Risikomanagements dar.[221] Mithilfe von Leerverkäufen sichern sich Anleger gegen Kursrisiken ab, die aus einer Long-Position in derselben oder einer ähnlichen Aktie entstehen, wenn die Aktie fällt. Diese Absicherungspraktik nennt man im Fachjargon „hedging".

Weiterhin kann im Einsatz von Leerverkäufen eine gezielte, spekulative Risikoübernahme liegen.[222] Die Leerverkäufer identifizieren überbewertete Aktien und erwarten einen Kursrückgang. Der verfolgte Zweck ist ein Spekulationsgewinn. Ein Leerverkauf eignet sich besonders zur Spekulation auf sinkende Kurse, da durch Leerverkäufe eine Hebelwirkung erzielt werden kann (sog. Leverage-Effekt).[223] Die Hebelwirkung ergibt sich aus dem geringen Kapitaleinsatz, da der Leerverkäufer zunächst nur die Kosten des Deckungsgeschäfts (etwa Leihgebühren für die Wertpapierleihe) aufwenden muss.

Die aktivistischen Leerverkäufer verfolgen mit ihrem Geschäftsmodell den spekulativen Zweck. Durch die getätigten Leerverkäufe wollen sie von fallenden Kursen profitieren.

C. Der Nutzen von Leerverkäufen

Grundsätzlich erkennt der europäische Gesetzgeber die positive Bedeutung von Leerverkäufen für die Allokationseffizienz an. Leerverkäufe spielen unter normalen Marktbedingungen eine wichtige Rolle für das ord-

---

220 Vgl. dazu *Suttner/Kielholz*, ORDO 2011, 101, 103; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 11 ff.
221 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 16; *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 649 f.
222 *Harrer*, Leerverkäufe, S. 14.
223 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 17.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nungsgemäße Funktionieren der Finanzmärkte, insbesondere in Bezug auf die Marktliquidität und auf eine effiziente Kursbildung.[224] Diese positiven Effekte werden folgend anhand empirischer Erkenntnisse nachskizziert.

I. Liquidität und Volatilität

Leerverkäufe erhöhen nach empirischen Erkenntnissen die Liquidität auf Märkten, auf denen sie zugelassen sind.[225] Leerverkäufer versorgen den Markt mit Aktien und schaffen ein zusätzliches Angebot. Dadurch werden die Kurse stabilisiert. Zunehmende Liquidität führt – wie bei den ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktes dargelegt[226] – zu niedrigen Transaktionskosten, weil sich die Geld-Brief-Spanne verringert. Niedrige Transaktionskosten locken weitere Anleger an und lassen einen Markt attraktiv werden.

Dagegen können Leerverkaufsrestriktionen den Abfluss von Kapital zu Märkten ohne Restriktionen zur Folge haben.[227] Bestehen auf den Aktienmärkten Leerverkaufsverbote, wandern die Anleger auf die Derivatemärkte ab. Damit können Leerverkaufsverbote zu Liquiditätsproblemen auf den jeweiligen Aktienmärkten führen. Ein Nachteil von mangelnder Liquidität ist die Zunahme von Kursschwankungen (Volatilität).[228] Durch die geringere Anzahl von Transaktionen wird eine Kursstabilisierung erschwert. Kursschwankungen können den Markt destabilisieren und Anleger abschrecken. Ob Leerverkäufe tatsächlich destabilisierenden Preisschwankungen entgegenwirken können, ist empirisch noch nicht endgültig geklärt.[229]

---

224 Erwägungsgrund 5 Satz 3 LVVO.

225 Auswahl von Studien: *Beber/Pagano*, 68 J. Fin. 343 (2013); *Boehmer/Jones/Zhang*, 26 Rev. Financ. Stud. 1363 (2013); ferner darstellend *Kiesel/Nohn/Schiereck*, ZBB 2014, 314, 315, 317; aus dem juristischen Schrifttum *Lange*, Aktienleerverkäufe, S. 26 ff.; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 41 ff.; *Harrer*, Leerverkäufe, S. 24, 26; *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405; *Mock*, WM 2010, 2248, 2249; *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 140 f.; *Splinter/Gansmeier*, ZHR 184 (2020), 761, 768; *Juurikkala*, ECFR 2012, 307, 312; *Fox/Gloston/Tetlock*, 54 N.Y.L. Sch. L. Rev. 645, 652 (2009–2010).

226 Oben § 4 B. III. 4. (S. 46 ff.).

227 *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 52.

228 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 42.

229 Studie mit positiven Effekten *Boehmer/Wu*, 26 Rev. Financ. Stud. 287 (2013); *Fotak/Raman/Yadav*, Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?, Working Paper, 6 January 2010; negative Effekte stellen etwa *Blau/Van Ness/Van Ness/*

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

II. Preiseffizienz

Des Weiteren tragen Leerverkäufe zur effizienten Kursbildung bei.[230] Tätigt ein (informierter) Marktteilnehmer einen Leerverkauf, bringt er damit seine negativen Marktwertungen zum Ausdruck. Durch seine Transaktion gelangen die Informationen in den Preis und dieser nähert sich dem Fundamentalwert an. Aufgrund des erweiterten Angebots sinkt der Preis. Studien zeigen, dass Leerverkäufer tatsächlich bessere Informationen besitzen und Fundamentaldaten richtig einschätzen.[231] Die Existenz von Leerverkäufen ist wichtig, denn ohne Leerverkaufsmöglichkeiten bleiben Marktteilnehmern kaum Instrumente, um negative Erwartungen in den Markt zu geben. Die Einpreisung negativer Informationen verringert Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern. Somit haben Leerverkäufe einen hohen und wichtigen informationsökonomischen Nutzen, indem sie fundamental nicht gerechtfertigte Preisentwicklungen aufdecken und auch bremsen.[232] Ob die Preisentwicklung, die durch die Leerverkäufer vorangetrieben wird, fundamental gerechtfertigt oder nur das Ergebnis von zufälligen Ereignissen war, lässt sich anhand der Umkehrung des Kurses feststellen (sog. price reversal).[233] Sinkt der Kurs zunächst und

---

Wood, 5 J. Trading 14 (2010) und *Shkilko/Van Ness/Van Ness*, 41 Fin. Manag. 345 (2012) fest; aus dem juristischen Schrifttum sehen positive Effekte für die Volatilität *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LV-VO Rn. 52; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 41 ff.; *Möllers/Christ/Harrer*, NZG 2010, 1167 f.; *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 196; ausführlich zu dieser Frage *Lange*, Aktienleerverkäufe, S. 54 ff.

230 *Boehmer/Wu*, 26 Rev. Financ. Stud. 287 (2013); *Beber/Pagano*, 68 J. Fin. 343 (2013); *Karpoff/Lou*, 65 J. Fin. 1879 (2010); *Bris/Goetzmann/Zhu*, 62 J. Fin. 1029 (2007); a. A. *Goldstein/Guembel*, 75 Rev. Econ. Stud. 133 (2008): durch Manipulation werden die Preise ineffizient; aus dem juristischen Schrifttum *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 195; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 39 ff.; *Harrer*, Leerverkäufe, S. 24; *Splinter/Gansmeier*, ZHR 184 (2020), 761, 763; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 486; *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 141.

231 *Boehmer/Jones/Zhang*, 63 J. Fin. 491 (2008); *Jones/Reed/Waller*, 29 Rev. Financ. Stud. 3278, 3280 (2016); *Purnanandam/Seyhun*, 53 J. Financ. Quant. Anal. 997, 1000 (2018); *Boehmer et al.*, 24 Rev. Financ. 1203 (2020); dazu auch *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 114; *Avgouleas*, 15 Stan. J. L., Bus. & Fin. 376, 399 (2010).

232 *Harrer*, Leerverkäufe, S. 25 f.; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 486.

233 *Jones/Reed/Waller*, 29 Rev. Financ. Stud. 3278, 3283 (2016); *Purnanandam/Seyhun*, 53 J. Financ. Quant. Anal. 997, 1003 f., 1014 (2018); *Boehmer et al.*, 24 Rev. Financ. 1203, 1223 (2020); allgemein für Überreaktionen *Harris*, Trading and Exchanges, S. 230.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kehrt er nicht kurzfristig zurück, ist dies ein Indiz für einen fundamental gerechtfertigten Kursfall. Treten dagegen anschließende gegenläufige Kursentwicklungen auf, die den Kursrückgang teilweise oder vollständig neutralisieren, ist dies ein Indiz für fehlende bewertungserhebliche Informationen.

Zudem besteht durch Leerverkäufe ein Anreiz für Informationshändler zur Suche nach neuen, negativen Informationen.[234] Leerverkäufe bieten auch Nichtaktionären die Möglichkeit, negative Markterwartungen einzubringen.[235] Diese Einpreisungsmöglichkeit von negativen Informationen für Informationshändler ist für eine korrekte Preisbildung deshalb so wichtig, weil kaum Anreize aus Emittentensicht bestehen, negative Informationen preiszugeben. Das gilt insbesondere für die Ad-hoc-Pflicht.[236] Vielmehr besteht ein Anreiz, negative Nachrichten zu verschweigen. Nach einer These in der Literatur reicht die Möglichkeit aus, dass Leerverkäufer negative Informationen finden und veröffentlichen könnten, um weniger Anreize für das Management zu schaffen, die Unternehmenszahlen manipulativ zu beschönigen.[237] Die Gefahr aufzufliegen, reiche aus, um manipulativem Verhalten vorzubeugen.

Sind Leerverkäufe teilweise oder vollständig beschränkt, haben Anleger mit negativen Markterwartungen kaum eine Möglichkeit, ihre negativen Erwartungen einzupreisen. Bei einem Leerverkaufsverbot fließen nur optimistische und gleichgerichtete Informationen in den Preis ein. Hinzu tritt der Umstand, dass die Aktien in Mehrheit von optimistischen Anlegern gehalten werden.[238] Damit besteht die Gefahr einer systematischen Überbewertung und infolgedessen entstehen leichter Spekulationsblasen.[239]

---

234 *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 141; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 748.

235 *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 141; *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419, 1420.

236 *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 702 f., 734 m. w. N.

237 *Massa/Zhang/Zhang*, 28 Rev. Financ. Stud. 1701 (2015). Dieses Anreizsystem schütze auch die Aktionäre, so *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1380 (2020); ähnlich *Wentz*, WM 2019, 196, 197.

238 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 41.

239 *Miller*, 32 J. Fin. 1151, 1160 ff. (1977); ferner *Diamond/Verrecchia*, 18 J. Fin. Econ. 277, 289, 303 (1987): Leerverkaufsverbote seien schon in den Investitionsentscheidungen berücksichtigt und bloß die Einpreisung verlaufe langsamer und beeinträchtige dadurch den effizienten Preisbildungsprozess; zustimmend *Fox/Gloston/Tetlock*, 54 N.Y.L. Sch. L. Rev. 645, 650 (2009–2010) für den Fall eines rationalen Marktes und anders für den Fall von Noise Trading (S. 651); dazu ferner *Lange*, Aktienleerverkäufe, S. 40; *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 109.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

D. Die Risiken von Leerverkäufen

Leerverkäufe ziehen einen Schatten nach sich, weil ihnen angelastet wird, Auslöser oder zumindest Verstärker der großen Wirtschaftskrisen zu sein. Zuletzt fanden Leerverkäufe durch die Finanzkrise 2008[240] und durch die Corona-Pandemie[241] Eingang in die Diskussion und Krisenbewältigung.

I. Leerverkäufe als Krisenverstärker

Verstärken Leerverkäufe ungerechtfertigte, also nicht fundamentalwertgetriebene Abwärtsbewegungen, stellt dies ein Risiko dar.[242] Die Leerverkaufsverordnung sieht in den starken Kurseinbrüchen ein systematisches Risiko für die Finanzmärkte.[243] Das Risiko eines ungerechtfertigten Kurssturzes hebt auch die Literatur in der Diskussion rund um die Leerverkaufsattacken hervor.[244] Zwei Ursachen kann man für dieses Risiko ausmachen: Zum einen erhöhen Leerverkäufe das Angebot einer Aktie bei gleichbleibender Nachfrage und sie üben allein durch diesen Umstand einen negativen Preisdruck aus. Zum anderen setzen sie ein Verkaufssignal, welches weitere Verkäufe nach sich ziehen kann. Sehen Marktteilnehmer, dass (viele) andere oder einflussreiche Anleger die Aktie für überbewertet halten, steigt der Verkaufsdruck. Die Anleger verkaufen ihre Aktien, weil andere ihre Aktien verkaufen. Dies kann im schlimmsten Fall ein Herdenverhalten in Form einer Verkaufspanik auslösen.[245] Eine

240 Vgl. *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 82; *Liebscher/Ott*, NZG 2010, 841, 842.

241 Dazu etwa *Siciliano/Ventoruzzo*, ECFR 2020, 386 ff.; *Kumpan/Misterek*, WM 2021, 365 ff., 417 ff.

242 *Sieder*, ZBB 2019, 179, 180; *Kindler*, NJW 2010, 2465, 2469; *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419, 1420; *Suttner/Kielholz*, ORDO 2011, 101, 104; aus dem englischsprachigen Schrifttum *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 198; *Juurikkala*, ECFR 2012, 307, 312.

243 Vgl. Erwägungsgrund 1 Satz 2 LVVO; zum Hintergrund des Falles Lehman Brothers s. *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 44.

244 *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 308; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 296; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 738.

245 *Sieder*, ZBB 2019, 179, 180; *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 141; *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419, 1420; *Kindler*, NJW 2010, 2465, 2469; *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405, 1406 (zum Verkauf veranlassen); zu einem Modell mit dem Feedback-Effekt s. *Goldstein/Guembel*, 75 Rev. Econ. Stud. 133 (2008). Zum Herdenverhalten oben § 4 C. I. (S. 49 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

verstärkende Rolle spielen dabei der algorithmische Handel und eingesetzte Stop-Loss-Orders. Durch die automatische Auslösung weiterer Verkaufsorders bei sinkenden Kursen dreht sich die Abwärtsspirale schneller. Die starken Kurseinbrüche stehen in enger Verbindung mit ungedeckten Leerverkäufen, weil diese es erlauben, eine große Anzahl von Aktien leer zu verkaufen, ohne ein hohes Kostenrisiko einzugehen.[246] Empirisch ist nicht eindeutig, ob ungedeckte Leerverkäufe in Zusammenhang mit exzessiven Preisbewegungen stehen.[247] Durch Beschränkungen der Leerverkaufsverordnung hat sich die Problematik bei ungedeckten Leerverkäufen entspannt.[248] Art. 12 Abs. 1 LVVO verbietet ungedeckte Leerverkäufe.

Problematisch kann es sein, wenn die Anzahl der Leerverkäufe die Zahl der tatsächlich verfügbaren Aktien übersteigen. Dann nämlich kann im Rahmen des Deckungsgeschäfts die Nachfrage das Angebot drastisch übersteigen, wodurch die Preise deutlich ansteigen.[249] Kommt es zu einem sprunghaften Preisanstieg, nennt man dies short squeeze.[250]

Ein weiteres Risiko kann sich dann auftun, wenn dem Leerverkäufer der Wille fehlt, sich einzudecken. Die fehlende Eindeckungsbereitschaft kann Abwicklungsschwierigkeiten beim Deckungsgeschäft hervorrufen.[251] Kommt es zu Problemen bei der Transaktionsabwicklung, können (starke) Kursschwankungen die Folge sein. Fehlt einem Leerverkäufer der Eindeckungswille spricht man von abusive naked short sales.

---

246 *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405, 1406; *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3204; *Kindler*, NJW 2010, 2465, 2469; ferner *Vogel*, in Assmann/Schneider, § 20a Rn. 151c.

247 S. nur *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 46 f. m. w. N.

248 Unten § 8 B. (S. 84).

249 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 46.

250 Einen Fall erlebte man bei der Übernahmeschlacht von Porsche und Volkswagen. Zum Sachverhalt s. *Seier*, Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen, S. 52–54. Ein aktuelles Phänomen aus den USA (GameStop) wirft die Frage auf, ob es marktmissbräuchlich ist, wenn sich Kleinanleger in Börsenforen absprechen, die Aktie zu kaufen und damit Hedgefonds, die zuvor Leerverkäufe getätigt und auf fallende Kurse gewettet haben, mittels short squeeze aus dem Markt zu drängen. S. dazu *Wegner*, BKR 2021, 181 ff.; *Veil/Templer*, ZIP 2021, 981 ff.; *Sajnovits*, ZGR 2021, 804 ff.; rechtsvergleichend *Langenbucher/Hasan*, in FS Singer, 2021, S. 399 ff.

251 *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 142; *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 647 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

II. Manipulationsgefahr

Um einen Herdeneffekt und damit exzessive Kursrückgänge auszulösen, sind manipulative Strategien nicht fernliegend. Oftmals wird betont, dass große Volumina von Leerverkäufen zum Einsatz kommen, um exzessive Preisbewegungen auszulösen.[252] Die Literatur bezeichnet das Phänomen von Abwärtskursen mit manipulativem Charakter mit dem Tiersymbol für fallende Kurse – bear raids –,[253] wobei sie diesen Begriff nicht einheitlich verwendet. Dem Manipulationsmoment bei Leerverkäufen gilt es näher nachzuspüren:

Einerseits geht eine manipulative Gefahr von ungedeckten Leerverkäufen aus, weil Marktteilnehmer diese auch bei geringem Kapitaleinsatz in großem Umfang vornehmen können und sich deshalb zur Marktmanipulation besonders eignen.[254] Anderseits soll beim Einsatz von Leerverkäufen ein manipulativer Anreiz bestehen, negative Gerüchte über das Unternehmen zu verbreiten, um den Kurssturz zu beschleunigen.

Wenn Teile der Lehrmeinung auf die besondere Gefahr von Leerverkäufen hinweisen, weil damit einhergehend Marktakteure häufig negative Gerüchte streuen, kann dem in dieser Pauschalität nicht gefolgt werden.[255] Diese unabhängig von den erst neuerdings aufkommenden Leerverkaufsattacken angeführte Begründung für die hohe Gefahr von Leerverkäufen ist zu undifferenziert. In solchen Fällen ist die Leerverkaufstransaktion nur ein (austauschbares) Mittel der manipulativen Strategie. Der informa-

---

252 *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 141; *Lenzen*, WM 2000, 1131, 1132; *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 82; *Fox/Gloston/Tetlock*, 54 N.Y.L. Sch. L. Rev. 645, 652 f. (2009–2010); zurückhaltender *Markham*, Market Manipulation, S. 9 („not inherently manipulative"); *Avgouleas*, 15 Stan. J. L., Bus. & Fin. 376, 381 (2010).

253 Zu finden bei *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 47; *Harrer*, Leerverkäufe, S. 32; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 45; *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 31; *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 21, 36; *Möllers/Christ/Harrer*, NZG 2010, 1167, 1168; *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 82 Fn. 249; *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 131; *Fox/Gloston/Tetlock*, 54 N.Y.L. Sch. L. Rev. 645, 653 (2009–2010); falsch bei *Lange*, Aktienleerverkäufe, S. 139, der bear raids mit abusive naked short sales verwechselt.

254 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 48.

255 So grundsätzlich aber *Harrer*, Leerverkäufe, S. 32; *Brinckmann*, in Veil, European Capital Markets Law, § 16 Rn. 9; *Walla*, in Veil, KMR, § 25 Rn. 11, 13; *Vogel*, in Assmann/Schneider, § 20a Rn. 151c; *Kindler*, NJW 2010, 2465, 2469; *Möllers/Christ/Harrer*, NZG 2010, 1167, 1168; angedeutet bei *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3203 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tionsbasierten Marktmanipulation kommt durch ein ausdrückliches kommunikatives Element entscheidende Bedeutung zu.[256] Der unzulässige Eingriff in den Preisbildungsprozess entsteht nicht durch den Leerverkauf als Transaktion, sondern durch die falsche oder irreführende Informationsverbreitung. Gegen die pauschale Verurteilung im Zusammenhang mit negativen Gerüchten wird zu Recht betont, auch bei Kaufpositionen bestehe ein Anreiz, Gerüchte zu streuen.[257] Zudem sind Leerverkäufe überhaupt nicht notwendig, um Gewinne im Zusammenhang mit falschen Gerüchten zu realisieren. Ein Manipulant könnte nämlich zunächst erst negative Gerüchte streuen und dann die Aktien billiger einkaufen.[258] Eines Leerverkaufs bedarf es dann nicht. Damit kann für die weitere Arbeit festgehalten werden, dass massenhafte Leerverkäufe (bear raids) als bloße handelsbasierte Marktmanipulation zu untersuchen sind[259] und die Leerverkaufsattacken mit der Verbreitung von negativen Informationen in den Research Reports (zusätzlich) als informationsgestützte Marktmanipulation.[260]

§ 7 Leerverkaufsattacken

Die oben beschriebenen, positiven Eigenschaften eines Leerverkaufs gelten im Ausgangspunkt auch für die aktivistischen Leerverkäufer.[261] Sind

256 Ähnlich schon *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 143; *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 183; *Lange*, Aktienleerverkäufe, S. 135; *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 118; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 16 Rn. 33; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 304; *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 21, 36; *Splinter/Gansmeier*, ZHR 184 (2020), 761, 768; *Avgouleas*, 15 Stan. J. L., Bus. & Fin. 376, 381 (2010); *Fox/Gloston/Tetlock*, 54 N.Y.L. Sch. L. Rev. 645, 657 (2009–2010).

257 Richtig *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 143; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 48, der dann jedoch auf den besonderen Anreiz von Leerverkäufen hinweist. Im Vergleich zu Long-Positionen bestehe bei Leerverkäufen ein erhöhtes Risiko, da sich negative Gerüchte leichter verbreiten ließen. Vgl. ferner dazu *Splinter/Gansmeier*, ZHR 184 (2020), 761, 769; *Langenbucher/Pelizzon*, ZBB 2021, 301, 306 mit Fn. 29.

258 Vgl. *Fox/Gloston/Tetlock*, 54 N.Y.L. Sch. L. Rev. 645, 657 (2009–2010). Der Nachteil dieser Strategie ist lediglich der höhere Kapitaleinsatz als beim Einsatz von ungedeckten Leerverkäufen.

259 Unten § 11 A. II. 3. b) (S. 129 ff.).

260 Unten § 12 (S. 143 ff.).

261 *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 109 f.; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 56; *Wentz*, WM 2019, 196, 197; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 309; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 296.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die Informationen zutreffend, tragen die aktivistischen Leerverkäufer zur effizienteren Preisbildung bei. Verbreiten die aktivistischen Leerverkäufer dagegen falsche oder irreführende Informationen, schädigen sie die Informationseffizienz.

Das folgende Kapitel beschreibt einige Besonderheiten der Leerverkaufsattacken, um das Phänomen noch besser zu verstehen. Zunächst sind die aktivistischen Leerverkäufer anhand ihrer Corporate-Governance-Funktion von aktivistischen Aktionären abzugrenzen (A.). Danach wird die kapitalmarkttheoretische Bedeutung des veröffentlichten Reports herausgearbeitet und in das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer eingeordnet (B.). Des Weiteren stellt diese Arbeit erste Studien vor, die den Markteinfluss der aktivistischen Leerverkäufer untersuchen (C.).

A. Negativer Aktivismus

Dem Kapitalmarkt ist es immanent, dass Eigentum und Kontrolle über einen Emittenten auseinanderfallen. Den Anlegern kommt deswegen eine Kontrollfunktion zu.[262] Aber nicht alle Anleger können diese Überwachungsaufgabe übernehmen. Für viele Anleger wären die Kosten höher als der Nutzen einer Überwachung. Sie verhalten sich rational, wenn sie den Emittenten nicht überwachen.[263]

Dagegen gibt es größere Anlegergruppen, die freiwillig eine Monitoring-Rolle übernehmen.[264] Eine Gruppe von Anlegern, die diese Funktion wahrnimmt, sind die sog. aktivistischen Aktionäre. Durch die Ausübung von Aktionärsrechten und anderen Maßnahmen außerhalb der Statuten engagieren sich Minderheitsaktionäre, um strategischen Einfluss auf die Unternehmensleitung zu erlangen.[265] Sie beabsichtigen, aus ihrer Sicht sinnvolle Maßnahmen durchzusetzen.[266] Oftmals gelingt es den aktivistischen Aktionären, neue Wertschöpfungspotenziale zu aktivieren und da-

---

262 Vgl. allgemein *Richter/Furubotn*, Neue Institutionenökonomik, S. 174 und S. 197 ff. zur Kontrolle durch den Markt; ferner *Engert*, ZIP 2006, 2105, 2106 f.; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307.

263 Wenn die Aktionäre unzufrieden sind, wählen sie den Verkauf ihrer Papiere. Vgl. *Engert*, ZIP 2006, 2105 f.

264 Vgl. *Engert*, ZIP 2006, 2105 f.; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 308.

265 *Bunz*, NZG 2014, 1049, 1050; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301.

266 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 50; Beispiele bei *Schiessl*, ZIP 2009, 689, 690 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

durch in der Regel eine Wertsteigerung des Unternehmens zu erzielen.[267] Kennzeichnend für diese Form des Aktivismus ist die gemessen am Minderheitsanteil hohe Einflussnahme auf das Unternehmen. Dabei sind die aktivistischen Aktionäre von den passiven Anteilseignern abzugrenzen. Aktivistisch meint in diesem Zusammenhang aktiv im Sinne eines zielstrebigen Handelns.[268]

Die aktivistischen Leerverkäufer sind von den beschriebenen aktivistischen Aktionären abzugrenzen. Zwar handeln die Leerverkäufer ebenfalls aktivistisch im Sinne eines zielstrebigen Handelns, jedoch haben sie keine Aktionärsstellung inne. Sie versuchen, ihre Ziele ohne Aktionärsstellung und die dazu gehörigen Aktionärsrechte durchzusetzen.[269] Um ihr Ziel zu erreichen, suchen sie vorwiegend die öffentliche Bühne. Das aktive Momentum liegt in dem Einsatz von breit gestreuter Kommunikation als Methode der Corporate Governance.[270] Diese Methode beschränkt sich nicht auf den Emittenten als Kommunikationspartner, sondern richtet sich an den Kapitalmarkt und damit an alle Anleger. Der Vorstand eines betroffenen Unternehmens muss auf die Informationen reagieren und wird auf diese Weise zu einem positiven Verhalten im Interesse der Gesellschaft angehalten.[271]

Als Pendant zum Begriff des Shareholder Activism wird für diese Form der Begriff des Investor Activism verwendet.[272] Nicht nur die Handlungsform, sondern auch die Zielsetzung unterscheidet sich dadurch, dass die Leerverkäufer nicht auf eine Unternehmenswertsteigerung setzen, sondern allein an Gewinnmitnahmen interessiert sind, die überwiegend durch (kurzfristige) Kursrückgänge verursacht werden. *Mülbert* brachte daher den Begriff „Shareholder Value-Minimizer" in die Diskussion ein.[273] An-

---

267 Vgl. dazu *Eidenmüller*, DStR 2007, 2116, 2117 mit empirischen Nachweisen in Fn. 16; zur Diskussion auch *Döding*, ZBB 2020, 168, 170 f.

268 *Kleinmanns*, IRZ 2016, 341, 342 in Fn. 9; ähnlich *Plagemann/Rahlmeyer*, NZG 2015, 895; *Thaeter/Guski*, AG 2007, 301.

269 *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 746; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 7 („externe Eingriffe").

270 *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 417.

271 *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 704; ähnlich *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 418.

272 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 51; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 107; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 746; durchaus kritisch *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 320: denken aber ganz anders als Investoren.

273 *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 106 f.; übernommen bei *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 746, *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 308 Fn. 13 sowie *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 224.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

dere verwenden den Terminus „Negative Activism".[274] Der letztgenannte Begriff erscheint passender, denn der von *Mülbert* eingeführte Begriff suggeriert eine Aktionärsstellung, die wie beschrieben gerade nicht vorhanden ist.

Die Form des negativen Aktivismus kann anhand dreier Kategorien weiter differenziert werden.[275] Zu unterscheiden sind informationeller, operationaler und unabsichtlicher negativer Aktivismus. Der informationelle negative Aktivismus lässt sich dahingehend beschreiben, dass Leerverkäufer nach bislang nicht bekannten oder falsch bewerteten Informationen suchen und diese dann veröffentlichen. Hintergrund ist der Glaube an eine Überbewertung des Zielunternehmens. Der operationale negative Aktivismus beschreibt die Schädigung eines Unternehmens durch tatsächliche Akte. Darunter kann beispielsweise der Anschlag auf den Mannschaftsbus von Borussia Dortmund oder ein Hacker-Angriff zu fassen sein.[276] Die dritte Kategorie, der unabsichtliche negative Aktivismus, wird verstanden als fehlgeschlagener positiver Aktivismus. Ein solcher Fall liegt etwa vor, wenn ein aktivistischer Aktionär Bestrebungen anstellt, den Unternehmenswert zu steigern und ihm dies nicht gelingt. Im Gegenteil verringert er den Unternehmenswert. Die aktivistischen Leerverkäufer, wie sie hier untersucht werden, sind dem informationellen negativen Aktivismus zuzuordnen.

B. Veröffentlichung des Research Reports

Das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer ist an gewisse Bedingungen geknüpft, damit es erfolgreich sein kann. Die drei wichtigsten Bedingungen sind an dieser Stelle vorzustellen. Im Gegensatz zu passiven Leerverkäufern greifen die hier betrachteten Leerverkäufer aktiv zum Mittel der Veröffentlichung. Die Veröffentlichung dient zur Überwindung von kapitalmarkttheoretischen Hindernissen (I.). Zweite Bedingung ist die Digitalisierung, die das Geschäftsmodell in ihrem Erfolg stärkt (II.). Dritte Bedingung ist die Glaubwürdigkeit der Leerverkäufer sowie der Informationsgehalt der Reports (III.).

---

274 So der Aufsatztitel von *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333 (2020); ansprechend auch *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 704.

275 Dazu *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1344 ff. (2020); aufgreifend *Siciliano/Ventoruzzo*, ECFR 2020, 386, 394.

276 *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1358 (2020).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

I. Überwindung bestehender Arbitrage-Hindernisse

Dem Ziel der aktivistischen Leerverkäufer, den Preis an den aus ihrer Sicht niedrigeren Fundamentalwert anzupassen, stehen verschiedene Beschränkungen entgegen, die uns schon bekannt sind:[277]

Nach der klassischen Finanztheorie ist es informierten Anlegern, worunter auch Leerverkäufer fallen, grundsätzlich möglich, Preisunterschiede durch Arbitragegeschäft auszunutzen. Diese Arbitragemöglichkeit kann aber durch verschiedene Restriktionen begrenzt sein, sodass die Leerverkäufer als Arbitrageure die Preisdifferenz nicht vollkommen ausnutzen können. Die aktivistischen Leerverkäufer sind der beschränkten Möglichkeit von Leerverkäufen (limits of arbitrage) sowie dem Noise-Trader-Risiko ausgesetzt. Um diese Risiken zu senken, gehen die aktivistischen Leerverkäufer nicht nur eine Short-Position ein und warten ab, bis andere informierte Händler die Überbewertung ebenfalls erkennen, sondern greifen aktiv zum Mittel der Veröffentlichung.

Zweck dieser Veröffentlichung ist es, die Aktionäre zum Verkauf ihrer gehaltenen Aktien zu bewegen.[278] Nur wenn die Aktionäre ihre Positionen auflösen, kann der Kurs in kurzer Zeit (stark) fallen. Die aktivistischen Leerverkäufer allein können die Kurse durch die getätigten Leerverkäufe kaum bewegen. Das Volumen ist dafür zu gering. Nach der Veröffentlichung der Research Reports sind keine abnormalen Leerverkaufsaktivitäten festzustellen.[279] Vielmehr beruht der Handel nach der Veröffentlichung allein auf der Reaktion bisheriger Aktionäre, denn diese unterliegen keinen Beschränkungen hinsichtlich des Verkaufs ihrer Aktien. Erste Daten zeigen, dass institutionelle Investoren am Tag der Veröffentlichung eines Research Reports im Durchschnitt 43,6 % der von ihnen gehaltenen und betroffenen Aktie verkaufen.[280]

---

277 Oben § 4 C. (S. 48 ff.).

278 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1980 (2016); *Hu*, Detecting Opportunistic Behavior in Public Short Campaigns, Working Paper, 15 March 2018, S. 1; *Zhao*, Activist Short-Selling and Corporate Opacity, Working Paper, 24 May 2020, S. 7; aus der deutschen Literatur *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 701; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 295; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 309; *Wentz*, WM 2019, 196, 197; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 56; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 51; *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 518.

279 Vgl. *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1977 (2016). Die Gründe sind, dass sich die Kosten für Leerverkäufe und Verkaufsoptionen erhöhen.

280 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 2007 (2016) (der Median beträgt 15,1 %).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Darüber hinaus erfolgt die Veröffentlichung des Reports, um dem Noise-Trader-Risiko entgegenzuwirken. Ohne Veröffentlichung besteht die Gefahr, dass andere Marktteilnehmer den Preis noch weiter vom Fundamentalwert entfernen, weil sie Informationen nicht berücksichtigen oder falsch interpretieren. Der Kurs würde weiter steigen. Durch die Veröffentlichung machen die aktivistischen Leerverkäufer die anderen Anleger auf die negativen Informationen aufmerksam. Dazu gehört auch, dass aktiv darauf hingewiesen wird, dass eine Short-Position besteht.[281] Insbesondere in den USA war dies historisch nicht immer gegeben und die Hedgefonds sind freiwillig dazu übergegangen, um ihren Reports mehr Glaubwürdigkeit zu verleihen. Welche Angaben zur Short-Position von den Leerverkäufern zu fordern sind, ist beim Scalping-Tatbestand näher zu untersuchen.[282]

Damit ist der Veröffentlichungsakt erst einmal nichts Ungewöhnliches. Sind die Informationen nämlich zutreffend und der Aktientitel damit tatsächlich überbewertet, beschleunigt die zusätzliche Veröffentlichung bloß den Preisanpassungsprozess.[283] Ohne die zusätzliche Veröffentlichung des Berichtes würde es längere Zeit dauern, bis andere Marktteilnehmer die von den Leerverkäufen ausgehenden Handelssignale mittels dem bereits vorgestellten Decoding[284] entdecken und ihre eigenen Informationen neu bewerten würden. Die Gefahr besteht nicht darin, dass der Kurs die unter Umständen notwendige und fundamentalwertberechtigte Anpassung vollzieht, sondern dass der Markt bei Leerverkaufsattacken unabhängig vom Wahrheitsgehalt überreagiert und ein Herdenverhalten die Folge ist.[285] Ein „nervöser" Kapitalmarkt verstärkt den Herdeneffekt. Fraglich ist, ob dieses Momentum[286] den Leerverkäufern anzulasten ist. Schließlich ist der Verkauf im Anschluss an einen veröffentlichten Report rational, um einem Kurssturz zuvorzukommen. Wer als Erstes verkauft, erleidet geringere Verluste als die anderen Aktionäre. Zudem kann ein glaubwürdiges

281 *Gillert*, in BaFin Journal Mai 2017, Marktmanipulation: Short-Attacken, S. 26 f.; *Appel/Fos*, Short Campaigns by Hedge Funds, Working Paper, June 2020, S. 1, 6; *Weiner/Weber/Hsu*, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017, S. 1.

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

283 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 296; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 702.

284 Dazu oben § 5 B. II. (S. 54 ff.).

285 Vgl. *Gillert*, in BaFin Journal Mai 2017, Marktmanipulation: Short-Attacken, S. 27; *Wentz*, WM 2019, 196, 198; *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 321.

286 Vgl. auch *Katz/Hancock*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 November 2017.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gerücht die Bereitschaft des Anlegers bestärken, die Aktie mit einem kleineren Verlust zu verkaufen, um einen großen Verlust zu vermeiden (sog. Verlustaversion).[287]

II. Digitalisiertes Geschäftsmodell

Der heutige Handel professioneller Marktteilnehmer ist automatisiert und wird durch Algorithmen gesteuert. Die algorithmischen Systeme sind in der Lage, komplexe Handelstransaktionen vorzunehmen. Die Algorithmen erfassen negative Informationen einerseits durch die Preisbewegungen[288] und lösen ihrerseits Verkaufsaufträge aus. Dadurch entstehen Kaskadeneffekte. Anderseits erfasst der algorithmische Handel negative Informationen durch Schlüsselbegriffe in den Research Reports.[289] Selbst professionelle Händler reagieren auf die Reports, wenn dort bestimmte Reizwörter mehrfach vorkommen. Dies führt zu habituellen panikartigen Verkäufen und zu einer Beschleunigung des Kursverfalls.[290]

Daneben sorgen die Leerverkäufer für eine mediale Aufmerksamkeit. Es wird immer wieder betont, die Digitalisierung sei elementar für das Geschäftsmodell der Leerverkäufer.[291] Die Reports befinden sich auf teilweise nur für diesen Zweck eingerichteten Internetseiten der Short Seller und

---

287 Allgemein zu Leerverkäufen *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 48 mit dem Hinweis, dass eine fundierte Stellungnahme bisher fehlt.

288 *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 107; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 317; allgemein für Leerverkäufe *Siciliano/Ventoruzzo*, ECFR 2020, 386, 388.

289 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 526; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 110; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 317; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 309; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 716 Fn. 7; allgemein *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 229.

290 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 526; *Wentz*, WM 2019, 196, 197; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 317.

291 *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 110; *Möllers*, NZG 2018, 649; *Wentz*, WM 2019, 196, 197; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 295; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 4; *Schockenhoff*, WM 2020, 1349; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 699; *Katz/Hancock*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 November 2017; *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 5 ff.; Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die Leerverkäufer kündigen über Twitter[292] und andere soziale Medien die Attacke an. Die sozialen Medien erlauben es prominenten Leerverkäufern, ihre Analysen zu bewerben und ihre Thesen stehen einem breiten Publikum kostenlos zur Verfügung. Anleger und weitere Medien können Kurznachrichten in den sozialen Medien problemlos aufgreifen und erlauben eine direkte Anschlusskommunikation, beispielsweise durch Liken, Teilen oder Retweeten. Dadurch werden Informationen in einer einfachen Art und Weise anderen Personen zugänglich gemacht und die Reichweite erhöht sich durch einen einfachen Klick.[293] Zudem stehen heutzutage Informationen durch Push-Nachrichten nach ihrer Veröffentlichung innerhalb von Sekunden einem breiten Anlegerpublikum zur Verfügung.[294] Den digitalen Kommunikationsformen kann man aufgrund ihrer breiten Marktwirkung die Eigenschaft zuschreiben, schneller eine Preisbeeinflussungseignung aufzuweisen als traditionelle Kanäle.[295]

Vor diesem Hintergrund ist auch die Plattform Seeking Alpha zu nennen, die eine Rubrik „Short Ideas" unterhält.[296] Das Anlegernetzwerk mit täglich mehreren hunderttausend Nutzern trägt nach einer Studie zur Steigerung der Informationseffizienz bei, indem dort Informationen geteilt werden, die bei professionellen Analysten nicht zu finden sind.[297] Ferner

---

292 Zu finden unter @AIMhonesty (*Fraser Perring*); @viceroyresearch; @muddywatersre; @theOntake.

293 Dazu *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 198 m. w. N.; ähnlich *Roth/Blessing*, in Szesny/Kuthe, Kapitalmarkt Compliance, 19. Kapitel Rn. 1: durch Social Media nahezu unbegrenztes Anlegerpublikum; hinweisend auch BaFin, Jahresbericht 2018, S. 135. Vgl. zum Anlageverhalten im Zusammenhang mit der Plattform Twitter *Klöhn/Bartmann*, AG 2014, 737, 738 mit Nachweisen; *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 213.

294 *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 Rn. 12; *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 5 f.: „When investors receive breaking news alerts in real-time via the Twitter app on a mobile device, it seems less necessary to read the *Wall Street Journal* the following morning."

295 Vgl. *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 227 f.

296 Unter dem Pseudonym Alfred Little wurden mehrere chinesische Unternehmen, die in den USA gelistet sind, angegriffen. Mehrere Verfahren wurden eingeleitet, jedoch war bisher kein Verfahren erfolgreich. Dazu *Walker/Forbes*, 68 Bus. Law. 687, 714 ff. (2013); zu diesen Fällen auch *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1981–1983 (2016) sowie speziell zu US-gelisteten chinesischen Unternehmen *Chen*, 43 J. Bus. Finance Account. 1444 (2016). Weitere Beispiele bei *Katz/Hancok*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 November 2017.

297 Nachweis bei *Klöhn/Bartmann*, AG 2014, 737, 738 Fn. 11.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zeigen erste Untersuchungen, dass die dort geschriebenen Artikel einen Einfluss auf das Handelsvolumen und die Volatilität haben.[298] Der zunehmende Einfluss macht diese Plattform anfällig für Manipulationsstrategien. Teilweise konnte bei Leerverkaufsattacken beobachtet werden, dass, nachdem ein Research Report veröffentlicht wurde, viele neue Userprofile in bekannten Anlegerforen aktiviert worden sind und den Report geteilt und zusammengefasst haben.[299] Diese Foren werden aber vorwiegend von kleineren Hedgefonds genutzt.[300] Über diese kleineren Leerverkäufer ist wenig bekannt.

Auf diese medialen Effekte sind die Leerverkäufer angewiesen. Ihre Berichte müssen binnen kurzer Zeit genügend Aufmerksamkeit erreichen, damit eine Attacke erfolgreich ist.[301] Hinzu kommt, dass ihnen oftmals der Zugang und damit die nötige Reichweite zu traditionellen Medien fehlt.[302] Sie umgehen die Gatekeeper-Funktion der traditionellen Medien durch eigene Internetseiten und Accounts auf sozialen Medien. Traditionelle Medien hätten es verhindert, dass einige Leerverkäufer substanzlose Berichte verbreiten. Diesen Umstand nutzen die Leerverkäufer für sich aus. Zudem können sie im Internet, insbesondere auf sozialen Medienplattformen, unter Pseudonymen arbeiten, was bei der Verbreitung durch traditionelle Medien ausscheidet.[303]

---

298 *Kogan/Moskowitz/Niessner*, Social Media and Financial News Manipulation, 15 September 2021.

299 *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 4 nennt hier die Portale Ariva und Wallstreet Online; ähnliche Beobachtung auch bei der Plattform Seeking Alpha von *Hu*, Detecting Opportunistic Behavior in Public Short Campaigns, Working Paper, 15 March 2018, S. 3.

300 So *Appel/Fos*, Short Campaigns by Hedge Funds, Working Paper, June 2020, S. 8; *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 9.

301 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 295; *Wentz*, WM 2019, 196, 197; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 309; ferner eingehend *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 5 ff.; Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 2.

302 *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 9 f.

303 *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 10.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zuletzt tragen das digitalisierte Geschäftsmodell und die sozialen Medien auch dazu bei, dass die in den letzten Jahren aufgekommenen Leerverkaufsattacken eine weitaus größere Aufmerksamkeit – auch in der breiten Öffentlichkeit – erfahren haben als frühere, vergleichbare Vorfälle.[304] Die eingangs geschilderten Fälle des Spekulanten *Florian Homm* waren dem breiten Anlegerpublikum weitaus nicht so bekannt, wie die Attacken auf Wirecard oder Adler.[305]

III. Glaubhaftigkeit und Informationsgehalt der Reports

Damit das Geschäftsmodell funktioniert, müssen die aktivistischen Leerverkäufer glaubwürdig sein und wichtige Informationen verbreiten, die einen Kurs beeinflussen können. Streut jemand falsche Gerüchte, würde ihn der Kapitalmarkt abstrafen, indem die Anleger seinen Aussagen nicht mehr folgen. Die Glaubhaftigkeit der Reports hat einen direkten Einfluss auf das Ausmaß des Kursverfalls. Nur aktivistische Leerverkäufer, die in der Vergangenheit erfolgreich waren, sind in der Lage, durch die Veröffentlichung neuer Informationen die Aktionäre zum Verkauf zu bewegen. Der sog. track record wird daran gemessen, ob sich frühere Veröffentlichungen *ex post* als wahr herausgestellt haben. Damit Anleger diese Erfolge sehen, finden sich alte Reports auf den Websites der Leerverkäufer. Zu beobachten ist auch, dass die aktivistischen Leerverkäufer nicht nur einen Report veröffentlichen, sondern im zeitlichen Abstand sog. follow-on-reports. Teilweise kommen diese follow-on-reports von anderen aktivistischen Leerverkäufern, die sich nach der erstmaligen Veröffentlichung ebenfalls das Zielunternehmen angesehen haben.[306]

Werden die Research Reports von den Anlegern als glaubhaft eingestuft, lösen sie am Tag ihrer Veröffentlichung durchschnittlich einen größeren Kursverlust aus (-9 %) als weniger glaubhafte Reports (-2,2 %).[307] Zudem

304 Vgl. Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 2.

305 Zu den Fällen oben § 2 (S. 21 ff.).

306 Vgl. zum Absatz *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1983 (2016): von den dort untersuchten 358 Reports waren 126 erstmalige Veröffentlichungen und 232 follow-on-reports. In 25 Fällen kamen die Anschlussreports (zusätzlich) von anderen aktivistischen Leerverkäufern. Ansprechend auch *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 6: zweite Angriffswelle.

307 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 2013 (2016); zur Glaubwürdigkeit s. auch *Kartapanis*, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, S. 2;

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

haben die glaubwürdigen Leerverkäufer einen größeren Markteinfluss. Dies lässt darauf schließen, dass Anleger glaubwürdigen Leerverkäufern mehr Aufmerksamkeit schenken. Die Bedeutung der Glaubwürdigkeit wurde in einem grundlegenden Modell von *Benabou/Laroque* erarbeitet.[308] Danach kann beispielsweise ein gut informierter und einflussreicher Finanzjournalist, der auch als „Guru" bezeichnet wird, durch Falschinformationen Kurse manipulieren. Er bewahrt aber seine Glaubwürdigkeit, indem er mehr richtige Prognosen als falsche Prognosen ausgibt. Der Markt gesteht dem „Guru" eine gewisse Fehlerquote zu. In einem dynamischen Modell stellt die Reputation des Journalisten eine abnehmende Funktion der Anzahl der Fehlprognosen dar. Daraus folgt, dass der Journalist zwischen kurzfristigen Gewinnen aus gezielter Falschinformation und der langfristigen Wahrung seiner Glaubwürdigkeit abwägen muss. Ist die Reputation einmal aufgebraucht, kann ein „Guru" unter neuer Identität wieder am Markt auftauchen. Der Aufbau einer neuen Reputation ist kostspielig und wird nur von denjenigen aufgebaut, die mindestens gleich hohe Gewinne erwarten. Dieses Modell kann auch für die aktivistischen Leerverkäufer fruchtbar gemacht werden. Die Leerverkäufer sind ebenfalls auf Glaubwürdigkeit angewiesen und eine Verbindungslinie zum Reputationsmechanismus lässt sich zweifellos zeichnen. Manche Leerverkäufer nutzen ihre Bekanntheit und damit auch ihre Glaubwürdigkeit, um ihre Anschuldigungen zu untermauern. Problematisch sind aber Pseudonyme und Anonymität bei der Verbreitung der Research Reports. Diese verhindern, dass der Absender von falschen Informationen bestraft werden kann,[309] indem ihm Anleger nicht mehr folgen. Dann könnte er keine Gewinne mehr erzielen. Liegt ein Leerverkäufer, der ein Pseudonym benutzt, mit seinem Bericht falsch, kann er bei einem weiteren Angriff ein neues Pseudonym verwenden. Beispielsweise hat *Mitts* in einer Studie rund 3.000 Reports von der Plattform Seeking Alpha analysiert und festgestellt, dass die Identität unter Anlegen eines neuen Pseudonyms gewechselt wurde, nachdem die Glaubwürdigkeit gelitten hat, weil zum Beispiel in vorausgegangenen Reports die Informationen falsch waren. Um zu erkennen, dass

---

allgemein für die Plattform Seeking Alpha *Kogan/Moskowitz/Niessner*, Social Media and Financial News Manipulation, 15 September 2021.

308 *Benabou/Laroque*, 107 Q. J. Econ. 921 (1992); Wiedergabe bei *Varnholt*, FMPM 1993, 459, 464; aufgreifend auch *Brendel/Ryans*, 59 J. Account. Res. 487, 490 f. (2021).

309 *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 316; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 708; *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 489 f.; *Katz/Hancock*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 November 2017.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sich hinter verschiedenen Pseudonymen die gleiche Person befand, hat *Mitts* die Sprache der Reports untersucht.[310]

Neben der Glaubwürdigkeit müssen aber auch neue Informationen vorliegen, die eine Änderung der Bewertung rechtfertigen. Es kommt also auf die Qualität der vorgelegten Informationen an. Nach einer Untersuchung aus den USA sind die Informationen in den meisten Fällen korrekt.[311] Folge der korrekten negativen Informationen sind für die betroffenen Unternehmen beispielsweise ein Delisting oder ein Wechsel der Wirtschaftsprüfer. In ersten Verfahren zeichnet sich zudem ab, dass sich geschädigte Aktionäre die Berichte der Leerverkäufer zu eigen machen und darauf ihre Schadensersatzklagen stützen.[312] In Deutschland kann dafür der Fall Wirecard als Blaupause dienen, der zur Insolvenz führte und neben strafrechtlichen Ermittlungen zahlreiche Schadensersatzklagen nach sich zieht.

Erste Untersuchungen beschäftigen sich zudem mit der Frage, wie die aktivistischen Leerverkäufer eine fehlerhafte Preisbildung erkennen und aufgrund welcher Informationen sie zu dieser Bewertung gelangen.[313] Während eine Vielzahl der Analysten die betroffenen Unternehmen zum Kauf empfehlen, interpretieren die aktivistischen Leerverkäufer die verfügbaren öffentlichen Informationen kritischer. Beispielsweise lagen in

---

310 *Mitts*, Short and Distort, Working Paper, 13 February 2020; ähnlicher Ansatz bei *Kogan/Moskowitz/Niessner*, Social Media and Financial News Manipulation, 15 September 2021; zur Rhetorik der Reports ferner *Paugam/Stolowy/Gendron*, 38 Contemporary Accounting Research 1809 ff. (2021).

311 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 2007–2009 (2016); es gibt aber auch Fälle, da treffen die Anschuldigen nicht zu, s. etwa SEC, SEC Charges Wall Street Short-Seller With Spreading False Rumors, Press Release 2008-64, 24 April 2008 (unter https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-64.html abrufbar); nach einer Studie von *Kartapanis*, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, 2019 treffen nur in 30 % der Fälle die Anschuldigungen zu (Thema: Bilanzbetrug). Die niedrigere Trefferquote als bei *Ljungqvist/Qian* ergebe sich aus „different design choices and interpretations of findings". Eine Studie untersucht die Reaktionen des Managements nach einer Attacke, s. *Brendel/Ryans*, 59 J. Account. Res. 487 (2021).

312 *Mitts*, CLS Blue Sky Blog, 14 October 2020 mit Nachweisen in Fn. 4; abgelehnt im Fall In re Bofl, Inc. Securities Litigation, 2020 WL 5951150 (9th Cir. 2020); zu diesem Fall neben *Mitts* auch *Lipton*, Business Law Prof Blog, 10 October 2020; ferner dies feststellend *Chen*, 43 J. Bus. Finance Account. 1444, 1474 (2016); s. zudem die Untersuchung von *Appel/Fos*, Short Campaigns by Hedge Funds, Working Paper, June 2020, S. 3, 17 ff.

313 Dazu *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1985 ff. (2016); allgemein zu Leerverkäufen auch *Boehmer et al.*, 24 Rev. Financ. 1203, 1219 (2020), insbes. im Vergleich zu Analysten.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

den Fällen Ströer und Wirecard deutlich mehr Kauf- als Verkaufsempfehlungen vor.[314] Diese Beobachtung lässt sich durch einen verhaltenswissenschaftlichen bias erklären: Widersprechen Informationen den eigenen Überzeugungen, werden diese ignoriert. Informationen, die die eigene Überzeugung bestätigen, werden eher zur Kenntnis genommen (confirmation bias).[315] Es scheint so, dass aktivistische Leerverkäufer diesem bias besser entgegensteuern können.[316] Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass Ziel oftmals ein Unternehmen ist, dessen Aktienkurs in der Vergangenheit gestiegen ist und die Leerverkäufer infolgedessen eine Überbewertung leichter begründen können.[317]

Ljungqvist/Qian unterscheiden den Inhalt der Reports nach information production und information processing.[318] Unter information production fassen sie bisher nicht bewertete Informationen, zum Beispiel weil sie übersehen oder ignoriert worden sind, und unter information processing fassen sie die Reinterpretation von bereits bewerteten Informationen. In ihrer Untersuchung weisen 295 der 358 untersuchten Reports neue bewertungserhebliche Informationen auf und fallen damit unter die Kategorie information production. Die Reinterpretation von bereits bewerteten Informationen sei dagegen nicht so wirkungsvoll und lasse sich mit der Abstufung in der Bewertung eines gewöhnlichen Analysten vergleichen.[319]

Bei der Informationssuche entstehen den aktivistischen Leerverkäufern hohe Suchkosten und sie gehen ein hohes Risiko ein, dass sich die Analyse nicht rentiert. Die Anreize zur sorgfältigen Analyse sind ebenfalls hoch, denn trotz des Rechts auf freie Meinungsäußerung besteht die Gefahr, dass geschädigte Anleger die aktivistischen Leerverkäufer anschließend auf

---

314 *Dohms/Freiberger*, Angriff auf Mittelständler – Leer verkauft, SZ Online vom 22. April 2016 (Link in Fn. 54); für den Fall Wirecard s. auch *Steiger*, CCZ 2021, 12, 17.

315 Zum confirmation bias s. nur *Hirshleifer*, 56 J. Fin. 1533, 1549 (2001); *Klöhn*, Spekulation, S. 107. Vgl. zur Selbstüberschätzung von Analysten *Stotz/von Nitzsch*, ZBB 2003, 106 ff.

316 Vgl. *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1987 (2016).

317 Diesen Punkt ansprechend auch *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1351; ebenso Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 11.

318 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1980, 1989 f. (2016).

319 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1990 (2016): „are more similar to 'sell' recommendations issued by Wall Street analysts"; zum Vergleich mit Vorhersagen von Sell Side-Analysten s. auch die Untersuchung von *Chen*, 43 J. Bus. Finance Account. 1444, 1467 ff. (2016).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schadensersatz verklagen[320] oder die Aufsichtsbehörden gegen sie wegen Marktmanipulation ermitteln. Diese Gefahren sollen die aktivistischen Leerverkäufer davon abhalten, unsubstantiierte Analysen zu erstellen.[321] Ob das Verbot der Marktmanipulation tatsächlich ein abschreckendes Instrument sein kann, ist im Laufe der Arbeit näher zu untersuchen.[322]

C. *Empirische Ergebnisse – Signifikanter Markteinfluss*

Erste empirische Nachweise zeigen, dass die Reaktionen auf die Veröffentlichung der Research Reports sehr stark ausfallen.[323] Am Tag der Veröffentlichung konnte in der Studie von *Ljungqvist/Qian* für die in der Studie beobachteten Attacken ein Preisverfall von im Durchschnitt -7,51 % festgestellt werden. Größer werden die Verluste, wenn man den betrachteten Zeitraum erweitert und über das Datum der Veröffentlichung hinaus um drei Wochen verlängert. Dann betragen die durchschnittlichen Verluste *zusätzliche* -13,1 % bis -19,8 %. Laut *Ljungqvist/Qian* ist dies eine Bestätigung dafür, dass die Informationen in den Reports für gewöhnlich korrekt sind. Wären die Informationen nicht bewertungserheblich oder erwiesen sie sich als falsche Anschuldigungen, müsste sich der Kurs erholen (sog. price reversal). Für die Wichtigkeit der Informationen spricht auch der Umstand, dass nach der Veröffentlichung die Anfragen zur Akteneinsicht bei der Aufsichtsbehörde SEC ansteigen.[324]

Neben den bereits genannten empirischen Ergebnissen von *Ljungqvist/Qian* zeigen weitere Studien ähnliche Ergebnisse. In einem 2016 erschienenen Fachartikel hat *Lei Chen* rund 443 Reports von 2007 bis 2014 untersucht, welche sich überwiegend auf chinesische Unternehmen beziehen,

320 Dazu *Lamont*, 2 Rev. Asset Pricing Stud. 1 (2012); *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1348, 1378 (2020); *Brendel/Ryans*, 59 J. Account. Res. 487, 488, 491 (2021); wenig Erfolg sehen *Weiner/Weber/Hsu*, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017, S. 2 f.; *Kartapanis*, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, S. 2 („overstated"); ebenso *Coffee*, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020 mit Verweis auf den First Amendment; zu einem Fall, wo es um die Preisgabe der Identität eines Pseudonyms auf der Plattform Seeking Alpha ging, s. *Mitts*, CLS Blue Sky Blog, 14 October 2020.

321 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1989 (2016).

322 Unten 4. Kapitel (S. 109 ff.).

323 So die Untersuchung von *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1991 ff. (2016); vergleichbare Ergebnisse bei *Brendel/Ryans*, 59 J. Account. Res. 487, 498 (2021).

324 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1995 f. (2016).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die in den USA gelistet sind.[325] In dieser Untersuchung konnte ebenfalls ein signifikanter Einfluss festgestellt werden. So betrug die durchschnittliche kumulative abnormale[326] Rendite -6,4 %.[327] 2018 erfolgte eine Untersuchung von *Wuyang Zhao*, der rund 6.000 negative Research Reports der Plattform Seeking Alpha und eines Newsletters (Activist Shorts Research) ausgewertet hat.[328] In dieser Untersuchung konnte *Zhao* eine signifikante Marktreaktion auf diese Reports nachweisen. Die Marktreaktion falle wesentlich größer aus als bei der Veröffentlichung einer Leerverkaufsposition nach dem Transparenzregime der Leerverkaufsverordnung.[329] Des Weiteren seien im Schnitt die Angriffe auf „undurchsichtige" Unternehmen eher informativ als manipulativ.[330] In einer Anschlussuntersuchung konnte *Zhao* zusammen mit *Wong* zeigen, dass betroffene Unternehmen mit Rückgängen bei Investitionen, Finanzierung und Ausschüttungen zu kämpfen haben.[331] Dies indiziert die nachhaltigen Auswirkungen der Leerverkaufsattacken.

Kartapanis untersuchte 159 Leerverkaufsattacken, die den Vorwurf des Bilanzbetrugs zum Gegenstand hatten.[332] Davon stellten sich (nur) 30 % als korrekt heraus, was er anhand eines Gerichtsvergleichs oder einer Accounting and Auditing Enforcement Action bewertete. Im Vergleich zu anderen Aufdeckungsmöglichkeiten bei Bilanzunregelmäßigkeiten sei dies eine hohe Trefferquote. Zudem ist ein Ergebnis dieser Untersuchung, dass der negative Markteffekt bei sich später als richtig erweisenden Berichten größer ist. Die Aussagekraft dieser Untersuchung wird etwas geschmälert, da die meisten Fälle chinesische Unternehmen betrafen, die durch einen

---

325 *Chen*, 43 J. Bus. Finance Account. 1444 (2016); s. auch zu dieser Art von Unternehmen als Angriffsziel bei Bilanzbetrug *Kartapanis*, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, insbes. S. 33 f.

326 Die abnormale Rendite bezeichnet die Differenz zwischen der realen und prognostizierten Rendite und beziffert auch einen potenziellen Schaden, der Aktionären entstanden ist. Dazu *Berninger/Kiesel/Schiereck*, BKR 2018, 408, 411.

327 *Chen*, 43 J. Bus. Finance Account. 1444, 1460 (2016).

328 *Zhao*, Activist Short-Selling and Corporate Opacity, Working Paper, 24 May 2020.

329 *Zhao*, Activist Short-Selling and Corporate Opacity, Working Paper, 24 May 2020, S. 3; die Wirkung der Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen in Europa haben *Jones/Reed/Waller*, 29 Rev. Financ. Stud. 3278 (2016) untersucht.

330 *Zhao*, Activist Short-Selling and Corporate Opacity, Working Paper, 24 May 2020, S. 4.

331 *Wong/Zhao*, Post-Apocalyptic: The Real Consequences of Activist Short-Selling, Working Paper, 26 March 2017.

332 *Kartapanis*, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, 2019.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Aktientausch am US-Markt gelistet waren.[333] Diese gelten als besonders anfällig für Bilanzbetrug.

Mitts hat rund 3.000 Reports von Seeking Alpha analysiert und konnte signifikante, aber lediglich kurzfristige Preisstürze nachweisen.[334] Danach erholten sich die Kurse. Zudem gebe es erste empirische Anzeichen, dass neben der Eindeckung für das Leerverkaufsgeschäft weitere Long-Positionen eingegangen werden, um von den Kurserholungen zu profitieren. Das Eingehen einer Long-Position, nachdem vorher Aktien geshortet wurden, stelle daher ein gewichtiges Indiz für eine Leerverkaufsattacke dar.[335]

Appel/Fos konnten bei 252 untersuchten Fällen zeigen, dass der durchschnittliche Kursverfall auf einen längeren Zeitraum bei rund -7 % lag.[336] Zudem können sie einen Zusammenhang zwischen einer Leerverkaufsattacke und dem Aktionärsverhalten aufzeigen. Die Angriffe lassen die Wahrscheinlichkeit von Schadensersatzklagen gegen die Zielunternehmen steigen.[337] Weiter konnte in dieser Untersuchung aus Boston aufgezeigt werden, dass die Glaubwürdigkeit der Leerverkäufer eine wichtige Rolle spielt. Je glaubhafter und genauer die Anschuldigungen waren, desto größer war der negative Markteinfluss.[338]

Bliss/Molk/Partnoy zeigen bei 825 Reports von 2009 bis 2016 ähnliche Ergebnisse und kommen auf eine negative abnormale Rendite am Tag der Veröffentlichung von -6,99 %.[339] Sie teilen die Reports in verschiedene Kategorien ein wie beispielsweise Bilanzunregelmäßigkeiten oder Betrug (major business fraud). So sind es auch diese beiden Themen, die mit Abstand die höchsten negativen Renditen am Tag der Veröffentlichung aufweisen (-10,41 % bzw. -15,58 %).[340] Dass der Einfluss dieser Reports auf den Markt nicht nur kurzfristiger Natur ist, gewinnt dadurch Nahrung, dass 593 der 825 untersuchten Kampagnen auch ein Jahr nach Veröffent-

---

333 *Kartapanis*, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, S. 33.

334 *Mitts*, Short and Distort, Working Paper, 13 February 2020, S. 2; ansprechend auch *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 705 bei Fn. 43.

335 *Mitts*, Short and Distort, Working Paper, 13 February 2020, S. 40; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 726.

336 *Appel/Fos*, Short Campaigns by Hedge Funds, Working Paper, June 2020, Abstract und S. 2 f.; Zusammenfassung früherer Ergebnisse bei *Appel/Bulka/Fos*, Public Short Selling by Activist Hedge Funds, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 1 October 2018.

337 *Appel/Fos*, Short Campaigns by Hedge Funds, Working Paper, June 2020, S. 3.

338 *Appel/Fos*, Short Campaigns by Hedge Funds, Working Paper, June 2020, S. 4.

339 *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1349 ff. (2020).

340 *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1350 (2020).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lichung negative Renditen aufweisen.[341] Neben der Themeneinteilung untersuchen sie auch den Erfolg der einzelnen Leerverkäufer. Dabei tauchen bekannte Namen auf, die auch in Deutschland aktiv geworden sind. So kommt Muddy Waters auf eine Rendite von -18,6 % und Gotham City auf -19,3 %.[342]

Die kanadische Aufsichtsbehörde hat 116 Fälle aus Kanada ausgewertet.[343] Ein starker Anstieg ist seit dem Jahr 2015 zu verzeichnen. Die meisten Fälle treten in Kanada in Segmenten auf, welche eine Überbewertung nahelegen. So waren 2018 etwa 35 % der Fälle in der Cannabis-Industrie zu verzeichnen. In 75 % der gesamten Fälle konnte am Tag der Veröffentlichung und im Folgemonat eine negative Rendite festgestellt werden. Die Anschuldigungen, die erhoben wurden, bezogen sich wie bei den anderen Fällen überwiegend auf die Themen „Fraud" und „Business Issues". Auch zeigen sich in Kanada ähnliche Reaktionen, wie zum Beispiel die Entlassung des CEO oder CFO oder die Bestellung neuer Abschlussprüfer. Aufgrund der geringen Anzahl an Fällen sind die Aussagen mit Vorsicht zu lesen. Sie zeigen aber auch, dass sie im Wesentlichen mit anderen Untersuchungen übereinstimmen.

Eine französische Studie bescheinigte im Dezember 2020 ebenfalls großen Einfluss der aktivistischen Leerverkäufer.[344] Untersucht wurden 383 Research Reports, die 171 Unternehmen zum Ziel hatten. Die untersuchten Research Reports stammten von sechs prominenten Leerverkäufern. 85 % der Research Reports wurden nach ihrer Veröffentlichung durch die Medien begleitet. Dies unterstreicht die hohe Bedeutung eines medialen und digitalen Geschäftsmodells der aktivistischen Leerverkäufer. Ferner konnte in der Studie drei Tage nach der Attacke ein Kursverfall von -11,2 % festgestellt werden.

341 *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1354 f. (2020).
342 *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 Wash. U. L. Rev. 1333, 1351 ff. (2020).
343 Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 7 ff.
344 *Paugam/Stolowy/Gendron*, 38 Contemporary Accounting Research 1809 ff. (2021).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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[345] 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 *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 13.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

A. Transparenzpflichten bezüglich gedeckter Leerverkäufe

Für die bereits[346] 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.[347]

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[348] – 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.[349]

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.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

so ein Herdenverhalten entsteht.[350] 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.[351] 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.[352] 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.[353] Ob ungedeckte Leerverkäufe ein falsches oder irreführendes Signal aussenden und damit einen Fall der handelsgestützten Marktmanipulation darstellen, ist noch näher zu untersuchen.[354]

§ 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.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mit der konkretisierenden DelVO (EU) 2016/958[355] unterliegen. Die gesetzlichen Pflichten an die Erstellung und Verbreitung einer Anlageempfehlung sollen die Anleger vor einer Irreführung schützen[356] und dem marktmissbräuchlichen Potenzial einer Anlageempfehlung vorbeugen.[357] 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.[358]

---

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. 4 f.; zu § 34b WpHG a. F.: *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 78; *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 183; *Brenncke*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[359] Die dargestellten Informationen müssen den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Emittenten oder dem Finanzinstrument erkennen lassen.[360] Maßstab für diesen Eindruck ist der verständige Anleger.[361] Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA) verlangt keine tiefgehende Analyse und lässt es ausreichen, wenn Informationen strukturiert dargestellt werden.[362] 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.[363]

---

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. *Langenbucher*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Die Research Reports weisen strukturierte Informationen auf[364] und erwecken damit beim verständigen Anleger den Anschein einer inhaltlichen Auseinandersetzung.[365] 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".[366] Der Gedanke, der teilweise in der Literatur geäußert wird,[367] 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.[368] Darüber hinaus reflektiert Art. 20 MAR Gleichbehandlungsgesichtspunkte[369] und die Research Reports müssen vergleichbar mit anderen Analyseangeboten sein. Ein Absenken der Standards würde einen Anreiz schaffen, noch reißerische Darstellungen zu veröffentlichen.[370] 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."[371] 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 *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 322; ferner *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 717; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 433 f.
369 *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 80 zu § 34b WpHG a. F.
370 *Brellochs*, 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).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Neben dem Informationsgehalt beinhalten die Research Reports eine implizite Empfehlung.[372] 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.[373] 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.[374] Freilich ist hier die Pressefreiheit zu beachten.[375]

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.[376] 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.[377] Der Ersteller einer Anlageempfehlung muss ferner im Zeitpunkt der Erstellung die Absicht haben, die Empfehlungen zu verbreiten.[378] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

digen Absicht im Zeitpunkt der Erstellung[379] – 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.[380] 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.[381] 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.[382] 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; *Brellochs*, 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-Attacken, 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 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“.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

II. Persönlicher Anwendungsbereich

Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i MAR zählt als Ersteller einer Anlageempfehlung vier Personengruppen auf,[383] 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".[384]

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.[385] 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.[386] 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.[387] 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 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 300; *Langenbucher/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-Attacken, S. 90; implizit auch *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Vorkehrungen auf die Erstellung einer Anlageempfehlung ausgerichtet sein.[388]

Die aktivistischen Leerverkäufer verwenden einen großen Teil ihrer personellen und sachlichen Ressourcen zur Erstellung der Research Reports.[389] Sie berichten selbst, dass an einem Report 3 bis 7 Mitarbeiter einige Monate arbeiten.[390] 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 Risken für die Marktintegrität zu rechnen ist.[391]

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 DelVO (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-gefaehrlich-sind/23930484.html abrufbar).

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

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[392] 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,[393] 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.[394]

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.[395] 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.[396] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Abzuleiten ist aus der Pflicht zur Quellenüberprüfung ein Verbot von Angaben „ins Blaue hinein".[397]

Ergänzt wird der Grundsatz der Richtigkeit vom Grundsatz der Vollständigkeit der Tatsachenbasis.[398] 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.[399] 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.[400] Der Analyst muss grundsätzlich sämtliche relevanten und verfügbaren Daten in die Entscheidung einbeziehen.[401] Zudem darf er wesentliche[402] Informationen in der Darstellung nicht verschweigen. Ist die Tatsachenbasis unvollständig oder nicht ausreichend, schlägt dieser Mangel auf das Ergebnis der Anlageempfehlung durch.[403]

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 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 17.

401 *Möllers/Lebherz*, 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/Lebherz*, BKR 2007, 349, 354; *Meyer*, AG 2003, 610, 612.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

und wertenden Äußerungen manifestiert sich in dieser Norm der Grundsatz der Prognosekennzeichnung sowie der Grundsatz der Prognoseerläuterung.[404]

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.[405] 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.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[406] Die Offenlegungspflicht besteht unabhängig von einer tatsächlichen Beeinträchtigung des Ergebnisses der Empfehlung durch den Interessenkonflikt. Es bedarf also keiner Kausalität.[407] 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.[408] 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.[409] Wie noch näher beim Scalping zu zeigen sein wird,[410] 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.[411] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gefügt werden.[412] 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.[413] 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.[414] 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.[415] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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[416] 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"[417] 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 Anlegerschutzverbesserungsgesetz[418] 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.[419]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[420] 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.[421] 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.[422]

---

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 Kapitalmarktstrafrecht, 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.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR enthält den Grundtatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation.[423] Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR ist als Auffangtatbestand gefasst.[424] 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[425]).[426] Der offene Tatbestand soll zukunftsoffen sein und die Aufsichtspraxis soll auf technische Entwicklungen reagieren können.[427] 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.[428]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[429] 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.[430]

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.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[431] 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.[432]

Die Indikatoren werden ihrerseits durch weitere Beispiele präzisiert, die von der Europäischen Kommission im Wege der delegierten VO (EU) 2016/522[433] 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 Präzisierungs- und Klärungsfunktion zu.[434] Diese Praktiken erfüllen *typischerweise* den

---

431 H. M., s. nur *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 6; *Pananis*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR.[435] 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.[436]

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.[437] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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

Die ökonomische Zweckmäßigkeit des Verbotes der Marktmanipulation wird heutzutage im Grundsatz kaum mehr in Frage gestellt.[440] 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.[441] 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); *Kahan*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kann.[442] 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.[443] Dieser Legitimationsgrund besteht in der Marktmissbrauchsverordnung fort.[444]

2. Beeinträchtigung der Informationshändler

Die Informations- und Bewertungsfunktion ist – wie wir bereits bei den ökonomischen Grundlagen gelernt haben[445] – 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.[446] Die Marktmissbrauchsverordnung schafft einen „kompetitiven Markt für Informationshändler".[447] 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; *Kahan*, 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,

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Manipulative Praktiken entfernen den Kurs vom Fundamentalwert.[448] Ist der Börsenkurs einige Zeit vom Fundamentalwert entfernt, könnten – wie wir ebenfalls bereits bei den ökonomischen Grundlagen gelernt haben[449] – 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.[450] 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.[451] Durch ein Marktmanipulationsverbot werden Suchkosten verringert und ein (verbesserter) Marktzugang für Informationshändler geschaffen.[452] 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,[453] 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.[454]

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 *Kahan*, 41 Duke L.J. 977, 1018 f. (1992); *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 184.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Die wohlfahrtsschädigenden Kosten, die durch die Marktmanipulation anfallen, werden allerdings von allen Anlegern, also auch den Liquiditätshändlern,[455] getragen.[456] Dass alle Anleger betroffen sind, liegt an dem Umstand, dass Marktmanipulation sich vorwiegend negativ auf die Liquidität auswirkt.[457] Erhöht sich die Geld-Brief-Spanne einer Aktie, so steigen – wie bei den ökonomischen Grundlagen gezeigt[458] – 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.[459] 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[460] als auch die Literatur[461] 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; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 23 mit ökonomischen und empirischen Nachweisen; zu einer Studie, die durch die Einführung der Marktmissbrauchsrichtlinie weniger Marktmanipulation bescheinigt, vgl. *Shahzad/Mertens*, 28 J. Int. Financ. Manag. Account. 27, 30 (2017).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Marktmanipulation eine vertrauensstärkende Wirkung. Das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist zugleich notwendige Bedingung für funktionsfähige Märkte.[462] Verlieren die Anleger das Vertrauen in die Integrität der Finanzmärkte, kann es zu einem Marktversagen kommen. Nach *Akerlofs* Modell des „Market for Lemons"[463] folgt ein Prozess der Negativauslese (adverse selection) und die Marktteilnehmer verlangen Risikoabschläge bzw. Risikoaufschläge, die sich im Aktienkurs widerspiegeln.[464] 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.[465]

---

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 Kümpel/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,

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

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.[466] 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.[467] Handeln nun Anleger zu diesem effizienten Preis, nehmen sie alle kursrelevanten Informationen wahr. Sie sind preisgeschützt.[468]

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:[469] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

4. Kapitel: Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken

Nachdem uns nun die ökonomischen Grundlagen und der Rechtsrahmen im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht bekannt sind, soll in diesem Kapitel untersucht werden, unter welchen Voraussetzungen die aktivistischen Leerverkäufer gegen das Verbot der Marktmanipulation gemäß Artt. 12, 15 MAR verstoßen. In diesem Zusammenhang lassen sich die vier eingangs geschilderten Untersuchungsgegenstände wieder aufgreifen:

Erstens könnte die Leerverkaufstransaktion einen Fall der handelsgestützten Marktmanipulation (Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR) darstellen (§ 11). Zweitens könnten die aktivistischen Leerverkäufer durch die Research Reports falsche oder irreführende Informationen verbreiten und dadurch den Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation (Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR) verwirklichen (§ 12). Drittens könnte die Verletzung der Offenlegungspflicht nach der Leerverkaufsverordnung ein manipulatives Verhalten darstellen (§ 13). Nach Art. 6 LVVO müssen die Leerverkäufer Netto-Leerverkaufspositionen ab einem Wert von 0,5 % des ausgegebenen Aktienkapitals im Bundesanzeiger veröffentlichen. Viertens könnte das Vorgehen der aktivistischen Leerverkäufer den Tatbestand des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR erfüllen (§ 14). Der dort geregelte Vorwurf des Scalpings wird dann erhoben, wenn der Interessenkonflikt, der aus der Eingehung der Leerverkaufsposition und anschließender Stellungnahme resultiert, nicht ordnungsgemäß offengelegt wurde. Im Anschluss an diese Untersuchungen werden die Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen Artt. 12, 15 MAR behandelt (§ 15).

§ 11 Marktmanipulation durch die Leerverkaufstransaktion

Das Vorgehen der aktivistischen Leerverkäufer muss sich zunächst am Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR messen lassen.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

A. Handelsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR

Der Basistatbestand in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR verbietet

„[den] Abschluss eines Geschäfts, [die] Erteilung eines Handelsauftrages sowie jede andere Handlung, i) der bzw. die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments […] gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist oder ii) durch das bzw. die ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente […] erzielt wird oder bei dem/der dies wahrscheinlich ist; es sei denn, die Person, die ein Geschäft abschließt, einen Handelsauftrag erteilt oder eine andere Handlung vornimmt, weist nach, dass das Geschäft, der Auftrag oder die Handlung legitime Gründe hat und im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis gemäß Artikel 13 steht".

I. Geschäftsabschluss oder Handelsauftrag als Tathandlung

Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR benennt als Tathandlungen den Geschäftsabschluss, die Erteilung eines Handelsauftrages sowie jede andere Handlung. Als Tathandlung im Rahmen einer Leerverkaufsattacke kommt sowohl die Leerverkaufstransaktion als „Abschluss eines Geschäfts" oder als „Erteilung eines Handelsauftrages" als auch die Veröffentlichung der Research Reports als „andere Handlung" in Betracht. Die Frage des richtigen Anknüpfungspunktes im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR hängt entscheidend davon ab, ob man den Tatbestand abschließend als handels- oder aber daneben auch als informationsgestützte Marktmanipulation einordnet. Dieser Frage müssen wir uns zunächst stellen, da sie die weitere Prüfung bestimmt.

1. Einordnung als handelsgestützte Marktmanipulation

Nach einer Auffassung in der Literatur erfasst der Begriff der „andere[n] Handlung" auch kommunikative Verhaltensweisen.[470] Dementsprechend beschränkt sich Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR nicht auf eine rein handelsgestützte Marktmanipulation. Infolgedessen wäre die Informationsverbrei-

470 *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 380; *de Schmidt*, RdF 2016, 4, 6; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 7; nunmehr wohl auch *Mock*, ZBB 2021, 243, 245 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tung durch die Research Reports im Rahmen einer Leerverkaufsattacke vom Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR erfasst.

Diese Ansicht verweist insbesondere auf den offenen Wortlaut der Norm.[471] Durch die Ausweitung des Tatbestandes auf „jede andere Handlung" im Vergleich zur Marktmissbrauchsrichtlinie würden nunmehr auch informationsgestützte Verhaltensweisen erfasst.[472] Des Weiteren wiesen einige der präzisierenden Beispiele in der delegierten VO (EU) 2016/522, die dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR zugeordnet sind, informationsgestützte Elemente auf.[473] Beispielsweise wird in Anhang II Abschnitt 1 Nr. 4 lit. d DelVO (EU) 2016/522 die Praktik des Trash and Cash beschrieben. Danach liegt eine typische Marktmanipulation vor, wenn nach der Einnahme einer Short-Position weitere Verkäufe getätigt werden „und/oder" irreführende negative Informationen gestreut werden. Eine Leerverkaufsattacke wird als klassische Variante des Trash and Cash gesehen, da zunächst eine Leerverkaufsposition eingegangen wird und anschließend negative Informationen verbreitet werden.[474] In diesem Zusammenhang wäre bei einer Leerverkaufsattacke im Rahmen des Tatbestandes des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR nicht nur auf die Eingehung einer Leerverkaufsposition abzustellen, sondern auch auf die Veröffentlichung der Research Reports.

Nach anderer Auffassung handelt es sich bei Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR um den Grundtypus[475] der handelsgestützten Marktmanipulation.[476] Unter den Begriff der „andere[n] Handlung" wären demnach nur solche

---

471 *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 659 („bei unbefangener Lektüre"); zuvor *Schmolke*, AG 2016, 434, 441, 443 f.

472 S. die Nachweise in Fn. 470.

473 Daraus lasse sich schließen, dass die EU-Kommission von einem Nebeneinander der Tatvarianten in lit. a und lit. c ausgehe, vgl. *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 18 f.

474 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 520; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; *Möllers*, NZG 2018, 649, 651; *Wentz*, WM 2019, 196, 200; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2757; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 13, 17; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 143; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 114.

475 Darin bestehe jedenfalls fast Einigkeit, so *Schmolke*, AG 2016, 434, 441.

476 *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 16; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 76; *Paschos/Goslar*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 26 Rn. 34; *Zetzsche*, in Gebauer/Teichmann, EnzEuR, Band 6, Teil C, § 7 Rn. 63, 65; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 637; *Sajnovits*, ZGR 2021, 804, 834; *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157, 167; *Szesny*, DB 2016, 1420, 1422; zum Entwurf *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 602; ferner ohne Begründung ESMA, MAR Review report, 23 September 2020, ESMA70-156-2391, S. 21 Nr. 29; anders hingegen *Grundmann*, in Großkomm.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Verhaltensweisen zu fassen, die einer handelsgestützten Marktmanipulation vergleichbar sind. Als mögliche Tathandlung kommt dann nur die Leerverkaufstransaktion in Betracht.

Für diese letztgenannte Ansicht spricht der Wortlaut. Ein semantischer Vergleich des Auffangtatbestandes („jede andere Handlung") zu den ersten beiden Tathandlungsvarianten („Abschluss eines Geschäfts" und „Erteilung eines Handelsauftrages") zeigt, dass diese interdependent sind. Aus systematischer Sicht spricht für die handelsgestützte Marktmanipulation, dass schon Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR den Grundtatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation erfasst. Eine bewusste Erweiterung des Basistatbestandes in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR auf informationsgestützte Elemente war vom Gesetzgeber wohl nicht beabsichtigt.[477] In den Gesetzesmaterialien finden sich keine Hinweise auf eine bewusste Erweiterung. Der Gesetzgeber hat mit der Erweiterung des Tatbestandes wohl nur zum Ziel, den dynamisch entwickelnden Handelsformen zuvorzukommen und ein noch nicht konkret definiertes verbotswürdiges Handelsverhalten zu erfassen.[478] Zudem ergibt sich aus der Zuordnung bestimmter indikativer Manipulationspraktiken zum Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR nicht zwangsläufig, dass die Basistatbestände in Idealkonkurrenz stehen.[479] Dafür fehlt den Indikatoren und präzisierenden Beispielen – wie dargelegt[480] – die Konkretisierungswirkung für die Basistatbestände des Art. 12 Abs. 1 MAR. Bei der Subsumtion eines bestimmten Verhaltens ist das Konkurrenzverhältnis allein auf Ebene des Art. 12 Abs. 1 MAR zu suchen.[481] So kann ein Verhalten, auch wenn es einem Indikator oder präzisierenden Beispiel entspricht, nicht dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR unterfallen, da die Indikatoren und präzisierenden Beispiele den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR nicht konkretisieren.

Problematisch bei einer kumulativen Anwendung von Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR und Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR bei kommunikativem Verhalten

---

HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 444 und Rn. 457: Grundtatbestand der handlungsgestützten Marktmanipulation.

477 Ebenso die Einschätzung bei *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 76; ähnlich auch *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 7 und deutlicher in Rn. 15.

478 So die Einschätzung bei *Szesny*, DB 2016, 1420, 1422.

479 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 50; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 16 f.; *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 16.

480 Oben § 10 B. III. (S. 100 ff.).

481 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 50.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

erscheint, dass man den – noch näher zu untersuchenden[482] – subjektiven Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR auf Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR übertragen müsste, damit ein Gleichlauf der beiden Tatbestände gewährleistet wäre.[483] Ansonsten würde man die subjektiven Vorgaben im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR unterlaufen. Um die Übertragung einzelner Tatbestandsmerkmale zu verhindern, will diejenige Ansicht, die eine informationsgestützte Marktmanipulation im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR für möglich hält, Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR durch Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR verdrängt sehen.[484] Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR sei *lex specialis*.

Diese Überlegung zeigt, dass es nicht zielführend ist, erst den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR für die informationsgestützte Marktmanipulation zu öffnen, um anschließend den Tatbestand durch die speziellere Regelung als verdrängt anzusehen. Im Ergebnis ist daher informationsgestütztes Verhalten von vornherein als nicht tatbestandsmäßig im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR anzusehen.[485]

Für die Leerverkaufsattacken hat das zur Folge, dass nur die Leerverkaufstransaktion vom Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR erfasst sein kann. Eine Bewertung der Informationsverbreitung durch die Research Reports kommt unter dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR hingegen nicht in Betracht. Das in diesem Zusammenhang genannte präzisierende Beispiel des Trash and Cash gemäß Anhang II Abschnitt 1 Nr. 4 lit. d DelVO (EU) 2016/522 muss teleologisch auf die erste und damit auf die handelsgestützte Tatvariante („mit anschließenden weiteren Verkäufen") reduziert werden.[486] Nur wenn informationsgestützte Elemente aus dem Grundtatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation ausscheiden, kann ein konsistentes System gewährleistet und dem offenen Tatbestand Kontur verliehen werden.

---

482 Unten § 12 A. IV. (S. 179 f.).

483 Das Problem sehen *Schmolke*, AG 2016, 434, 444; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 15; dafür z. B. *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 17.

484 *Schmolke*, AG 2016, 434, 444; *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 660; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 19; ferner *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 50; *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 16 Fn. 38.

485 Wie hier *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 16; *Hohn*, in Momsen/Grützner, Wirtschafts- und SteuerstrafR, § 21 Rn. 152: auf null reduziert.

486 Das sehen richtig *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 113, 115 und *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 53.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. Leerverkauf als Geschäftsabschluss oder Handelsauftrag

Zuletzt gilt noch zu klären, unter welche Tathandlung – Geschäftsabschluss oder Handelsauftrag – die Leerverkaufstransaktion subsumiert werden kann. Kommt es zum Verkauf der Aktie, liegt ein Geschäftsabschluss vor. Unter Geschäft ist jede Transaktion des Wertpapierhandels zu verstehen.[487] Ein Geschäft ist bereits dann abgeschlossen, wenn es schuldrechtlich zustande gekommen ist; einer Ausführung bedarf es nicht.[488]

Sollte das schuldrechtliche Leerverkaufsgeschäft nicht zustande kommen, kann die Handlung dennoch als erteilter Handelsauftrag vom Tatbestand erfasst sein. Der Begriff des „Auftrags" ist nicht streng zivilrechtlich zu verstehen. Vielmehr wird als Handelsauftrag am Kapitalmarkt allgemein eine „Order" verstanden.[489] Eine Order ist eine Willensbekundung, bestimmte Finanzinstrumente zu kaufen oder wie in unserem Fall zu verkaufen. Die Order ist erteilt, wenn sie dem Adressaten zugegangen ist.[490] Auf eine Ausführung oder das Einstellen ins Orderbuch kommt es nicht an. Dafür, den Zeitpunkt früh anzusetzen, spricht der Wortsinn von „erteilen".[491] Wird aus der einzelnen Order ein Geschäftsabschluss, ist der ersten Tatbestandsvariante der Vorrang einzuräumen.[492]

II. Irreführungstatbestand – falsche oder irreführende Signale

Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR untersagt Leerverkäufe, wenn falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gegeben werden oder dies wahrscheinlich ist. Mit Blick auf die Leerverkaufsattacken wird in der Literatur ein falsches oder irreführendes Signal durch die Leerverkaufstransaktion oftmals ohne

---

487 Mit Hinweis auf die englische Fassung *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 35; *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 77.

488 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 11; näher *Merwald*, Jura 2022, 188, 191.

489 So spricht die englische Fassung von „order", vgl. dazu *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 37.

490 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 12; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 60; a. A. bereits mit Absenden *Worms*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 10 Rn. 37.

491 *Merwald*, Jura 2022, 188, 191 mit Hinweis auf die englische Fassung und Erwägungsgrund 46 Satz 1 MAR.

492 *Nestler*, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, Rn. 667; a. A. zum alten Recht *Woodtli*, NZWiSt 2012, 51, 52.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nähergehende Begründung verneint.[493] Diese Einschätzung kann zwar im Ergebnis überzeugen, jedoch müssen bei der Begründung die verschiedenen Leerverkaufsarten unterschieden werden.

Auf dem Weg zur Lösung müssen zunächst die Signalwirkung einer Kapitalmarkttransaktion (1.) sowie die Eigenschaften eines Signals als falsch oder irreführend (2.) untersucht werden, bevor die verschiedenen Leerverkaufsarten auf ihre falsche oder irreführende Signalwirkung analysiert werden können (3.).

1. Signalwirkung

Die Tathandlung muss (wahrscheinlich)[494] ein Signal aussenden. Unter einem Signal ist jedes Erklärungszeichen zu verstehen, dem eine Bedeutung entnommen werden kann.[495] Die Tathandlungen in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR stellen äußerlich neutrale Handlungen ohne kommunikative Erklärungszeichen dar.[496] Der Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR verlangt Signale in Bezug auf das Angebot, die Nachfrage oder den Preis eines Finanzinstruments. Die Vorschrift macht damit deutlich, dass Bezugspunkt einer Signalwirkung all jene Informationsparameter sein können, die sich auf die Preisbildung auswirken.[497] Voraussetzung ist weiter eine sichtbare Außenwirkung des Signals.[498] Dafür spricht der objektive Charakter des Tatbestandsmerkmals. Nur wenn das Signal nach außen tritt und wahrnehmbar ist, können andere Anleger das Signal aufnehmen

493 Beispielsweise von *Wentz*, WM 2019, 196, 200, *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316 f. und *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 721.

494 Durch die *ex ante* bestehende Wahrscheinlichkeit genügt die abstrakte Eignung der Irreführung. Vgl. zur Wahrscheinlichkeitsprognose *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 45.

495 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 60, 79; *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 17.

496 *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 62. Dies unterscheidet den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR vom informationsgestützten Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR, bei dem der Täter ein kommunikatives Erklärungszeichen verwendet.

497 *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 90; zum alten Recht BGH v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80 = NJW 2014, 1399 Rn. 13; *Fleischer*, in Fuchs, § 20a Rn. 47.

498 *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 57; zuvor schon *Knauth/Käsler*, WM 2006, 1041, 1044.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

und mittels Decoding-Strategien die dahinterstehenden Informationen entschlüsseln.[499]

Der Beurteilungsmaßstab, der bei diesem Tatbestandsmerkmal anzulegen ist, ist eine objektiv-nachträgliche Prognose aus Sicht eines verständigen Anlegers. Ein verständiger Anleger legt die Umstände zugrunde, welche die wirtschaftlichen Chancen und Risiken des jeweiligen Finanzinstruments betreffen und ist in diesem Sinne ein wirtschaftlich rational agierender Marktteilnehmer.[500] Bei der Signalwirkung ist zu fragen, ob ein verständiger Anleger das (wahrscheinliche) Signal im Rahmen seiner Anlageentscheidung (wahrscheinlich) berücksichtigen würde, weil die Tathandlung (wahrscheinlich) das Angebots- oder das Nachfrageverhalten oder den Preis des betroffenen Finanzinstruments beeinflussen würde.[501]

Welche Informationen ein verständiger Anleger in seine Anlageentscheidung einbezieht, hängt im konkreten Fall einerseits von den Eigenschaften der Handlung, etwa den Orderspezifikationen (Größe, Limit, Zeitpunkt), und andererseits von den aktuellen Marktgegebenheiten ab.[502] Bei den aktuellen Marktgegebenheiten spielt neben Trends und dem Marktverhalten professioneller Anleger insbesondere die Liquidität eine wichtige Rolle. In liquiden Märkten kommt einzelnen Transaktionen geringere Bedeutung zu als in illiquiden Märkten, in denen einzelne Transaktionen unmittelbaren Einfluss auf den Preis haben können. Maßgeblich ist die jeweilige Handelsstrategie.[503] In Anbetracht der konkreten Handelsstrategie wird auch zu untersuchen sein, welche Signale Leerverkäufe senden.[504]

2. Falsche oder irreführende Signale

Der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR verlangt falsche oder irreführende Signale. Falsch ist ein Signal, wenn es nicht den tatsächlichen

499 Dazu bereits oben § 5 B. II. (S. 54 ff.).
500 Dazu *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 44; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 65; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 95; ferner zum – umstrittenen – Begriff des verständigen Anlegers *Langenbucher*, AG 2016, 417 ff.; *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180 ff.; je m. w. N.
501 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 64, 79; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 43; *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2022, 353 Rn. 10.
502 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 43; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 224.
503 *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 23.
504 Unten § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Verhältnissen auf dem jeweiligen Markt entspricht.[505] Irreführend ist ein Signal, wenn es geeignet ist, beim verständigen Anleger eine Fehlvorstellung über die tatsächlichen Marktverhältnisse hervorzurufen.[506] Einen Irrtum muss der Manipulant beim verständigen Anleger nicht erzeugen. Es genügt die konkrete Gefahr, einen verständigen Anleger in die Irre zu führen.[507] Falsche Signale sind auch geeignet, Fehlvorstellungen hervorzurufen. Der Begriff des irreführenden Signals schließt folglich das falsche Signal ein[508] und wird im Folgenden als der weitergehende Begriff verwendet.

Um zu prüfen, welche Geschäfte die Anleger über die tatsächlichen Marktverhältnisse in die Irre führen, ist zwischen fiktiven und effektiven Geschäften zu trennen. Die effektiven Geschäfte sind insbesondere unter dem Aspekt zu betrachten, ob diese überhaupt einen Irreführungscharakter aufweisen.

a) Fiktive Geschäfte

Eindeutig irreführende Signale senden die bereits bei den ökonomischen Grundlagen vorgestellten fiktiven Geschäfte wie etwa Wash Sales oder Improper Matched Orders aus.[509] Absprachen oder andere Vorkehrungen zwischen den Marktteilnehmern sorgen bei dieser Geschäftsart dafür, dass die Teilnehmer kein Marktrisiko tragen und die Verpflichtung aus dem Geschäft nicht erfüllen müssen. Die Transaktion stellt damit keine wirtschaftlich relevante Handelsaktivität dar. Die Durchführung solcher Geschäfte täuscht lediglich einen umsatzstarken und regen Handel vor.

Steht hinter der Transaktion keine reale wirtschaftliche Aktivität, führt der Manipulant die Anleger über die äußeren Umstände, d. h. tatsächlichen Marktgegebenheiten wie etwa das Angebot, die Nachfrage, die Liqui-

505 *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 90; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 63; zum alten Recht *Gehrmann*, WM 2016, 542, 543.

506 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 63; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 63; zum alten Recht *Gehrmann*, WM 2016, 542, 543.

507 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.3 (S. 81) (zu lit. c).

508 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 47; a. A. gleichbedeutend *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 223.

509 Oben § 5 B. II. (S. 54 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

dität oder den Effizienzgrad eines Finanzinstruments, in die Irre.[510] Fiktive Geschäfte sind in Anbetracht der Täuschung über die tatsächlichen Marktgegebenheiten tatbestandsmäßig und verboten, da ihnen ein eindeutiger Irreführungscharakter innewohnt.

b) Effektive Geschäfte

Eine handelsgestützte Marktmanipulation kann grundsätzlich auch durch effektive Geschäfte erfolgen.[511] Ein Manipulant schließt effektive Geschäfte mit dem Ziel ab, eine Kursbewegung herbeizuführen. Um eine Kursbewegung herbeizuführen, muss er Positionen in größerem Umfang eingehen oder in illiquiden Aktien handeln.[512] In illiquiden Märkten herrscht keine oder nur wenig Transparenz, sodass die Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern besonders groß sind.[513] Durch seine Handelssignale setzt er Informationsimpulse, die andere Anleger aufgrund der bestehenden Informationsasymmetrie fehlinterpretieren und einen Trend auslösen können, den der Manipulant gewinnbringend für sich ausnutzen kann.

Schwierig gestaltet sich die rechtliche Einordnung von effektiven Geschäften, denn dort liegen keine Absprachen oder Gegengeschäfte vor, die Aufschluss über die fehlende wirtschaftliche Relevanz des Geschäfts geben. Das wirtschaftliche Eigentum wechselt und der Handelnde trägt das allgemeine Marktrisiko. Objektiv unterscheiden sich die zu manipulativen Zwecken vorgenommenen effektiven Geschäfte in keiner Weise von normalen, erlaubten Geschäften.[514] Der Unterschied zwischen manipulativen und erlaubten Geschäften liegt vordergründig allein in der Zwecksetzung, die wir schon bei der Abgrenzung von Marktmanipulation und Spekulation gesehen haben:[515] Ein Spekulant tätigt effektive Geschäfte, um Preisän-

---

510 *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 59; *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 25.

511 Dazu aus der ökonomischen Literatur *Allen/Gale*, 5 Rev. Financ. Stud. 503, 505 (1992); *Kyle/Viswanathan*, 98 Am. Econ. Rev. 274, 275 (2008); *Goldstein/Guembel*, 75 Rev. Econ. Stud. 133 (2008); kritisch *Fischel/Ross*, 105 Harv. L. Rev. 503 (1991).

512 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 16 Rn. 5; vgl. auch *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 205.

513 Vgl. *Veil*, in Veil, KMR, § 15 Rn. 1.

514 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 28.

515 Oben § 5 A. (S. 51 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

derungen auszunutzen; der Manipulant tätigt Geschäfte mit dem Zweck, Preisänderungen bewusst herbeizuführen.

Dies in Rechnung gestellt kommt die Frage auf, ob die Einordnung einer effektiven Kapitalmarkttransaktion als irreführend nur über ein subjektives Kriterium gelingen kann. Diese Frage diskutiert die Literatur – wie sogleich im nächsten Abschnitt näher dargelegt – seit Jahrzehnten intensiv. Für die hiesige Untersuchung ist die Frage ebenfalls von großer Relevanz, weil auch Leerverkäufe teilweise anhand subjektiver Kriterien eingeordnet werden. Sie werden insbesondere dann als marktmissbräuchlich angesehen, wenn sie „in erheblichem Umfang und zu gezielt Kurs manipulierenden Zwecken" eingesetzt werden.[516]

aa) Innere Tatsachen als Gegenstand einer Irreführung? – Meinungsstand

Werden Transaktionen mit dem Ziel durchgeführt, auf den Kurs eines Finanzinstruments einzuwirken, so liegen zunächst Geschäfte vor, die, wie angesprochen, anders als die fiktiven Geschäfte, wirtschaftlich relevante Handelsaktivitäten darstellen. Sie täuschen nicht über die tatsächlichen Marktverhältnisse. Worüber sie täuschen, ist das Motiv als innere Tatsache des Handelnden.[517] Fraglich ist, ob die Irreführung über die Motivationslage ein tatbestandsmäßiges Unrecht verkörpert. Wie bereits angesprochen, wird diese Frage in der Literatur unterschiedlich beantwortet.

(1) Tatbestandsmäßige Irreführung über die Motivation

Ein Teil der Literatur zum früheren Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation in § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG a. F. sah die Täuschung über das unlautere Motiv der Preisbeeinflussungsabsicht als geeignet an, Anleger in die Irre zu führen.[518] Bei den Anlegern werde eine Fehl-

516 Siehe hier nur *Weber*, NZG 2000, 113, 115 (zu § 88 Nr. 2 BörsG). Ausführlich unten § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).

517 Vgl. *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 193; *Altendorfer*, in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börsenrechts, 1998, S. 207, 232.

518 Mit Unterschieden im Detail: *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 290 ff.; *Eichelberger*, WM 2007, 2046 ff.; *Karst*, Marktmanipulationsverbot, S. 119; *Flothen*, Marktmanipulation und Kurspflege, S. 82 ff.; *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 96 f., 173; *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 152 mit Fn. 378 (für Leerverkäufe); *Heimann*, Marktpreismanipulation und Markt-

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

vorstellung in Bezug auf die dem Handel zugrunde liegende subjektive Motivation hervorgerufen. Für die anderen Marktteilnehmer sei bei einer Irreführung über die Motivation nicht zu erkennen, dass der Manipulant eine unzutreffende Informationslage erzeugt.

Die Motive des Handelns am Kapitalmarkt seien vielfältig und damit auch die Einflüsse auf die Preisbildung.[519] Erst wenn Geschäfte mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommen würden, sei die Funktionsfähigkeit beeinträchtigt. Die Anleger könnten mit der Erwartung handeln, dass Geschäfte von der Gegenseite nicht zum Zweck der Einflussnahme auf den Preis vorgenommen werden.[520] Diese Erwartungshaltung resultiere aus dem Vertrauen der Anleger, dass alle Marktteilnehmer grundlegende Regeln einhielten, wozu auch zähle, nicht auf unlautere Weise auf den Preisbildungsprozess einzuwirken. Dieses Vertrauen sei zu schützen und werde durch eine manipulative Absicht zerstört.[521]

Auch das geltende Recht scheint die These auf den ersten Blick zu stützen. So wird in Anhang II Abschnitt 1 Nr. 4 lit. d DelVO (EU) 2016/522 das Beispiel des Trash and Cash angeführt. Die Praktik wird dort beschrieben als die

„Einnahme einer Short-Position bei einem Finanzinstrument […] mit anschließenden weiteren Verkäufen […] in der Absicht, den Kurs des Finanzinstruments […] mittels Anlocken weiterer Verkäufer abstürzen zu lassen. Wenn der Kurs dann im Keller ist, wird die gehaltene Position geschlossen […]".

Demnach soll eine typische Marktmanipulation vorliegen, wenn allein mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommene Verkaufsgeschäfte getätigt werden.[522] Bei unbefangener Lektüre dieses Beispiels müsste man also an-

---

preisstabilisierung, S. 103 (für Leerverkäufe); *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 246; *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 257; *Tountopoulos*, WM 2013, 351, 354 f.; *Knauth/Käsler*, WM 2006, 1041, 1045; zuvor schon *Ziouvas*, ZGR 2003, 113, 135 (für Leerverkäufe); zur MAD *Ferrarini*, 41 Common Mkt. L. Rev. 711, 724 ff. (2004); allgemein und grundlegend *Fischel/Ross*, 105 Harv. L. Rev. 503, 510 ff. (1991).

519 *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 135.

520 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 292; ähnlich *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 135 f.

521 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 293; *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 152; *Flothen*, Marktmanipulation und Kurspflege, S. 86; zuvor *Möller*, WM 2002, 309, 313; *Ekkenga*, WM 2002, 317, 318.

522 Vgl. zu diesem Beispiel auch *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 60.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nehmen, dass sich andere Marktteilnehmer über die subjektive Motivation des Handelnden irren können und dies tatbestandsmäßig ist.[523]

(2) Irreführung über die Motivation ist nicht tatbestandsmäßig

Richtigerweise kann das hinter einer Transaktion stehende Motiv den Irreführungscharakter allein nicht begründen.[524]

Ein Geschäft, welches mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommen wird, führt zwar bei den übrigen Anlegern zu einer Fehlvorstellung über die dem Handel zugrunde liegende subjektive Motivation. Es liegt dagegen keine Fehlvorstellung über die tatsächliche Marktsituation vor. Nimmt man nun an, eine Irreführung über die Absicht als innere Tatsache reiche aus, um den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR zu verwirklichen, wäre ein Geschäft allein deshalb tatbestandsmäßig, weil es mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommen wurde. Wäre diese Art der Irreführung tatbestandsmäßig, müsste man den Börsenkursen den Erklärungswert beimessen, sie seien frei von derartigen unerlaubten Verhaltensweisen zustande gekommen.[525]

Eine schlüssige Erklärung über das Motiv der jeweiligen Transaktion erfolgt am anonymen Kapitalmarkt nicht.[526] Die allgemeine Erwartung, dass sich Normadressaten an die Regelungen des Kapitalmarkts halten, berechtigt nicht zu der Behauptung, jeder Normadressat erkläre bei seiner

523 So im Ergebnis für die MAR: *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 92; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 64; *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 353; *Wegner/Ladwig*, JuS 2020, 1153, 1158; *Wegner*, BKR 2021, 181, 183.

524 Zur MAR: *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 61; *Leyh*, Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation, S. 52; *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 122; wohl auch *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2022, 353 Rn. 21 ff.; zum alten Recht: *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 194; *Arlt*, Anlegerschutz vor Kursmanipulation, S. 322; *Papachristou*, Strafrechtliche Behandlung von Marktmanipulation, S. 214 f.; *Trüstedt*, Verbot von Börsenkursmanipulation, S. 199; *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1877 f.; *Kutzner*, WM 2005, 1401, 1405; *Weber*, NZG 2000, 113, 116; *Altendorfer*, in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börsenrechts, 1998, S. 207, 232; s. auch *Thel*, 1988 Colum. Bus. L. Rev. 359, 425 (1988): weder Erfahrungen noch irgendein Gesetz rechtfertige Annahmen über die Motive.

525 Vgl. *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 193; *Altendorfer*, in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börsenrechts, 1998, S. 207, 232.

526 *Arlt*, Anlegerschutz vor Kursmanipulation, S. 322.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Handlung auch konkludent, dass er rechtmäßig handelt.[527] Die These, dass die Anleger immer von einer redlichen Handelsabsicht ausgehen können, ist somit als zu weitgehend abzulehnen.

Zudem sind die Motive sehr vielfältig und eine Einordnung als illegitim bereitet große Schwierigkeiten. Wie schwierig die rechtliche Einordnung allein anhand der Motive ist, veranschaulicht folgendes Beispiel:[528]

Ein Anleger verkauft im großen Stil unterbewertete Aktien, weil er finanzielle Schwierigkeiten hat und liquide Mittel benötigt.

Hier könnten die anderen Anleger annehmen, dass der Anleger die Aktien verkauft hat, weil er diese für überbewertet gehalten hat. Ansonsten würde nämlich niemand eine Aktie verkaufen. Das ist aber, wie das Beispiel zeigt, falsch. In diesem Fall haben sich die Anleger über das Motiv der Transaktion geirrt. Es gibt anerkennenswerte Motive, die unabhängig von der Bewertung der betroffenen Aktie sind.

(3) Zwischenergebnis

Ein Irrtum über die Motive kann dementsprechend *allein* nicht ausreichen, um den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR zu verwirklichen, denn nicht jedes Geschäft, das über die Motive täuscht, läuft dem Normzweck – Sicherstellung der Preiswahrheit – zuwider. Zu fordern ist eine objektive Irreführungshandlung. Dabei ist jede einzelne Handelsstrategie anhand ihrer objektiven Auswirkungen auf das Marktgeschehen zu untersuchen.

bb) Objektive Irreführung unter Einbeziehung ökonomischer Folgen

Nun muss untersucht werden, wann eine objektive Irreführungseignung vorliegt. Die Aufgabe der Artt. 12, 15 MAR ist es, nur diejenigen Handlungen zu untersagen, die dem Schutzzweck zuwiderlaufen. Zweck des Verbotes ist – wie mehrfach erwähnt – der Schutz der Informations- und Bewertungsfunktion des Preises. Werden diese beeinträchtigt, kann es zu einer Fehlallokation kommen. Notwendige Voraussetzung für die Infor-

527 *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1878; *Arlt*, Anlegerschutz vor Kursmanipulation, S. 322; ferner *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2022, 353 Rn. 27 a. E.

528 Ähnliches Beispiel bei *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 194.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mations- und Bewertungsfunktion waren in erster Linie informationseffiziente Märkte.[529]

(1) Differenzierung nach Anlegergruppen

Bei der Frage, welche Verhaltensweisen die Informationseffizienz beeinträchtigen, muss zwischen den verschiedenen Anlegergruppen unterschieden werden, die zu Beginn der Arbeit vorgestellt wurden. Dort wurde die wichtige Funktion der *informierten Anleger* betont.[530] Durch ihre Arbitragegeschäfte werden Informationen eingepreist und die Preise an den Fundamentalwert angenähert. Entspricht der Preis dem Fundamentalwert, wird das Kapital wohlfahrtsfördernd allokiert. Damit steht fest, dass fundamentalwertrelevante Geschäfte von informierten Anlegern grundsätzlich nicht vom Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR erfasst werden.[531] Bei der Rückschau auf eine Handelsstrategie kommt es nicht auf die Intention des informierten Anlegers, sondern objektiv auf die wohlfahrtsfördernde Transaktion an.[532]

Zur Beurteilung einer objektiven Irreführungseignung eines Verhaltens kann aber nicht nur berücksichtigt werden, ob eine Handelsstrategie den Kurs in Richtung des Fundamentalwertes bringt. Ansonsten würden auch manipulative Praktiken aus dem Tatbestand ausscheiden, die den Kurs zufällig in Richtung des Fundamentalwertes bewegen. Deswegen ist zur Identifizierung einer wohlfahrtsfördernden Praktik auch – wie gleich noch näher erläutert – auf die Liquidität abzustellen.[533] So können etwa eindeutig manipulative Strategien wie Wash Sales als Insichgeschäfte einen Kurs zufällig in die Richtung des Fundamentalwertes lenken. Sie täuschen aber eine erhöhte Liquidität vor, die in Wahrheit nicht besteht. Erkennen die anderen Marktteilnehmer, dass die Liquidität nur vorgetäuscht war, sehen sie vom Handel ab, da ihr Vertrauen beeinträchtigt ist. Mit dem Verlassen

529 Oben § 4 B. III. (S. 41 ff.).
530 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).
531 Vgl. auch *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 95; auf die Informationseffizienz abstellend auch *Leyh*, Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation, S. 45.
532 *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 95.
533 Vgl. *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 95, der daneben noch auf die Volatilität und Transparenz abstellt.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

von Marktteilnehmern geht die Liquidität zurück. Aus diesem Grund sind Insichgeschäfte verboten.[534]

Mit Blick auf die verschiedenen Anlegergruppen sind Geschäfte von Liquiditätshändlern, die rational uninformiert bleiben,[535] grundsätzlich nicht wohlfahrtsschädigend und als legitim anzusehen.[536] Diese Geschäfte erfolgen nämlich informations*unabhängig* und stellen dem Markt Liquidität zur Verfügung. Der durch diese Geschäfte möglicherweise ausgelöste Preiseinfluss wird durch informierte Anleger ausgenutzt und so kurzfristige Preisineffizienzen beseitigt. Demgemäß ist auch das genannte Beispiel eines Verkaufs aufgrund von finanziellen Schwierigkeiten nicht tatbestandsmäßig.

(2) Identifizierung effizienzsteigernder Praktiken anhand von finanzwirtschaftlichen Indikatoren

Ist die Informationseffizienz ein tauglicher Anknüpfungspunkt für die Identifizierung wohlfahrtsfördernder Praktiken, muss beachtet werden, dass sich kaum feststellen lässt, ob eine Handelstransaktion unmittelbar die Informationseffizienz am Markt steigert oder nicht.[537] Das ist dem Umstand geschuldet, dass sich der Fundamentalwert eines Finanzinstruments nicht allein anhand von vorhandenen Marktinformationen messen lässt.[538] Es ist nur möglich, mithilfe des sog. Capital Asset Pricing Model (CAPM)[539] als Gleichgewichtsmodell auf indirektem Wege annähernd zu messen, ob ein Markt effizient ist.

Das CAPM ist die bekannteste Gleichgewichtsrechnung zur Bestimmung des Fundamentalwertes – genauer: der erwarteten Rendite, die im Rahmen der Barwertmethode als Abzinsungsfaktor dient[540] – eines

534 Schon oben § 11 A. II. 2. a) (S. 117 f.). Das gilt auch, wenn informierte Anleger sie durchführen. Vgl. *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 97.

535 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

536 *Leyh*, Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation, S. 47; *Papachristou*, Strafrechtliche Behandlung von Marktmanipulation, S. 215: redliche Absicht auch, wenn keine Einschätzung des Wertes vorliegt; ebenso *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 194.

537 *Fama*, 46 J. Fin. 1575 (1991) („market efficiency per se is not testable").

538 Vgl. *Sester*, ZGR 2009, 310, 328; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 98.

539 Dazu aus dem deutschen Schrifttum etwa *Mülbert/Sajnovits*, WM 2020, 1557, 1561; *Berninger/Kiesel/Schiereck*, BKR 2018, 408, 410 f.

540 Schön erläutert bei *Mülbert/Sajnovits*, WM 2020, 1557, 1561. Zur Barwertmethode s. oben bei Fn. 144.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Einzelwertes im neoklassischen Modell. Weicht der aktuelle Börsenkurs von dem durch das CAPM berechneten Kurs ab, muss die Abweichung nicht zwangsläufig auf einer Marktineffizienz beruhen, sondern kann auch schlicht auf einer Ungenauigkeit des Modells beruhen.[541] Die Identifizierung wohlfahrtsfördernder Handelspraktiken anhand der unmittelbaren Auswirkungen auf die Informationseffizienz wird demnach nur schwer gelingen.[542]

Vor dem Hintergrund der Schwächen des Modells ist auf finanzwirtschaftliche Indikatoren zurückzugreifen, die anzeigen, ob ein Geschäft die Informationseffizienz steigert oder senkt.[543] In erster Linie ist hier die Liquidität zu nennen. Wie bei den ökonomischen Grundlagen eingehend dargelegt,[544] ist die Liquidität ein geeignetes Maß, um die Informationseffizienz eines Marktes zu bestimmen. Je informativer ein Markt, desto liquider ist dieser Markt. Maßgröße ist die Geld-Brief-Spanne eines Kurses.

(3) Zwischenfazit

Ist nach diesem objektiven Ansatz eine Verhaltensweise nicht wohlfahrtsschädigend,[545] muss die Verhaltensweise aus dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR teleologisch ausscheiden.

3. Leerverkäufe als irreführende Handelspraktik?

Ist nun geklärt, dass eine Irreführung nur dann vorliegt, wenn die Verhaltensweise informationseffizienzschädigend ist, sind an dieser Stelle Leerverkäufe auf ihren Irreführungscharakter und damit auf ihre Tatbestands-

---

541 So schon bereits *Fama*, 46 J. Fin. 1575, 1576 (1991); s. auch *Bak/Bigus*, ZBB 2006, 430, 433 Fn. 19; *Sester*, ZGR 2009, 310, 328; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 98 f.

542 Zutreffend *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 99.

543 Ausführlich *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 98 ff.

544 Oben § 4 B. III. 4. (S. 46 ff.).

545 Ebenso im Ergebnis auf die Wohlfahrtsimplikationen einer Praktik abstellend *Neurath*, ZBB 2019, 378, 383; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 58 in Fn. 194; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 70 a. E.; alle mit Verweis auf die Studie von *Kyle/Viswanathan*, 98 Am. Econ. Rev. 274 (2008); ähnliche Ansätze bei *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 714 (2006); *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 519 ff. (2018), die – neben einem subjektiven Element – ebenfalls auf ökonomische Kriterien abstellt (sog. harmed-based approach).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mäßigkeit zu untersuchen. Eine zutreffende Beurteilung kann nur dann erfolgen, wenn man die verschiedenen Leerverkaufsarten differenziert betrachtet und ihren Besonderheiten Rechnung trägt.

Der Leerverkauf sendet wie jede andere Transaktion am Kapitalmarkt ein Signal aus.[546] Der Leerverkauf signalisiert ein erhöhtes Angebot. Hinsichtlich dieser äußeren Tatsache liegt bei einem Leerverkauf als effektives Geschäft kein falsches oder irreführendes Signal vor, denn der Leerverkauf erhöht das Angebot tatsächlich. Durch das erhöhte Angebot wird dem Markt Liquidität zugeführt. Eine objektive Irreführung über die tatsächlichen Marktverhältnisse liegt damit nicht vor. Diese Wertung gilt unbestrittenermaßen für *gedeckte* Leerverkäufe.[547] Die Wertung ist auch auf die Leerverkaufsangriffe zu übertragen. Das Eingehen einer gedeckten Leerverkaufsposition im Rahmen eines Leerverkaufsangriffs sendet kein falsches oder irreführendes Signal.[548]

Ungeklärt ist die marktmissbräuchliche Einordnung von *ungedeckten* Leerverkäufen, die es deswegen gesondert zu untersuchen gilt (a). Es stellt sich die Frage, ob neben einem etwaigen Verstoß gegen die Leerverkaufsverordnung auch eine Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR vorliegt. Dafür müssten ungedeckte Leerverkäufe die Eignung besitzen, die Anleger in die Irre zu führen. Der irreführende Charakter von Leerverkäufen wird in der Literatur insbesondere dann diskutiert, wenn sie in einer Vielzahl vorgenommen werden, weil massenhafte Leerverkäufe im Zusammenhang mit der Praktik des Trash and Cash stehen (b). Des Weiteren müssen Leerverkäufe eingeordnet werden, bei denen dem Leerverkäufer die Eindeckungsbereitschaft fehlt (c). Zuletzt sind solche Leerverkäufe zu untersuchen, welche durch ihren Einsatz im Zusammenhang mit anderen manipulativen Strategien stehen (d).

---

546 Teilweise soll eine Signalwirkung erst vorliegen, wenn die Leerverkäufe nach Art. 6 Abs. 1 LVVO veröffentlicht werden. In diese Richtung *Wentz*, WM 2019, 196, 200.

547 Statt vieler *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 427; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 203; *Wentz*, WM 2019, 196, 200; zum alten Recht *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 655; *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3205; *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405, 1408; *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1877; *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 181.

548 Ebenso im Ergebnis *Wentz*, WM 2019, 196, 200; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 317; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 13; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 721.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

a) Ungedeckte Leerverkäufe

Wurde soeben für gedeckte Leerverkäufe noch eine Einigkeit in der Literatur bescheinigt, dass diese kein falsches oder irreführendes Signal senden, besteht diese für einen ungedeckten Leerverkauf[549] hingegen nicht.

Nach einer Mindermeinung soll bei einem Verstoß gegen die Vorschrift, die ungedeckte Leerverkäufe verbietet (Art. 12 Abs. 1 LVVO), eine handelsgestützte Marktmanipulation vorliegen.[550] Der Verkäufer ungedeckter Aktien gebe ein irreführendes Signal ab. Er spiegele eine tatsächlich nicht in dieser Weise existierende Marktaktivität vor. Die anderen Marktteilnehmer könnten aufgrund des Verbotes ungedeckter Leerverkäufe davon ausgehen, dass die Aktien in seinem Eigentum stehen.[551] Die Anleger müssten nicht damit rechnen, dass er verbotswidrig handele.[552]

Die herrschende Meinung lehnt mit guten Argumenten eine handelsgestützte Marktmanipulation bei ungedeckten Leerverkäufen ab.[553] Eine Irreführungshandlung – wie sie die Mindermeinung annimmt – liegt bei ungedeckten Leerverkäufen nicht vor, da der Leerverkäufer nicht – auch nicht konkludent – erklärt, über die verkaufte Aktie zu verfügen.[554] Ein systematisches Argument lässt sich mit Blick auf das Verhältnis beider Verordnungen – Marktmissbrauchsverordnung und Leerverkaufsverordnung – gewinnen: Es besteht kein zwingender Konnex zwischen Art. 12 Abs. 1 LVVO und Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR.[555] Die Leerverkaufsverordnung und die Marktmissbrauchsverordnung sind grundsätzlich unabhängig voneinander, also nebeneinander, anwendbar.[556] Dieses Verhältnis bedeutet einerseits, dass die Einhaltung der Regelungen in der Leerver-

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

550 *Stage*, in Grimm/Ladler, Tagungsband Graduiertentreffen, 2011, S. 69, 93; *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 153; beide zu § 30h WpHG a. F.

551 *Stage*, in Grimm/Ladler, Tagungsband Graduiertentreffen, 2011, S. 69, 93.

552 *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 153.

553 Mit leicht unterschiedlichen Begründungen *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33; *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 57; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 200; *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 143; für den Betrug *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 651.

554 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 200.

555 *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 57; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33; *Joost/Strohn*, in E/B/J/S, HGB, Anhang I MAR Rn. 23; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 200.

556 *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 156; a. A. *Mock*, in Ventoruzzo/Mock, A.3.09 und bereits zum alten Recht *Mock*, WM 2010, 2248, 2253; *Mock*, in KK-WpHG,

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kaufsverordnung eine Marktmanipulation nicht ausschließt, anderseits, dass ein Verstoß gegen die Leerverkaufsverordnung nicht ohne Weiteres eine Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR begründet. In diesem Zusammenhang ist das Fehlen des Deckungsgeschäfts erst einmal nur hinsichtlich des Art. 12 Abs. 1 LVVO relevant, aber nicht für Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR. Vor diesem Hintergrund kann auf das bereits genannte Argument zurückgegriffen werden, dass die anderen Marktteilnehmer nicht davon ausgehen können, der Leerverkäufer erkläre konkludent, er handele regelkonform nach der Leerverkaufsverordnung.[557] Ob sich der Leerverkäufer die verkauften Aktien bereits zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses gesichert hat, ist keine marktmanipulationsrelevante Redlichkeitserwartung des Marktes, sondern nur eine in Art. 12 LVVO enthaltene Anforderung, mit der Leerverkäufe strengen Voraussetzungen unterstellt werden.[558] Dieses Ergebnis erfährt noch eine Bestätigung, wenn man erkennt, dass die Anleger nicht zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen unterscheiden können.[559] Dann können sie erst recht nicht davon ausgehen, jemand handele regelkonform nach der Leerverkaufsverordnung.

Mit Blick auf das Verhältnis zur Leerverkaufsverordnung kann weiter angeführt werden, dass die Verbotsvorschrift des Art. 12 Abs. 1 LVVO ausweislich des Erwägungsgrundes 18 Satz 1 LVVO nicht explizit dem Schutz vor marktmissbräuchlichen Praktiken dient, sondern in erster Linie der Verhinderung von Abwicklungsrisiken, die durch das Deckungsgeschäft entstehen können, und der Verhinderung von Marktvolatilität. Die Leerverkaufsverordnung stellt die Transparenzpflichten in den Dienst einer Vorbeugung und Verhinderung marktmissbräuchlichen Verhaltens.[560] Die Transparenzpflicht spielt aber für den ungedeckten Leerverkauf keine Rolle, da sie nur für gedeckte Leerverkäufe gilt.[561]

---

§ 20a Rn. 82: § 30h WpHG als *lex specialis*; angedeutet bei *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 178.

557 In diesem Zusammenhang *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33; *Altenhain*, BB 2002, 1874, 1878.

558 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 72.

559 *Harrer*, Leerverkäufe, S. 48; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 201 f.; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33; *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 655.

560 Erwägungsgründe 7, 40 LVVO; dazu auch *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2021, 149, 156.

561 Oben § 8 A. (S. 83 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gegen eine Eignung zur objektiven Irreführung von ungedeckten Leerverkäufen spricht darüber hinaus der positive ökonomische Nutzen von Leerverkäufen im Allgemeinen,[562] aber auch von ungedeckten Leerverkäufen im Speziellen.[563] Der Einsatz von ungedeckten Leerverkäufen bedeutet nicht zwangsläufig, dass die Informationseffizienz beeinträchtigt wird. Auch ungedeckte Leerverkäufe können die Informationseffizienz steigern und die Liquidität im Markt erhöhen.

Damit sprechen die besseren Gründe dafür, ungedeckte Leerverkäufe – vorbehaltlich der sogleich noch zu erläuternden Ausnahmen im Zusammenhang mit anderen manipulativen Strategien[564] – nicht als Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR anzusehen.

b) Massenhaft eingesetzte Leerverkäufe (sog. bear raids)

Besonderheiten ergeben sich bei massenhaft eingesetzten Leerverkäufen (sog. bear raids). Große Teile der Literatur haben Leerverkäufe unter dem alten Recht als Marktmanipulation angesehen, sofern ein Leerverkäufer sie „in erheblichem Umfang und zu gezielt Kurs manipulierenden Zwecken“[565] einsetzte. Leerverkäufe sollten also dann manipulativ sein, wenn sie umfangreich und mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommen wurden.[566]

---

562 Dazu oben § 6 C. (S. 58 ff.).

563 Explizit für ungedeckte Leerverkäufe die positiven ökonomischen Effekte hervorhebend *Möllers/Christ/Harrer*, NZG 2010, 1167 f.; *Harrer*, Leerverkäufe, S. 26; ähnlich *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 43; ferner *Fotak/Raman/Yadav*, Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?, Working Paper, 6 January 2010; a. A. wohl *Avgouleas*, 15 Stan. J. L., Bus. & Fin. 376, 404 (2010); *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 644.

564 Unten § 11 A. II. 3. d) (S. 133 ff.).

565 *Weber*, NZG 2000, 113, 115 (zu § 88 Nr. 2 BörsG); im Anschluss daran *Ziouvas*, ZGR 2003, 113, 135; *Schömann*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 94; *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 151, 156; *Harrer*, Leerverkäufe, S. 48 f.; *Flothen*, Marktmanipulation und Kurspflege, S. 129; *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 295; *Eichelberger*, WM 2007, 2046 f.; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 488; *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 85; *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405, 1408; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 243; ferner RegE Begr. zum 4. FMFG BT-Drucks. 14/8017, S. 89.

566 Ausdrücklich im Zusammenhang mit einer Preisbeeinflussungsabsicht *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 152 mit Fn. 378; *Heimann*, Marktpreismanipulation und Marktpreisstabilisierung, S. 103; *Ziouvas*, ZGR 2003, 113, 135.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Der Gesetzgeber hat nunmehr in Anhang II Abschnitt I Nr. 4 lit. d DelVO (EU) 2016/522 das schon mehrfach erwähnte Trash and Cash festgelegt und sieht damit massenhafte (Leer-)Verkäufe mit Preisbeeinflussungsabsicht als typische Marktmanipulation an. Ob massenhafte Leerverkäufe mit Preisbeeinflussungsabsicht tatsächlich den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR erfüllen, wird in der Literatur unterschiedlich beurteilt.

Teile der Literatur sehen massenhafte Leerverkäufe als tatbestandsmäßig an.[567] Im Gegensatz zu vereinzelten Leerverkäufen werde nicht mehr nur das Signal eines Verkaufs gesendet, sondern das Signal, man sei im Besitz von noch nicht eingepreisten Informationen.[568] Der Leerverkäufer stelle sich als „Insider" dar und mache sich den Erfahrungssatz zunutze, dass große Volumen im Handel auf nicht eingepreiste Informationen hindeuten. Weiter wird angeführt, die notwendige Preisbeeinflussungsabsicht bzw. das Ziel, den Kurs nach unten zu treiben, manifestiere sich in einem objektiven Verhalten – dem Volumen – und sei deshalb für die Tatbestandsverwirklichung relevant.[569]

Ein anderer Teil der Literatur hält massenhafte Leerverkäufe demgegenüber nicht per se für tatbestandsmäßig.[570] Die ausgesendeten Signale seien auch bei massenhaft eingesetzten Leerverkäufen weder falsch noch irreführend. Selbstverständlich setzten auch massenhafte Leerverkäufe ein Verkaufssignal. Aber auch wenn ein Leerverkäufer volumenmäßig erhebliche Leerverkäufe tätige, sende er damit lediglich das Signal einer tatsächlichen Angebotserhöhung an die anderen Marktteilnehmer aus.

Der letztgenannten Ansicht ist im Ergebnis zuzustimmen. Die Signalwirkung einer (großen) Transaktion ist von der Qualität abhängig, die ihr andere Marktteilnehmer beimessen. Die Signalempfänger würden beispielsweise berücksichtigen, ob der Verkäufer tatsächlich private Informationen besitzt und über fundamentalwertrelevante Informationen verfügt. Zudem würden sie beachten, wer der Leerverkäufer ist. Viele Faktoren spielen eine Rolle, ob einer größeren Transaktion ein Informationswert zu entnehmen ist und welcher Informationswert das ist. Die Annahme,

---

567 S. die Nachweise in den beiden nachfolgenden Fußnoten.

568 *Zimmer/Beisken,* WM 2010, 485, 487, 488; *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405, 1408; *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 143.

569 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33 a. E.; *Worms*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 10 Rn. 58; *Merkt*, ZBB 2021, 162, 172.

570 *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3205; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 224; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 204; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 72; *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 209 (zu § 88 BörsG).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

großvolumige Leerverkäufe deuteten ausnahmslos auf nicht eingepreiste Informationen hin, ist abzulehnen. Dieser Annahme liegt die bereits[571] abgelehnte Vermutung zugrunde, jemand verkaufe die Aktien, weil er sie für überbewertet halte. Das Motiv ist jedoch für die Beurteilung im Rahmen des Tatbestandes des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR nicht relevant.

Werden durch den massenhaften Einsatz von Leerverkäufen Kursstürze ausgelöst, ist dieser Umstand dem Leerverkäufer grundsätzlich nicht anzulasten. Massenhaft eingesetzte Leerverkäufe sind so lange nicht tatbestandsmäßig, wie der Leerverkäufer durch sie fundamentalwertrelevante Informationen einpreist und die Liquidität im Markt fördert. Unter diesen Umständen liegt nämlich keine objektive Irreführung vor und der Leerverkäufer verwirklicht kein objektives Unrecht, da er die Funktionsfähigkeit des Marktes nicht beeinträchtigt. Bei einem solchen Vorgehen handelt es sich grundsätzlich um erlaubte Spekulation. Dass gegebenenfalls der Markt durch die eingesetzten Leerverkäufe das Vertrauen verliert und weitere Verkäufe ausgelöst werden, liegt am rationalen Herdenverhalten der anderen Anleger. Sie wollen verkaufen, bevor die Verluste zu groß werden. Ein solcher Trend liegt jenseits des Einflussbereiches des Leerverkäufers.[572] Massenhafte Leerverkäufe sind nur dann tatbestandsmäßig, wenn sich uninformierte Anleger als informierte Anleger oder informierte Anleger als uninformierte Anleger ausgeben und etwa durch sukzessive Verkäufe eine falsche Fundamentalwerteffizienz vortäuschen und dem Markt Liquidität entziehen.[573]

Bei einer Leerverkaufsattacke ist grundsätzlich nicht davon auszugehen, dass die aktivistischen Leerverkäufer ein so großes Volumen einsetzen, dass man von massenhaften Leerverkäufen sprechen kann. Wie beim Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer erläutert,[574] können die aktivistischen Leerverkäufer die Kurse durch die getätigten Leerverkäufe kaum bewegen. Das Volumen ist dafür zu gering. Sie haben kein Interesse daran, bereits durch die Leerverkaufstransaktion den Kurssturz herbeizuführen, sondern wollen dies erst durch die Veröffentlichung des Berichtes. Zudem muss beachtet werden, dass die (aktivistischen) Leerverkäufer grundsätz-

---

571 Oben § 11 A. II. 2. b) aa) (2) (S. 121 f.).

572 Ähnlich *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 122; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 204; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 72; zu Pump and Dump *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 401.

573 Zu den sog. Bluffing-Strategien eingehend *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 113 ff.; ferner *Chakraborty/Yilmaz*, 98 Am. Econ. Rev. 280 (2008).

574 Oben § 7 B. I. (S. 69 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lich als informierte Anleger gelten und über fundamentalwertrelevante Informationen verfügen.[575] Ein Handeln aufgrund von fundamentalwertrelevanten Informationen unterfällt nicht dem Tatbestand.

c) Fehlender Eindeckungswille des Leerverkäufers

Ein anderes Ergebnis könnte sich bei sog. abusive naked short sales einstellen. Bei abusive naked short sales liegt ein Fall des ungedeckten Leerverkaufs vor; der Leerverkäufer hat jedoch nicht den Willen, sich einzudecken. Diese Leerverkaufsart kann zu hohen Abwicklungsrisiken beim Deckungsgeschäft führen. Die Beurteilung eines ungedeckten Leerverkaufs ohne Eindeckungswilligkeit aus marktmissbräuchlicher Sicht scheint auf den ersten Blick keine Probleme zu bereiten.

Die ganz herrschende Lehre nimmt nämlich an, durch Leerverkäufe ohne Eindeckungswilligkeit werde ein irreführendes Signal an den Markt gesendet.[576] Im Gegensatz zu einem „normalen" ungedeckten Leerverkauf, bei dem das Fehlen eines Deckungsgeschäfts nicht (konkludent) erklärt werde, erkläre der Leerverkäufer die Erfüllungswilligkeit konkludent mit.[577] Die verfolgte Absicht, sich nicht einzudecken, werde in diesen Fällen durch das objektive Verhalten indiziert.[578]

Dieser Ansicht tritt – soweit ersichtlich – niemand entgegen.[579] Dabei erscheint eine Unterscheidung zwischen „normalen" ungedeckten Leerverkäufen und „abusive" ungedeckten Leerverkäufen nicht angebracht. Führt

---

575 Oben § 6 C. II. (S. 60 ff.) und ausdrücklich für aktivistische Leerverkäufer oben § 7 B. III. (S. 74 ff.).

576 *Trüg*, in Achenbach/Ransiek/Rönnau, HdB WirtschaftsStrafR, 10. Teil Kap. 2 Rn. 48; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 72; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 178, 180; *Walla*, in Veil, KMR, § 25 Rn. 13; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 202; *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 119; *Merkt*, ZBB 2021, 162, 172; zum alten Recht bereits *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3205; *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 656; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 488 f.; *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405, 1408; *Brammsen*, WM 2012, 2134, 2139; *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 144; zu einem Fall aus den USA s. *Walker/Forbes*, 68 Bus. Law. 687, 731 ff., insbes. S. 734 (2013).

577 *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3205; *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 656.

578 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 33; *Merkt*, ZBB 2021, 162, 172.

579 Vgl. nur die Bedenken bei *Worms*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 10 Rn. 58, der auf die Möglichkeit der Glattstellung verweist.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

man die bei den ungedeckten Leerverkäufen angeführte Argumentation konsequent fort,[580] so ist selbst ein abusive naked short sale aus objektiver Sicht nicht von anderen Arten des (Leer-)Verkaufs zu unterscheiden. Der verständige Anleger als Empfänger der Signale kann nicht erkennen, ob ein Leerverkäufer eindeckungswillig ist oder nicht. Dass in diesen Fällen konkludent eine Erfüllungswilligkeit miterklärt werden soll, erscheint nicht überzeugend. Der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR ist objektiv ausgestaltet und für die subjektive Eindeckungswilligkeit bleibt kein Raum. Für eine unterschiedslose Behandlung spricht zudem der Umstand, dass die Leerverkaufsverordnung nicht zwischen objektiver und subjektiver Unmöglichkeit unterscheidet. Die Abwicklungsrisiken, die durch den fehlenden Eindeckungswillen entstehen können, sollen ausweislich des Erwägungsgrundes 18 Satz 1 LVVO von der Verbotsvorschrift des Art. 12 Abs. 1 LVVO erfasst werden.

Im Ergebnis ist die Fallgruppe der abusive naked short sales wie der Fall des „normalen" ungedeckten Leerverkaufs zu behandeln. Eine handelsgestützte Marktmanipulation scheidet mithin grundsätzlich aus, solange fundamentalwertrelevante Informationen eingepreist werden.

d) Leerverkäufe im Zusammenhang mit anderen manipulativen Strategien

Unabhängig von der bisherigen rechtlichen Einordnung müssen Leerverkäufe dann kritisch beurteilt werden, wenn sie im Zusammenhang mit anerkannten manipulativen Strategien eingesetzt werden. In diesen Fällen kann der Leerverkauf ein austauschbares Mittel zur Irreführung darstellen.[581] Das kann zum Beispiel der Fall sein, wenn Leerverkäufe als fiktive Geschäfte durchgeführt werden.[582] Fiktive Geschäfte täuschen eine tatsächlich nicht bestehende Marktaktivität vor und führen die Anleger über eine erhöhte Liquidität und eine nicht vorhandene Effizienz in die Irre.[583] Ein Fall, bei denen Leerverkäufe vermutlich in abgestimmte Abläufe zwischen den Beteiligten eingebunden waren und die Beteiligten das allgemeine

580 Oben bei Fn. 559.
581 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 34.
582 *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 204; *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 156.
583 Oben § 11 A. II. 2. a) (S. 117 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Marktrisiko durch entsprechende Vorkehrungen eliminierten, waren die sog. Cum/Ex-Geschäfte.[584]

Eine weitere Fallgruppe, die zu den fiktiven Geschäften zählt, sind die sog. Spam-and-Cancel-Strategien. Diese Strategien können von den aktivistischen Leerverkäufern eingesetzt werden, um zusätzlich Druck auf den Kurs auszuüben. Ein solches Vorgehen wird dem aktivistischen Leerverkäufer Muddy Waters beim Angriff auf den britischen Prozessfinanzierer Burford vorgeworfen.[585] Am Tag des Kurssturzes – übrigens 60 % – sollen Verkaufsorders im Volumen von 90 Millionen £ aufgegeben und dann storniert worden sein. Dadurch wurde ein Verkaufssignal gesetzt und ein Verkaufstrend ausgelöst. Da es unwahrscheinlich ist, dass Muddy Waters Inhaber von Aktien war, muss es sich um (ungedeckte) Leerverkaufsorders gehandelt haben.

Eine solche Spam-and-Cancel-Praktik, welche Muddy Waters vorgeworfen wird, bezeichnet Anhang II Abschnitt I Nr. 5 lit. e DelVO (EU) 2016/522 als „Layering und Spoofing". Die Praktik wird umschrieben als

„Übermittlung von Großaufträgen oder mehreren Aufträgen, die häufig auf der einen Seite des Orderbuchs nicht sichtbar sind, mit der Absicht, ein Geschäft auf der anderen Seite des Orderbuchs auszuführen. Nachdem das Geschäft abgeschlossen wurde, werden die fiktiven Aufträge entfernt".

Das Layering und das Spoofing sind zu differenzieren, haben aber gemeinsam ihre Grundlage im automatisierten Handel und werden als Spam-and-Cancel-Strategie umschrieben.[586] Ohne diese Strategien im Detail vorstellen zu wollen,[587] werden die anderen Marktteilnehmer in bei-

584 Vgl. zur Vereinbarkeit mit dem Marktmissbrauchsrecht *Merkt*, ZBB 2021, 162 ff., insbes. S. 172; eine Marktmanipulation ablehnend *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2022, 353 Rn. 13 ff., da um den Dividendenstichtag mit einem erhöhten Handel zu rechnen sei (insbes. Rn. 26).

585 Dazu *Plickert*, Prozessfinanzierer Burford beklagt Marktmanipulation, FAZ Online vom 12. August 2019 (unter https://www.faz.net/-iju-9q0f6 abrufbar); *Christie/Liptrap*, Oxford Business Law Blog, 2 July 2020; kurz auch *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 43 und dort Fn. 131; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 710 f.

586 *McVea*, in Moloney/Ferran/Payne, Handbook of Financial Regulation, S. 631, 636; *Lin*, 66 Emory L.J. 1253, 1288–1290 (2017); es soll Strategien geben, die 90 % der Orders wieder stornieren, s. *Kasiske*, WM 2014, 1933, 1935. Der schwierig zu führende Nachweis der fehlenden Handelsabsicht könne durch das Order-Transaktions-Verhältnis indiziert werden, s. noch zum alten Recht *Schultheiß*, WM 2013, 596, 602.

587 Eingehend etwa *Bayram/Meier*, WM 2018, 1295, 1297.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

den Fällen darüber getäuscht, dass die zunächst eingegebenen Aufträge wieder annulliert werden sollen.[588] Unzweifelhaft liegt in diesen Fällen ein irreführendes Signal im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR vor, denn es werden aufgrund der später zurückgezogenen Orders falsche Informationen in den Markt gegeben, die zu einer (falschen) Informationskaskade führen können.[589] Die nachfolgenden Preisbewegungen beruhen auf einer falschen Informationsgrundlage und führen zu ineffizienten Preisen. Zudem wird erhöhte Liquidität vorgetäuscht und es entsteht extreme Marktvolatilität, welche durch den algorithmischen Handel in sehr kurzer Zeit auftritt.

Wird eine solche Praktik im Rahmen einer Leerverkaufsattacke, wie im Fall Muddy Waters gegen Burford vermutet, eingesetzt, ist dies als manipulativ im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR zu werten. Zu betonen ist aber, dass sich hier nicht das Risiko eines (ungedeckten) Leerverkaufs realisiert, sondern die Gefahr von fiktiven Geschäften für die ordnungsgemäße Preisbildung.

4. Zwischenergebnis

Leerverkäufe als solche sind nicht als handelsgestützte Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR anzusehen. Die aktivistischen Leerverkäufer senden durch den Einsatz von Leerverkäufen keine falschen oder irreführenden Signale an den Markt. Die von einem Leerverkauf ausgehenden Signale sind stets wahr, denn sowohl der gedeckte als auch der ungedeckte Leerverkauf signalisieren nur ein erhöhtes Angebot, welches tatsächlich besteht. Daran ändert auch eine fehlende Eindeckungswilligkeit nichts. Zudem kann allein aus dem Einsatz von volumenmäßig großen, gezielt zur Preisbeeinflussung eingesetzten Leerverkäufen kein irreführendes Signal angenommen werden. Nur beim Hinzutreten weiterer Umstände, wie der Einsatz von Spam-and-Cancel-Strategien, kann ein irreführendes Signal im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR vorliegen. In diesen Fällen sind Leerverkäufe lediglich ein austauschbares Mittel zur Irreführung des Marktes.

---

588 *Forst*, BKR 2009, 454, 455; *Kasiske*, WM 2014, 1933, 1936; ähnlich *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 164; *Eggers*, BKR 2019, 421, 424.

589 *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 44; ferner dazu *Söbbing*, ZIP 2019, 1603, 1604.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

III. Kursmanipulationstatbestand

Neben dem Irreführungscharakter in Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR kann eine Tathandlung, also ein Leerverkauf, auch dann tatbestandsmäßig sein, wenn durch die Handlung ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments (wahrscheinlich)[590] erzielt wird. Spricht der Gesetzestext in Art. 12 Abs. 1 lit. a ii MAR von einem künstlichen Kursniveau, wird damit Bezug auf das international anerkannte Merkmal der „price artificiality" genommen.[591] Die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) definiert diesen Begriff folgendermaßen: „Price artificiality is the divergence of price from the legitimate forces of supply and demand."[592] Der Bundesgerichtshof definierte einen künstlichen Preis als einen Preis, der gegen die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse am Markt erhöht, abgesenkt oder stabilisiert wird.[593] Damit steht man vor dem Problem, die tatsächlichen Marktverhältnisse, insbesondere Angebot und Nachfrage, zu bestimmen. In der Literatur wird der Versuch, zu definieren, wann Angebot und Nachfrage echt sind, als unmöglich bezeichnet.[594]

Es drängt sich deshalb die Frage auf, ob ein Kurs dann künstlich ist, wenn eine Handlung mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommen wurde. Von einem Teil der Literatur wurde dies zum alten Recht unter § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG bejaht[595] und auch im neuen Recht wird daran teilweise[596] festgehalten. Angeführt wird unter anderem der Wortlaut der

---

590 Vgl. zur Wahrscheinlichkeitsprognose *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 237.

591 *Schmolke*, AG 2016, 434, 440; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 62 mit Nachweisen anderer Rechtsordnungen (S. 62 ff.).

592 IOSCO, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, May 2000, S. 13; ferner zu diesem Merkmal *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 107 ff.; *Pirrong*, 51 Wash. & Lee L. Rev. 945, 960 ff. (1994); Cargill Inc v. Hardin, 452 F.2d 1154, 1163 (8th Cir. 1971).

593 Zuletzt BGH v. 25.7.2018 – 2 StR 353/16, StV 2019, 741 = wistra 2019, 152 Rn. 17; BGH v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80 = NJW 2014, 1399 Ls. 1.

594 Zur Kritik *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 191; *Perdue*, 56 Fordham L. Rev. 345, 367 ff. (1987); *Fischel/Ross*, 105 Harv. L. Rev. 503, 507 f. (1991); *Kozinn*, 69 Fordham L. Rev. 243, 262 (2002); *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 16 Rn. 10; *Schmolke*, AG 2016, 434, 440; *Neurath*, ZBB 2019, 378, 383.

595 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 295; *Eichelberger*, WM 2007, 2046, 2050; *Scheible/Kauffmann*, NZWiSt 2014, 166, 169; *Ferrarini*, 41 Common Mkt. L. Rev. 711, 726 (2004); ferner allgemein *Fischel/Ross*, 105 Harv. L. Rev. 503, 510 (1991).

596 *Blachnio-Parzych*, in Banach-Gutierrez/Harding, EU Criminal Law and Policy, 2018, S. 233, 235, 238; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 65; *Eggers*, BKR

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Parallelvorschrift Art. 5 Abs. 2 lit. a ii CRIM-MAD.[597] Danach soll eine manipulative Handlung vorliegen, wenn die Handlung zur „Beeinflussung des Preises eines […] Finanzinstruments" vorgenommen wird, „um ein anormales oder künstliches Preisniveau zu erzielen". Die Wendung „um" lege im deutschen Recht ein Absichtserfordernis nahe.

Diesem Argument kann zunächst mit Blick auf die englische Fassung entgegengetreten werden, denn im englischen Wortlaut findet sich keine Formulierung, die auf ein Absichtsmerkmal hindeutet.[598] Dort heißt es: „[…] market manipulation shall comprise […] (a) entering into a transaction […] which (i) secures the price of one or several financial instruments […] at an abnormal or artificial level". Auch enthält Art. 12 Abs. 1 lit. a ii MAR dem Wortlaut nach kein Absichtsmerkmal. Den Erwägungsgründen 9 und 17 CRIM-MAD ist zu entnehmen, dass keine inhaltliche Abweichung zwischen den beiden Begriffen der Marktmanipulation (Art. 12 MAR und Art. 5 CRIM-MAD) beabsichtigt war.[599] Deshalb ist der Verweis auf Art. 5 Abs. 2 lit. a ii CRIM-MAD nicht überzeugend.

Ein subjektives Tatbestandsmerkmal kann auch nicht zur Herstellung vermeintlicher Rechtssicherheit in das objektive Tatbestandsmerkmal „künstliches Kursniveau" hineingelesen werden. Der Nachweis eines subjektiven Tatbestandes ist mit großen Schwierigkeiten und Unsicherheiten verbunden.[600] Zudem muss aus teleologischer Sicht beachtet werden, dass auch ein Handeln ohne die erforderliche Preisbeeinflussungsabsicht nachteilige Auswirkungen auf die Informations- und Bewertungsfunktion haben kann.[601] Das schließt fahrlässiges Handeln ein. Im Ergebnis sprechen die besseren Gründe für eine objektive Auslegung des Tatbestandsmerkmals.[602]

2019, 421, 427; wohl auch *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 92, aber mit Bedenken.

597 *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 65; *Eggers*, BKR 2019, 421, 427; dazu auch *Kert*, NZWiSt 2013, 252, 256.

598 Vgl. auch *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 55.

599 *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 55; ferner *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1191.

600 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 57; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 70.

601 Vgl. auch *Thel*, 79 Cornell L. Rev. 219, 288 f. (1994); *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 553 (2018); *Kaiser*, WM 1997, 1557, 1563; *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 256; ferner dazu *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 75.

602 Ebenso *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 57; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 30; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Unrechtmäßige Handelspraktiken müssen auch bei diesem Tatbestandsmerkmal anhand des Schutzzwecks des Art. 12 MAR identifiziert werden. Abzustellen ist wie auch bei der Subvariante i auf die Effizienzbeeinträchtigung des konkreten Verhaltens.[603] Dafür spricht, dass beide Subvarianten des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR zwar nebeneinanderstehen, aber aus praktischer Sicht in den meisten Fällen gemeinsam erfüllt sind.[604]

Legt man diesen objektiven Maßstab an, müssen auch an dieser Stelle die positiven ökonomischen Auswirkungen eines Leerverkaufs maßgeblich sein. Leerverkäufe führen grundsätzlich nicht zu einem künstlichen Kursniveau,[605] sofern nicht weitere Umstände, wie eine eindeutig manipulative Strategie, hinzutreten. Die oben dargestellten Wertungen bei der Frage, ob Leerverkäufe ein irreführendes Signal senden,[606] sind hierher zu übertragen. Insbesondere spricht keine Vermutung bei Überschreiten eines gewissen Umfangs bei Leerverkäufen für ein künstliches Kursniveau.[607] Im Ergebnis verwirklichen die aktivistischen Leerverkäufer durch die Leerverkaufstransaktion die zweite Variante des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR nicht.

IV. Verzicht auf subjektive Elemente im Tatbestand

Wie schon unter der Marktmissbrauchsrichtlinie[608] und in § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG a. F.[609] ist der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR

Rn. 70; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 74 f.; *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280, 285; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 443.

603 Oben § 11 A. II. 2. b) bb) (S. 123 ff.).

604 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 16; *Gerner-Beuerle*, in Lehmann/Kumpan, Art. 12 MAR Rn. 5; a. A. – Unterfall der ersten Variante – *Seier*, Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen, S. 262.

605 Wie hier *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 205; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 72.

606 Oben § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).

607 Rechtspolitisch wird in Frankreich eine solche Vermutung diskutiert, s. dazu *Woerth/Dirx*, Rapport d'Information, Déposé en application de l'article 145, Recommandation 7; dieser Hinweis bereits bei *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 711 und auf S. 721 wie hier ablehnend.

608 Vgl. dazu EFTA-Gerichtshof v. 4.2.2020 – Rs. E-5/19, ZBB 2021, 258 Rn. 58; *Kristen*, 1 Eur. Comp. L. 13, 19 (2005) m. N. zum Gesetzgebungsprozess; *Waschkeit*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt, S. 182.

609 Vgl. dazu BGH v. 27.11.2013 – 3 StR 5/13, BGHSt 59, 80 = NJW 2014, 1399 Rn. 25 m. w. N.; *Bürgers*, BKR 2004, 424, 428.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

rein objektiv formuliert.[610] Eine subjektive Komponente – sei es in Form eines Vorsatzes[611] oder in Form einer Absicht – findet sich im Wortlaut nicht. Der Gesetzgeber hat sich entschieden, manipulative Verhaltensweisen so weit wie möglich mithilfe objektiver Kriterien zu beschreiben.[612] Auch die Aufnahme von Absichtsmerkmalen in die präzisierenden Beispiele[613] in Anhang II DelVO (EU) 2016/522 impliziert nicht, dass die Absicht zwingende Tatbestandsvoraussetzung für Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR ist, denn die präzisierenden Beispiele können den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR nicht konkretisieren.[614] Die ESMA bestätigt dieses Verständnis ausdrücklich:

„Where an example seems to require that aconduct [sic] is characterized by a manipulative intent, this does not imply that, in the absence of the

610 *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 60; *Neurath*, ZBB 2019, 378, 383; *Mock*, ZBB 2021, 243, 244 f.; *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 95; *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 191.

611 In Abkehr zum alten Recht wird kein allgemeiner kapitalmarktrechtlicher Vorsatz für die Tatbestandsverwirklichung mehr verlangt. Dafür spricht Erwägungsgrund 23 CRIM-MAD, der besagt, dass Sanktionen auch dann erfolgen können, wenn kein Vorsatz vorliegt. Dazu etwa *Schmolke*, AG 2016, 434, 442 f.; *Poelzig*, ZGR 2015, 801, 835; *Moloney*, EU Securities Regulation, S. 742; *Mock*, in Ventoruzzo/Mock, A.3.12; *Gerner-Beuerle*, in Lehmann/Kumpan, Art. 12 MAR Rn. 7; ESMA, Final Report – ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, 3 February 2015, ESMA/2015/224, S. 78 Nr. 12; a. A. *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 248 (zum MAR-Entwurf); *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 381; die beide meinen, in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR finde sich mit dem Fahrlässigkeitsvorwurf ein abgesenkter Maßstab und daher gehe Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR von Vorsatz aus; so im Ergebnis auch *Renz/Leibold*, CZZ 2016, 157, 167. Zudem kann die vom EuGH in seiner Spector-Entscheidung zum Insiderrecht aufgestellte Vermutungsregelung nicht übernommen werden, vgl. *Vogel*, in Assmann/Schneider, § 20a Rn. 3a; zugeneigter dagegen *Schmolke*, AG 2016, 434, 443 (für Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR, wo sich ebenfalls die Frage nach einem subjektiven Tatbestand stellt). Dort hatte der EuGH entschieden, wenn der objektive Tatbestand der Insiderinformation erfüllt ist, bestehe eine Vermutung für die (subjektive) Nutzung einer Insiderinformation, s. EuGH v. 23.12.2009 – Rs. C-45/08, Spector Photo Group, Slg. 2009, I-12073 = BKR 2010, 65 Rn. 35 ff.

612 EFTA-Gerichtshof v. 4.2.2020 – Rs. E-5/19, ZBB 2021, 258 Rn. 58; dazu auch *Mock*, ZBB 2021, 243, 244 f.; *Hansen*, Oxford Business Law Blog, 28 February 2020.

613 Vgl. etwa Anhang II Abschnitt 1 Nr. 1 lit. c, lit. d, Nr. 3 lit. b, Nr. 5 lit. b bis lit. e.

614 Oben § 10 B. III. (S. 100 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

intent, that conduct might not fall within the scope of the definition of market manipulation."[615]

Zudem ist das Insiderhandelsverbot in Artt. 8, 14 MAR ebenfalls objektiv formuliert.[616] Das spricht für eine einheitliche Auslegung der beiden Marktmissbrauchsformen. Der Verzicht auf subjektive Elemente im Tatbestand und damit auf deren Nachweis ermöglicht es ferner den Aufsichtsbehörden, Sachverhalte auch dann zu untersuchen, wenn nur objektive Tatbestandsmerkmale erfüllt sind.[617] Dadurch wird die effektive Überwachung und Durchsetzung des Marktmissbrauchsrechts gefördert.

Im Ergebnis verlangt der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR zur Verwirklichung keine subjektiven Merkmale.

V. Ausschluss bei legitimen Gründen und zulässiger Marktpraxis

Sollte eine Leerverkaufspraxis durch das Hinzutreten weiterer Umstände die Anleger irreführen oder ein künstliches Kursniveau erzielen, ist zu prüfen, ob der in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR am Ende genannte Ausschlussgrund vorliegt. Eine Handlung ist demnach nicht verboten, wenn die Person nachweisen kann, dass sie legitime Gründe hatte *und* dieses Handeln im Einklang mit einer zulässigen Marktpraxis gemäß Art. 13 MAR stand. Dieser Ausnahmetatbestand dient als Korrektiv für den weiten Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR.[618] Hierunter fallen etwa Marktgepflogenheiten wie das Market Making. Die praktische Bedeutung dieses

---

615 ESMA, Discussion Paper – ESMA's policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation, 14 November 2013, ESMA/2013/1649, S. 101; ESMA, Final Report – ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, 3 February 2015, ESMA/2015/224, S. 78 Nr. 12; dazu auch *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 40; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 56 Fn. 253, S. 74; ferner *Moloney*, EU Securities Regulation, S. 742; weniger Bedenken wohl bei *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 302; a. A. *Eggers*, BKR 2019, 421, 424; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 65; *Worms*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 10 Rn. 57; *Tountopoulos*, WM 2013, 351, insbes. S. 354 f.; obwohl grundsätzlich gegen ein subjektives Erfordernis, weist auch *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 79 a. E. auf diesen Punkt hin.

616 Vgl. *Poelzig*, NZG 2016, 528, 536. Zur sog. Spector-Vermutung beim Insiderhandelsverbot vgl. Fn. 611.

617 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 79.

618 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 13 Rn. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ausnahmetatbestandes ist gering, da nur wenige Praktiken von den Aufsichtsbehörden anerkannt sind.[619] Für die Leerverkaufsattacken kommen keine anerkannten Marktpraktiken in Frage.

B. Ergebnis der Prüfung zu Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR

Der Verbotstatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR erfasst ausschließlich handelsgestützte Praktiken.[620] Unter die Auffangvariante („jede andere Handlung") können keine informationsgestützten Praktiken subsumiert werden. Die informationsgestützte Marktmanipulation ist abschließend in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR geregelt. Als Anknüpfungspunkt bei einer Leerverkaufsattacke kommt folglich im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR nur die Leerverkaufstransaktion in Betracht.

Tatbestandlich können sowohl fiktive als auch effektive Geschäfte sein, sofern sie (wahrscheinlich) ein irreführendes Signal aussenden. Während sich fiktive Geschäfte anhand von äußeren Tatsachen (z. B. Absprachen zwischen den Beteiligten) recht leicht identifizieren lassen, bereitet die rechtliche Einordnung von effektiven Geschäften Probleme. Der Ansicht, die in den eindeutig objektiv formulierten Tatbestand eine Preisbeeinflussungsabsicht hineinlesen will und eine Irreführung über die subjektive Motivation für möglich hält, ist eine Absage zu erteilen. Vielmehr ist eine objektive Irreführungshandlung zu verlangen.

Entscheidendes, am Schutzzweck des Art. 12 MAR orientiertes, Kriterium ist, ob eine Verhaltensweise die Informations- und Bewertungsfunktion des Börsenkurses beeinträchtigt. Sind nämlich diese Funktionen beeinträchtigt, kommt es zu einer wohlfahrtsschädigenden Kapitalallokation. Messbar sind wohlfahrtsschädigende Praktiken anhand der Beeinträchtigung der Informationseffizienz. Als finanzwirtschaftlicher Indikator zur Messung der Informationseffizienz dient in erster Linie die Liquidität.

Leerverkäufe geben als effektive Geschäfte keine falschen oder irreführenden Signale hinsichtlich der Marktgegebenheiten ab. Durch den Leerverkauf erhöht sich das Angebotsvolumen und dieses Signal ist zutreffend. Das gilt sowohl für gedeckte als auch für ungedeckte Leerverkäufe. Ungedeckte Leerverkäufe sind im Unterschied zu gedeckten Leerverkäufen nach

---

619 Vgl. nur *Schmolke*, in Klöhn, Art. 13 Rn. 6.

620 Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR ist *lex specialis* zu Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR, dem nur eine Auffangfunktion zukommt, vgl. *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 176; a. A. *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 17.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Art. 12 Abs. 1 LVVO verboten. Ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 LVVO bedeutet jedoch nicht automatisch einen Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation. Beide Verordnungen sind nebeneinander anwendbar. Die Ansicht, die Marktteilnehmer könnten davon ausgehen, jeder Leerverkäufer verhalte sich regelkonform und verstoße nicht gegen Art. 12 Abs. 1 LVVO, ist abzulehnen. Es besteht am Kapitalmarkt keine Redlichkeitsvermutung. Ob ein ungedeckter Leerverkauf manipulativ eingesetzt wird, richtet sich wie bei allen effektiven Geschäften danach, ob aus objektiver Sicht über die Fundamentalwerteffizienz und Liquidität getäuscht wird. Im Grundsatz sind ungedeckte Leerverkäufe aufgrund ihrer positiven ökonomischen Effekte nicht tatbestandsmäßig.

Im Zusammenhang mit massenhaft eingesetzten (ungedeckten) Leerverkäufen wird von einem Teil der Literatur neben dem Volumen auf eine Preisbeeinflussungsabsicht abgestellt. Entgegen jener Ansicht kann bei dem rein objektiv ausgestalteten Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR nicht auf die Preisbeeinflussungsabsicht des Leerverkäufers abgestellt werden. Eine Täuschung über die subjektive Motivation kann den Tatbestand nicht verwirklichen. Entscheidend ist auch hier, ob es zu einer Beeinträchtigung der Preiseffizienz und Liquidität kommt. Ist eine wohlfahrtsschädigende Wirkung nicht eindeutig feststellbar, sind massenhafte Leerverkäufe vom Verbot der Marktmanipulation nicht erfasst.

Diese Wertung gilt auch für Leerverkäufe ohne Eindeckungswille (sog. abusive naked short sales). Der Unterschied zum „normalen" ungedeckten Leerverkauf liegt allein in der subjektiven Motivation. Diese allein reicht aber nicht für eine Tatbestandsmäßigkeit nach Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR aus. Abusive naked short sales sind wie „normale" ungedeckte Leerverkäufe zu behandeln und im Grundsatz nicht tatbestandsmäßig.

Etwas anderes kann nur dann gelten, wenn Leerverkäufe als austauschbares Mittel einer eindeutig manipulativen Strategie, etwa im Rahmen von Spam-and-Cancel-Praktiken, eingesetzt werden.

Diese gewonnenen Erkenntnisse sind auch auf die Frage zu übertragen, ob Leerverkäufe ein künstliches Kursniveau im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a ii MAR herbeiführen. Bei der Bestimmung des künstlichen Kursniveaus ist ebenfalls auf einen am Schutzzweck des Art. 12 MAR orientierten, objektiven Ansatz zurückzugreifen. Eine Vermutung, dass ab einem bestimmten Volumen an Leerverkäufen ein künstlichen Kursniveau herbeigeführt wurde, existiert nicht.

Vor diesem Hintergrund ist das Handeln der aktivistischen Leerverkäufer allein an der Transaktion gemessen nicht verboten.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§ 12 Marktmanipulation durch die Verbreitung negativer Research Reports

Untersuchungsgegenstand in diesem Kapitel ist die Informationsverbreitung durch die Research Reports. Erste empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass die aktivistischen Leerverkäufer fundamentalwertrelevante Informationen veröffentlichen.[621] Gleichwohl tritt die gewünschte Steigerung der Effizienz in ein Spannungsverhältnis mit den Grenzen zur Marktmanipulation, wenn falsche oder irreführende Informationen durch die Research Reports verbreitet werden.[622] Ist dies der Fall, greift der informationsgestützte Marktmanipulationstatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR ein. Sind die Informationen dagegen zutreffend, scheint es gerecht, wenn die aktivistischen Leerverkäufer aufgrund des Informationsvorsprungs, der durch die Analysearbeit entsteht, einen Gewinn einstreichen.[623]

A. Informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR

Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR stellt den Grundtatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation dar[624] und sanktioniert die

„Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder Kurses eines Finanzinstruments […] oder der Nachfrage danach geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist oder ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente […] herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist, einschließlich der Verbreitung von Gerüchten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren".

621 *Ljungqvist/Qian*, 29 Rev. Financ. Stud. 1975, 1985 ff. (2016) und ausführlich oben § 7 B. III. (S. 74 ff.).

622 *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307; *Möllers*, NZG 2018, 649, 651.

623 *Möllers*, 53 Int'l Law 91, 96 (2020); zum Belohnungseffekt bei Spekulation s. *Klöhn*, Spekulation, S. 73.

624 Ganz h. M., statt vieler *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 1; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 239; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 445; ESMA, MAR Review report, 23 September 2020, ESMA70-156-2391, S. 20 Nr. 29.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

I. Verbreitung als Tathandlung

Die aktivistischen Leerverkäufer stellen ihre Research Reports auf ihre Internetseiten ein und teilen einen Link zu diesen Internetseiten über soziale Medien wie Twitter mit einem kurzen Hinweis auf die neuste Attacke. Bei diesem Vorgehen müsste es sich um eine „Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege" im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR handeln. Die Tathandlung des Verbreitens wird vom europäischen Gesetzgeber nicht näher bestimmt. Zunächst meint die Verbreitung nichts anderes als die Entäußerung der Information durch Erklärung an Außenstehende.[625] Unklar ist aber, welcher Adressatenkreis mit der Verbreitung angesprochen werden muss. In der Literatur haben sich zwei Ansätze herausgebildet.

Nach einer Ansicht im Schrifttum verlangt das Tatbestandsmerkmal des Verbreitens das tatsächliche oder wahrscheinliche Zugänglichmachen von Informationen an die Öffentlichkeit.[626] Auf eine tatsächliche Kenntnisnahme komme es nicht an. Öffentlichkeit meine in diesem Zusammenhang eine *hinreichend große Anzahl von Personen*.[627] Für diese Sichtweise spreche der Wortsinn, der eine gewisse Streuung im Sinne einer Breitenwirkung fordere.[628] Mit Blick auf die englische Fassung des Erwägungsgrundes 47 Satz 2 MAR, wo von „spreading" die Rede ist, werde diese Auslegung bestätigt.[629] Eine Breitenwirkung liege dagegen nicht vor, wenn die Information nur wenigen oder gar einer einzelnen Person zugänglich gemacht werde. Darüber hinaus habe der Verordnungsgeber die Erreichbarkeit einer größeren Anzahl von Personen vor Augen gehabt, weil er Verbreitungswege „über die Medien einschließlich des Internets" mit einbezogen habe.[630]

---

625 *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 55.

626 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 246 in Anlehnung an Art. 1 Nr. 7 Durchführungs-RL 2003/125/EG.

627 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 246 f.; im Ergebnis auch *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 54; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 112; *Joost/Strohn*, in E/B/J/S, HGB, Anhang I MAR Rn. 35; ähnlich *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 195; ferner *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 86, aber mit Einschränkungen.

628 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 247; *Worms*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 10 Rn. 78; ähnlich zur MAD EFTA-Gerichtshof v. 4.2.2020 – Rs. E-5/19, ZBB 2021, 258 Rn. 95.

629 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 247 Fn. 525; s. auch *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 112.

630 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 247.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Wann eine hinreichend große Anzahl von Personen erreicht ist, könne nicht anhand einer festen Grenze bestimmt werden. Es sei darauf abzustellen, ab wann auf dem betreffenden Markt die Gefahr einer Preisbeeinflussung durch die Informationsverbreitung bestehe.[631] Das sei davon abhängig, wie liquide ein Markt ist. Auf liquiden Märkten brauche es eine größere Anzahl an Personen als auf illiquiden Märkten, wo die Gefahr einer Preisbeeinflussung schon dann gegeben sein könne, wenn die Information einer relativ geringen Anzahl von Personen zugänglich sei.

Eine andere Ansicht versteht den Begriff der „Verbreitung" weiter. Ein Verbreiten sei schon dann anzunehmen, wenn ein Marktteilnehmer die Information an *eine Person* gebe und diese Person die Möglichkeit der Kenntnisnahme hat.[632] Hintergrund dieser Ansicht ist, dass die informationsgestützte Marktmanipulation sehr gefährlich für den Preisbildungsprozess sei. Die Gefährlichkeit bestätige Erwägungsgrund 47 MAR. Bereits die Weitergabe an *eine Person* könne ausreichen, damit sich das Gefährdungspotenzial einer falschen Information verwirkliche. Zudem verselbstständigten sich Informationen.[633] Eine kontrollierte Lenkung des Informationsflusses sei meistens nicht gewährleistet.

An dieser Stelle kann die Frage nach der richtigen Auslegung des Begriffs der „Verbreitung" offenbleiben, da nach beiden Ansichten die aktivistischen Leerverkäufer Informationen verbreiten. Die aktivistischen Leerverkäufer machen ihre Informationen einer hinreichend großen Anzahl von Personen zugänglich. Durch das Einstellen der Research Reports auf Internetseiten oder durch „twittern" machen sie die Informationen zugänglich. Dabei reicht grundsätzlich der theoretisch unbeschränkte Informationszugang, der bei Internetseiten oder sozialen Medien besteht, nicht aus.[634] Es kommt auf den tatsächlich großen Adressatenkreis des Mediums an.[635] Bei Internetseiten und Blogs kann man den Adressatenkreis anhand

631 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 248.

632 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.1 (S. 80); *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 448; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 25; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 178; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 653; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 449; *Merwald*, Jura 2022, 188, 194 f.

633 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 25; das sehen auch *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 86 so.

634 In diese Richtung aber wohl das Verständnis von *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280, 284.

635 Ähnlich *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333, 1337; für Art. 21 MAR *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2243; *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 21 MAR Rn. 15; für das Insiderrecht sieht *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 216, 218 keine

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der durchschnittlichen Besucherzahlen ermitteln, bei sozialen Medien anhand der Follower-Anzahl.[636] So weist etwa der aktivistische Leerverkäufer Muddy Waters Research auf Twitter rund 205.000 Follower auf.[637]

Zu beachten ist, dass soziale Medien eine direkte Anschlusskommunikation erlauben, beispielsweise durch Liken, Teilen oder Retweeten. Dadurch können Marktakteure Informationen in einer einfachen Art und Weise anderen Personen zugänglich machen und durch einfaches Klicken erhöht sich die Reichweite.[638] Zudem bieten Push-Dienste eine große Reichweite,[639] die eine Verbreitung des Inhalts begünstigen. Dass der Gesetzgeber solche Fälle wie die Leerverkaufsattacken in den neuen Medien dem Tatbestand unterwerfen wollte, wird im Wortlaut von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR („einschließlich des Internets") und in Erwägungsgrund 48 MAR deutlich. Nach Erwägungsgrund 48 MAR sollen die neuen Medien den traditionellen Medien gleichgestellt werden. Der Gesetzgeber rechtfertigt dies mit der zunehmenden Bedeutung der neuen Medien.

Im Ergebnis stellt das Tatbestandsmerkmal der Verbreitung durch die neuen Medien keine zu hohen Anforderungen auf, denn die Bedeutung der neuen Medien für die Kapitalmarktkommunikation kann man nicht überschätzen. Den digitalen Kommunikationsformen kann man aufgrund der beschriebenen breiten Marktwirkung die Eigenschaft zuschreiben, schneller eine Preisbeeinflussungseignung aufzuweisen als traditionelle Kanäle.[640] Zudem muss eine am Schutzzweck des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR orientierte Auslegung beachten, dass die informationsgestützte Marktmanipulation für die Preisbildung besonders gefährlich ist. Das bestätigt der europäische Gesetzgeber in Erwägungsgrund 47 Satz 4 MAR, wenn er die Gefährlichkeit dieser Manipulationsform hervorhebt, weil die infor-

---

Probleme und vergleicht soziale Medien mit überregionalen Zeitungen; restriktiver für Ad-hoc-Mitteilungen durch soziale Medien *Klöhn/Bartmann*, AG 2014, 737, 740 ff., insbes. S. 745: den Anleger hinreichend deutlich aufmerksam machen, dass unter dem Profil kursrelevante Informationen verbreitet werden; abl. zum Insiderrecht *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 Rn. 19 ff.

636 Zum Insiderrecht mit Beispielen *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 217; abl. *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 Rn. 20.

637 Vgl. @muddywatersre (unter https://twitter.com/muddywatersre abrufbar). Weitere Follower-Zahlen der Leerverkäufer bei *Holmey*, Die heißen Wetten der Leerverkäufer, FAZ Online vom 28. Januar 2022 (unter https://www.faz.net/aktuell/finanzen/boerse-wer-sind-die-leerverkaeufer-17665083.html abrufbar).

638 Vgl. *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 198 m. w. N. und ab S. 218 ff. zur Bedeutung des Newsfeeds; ferner ansprechend *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333, 1337.

639 Vgl. *Buck-Heeb*, AG 2021, 42 Rn. 12, 18 (Insiderrecht).

640 Vgl. *Kuntz*, ZHR 183 (2019), 190, 227 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mationsgestützte Marktmanipulation die Anleger veranlasst, ihre Anlageentscheidungen auf unrichtige oder verzerrte Informationen zu stützen. Vor diesem Hintergrund ist der Anwendungsbereich des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR mit seinem Tatbestandsmerkmal des Verbreitens nicht unnötig einzuschränken. Für die Leerverkaufsattacken ist das Tatbestandmerkmal jedenfalls zu bejahen.

II. Falsche oder irreführende Informationen

Die verbreiteten Informationen müssen falsch oder irreführend sein. Diese Tatbestandsanforderung ergibt sich aus dem letzten Halbsatz von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR, wonach „die Person, die diese Information verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren". Erwägungsgrund 47 Satz 1 MAR bestätigt dieses Verständnis, wenn dort ausdrücklich von falschen und irreführenden Informationen die Rede ist.

Die von den aktivistischen Leerverkäufern verbreiteten Informationen sind vielfältig. Ziel der Veröffentlichung ist es, die Aktionäre des Zielunternehmens zum Verkauf zu bewegen. Dafür stellen die Leerverkäufer die Informationen so dar, dass die Aktie überbewertet erscheint. Dies kann beispielsweise durch besonders negative Prognosen oder eine einseitige negative Darstellung der Geschäftsaussichten geschehen. In der Literatur besteht Einigkeit darüber, dass die Leerverkaufsattacken, sofern sie falsche oder irreführende Informationen beinhalten, als informationsgestützte Marktmanipulation einzuordnen sind.[641] Die Literatur begnügt sich aber oftmals mit dem Hinweis, dass kein falscher oder unrichtiger Gesamteindruck vermittelt werden dürfe.[642] Einzelheiten zum Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR sind für die Leerverkaufsszenarien noch weitgehend ungeklärt.[643] Das liegt auch an dem Umstand, dass die Marktmissbrauchsverordnung samt nachfolgender Rechtsakte keine Aussage trifft, wann Informationen falsch oder irreführend sind.[644]

---

641 Statt vieler *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 724 m. w. N. in Fn. 136.

642 *Wentz*, WM 2019, 196, 201; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 323.

643 *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892.

644 Dies bemängeln *Möllers*, NZG 2018, 649, 651, *Wentz*, WM 2019, 196, 200 und *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 14.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Falsche Informationen

Um die Unrichtigkeit einer Information zu beurteilen, muss zunächst die Erklärung, mit der die Leerverkäufer die Information verbreiten, ausgelegt und ihr Inhalt bestimmt werden. Dabei ist zwischen verschiedenen Informationsarten zu differenzieren. Der Begriff der Information umfasst Tatsachenbehauptungen, Gerüchte sowie Werturteile und Prognosen.[645] Im Anschluss ist die Information auf ihre Richtigkeit zu überprüfen. Den Maßstab für die Auslegung der Erklärung bildet der objektive Empfängerhorizont, also der verständige Anleger, und nicht die Tätervorstellung.[646]

a) Tatsachenbehauptungen

In erster Linie bestimmen Tatsachen den Fundamentalwert[647] einer Aktie.[648] Tatsachenbehauptungen sind – nach allgemeiner Auffassung – vom Tatbestand erfasst.[649] Der Begriff der Tatsache beinhaltet konkrete vergangene oder gegenwärtige Umstände, die einem Beweis zugänglich sind.[650] Darunter fallen insbesondere Informationen über das Zielunternehmen selbst und seinen Geschäftslauf wie beispielsweise Umsatzzahlen, Gewinn oder Dividendenzahlungen.[651]

Tatsachen sind falsch, wenn sie nicht den objektiv wahren Umständen entsprechen.[652] Das ist dann der Fall, wenn der Erklärende einen vorhandenen Umstand als nicht vorhanden oder einen nicht vorhandenen Umstand als vorhanden darstellt. Ob der Erklärende die Tatsache für falsch hält, ist für den objektiven Tatbestand unerheblich. Erst beim subjektiven

---

645 S. nur *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 12; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 177.

646 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 185; vgl. auch zu § 20a WpHG BGH v. 20.7.2011 – 3 StR 506/10, NZG 2011, 1075 = wistra 2011, 467 (IKB).

647 Zum Begriff § 4 B. III. 2. (S. 45 f.).

648 Vgl. *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312.

649 Statt aller *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 12.

650 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 12; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 173; ferner zum Tatsachenbegriff *Wagner*, in MüKoBGB, § 824 Rn. 15 m. N. zur Rspr.

651 Vgl. allgemein *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 224.

652 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 18; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 88.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Tatbestand ist erforderlich, dass der Leerverkäufer die Unrichtigkeit kennt oder sie zumindest hätte kennen müssen. Auf den subjektiven Tatbestand ist noch einzugehen.[653]

b) Gerüchte

In vielen Fällen einer Leerverkaufsattacke dürfte es sich nicht um feststehende Tatsachen handeln, sondern um interne Unternehmensvorgänge, die für Dritte nur schwer einsehbar sind.[654] Diese Art von Informationen sind in der Regel als Gerüchte einzuordnen.[655] Die Unverbürgtheit der Nachricht und damit die Ungewissheit über den Wahrheitsgehalt aus *ex ante*-Sicht ist konstitutives Merkmal eines Gerüchts.[656] Der Absender weiß grundsätzlich nicht, ob das gestreute Gerücht zutreffend ist, stützt sich aber auf (vermeintlich) vertrauenswürdige Quellen.[657]

Der Wortlaut von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR bezieht Gerüchte ausdrücklich in den Tatbestand ein. Gerüchte sind jedenfalls dann tatbestandlich, wenn sie einen Tatsachenkern aufweisen.[658] Ein (Übernahme-)Gerücht mit Tatsachenbasis liegt etwa vor, wenn ein Marktteilnehmer behauptet: „Die A-AG will angeblich die B-AG kaufen, habe ich gehört."[659] Aber auch frei erfundene Gerüchte sind tatbestandlich, soweit sie mit dem Anspruch geäußert werden, für ernst genommen zu werden.[660] Ein Beispiel dafür ist

---

653 Unten § 12 A. IV. (S. 179 f.).

654 Vgl. auch *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1136; unklar *Link*, ZGR 2021, 904, 929.

655 Teilweise wird der Begriff „Verdacht" gewählt, vgl. *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 726; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 69.

656 *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 842; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 244; eingehend *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, S. 29, 150.

657 *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 37.

658 In diese Richtung etwa *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 446; zum Insiderrecht *Krause*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 55. Ob ein Tatsachenbezug erforderlich ist, war unter dem alten Recht umstritten, vgl. nur *Fleischer*, in Fuchs, § 20a Rn. 17 m. w. N.

659 Vgl. das Beispiel bei *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 24.

660 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 242; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 14; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 85; zuvor schon *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 852 f.; *Fleischer*, ZBB 2008, 137, 140.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die Aussage: „Die A-AG könnte die B-AG kaufen wollen."[661] Für den Einbezug von frei erfundenen Gerüchten spricht der uneingeschränkte Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR sowie der Schutzzweck der Norm, der die Zuverlässigkeit der Preisbildung auch vor frei erfundenen Gerüchten schützen will.[662] Bekanntermaßen sind Gerüchte geeignet, Kurse an den Börsen zu beeinflussen[663] und ein Herdenverhalten auszulösen.[664] Zudem spricht Erwägungsgrund 47 Satz 3 MAR vom „Erfinden offensichtlich falscher Informationen", wodurch nahegelegt wird, dass es eines Tatsachenkerns nicht bedarf.

Stellen sich verbreitete Gerüchte (im Nachhinein) als unrichtig heraus, sind sie als falsche Informationen im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zu qualifizieren.[665] Zum Schutz des Absenders über den Wahrheitsanspruch bei Abgabe der Erklärung normiert Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR einen subjektiven Tatbestand. Dieser verlangt, dass der Absender wusste oder hätte wissen müssen, dass das Gerücht falsch ist.[666] An diesem Maßstab müssen sich auch die aktivistischen Leerverkäufer messen lassen.[667]

c) Werturteile und Prognosen

Die meisten Aussagen in den Research Reports erfassen nicht nur Tatsächliches, sondern haben wertenden Charakter. Vom Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR sind auch Werturteile erfasst. Ein Werturteil ist geprägt von Elementen der Stellungnahme, des Dafürhaltens und Mei-

---

661 Vgl. das Beispiel bei *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 24.

662 Ähnlich *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 245; ebenso *Merwald*, Jura 2022, 188, 194.

663 *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 843, 847; *Fleischer*, ZBB 2008, 137, 139, 140; *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, S. 112; aus der Ökonomie: *van Bommel*, 58 J. Fin 1499 (2003).

664 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 182; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 85; zuvor schon *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 843 f., 852. Zum Herdenverhalten bereits oben § 4 C. I. (S. 49 f.).

665 *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 42; zum alten Recht *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, S. 304; *Maile*, Straftatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation, S. 112.

666 Näher zum subjektiven Tatbestand unten § 12 A. IV. (S. 179 f.).

667 Ebenso *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 727 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nens.[668] Folgt man der klassischen Kapitalmarkttheorie, haben Werturteile grundsätzlich kein entscheidendes Gewicht im Rahmen einer Anlageentscheidung, denn in erster Linie bestimmen Tatsachen, insbesondere Finanzkennzahlen, den Fundamentalwert einer Aktie. Andererseits haben zukunftsbezogene Angaben über Erträge, Umsätze, Dividenden etc. am Kapitalmarkt eine überragende Bedeutung, denn Anleger erwerben Aktien nicht wegen ihrer Entwicklung in der Vergangenheit, sondern aufgrund ihrer Zukunftsaussichten.[669] Die verschiedenen Informationsformen haben folglich unterschiedliche normative Auswirkungen auf die Anlageentscheidung des Anlegers.[670] Im Marktmissbrauchsrecht ist angesichts dessen innerhalb der wertenden Aussagen zwischen reinen Werturteilen auf der einen und solchen Werturteilen auf der anderen Seite, die auf einer Tatsachenbasis fußen, zu unterscheiden.[671] Der europäische Gesetzgeber hat sowohl reine Werturteile als auch solche mit Tatsachenbasis dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR unterworfen.[672]

Im Zusammenhang mit den Leerverkaufsattacken ist es schwer vorstellbar, die negativen Bewertungen der Zielunternehmen als reine Werturteile einzuordnen.[673] Als ein Beispiel für ein reines Werturteil wird etwa die Aussage angesehen: „Gotham City Research believe that Aurelius is, indeed, an exceptional investment company – but for all the wrong reasons."[674]

---

668 Zur Rechtsprechung statt vieler BVerfG v. 22.6.1982 – 1 BvR 1376/79, BVerfGE 61, 1, 8 = NJW 1983, 1415 f. (Wahlkampf CSU); BGH v. 1.3.2016 – VI ZR 34/15, BGHZ 209, 139 = NJW 2016, 2106 Rn. 34 (Ärztebewertungsportal III).

669 Allgemein *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 48; gleichsinnig *Hopt/Voigt*, in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 9, 36.

670 *Vogler*, Schadensersatz für Aktienanalysen, S. 132; *Schwalm*, Erstellung von Finanzanalysen nach § 34b WpHG, S. 134; dazu auch allgemein *Wagner*, in MüKoBGB, § 824 Rn. 17 ff. m. w. N.

671 A. A. *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 725 mit dem Vergleich zu Ratings und Hinweis auf „BGH NJW 2011, 2204, 2205". Dieses Urteil bezieht sich auf §§ 823, 824 BGB.

672 Ebenso die Einschätzung von BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.1 (S. 80); *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.35; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 14; a. A. für eine Tatsachenbasis *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 446.

673 A. A. *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 725.

674 Aurelius: The Next Arques AG or the next Philip Green? vom 27. März 2017, S. 5 (unter https://www.gothamcityresearch.com/archive abrufbar); Beispiel bei *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 68 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Solche rein wertenden Äußerungen bleiben aber eine Ausnahme. Ihr Einfluss auf das Anlageverhalten dürfte gering sein.

Bei näherer Betrachtung stellen sich viele der Aussagen als Werturteile mit Tatsachenbasis dar.[675] Als Beispiel lässt sich folgende Aussage aus dem Bericht von Muddy Waters Research beim Angriff auf Ströer heranziehen: „We believe organic growth, EBITDA, operating cash flow und free cash flow to be significantly lower than Ströer reports".[676] Die von Muddy Waters Research dargestellte Überbewertung (= Werturteil) stützt sich auf die in Frage stehenden Finanzkennzahlen (= Tatsachen).

Noch deutlicher sieht es aus, wenn man die Ebene der einzelnen Aussagen verlässt und die Empfehlungen im Gesamten betrachtet. Entscheidend sind nämlich nicht die einzelnen Aussagen in einem Research Report, sondern das dem Anleger vermittelte Gesamtbild. So stellt die Empfehlung, eine Aktie zu verkaufen, ebenfalls ein Werturteil dar, welches mit seiner finanzwirtschaftlichen Analyse einen Tatsachenbezug aufweist.[677] Bedeutung erlangt in diesem Zusammenhang das Kursziel als implizite Anlageempfehlung,[678] denn dieses ist als Prognose und damit als Unterfall eines Werturteils zu qualifizieren.[679]

Schwierig ist die Frage zu beantworten, wie sich ein falsches Werturteil oder eine falsche Prognose feststellen lassen. Dieser Frage soll nachfolgend näher nachgespürt werden. Ausgangspunkt einer Haftung für zukunftsgerichtete Angaben ist dabei eine Entscheidung des Bundesgerichtshofs zur börsengesetzlichen Prospekthaftung (aa). Anschließend sind die Erkenntnisse aus dieser Entscheidung auf den Manipulationstatbestand zu übertragen (bb).

---

675 Ebenso die Einschätzung bei *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 69.

676 Bericht S. 4 (unter https://www.muddywatersresearch.com/research/sax/mw-is-short-stroeer/ abrufbar); Beispiel bei *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 69.

677 *Weber*, Haftung des Analysten, S. 285; *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 52; *Eichelberger*, WM 2003, 2121, 2125; wohl auch für Ratings *Stemper*, WM 2011, 1740, 1745.

678 Dazu oben § 9 A. I. (S. 85 ff.).

679 Zur Prognose als Unterfall eines Werturteils s. *Hettermann/Althoff*, WM 2006, 265, 268; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Anh. I – § 2 MaKonV Rn. 3.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aa) Ausgangspunkt der Prognosehaftung: BuM-Entscheidung des BGH

Als „Kristallisationspunkt der wissenschaftlichen Diskussion“[680] für die Prognosehaftung gilt die Entscheidung des Bundesgerichtshofs von 1982 zur börsengesetzlichen Prospekthaftung – Beton- und Monierbau (BuM)-Urteil. Ein Anleger hatte die emissionsbegleitende Bank wegen zu günstiger Darstellung der wirtschaftlichen Lage und der Zukunftsaussichten des Emittenten im Prospekt in Anspruch genommen.

Zunächst stellte der Bundesgerichtshof fest, dass sich in einem solchen Prospekt ein Leser mit Recht darauf verlasse, dass es sich bei den günstigen Darstellungen nicht bloß um Mutmaßungen handele, sondern um Schlussfolgerungen aus nachgeprüften Tatsachen oder Wertfeststellungen, die auf einer sorgfältigen Analyse aller hierfür maßgebenden Voraussetzungen basierten.[681] Der Bundesgerichtshof verlangte, dass eine Prognose auf einem *ausreichenden Tatsachenbezug* beruhe und die Äußerung *kaufmännisch vertretbar* sein müsse.[682] Diese Haftungsvoraussetzungen fanden in der Literatur Zustimmung.[683] In dem genannten Urteil verlangte der Bundesgerichtshof überdies bei der Äußerung von Prognosen in Prospekten eine Form der Zurückhaltung.[684] Mittlerweile hat der Bundesgerichtshof seine Rechtsprechung präzisiert und der Prospektanbieter darf Prognosen auch auf optimistische Erwartungen stützen, solange er die Tatsachengrundlage sorgfältig ermittelt und die Prognose vertretbar ist.[685]

---

680 *Fleischer*, AG 2006, 2, 7.

681 BGH v. 12.7.1982 – II ZR 175/81, WM 1982, 862, 865 = NJW 1982, 2823, 2826 (BuM-Entscheidung); dazu *Ceffinato*, in MüKoStGB, § 264a Rn. 41; ebenso in der Schweiz *Wohlers/Mühlbauer*, in FS Forstmoser, 2003, S. 743, 748.

682 BGH v. 12.7.1982 – II ZR 175/81, WM 1982, 862, 865 = NJW 1982, 2823, 2826 (BuM-Entscheidung); aus neuerer Zeit BGH v. 27.10.2009 – XI ZR 337/08, WM 2009, 2303 = BKR 2010, 35 Rn. 19 (Anlageempfehlung für einen Immobilienfonds/Leipzig-West).

683 Vgl. etwa *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 175; *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 163; *Hopt/Voigt*, in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 9, 36; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 59; *Fleischer*, AG 2006, 2, 7 m. w. N. in Fn. 81.

684 BGH v. 12.7.1982 – II ZR 175/81, WM 1982, 862, 865 = NJW 1982, 2823, 2826 (BuM-Entscheidung).

685 Zum Prospektrecht BGH v. 30.3.2021 – XI ZB 3/18, WM 2021, 1221 = NZG 2021, 1020 Rn. 53; BGH v. 27.10.2009 – XI ZR 337/08, WM 2009, 2303 = BKR 2010, 35 Rn. 22 (Anlageempfehlung für einen Immobilienfonds/Leipzig-West); zur Haftung aus einer Ad-hoc-Meldung BGH v. 17.12.2020 – II ZB 31/14, ZIP 2021, 346 = WM 2021, 285 (juris-Rn. 103). Zustimmend die Literatur *Klöhn*, WM 2010, 289, 290; *Fleischer*, AG 2006, 2, 14; *Veil*, AG 2006, 690, 693; *Siebel/Ge-*

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Im BuM-Urteil hielt der Bundesgerichtshof ferner fest, dass Prognosen keine Erfolgsgarantie beinhalten.[686] Bei einer Prognose sei weder auf das Ergebnis der Aussage noch auf die Wahrscheinlichkeit des Eintritts abzustellen. An die Stelle des ergebnisorientierten Wahrheitsbeweises tritt vielmehr eine Überprüfung der Informationsbildung.[687] So können etwa Rückschaufehler (hindsight bias) vermieden werden.

Der Maßstab der Prospektrechtsprechung zur Prognosehaftung hat maßgeblichen Einfluss auch auf das Marktmissbrauchsrecht. Dies gilt es nachfolgend näher aufzuzeigen.

bb) Übertragung auf den Manipulationstatbestand

Zum einen greift der Bundesgerichtshof diese Rechtsprechung im Rahmen der Ad-hoc-Haftung auf;[688] zum anderen macht die Literatur die Prospektrechtsprechung zur Grundlage der Beurteilung einer falschen Information im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR. Für den informationsgestützten Manipulationstatbestand ergibt sich dann folgender Vorwurf der Unrichtigkeit bei Werturteilen und Prognosen:

Ein Werturteil oder eine Prognose ist dann falsch im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR, wenn die der Beurteilung zugrunde liegenden Tatsachen objektiv unwahr sind.[689] Das kann auch der Fall sein, wenn der Erklärende relevante Faktoren erst gar nicht berücksichtigt hat.[690] Umfasst ist also auch der Fall der unzureichenden Tatsachenbasis. Ferner kann sich die Unrichtigkeit daraus ergeben, dass der Erklärende Werturteile oder Prog-

---

bauer, WM 2001, 173, 175; ferner zur Finanzanalyse *Meyer*, AG 2003, 610, 617 Fn. 84; anders wohl *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt, Wirtschafts-StrafR-HdB, Kap. 11 Rn. 144.

686 BGH v. 12.7.1982 – II ZR 175/81, WM 1982, 862, 865 = NJW 1982, 2823, 2826 (BuM-Entscheidung); neuerdings BGH v. 17.12.2020 – II ZB 31/14, ZIP 2021, 346 = WM 2021, 285 (juris-Rn. 77); aus der Literatur *Hopt/Voigt*, in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 9, 36.

687 *Vogler*, Schadensersatz für Aktienanalysen, S. 134; *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 172; *Schroeter*, Ratings, S. 751 ff., insbes. S. 755 dort in Fn. 403; *Spindler*, AG 2006, 677, 679 f.; *Veil*, AG 2006, 690, 692.

688 BGH v. 17.12.2020 – II ZB 31/14, ZIP 2021, 346 = WM 2021, 285 (juris-Rn. 75).

689 Statt vieler *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 88; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 185; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 19; zur alten Rechtslage *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 245.

690 Dazu *Ceffinato*, in MüKoStGB, § 264a Rn. 42.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nosen „ins Blaue hinein", also ohne jede Tatsachenprüfung, abgegeben hat und nach den Umständen erwartet werden durfte, dass eine solche Tatsachenprüfung stattgefunden hat.[691]

Handelt es sich bei der wertenden Äußerung um eine Anlageempfehlung im Sinne des Art. 20 MAR, sind die Sorgfaltspflichten des Art. 20 MAR zu beachten.[692] Erwähnenswert sind hier die bereits vorgestellten Grundsätze der Richtigkeit und Vollständigkeit der Tatsachenbasis einer Anlageempfehlung.[693] Dabei kann aber nicht jede unwahre oder unzureichende Tatsache für die Unrichtigkeit der Empfehlung ausreichen, sondern sie muss sich auf die Empfehlung *wesentlich* ausgewirkt haben.[694] Zur rechtlichen Bewertung der Unrichtigkeit ist eine qualitative Aussage zu treffen. Der verständige Anleger muss etwa die Information als wichtig ansehen und wahrscheinlich in seine Anlageentscheidung einbeziehen oder die Information muss das Gesamtgefüge aller Informationen signifikant ändern.[695] Für eine Übernahme der Anforderungen des Art. 20 MAR im Überschneidungsbereich mit Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR spricht, dass Art. 20 MAR vor einer Irreführung der Anleger und vor dem marktmissbräuchlichen Potenzial einer Anlageempfehlung schützen will.[696]

---

691 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 185; *Gerner-Beuerle*, in Lehmann/Kumpan, Art. 12 MAR Rn. 14; zum alten Recht BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. 2013, S. 89; *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 246 f.

692 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 188; *Teigelack*, in Veil, European Capital Markets Law, § 26 Rn. 73; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 190 (für lit. b); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 991; ähnlich *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 401, 601; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 82 (Orientierung); implizit auch *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 667; zum alten Recht *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 56, 182; *Trüstedt*, Verbot von Börsenkursmanipulation, S. 187; *Knauth/Käsler*, WM 2006, 1041, 1044; a. A. wohl *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 432.

693 Dazu oben § 9 B. I. (S. 91 ff.).

694 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 188; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 82; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 190; *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 323.

695 Vgl. allgemein *Baums*, ZHR 167 (2003), 139, 159; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 453; ganz ähnlich in den USA zum Kriterium der „material information", vgl. *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 119 f. m. w. N. Nach § 9 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) wird die Wesentlichkeit dann bejaht, wenn die Angabe für die Anlageentscheidung entscheidungserheblich ist, d. h. der jeweilige Umstand „eher als nicht" bei der Anlageentscheidung berücksichtigt wird, vgl. nur *Kumpan*, in Hopt, HGB, § 9 WpPG Rn. 4 m. w. N. zur Rspr.

696 Oben § 9 (S. 84).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ein Werturteil oder eine Prognose ist auch dann unrichtig, wenn das Werturteil oder die Prognose unvertretbar ist.[697] Bei der Vertretbarkeitsprüfung ist darauf abzustellen, ob die aus den richtigen Tatsachen gezogenen Schlussfolgerungen logisch sind, nicht gegen Denkgesetze oder allgemeine Erfahrungssätze verstoßen oder kaufmännischen Erfahrungen widersprechen.[698] Erfahrungen und Gesetzmäßigkeiten lassen sich insbesondere daran messen, wer Adressat der Prognose ist: der verständige Anleger. Die Unrichtigkeit eines Werturteils oder einer Prognose muss nach fachmännischem Urteil eindeutig sein und eine gegenteilige Auffassung auch bei entsprechenden Bewertungsspielräumen nicht mehr vertretbar erscheinen.[699] Zweifel bei der Vertretbarkeit wirken sich zugunsten des Täters aus.[700]

d) Anwendung auf die Leerverkaufsattacken: Unrichtigkeit durch unvertretbare Kursziele?

Eine Gemeinsamkeit der Leerverkaufsattacken ist das Ausweisen von niedrigen Kurszielen. Die in den Research Reports genannten Kursziele wirken für den Anleger als Anker für seine Anlageentscheidung.[701] Die Kursziele der aktivistischen Leerverkäufer sind bemerkenswert, weil sie in der Regel eine sehr große Differenz zu dem aktuellen Kurs aufweisen.[702] Die nach-

---

697 Statt vieler *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 88; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 185; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 19; zum alten Recht etwa *Papachristou*, Strafrechtliche Behandlung von Marktmanipulation, S. 173; kritisch zum Begriff der Vertretbarkeit bei Prognosen *Schroeter*, Ratings, S. 750.

698 Ähnlich *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt, WirtschaftsStrafR-HdB, Kap. 11 Rn. 144; *Trüg*, in Achenbach/Ransiek/Rönnau, HdB WirtschaftsStrafR, 10. Teil Kap. 2 Rn. 36; *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 111; *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 55, 62; ferner allgemein zu Prognosen *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 465; *Claussen*, BB 2002, 105, 108 (vernünftiges Augenmaß); *Ceffinato*, in MüKoStGB, § 264a Rn. 42.

699 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 245 f.; *Fleischer*, ZBB 2008, 137, 140; *Ekkenga*, NZG 2001, 1, 7; *Ceffinato*, in MüKoStGB, § 264a Rn. 42.

700 *Papachristou*, Strafrechtliche Behandlung von Marktmanipulation, S. 173.

701 Allgemein *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 137; *Fleischer*, in FS Immenga, 2004, S. 575, 586.

702 *Möllers*, NZG 2018, 649, 653; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1136; *Weiner/Weber/Hsu*, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017, S. 2.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gewiesene Selbstüberschätzung der Anleger[703] führt dazu, dass Anleger bei Anlageempfehlungen die Erheblichkeit der Änderung – also die Differenz von Kursziel zu aktuellem Kurs – eher in ihre Anlageentscheidung einbeziehen als die Verlässlichkeit der Empfehlung.[704] Demnach reagieren Anleger überwiegend auf Empfehlungen, die erhebliche Abweichungen postulieren. Dies verursacht eine Überreaktion am Kapitalmarkt.[705] Diese systematischen Fehler – Ankereffekt und Selbstüberschätzung – machen sich die aktivistischen Leerverkäufer teilweise in drastischer Weise zunutze.

Beispielsweise hat Ontake Research beim Angriff auf das Unternehmen Aurelius ein Kursziel von 0,04 € angegeben, wobei der Kurs am Tag der Veröffentlichung des Reports bei rund 35 € notierte.[706] In dem Bericht wurden unter anderem Vorwürfe der Bilanzfälschung erhoben. Das im Bericht genannte Kursziel von 0,04 € sei unglaubwürdig, lautete ein Urteil aus der Literatur.[707] Dies wirft die Frage auf, wie diese Kursziele rechtlich zu bewerten sind.

Bei den Kurszielen einer Analyse handelt es sich um Prognosen.[708] Die Unvertretbarkeit einer Prognose kann sich – wie bereits herausgearbeitet[709] – einerseits aus einer falschen oder unzureichenden Tatsachenbasis ergeben, andererseits aus einer unvertretbaren Schlussfolgerung aus der richtigen Tatsachenbasis. Der Beurteilungsspielraum ist überschritten und eine Prognose unrichtig, wenn die Prognose nach fachmännischer Einschätzung nicht mehr vertretbar erscheint. Da es sich – wie bereits eingehend dargelegt[710] – bei den Research Reports im Rahmen einer Leerverkaufsattacke um Anlageempfehlungen im Sinne des Art. 20 MAR handelt, sind die Sorgfaltspflichten des Art. 20 MAR auch im Rahmen des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR bei der Richtigkeitsprüfung zu beachten.[711]

---

703 Dazu *Daniel/Titman*, 55 Financial Anal. J. 28 (1999); *Fleischer*, in FS Immenga, 2004, S. 575, 577.
704 *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 131 f. m. N.
705 Dazu *Daniel/Hirshleifer/Subramanyam*, 53 J. Fin. 1839, 1841 (1998); *Klöhn*, Spekulation, S. 120.
706 Bericht unter https://ontakeresearch.files.wordpress.com/2020/01/ontake-report-on-aurelius.pdf abrufbar.
707 *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 5 und dort Fn. 10.
708 *Richter*, Leistung von Aktienanalysten, S. 102.
709 Dazu oben § 12 A. II. 1. c) bb) (S. 154 ff.).
710 Oben § 9 A. (S. 85 ff.).
711 Dazu oben § 12 A. II. 1. c) bb) (S. 154 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aa) Falsche oder unzureichende Tatsachenbasis in den Research Reports

Die Kursziele der Leerverkäufer könnten auf eine unwahre oder unzureichende Tatsachenbasis gestützt sein. Falsche Tatsachen in einer Analyse können sich vor allem auf falsche Umsatz- oder Verschuldungszahlen beziehen.[712] Entsprechend weisen die Dementierungen der betroffenen Unternehmen oftmals auf falsche Berechnungsmethoden bei der Ermittlung bestimmter Unternehmenskennzahlen hin.[713] Sind in den Research Reports verwendete Finanzkennzahlen falsch und wirken sie sich maßgeblich, also nicht nur unwesentlich,[714] auf die Empfehlung aus, ist die Empfehlung falsch. Dann liegt nämlich ein Verstoß gegen die Grundsätze der Richtigkeit und Vollständigkeit der Tatsachenbasis vor und die Sorgfaltspflichten bei der Erstellung einer Anlageempfehlung sind nicht eingehalten. Das hat einen Verstoß gegen den objektiven Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zur Folge. Beruhen die Research Reports dagegen im Wesentlichen auf wahren Tatsachen, wie etwa im Fall von Viceroy Research gegen die Steinhoff-Gruppe, in welchem zahlreiche Buchführungsfehler nachgewiesen worden sind, scheidet eine informationsgestützte Marktmanipulation aus.[715]

Im Fall Gotham City Research gegen das Münchener Beteiligungsunternehmen Aurelius wurde behauptet, dass eine Beteiligung von Aurelius nicht existiert. Das ist zunächst einmal ein Gerücht,[716] welches bei der Richtigkeitsprüfung wie eine Tatsache zu behandeln ist. Das angeblich nicht existente Unternehmen konnte Aurelius wenig später veräußern.[717] *Möllers* geht in diesem Fall von einem Verstoß gegen die erforderliche Recherchepflicht aus, weil sich aus dem Handelsregister unschwer die Existenz der Beteiligungen ergebe. Er lässt jedoch offen, was aus diesem Verstoß folgt.[718] Richtigerweise ist das Gerücht als falsch einzustufen, da das Unternehmen existierte und auch werthaltig war. Die Behauptung, die Beteiligung existiere nicht und sei damit nicht entsprechend werthaltig, hatte für die Empfehlung ein Kursziel von 8,56 € zur Folge. Da sich die

712 Vgl. *Teigelack*, in Veil, European Capital Markets Law, § 26 Rn. 62.
713 Vgl. *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 71 m. w. N.
714 In diesem Kontext *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 323.
715 *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 725; dazu auch *Wentz*, WM 2019, 196, 197.
716 Ebenso *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 69.
717 *Möllers*, NZG 2018, 649, 650 mit Nachweis in Fn. 21; *Wentz*, WM 2019, 196, 198.
718 *Möllers*, NZG 2018, 649, 652; ähnlich vage *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 322 bei Fn. 7: „kaum nachvollziehbare Behauptungen".

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Empfehlung maßgeblich auf dieses Gerücht stützte,[719] ist die Empfehlung von Gotham City Research bereits wegen falscher Tatsachengrundlage als unvertretbar und damit als falsche Information im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR einzustufen.

In den USA wurde eine Behauptung eines Leerverkäufers für falsch bewertet, der in seinem Research Report die Aussage traf, das Hauptprodukt und die dazugehörige Lizenz werde durch ein Konkurrenzprodukt ersetzt. Dadurch gehe die primäre Umsatzquelle verloren. Zudem untermauerte er die Aussage damit, dass Unternehmensvertreter ihm dies gegenüber bestätigt hätten. Die SEC stufte diese Aussage als „false statement of material fact" ein.[720]

bb) Vertretbarkeit der Schlussfolgerungen in den Research Reports

Mit Blick auf die Leerverkaufsattacken führt die Literatur an, dass die Kursziele dann einem fachmännischem Urteil entsprechen, wenn die negative Differenz zum aktuellen Aktienkurs nachvollziehbar und plausibel ist.[721] Die Kriterien der Nachvollziehbarkeit und Plausibilität stellen keine hohen Anforderungen dar und sollen bloß Willkür und Angaben „ins Blaue hinein" ausschließen.[722] Nicht nachvollziehbar ist eine Empfehlung, wenn ein fachkundiger Dritter von den verwerteten Daten in keiner Weise auf die Empfehlung schließen kann.[723] Die Empfehlung muss selbsterklärend sein. Fehler können daraus resultieren, dass der Analyst eine

719 Der Frage wurde ein ganzer Bericht gewidmet, vgl. Gotham City, Do Aurelius' Swedish subsidiaries exist? vom 5. April 2017 (unter https://www.gothamcityresearch.com/archive abrufbar).

720 SEC v. Lemelson, Case No. 1:18-cv-11926, Complaint, (D. Mass. 2018); dazu auch SEC, SEC Charges Hedge Fund Adviser With Short-and-Distort Scheme, Press Release 2018-190, 12 September 2018 (unter https://www.sec.gov/news/press-release/2018-190 abrufbar); ferner eine Einordnung dieses Falles bei *Weiner/Totino/Goodman*, 20 J. Investment Compliance 34 (2019).

721 In diese Richtung *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 107 f.; *Möllers*, NZG 2018, 649, 653; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2757; ferner *F. Schäfer*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 21 Rn. 26; *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 74.

722 *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 180; *Möllers*, in KK-WpHG, § 34b Rn. 141; *Meyer*, AG 2003, 610, 614; allgemein zur Sicherstellung der Plausibilität *Kuhner*, AG 2006, 713, 718.

723 *Möllers/Lebherz*, BKR 2007, 349, 356.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Methodik falsch anwendet[724] oder es sich um eine ungeeignete Methode handelt. Letzteres kann beispielsweise der Fall sein, wenn der Analyst eine Standardmethode verwendet und diese nicht ausreichend an die Besonderheiten der konkreten Untersuchung anpasst.[725]

Pauschale Aussagen aus der Literatur wie „unglaubwürdig"[726] oder „kaum nachvollziehbare Behauptungen"[727] helfen bei der Vertretbarkeitsprüfung nur bedingt weiter.[728] Ob ein niedriges Kursziel noch nachvollziehbar und glaubwürdig ist, ist nämlich nur schwierig zu ermitteln.

(1) Fachmännisches Urteil anhand der durchschnittlichen Kursziele

Aussagen über die Prognosefähigkeit von Analysten sind erst durch einen Vergleich mit der Genauigkeit anderer Prognosen möglich. Ein Vergleich mit realisierten Werten als *ex post*-Verfahren scheidet aus, da keine Erfolgsgarantie besteht. Will man die Prognosegenauigkeit aus *ex ante*-Sicht beurteilen, bietet sich der Durchschnitt anderer Analystenempfehlungen an (sog. Konsensschätzung).[729] Für die Leerverkaufsattacken stellen sich zwei Sonderprobleme, die mit der Art der Empfehlung zusammenhängen:

Erstens lauten viele Empfehlungen im Markt auf „Kaufen" und deshalb ist ein verzerrtes Bild beim Vergleich mit einer Verkaufsempfehlung zu erwarten.[730] Beispielsweise lagen bei den Angriffen von Muddy Waters Research auf den Werbedienstleister Ströer und von Zatarra Research auf

724 Vgl. *Meyer*, AG 2003, 610, 612, 617; *Möllers*, in KK-WpHG, § 34b Rn. 149.

725 Für ein Rating LG Berlin v. 5.5.2020 – 11 O 5/19, VuR 2020, 477 = WM 2021, 444 (juris-Rn. 72 f.) [nicht rechtskräftig, Az. beim KG Berlin 24 U 1042/20].

726 So im Fall Ontake Research gegen Aurelius bei *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 5.

727 *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 322 bei Fn. 7 im Fall Gotham gegen Aurelius.

728 *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1137 sehen in den Aussagen unsachgemäße Meinungsäußerungen.

729 *Richter*, Leistung von Aktienanalysten, S. 109; ähnlich *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 366 f.; zur Prognosegenauigkeit ferner *Löffler*, Beitrag von Finanzanalysten zur Informationsverarbeitung, S. 29 ff. Die BaFin wendet diese Schätzung zur Bestimmung des Kursbeeinflussungspotenzials von Geschäftszahlen und Prognose an, s. Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. I.2.1.5.1 (S. 15), Ziff. I.2.1.5.2 (S. 16); ähnlich zur Kursrelevanz einer Analyse *Klöhn*, WM 2016, 1665, 1672.

730 Nach *Malmendier/Shanthikumar*, 85 J. Financ. Econ. 457, 464 (2007) waren von 1993–2002 bis zu 94,5 % Kaufempfehlungen; vgl. auch zum Ungleichgewicht *Richter*, Leistung von Aktienanalysten, S. 72 m. w. N.; *Hax*, Informationsmediation durch Finanzanalysen, S. 27 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Wirecard deutlich mehr Kauf- als Verkaufsempfehlungen vor.[731] Demnach wäre zu überlegen, ob man nur Verkaufsempfehlungen zur Konsensschätzung heranziehen sollte. Das führt jedoch zum zweiten Problem: Oftmals liegen nicht genug Analystenschätzungen vor, um einen aussagekräftigen Durchschnitt zu begründen. Das gilt insbesondere wieder für Verkaufsempfehlungen, weil jene deutlich in der Unterzahl sind. Damit ist der Vergleich zur durchschnittlichen Markterwartung in Fällen einer Leerverkaufsattacke grundsätzlich kein geeignetes Mittel, um die Vertretbarkeit einer Prognose zu überprüfen.

(2) Kennzeichnungs- und Begründungspflicht

Im Rahmen einer Leerverkaufsattacke wird von Teilen der Literatur darauf hingewiesen, dass die Äußerungen vertretbar sind, wenn in dem Research Report auch die Bewertungsgrundlagen offengelegt werden.[732] Der in Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 lit. d DelVO (EU) 2016/958 zum Ausdruck kommende Grundsatz der Objektivität erfordert, dass „alle Prognosen, Vorhersagen und angestrebten Kursziele klar und unmissverständlich als solche gekennzeichnet werden und dass auf die bei ihrer Erstellung oder Verwendung zugrunde gelegten wesentlichen Annahmen hingewiesen werden“ muss. In dieser Sorgfaltspflicht manifestiert sich der Grundsatz der Prognosekennzeichnung und der Prognoseerläuterung.

Zunächst müssen die Leerverkäufer auf den spekulativen Charakter ihrer Prognosen im Research Report hinweisen. Die Prognosekennzeichnung stellt einen allgemeinen Grundsatz der Prognoseberichterstattung dar.[733] Solche Kennzeichnungen sind geeignet, den kognitiven Fehleinschätzungen der Anleger entgegenzuwirken und verursachen für den Pro-

731 *Dohms/Freiberger*, Angriff auf Mittelständler – Leer verkauft, SZ Online vom 22. April 2016 (Link in Fn. 54); für den Fall Wirecard s. auch *Steiger*, CCZ 2021, 12, 17.

732 *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 138; ähnlich wohl *Möllers*, 53 Int'l Law 91, 102 (2020); *Link*, ZGR 2021, 904, 930.

733 *Fleischer*, AG 2006, 2, 13. In den USA wurde zudem richterrechtlich die sog. bespeaks-caution-doctrine entwickelt, die dann gesetzlich kodifiziert wurde. Danach liegt keine Informationspflichtverletzung vor, wenn die zukunftsgerichteten Angaben mit aussagekräftigen Warnhinweisen versehen sind. Allgemein gehaltene Freizeichnungen reichen allerdings nicht aus; vielmehr sind die spezifischen Risiken genau zu erläutern. Dogmatisch wird der Haftungsausschluss damit begründet, dass die Prognosen unter diesen Voraussetzungen nicht mehr irreführend oder wesentlich seien oder dass sich die Anleger vernünftigerweise

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gnoseersteller, also den aktivistischen Leerverkäufer, keine nennenswerten Kosten. Jedoch muss man auch beachten, dass Warnhinweise ineffektiv sind, weil selbstbewusste Anleger sie überlesen oder meinen, Warnungen seien nur für die anderen Anleger relevant.[734]

Ein Verstoß gegen die Prognosekennzeichnung liegt etwa dann vor, wenn der Prognoseersteller unsichere Voraussagen als sichere Tatsachen hinstellt.[735] Eine besondere Kennzeichnung der unsicheren Aussagen in den Research Reports haben die Leerverkäufer nur bedingt vorgenommen. Besonders schwierig ist die Einordnung, wenn die Leerverkäufer eigene Schlussfolgerungen ziehen wie im Fall Zatarra Research gegen Wirecard („Evidence shows that [...]")[736] oder im Fall Muddy Waters Research gegen Ströer („one reasonable conclusion")[737].

Angesichts der Tatsache, dass Warnhinweise recht ineffektiv sind, müssen die Leerverkäufer ihre Prognosen darüber hinaus erläutern, indem sie die wesentlichen Annahmen, auf die sie ihre Prognosen stützen, offenlegen. Durch die Prognoseerläuterung können die Anleger den Vorhersagewert einer Prognose besser einschätzen.[738] Sie können eine Plausibilitätsprüfung vornehmen und die Glaubwürdigkeit der Prognose wenigstens in gewissem Umfang überprüfen. Die Prognoseerläuterung dient damit der Nachvollziehbarkeit des gefundenen Ergebnisses.[739]

Ob die Prognoseerläuterungen in den bisher aufgekommenen Fällen ausreichen, kann aus rechtstatsächlichen Gründen nicht endgültig beurteilt werden. Die Prognosen der Leerverkäufer beinhalten komplizierte Berechnungen, die nicht ohne einen finanzwirtschaftlichen Sachverstän-

---

nicht auf sie verlassen dürften. Dazu *Fleischer*, AG 2006, 2, 10 m. w. N.; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 462.

734 *Fleischer*, AG 2006, 2, 13 m. w. N. aus der Forschung; ferner dazu *Klöhn*, Spekulation, S. 189.

735 *Fleischer*, AG 2006, 2, 14.

736 Zatarra Research & Investigations Report, Februar 2016, S. 80 (unter http://www.heibel-ticker.de/downloads/FINALMainreportZatarra.pdf abrufbar); Beispiel bei *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1135 Fn. 87.

737 Bericht abrufbar unter http://www.muddywatersresearch.com/research/sax/mw-is-short-stroeer (dort S. 20); Beispiel bei *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1135 Fn. 87.

738 *Fleischer*, AG 2006, 2, 12; *Klöhn*, WM 2010, 289, 295. Aus dem Grundsatz der Richtigkeit und Vollständigkeit fordern *Siebel/Gebauer*, WM 2001, 173, 175 eine Begründungspflicht (für Prospektangaben).

739 *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 153; *Klöhn*, WM 2010, 289, 292; kritisch zur Offenlegung von Informationen in Bezug auf die Methodik zur Bonitätsbeurteilung bei Ratings *Uhlmann*, ZHR 185 (2021), 669, 701 f. m. w. N.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

digen beurteilt werden können. Für die Einhaltung der Anforderungen an die Prognoseerläuterung spricht, dass die Research Reports umfassend und detailreich sind. Nimmt man etwa den Fall Gotham City Research gegen Aurelius zur Hand, so wurde eingehend erläutert, warum angenommen wird, dass ein Tochterunternehmen nicht existiert.[740] In diesem Fall lag der Fehler nicht in der Erläuterung, sondern in der Unrichtigkeit der tatsächlichen Grundlagen. Gegen die Einhaltung des Grundsatzes der Prognoseerläuterung spricht, dass die aktivistischen Leerverkäufer bei der Prognosegrundlage typischerweise nur negative Informationen verwenden und es mithin an einer objektiven Darstellung fehlt. Zu beachten ist dabei jedoch, dass es den Leerverkäufern gerade darum geht, bislang nicht berücksichtigte negative Informationen zu veröffentlichen. Dabei muss beachtet werden, dass dem Kapitalmarkt die Finanzkennzahlen des Unternehmens als Informationsbasis zur Verfügung stehen und der Leerverkäufer sie als bekannt voraussetzen darf. Der Leerverkäufer kann sich in seiner Kommunikation auf einzelne, von ihm für relevant befundene Aspekte konzentrieren.[741] Ob der Grundsatz der Prognoseerläuterung eingehalten wurde, bedarf einer Einzelfallentscheidung.

cc) Zwischenergebnis

Im Ergebnis lässt sich eine Unvertretbarkeit der Prognose wegen der hohen Abweichung von Kursziel und Börsenkurs nur sehr schwer begründen. Den Leerverkäufern ist ein weiter Ermessensspielraum bei ihren Prognosen einzuräumen. Jedoch ist den Leerverkäufern im Einzelfall mit der Pflicht zu begegnen, dass Prognosen gekennzeichnet und vor allem erläutert werden müssen. Je stärker das Kursziel vom aktuellen Kurs abweicht, desto ausführlicher und eingehender müssen die aktivistischen Leerverkäufer die Prognose kennzeichnen und die wesentlichen Annahmen erläutern.

740 Vgl. Fn. 719 sowie die Erläuterungen zur „Net Asset Value"-Methode im Fall Gotham City Research gegen Aurelius (Gotham City Research, Aurelius: The Next Arques AG or the next Philip Green?, S. 43 ff., unter https://www.gothamcityresearch.com/archive abrufbar).

741 *Link*, ZGR 2021, 904, 931.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. Irreführende Informationen

Die Informationsverbreitung ist nicht nur dann tatbestandsmäßig, wenn die Informationen falsch sind, sondern auch dann, wenn sie an sich richtig, aber aus objektiver Sicht eines verständigen Anlegers missverstanden werden können, also irreführend sind. Die Research Reports haben zwar in weiten Teilen einen wahren Kern, sind jedoch oftmals sehr einseitig dargestellt. Die reißerische oder selektive Darstellung an sich wahrer Informationen kann aufgrund ihres Gesamteindrucks ein hohes Irreführungspotenzial aufweisen. Die Literatur erhebt oftmals diesen Vorwurf.[742] So wurden etwa die Vorwürfe in der eingangs geschilderten Attacke von Muddy Waters Research auf den Werbedienstleister Ströer in der Literatur als plausibel, aber tendenziös bezeichnet. Die Vorwürfe seien eine Mischung aus Tatsachen und Werturteilen.[743]

Ein unrichtiger Gesamteindruck und damit eine Irreführung können sich nicht nur daraus ergeben, dass die Informationen unvollständig sind (a), sondern auch dadurch, dass die Art und Weise der Darstellung eine Fehlvorstellung bei den Anlegern hervorruft (b). Im Anschluss sind die Leerverkaufsattacken anhand dieser beiden Fallgruppen zu überprüfen (c).

a) Unvollständige Informationen

Im Gegensatz zum Prospektrecht[744] enthält Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR grundsätzlich keinen Anknüpfungspunkt für ein Vertrauen der Anleger auf Vollständigkeit der verbreiteten Informationen.[745] Eine konkludente Erklärung des Äußernden dahingehend, dass die Informationen vollständig sind, kann nicht einfach unterstellt werden. Vielmehr muss beachtet werden, dass dem Kapitalmarkt die Finanzkennzahlen des Unternehmens als Informationsbasis zur Verfügung stehen und der Leerverkäufer sie als bekannt voraussetzen darf. Der Leerverkäufer kann sich in seiner Kommu-

742 *Wentz*, WM 2019, 196, 198, 201; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; *Link*, ZGR 2021, 904, 925 f.; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 259; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 71; ferner Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 5.

743 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 519; *Wentz*, WM 2019, 196, 198 Fn. 23. Zum Fall oben § 2 (S. 21 ff.).

744 Vgl. § 9 Wertpapierprospektgesetz (WpPG).

745 Zum alten Recht *Papachristou*, Strafrechtliche Behandlung von Marktmanipulation, S. 177; *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 83.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nikation auf einzelne, von ihm für relevant befundene Aspekte konzentrieren.[746]

Unvollständige Angaben weisen erst dann ein Irreführungspotenzial auf, wenn der Erklärende mit den verbreiteten Informationen in engem Zusammenhang stehende Informationen verschweigt, sodass hinsichtlich des Gesamtbildes ein unzutreffender Eindruck entsteht.[747] Der unzutreffende Gesamteindruck muss eindeutig sein. Es genügt nicht, dass genauere oder vollständigere Informationen hätten erfolgen können. Desgleichen reicht es nicht aus, dass die Angaben tendenziös erscheinen.[748]

Die Auslassung der Informationen muss zu einer Entstellung der verlautbaren Informationen führen, damit eine tatbestandsmäßige Irreführung in Betracht kommt.[749] Dies ist vor allem dann der Fall, wenn sich die Informationen fragmentarisch auf einen (wahren) Einzelaspekt eines Gesamtsachverhalts beziehen und weitere wichtige Aspekte ausblenden.[750] Die weggelassenen Informationen müssen für das Verständnis der Anleger notwendig sein.[751] So beschreibt es auch Erwägungsgrund 47 Satz 3 MAR, wenn er von Unvollständigkeit spricht, sofern *wesentliche* Umstände betroffen sind. Damit lässt nicht jede weggelassene Information die Aussage fehlerhaft werden. Maßgebend ist, dass der Äußernde *ex ante* sorgfältig arbeitet und die Informationen verständlich darstellt. Bei Anlageempfehlungen sind die Sorgfaltspflichten des Art. 20 MAR zu beachten, die in diesem Kontext auch wieder an die Grundsätze der Richtigkeit und Vollständigkeit der Tatsachenbasis anknüpfen, wobei der Grundsatz der Vollständigkeit in Relation zur gewählten Methodik steht.[752] Ein Sorgfaltsverstoß wäre etwa dann anzunehmen, wenn sich der Leerverkäufer nicht mit eigenen Stellungnahmen des Unternehmens auseinandersetzt und nicht erläutert, warum er anderer Einschätzung ist.[753]

746 *Link*, ZGR 2021, 904, 931.
747 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 20; zum alten Recht *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 248.
748 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 186.
749 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 262.
750 *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333, 1338.
751 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.3 (S. 81).
752 Oben § 9 B. I. (S. 91 ff.).
753 Vgl. *Link*, ZGR 2021, 904, 929, 931.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

b) Art und Weise der Darstellung

Eine weitere Fallgruppe sind Informationen, die aufgrund ihrer Art und Weise der Darstellung eine Fehlvorstellung beim verständigen Anleger hervorrufen.[754] Erfasst sind beispielsweise Fälle, in denen der Erklärende wichtige Informationen unter einer Vielzahl anderer, weniger wichtiger Informationen „vergräbt".[755] Ferner kann eine Irreführung vorliegen, wenn die falsche Vorstellung des Anlegers auf einer selektiven Darstellung oder evident unsachgemäßen Gewichtung der Informationen beruhen.[756] Bei einer Anlageempfehlung muss auch hier eine Orientierung an den objektiven Sorgfaltspflichten des Art. 20 MAR erfolgen.

c) Anwendung auf die Leerverkaufsattacken

Für die Leerverkaufsattacken sind zwei Konstellationen zu unterscheiden, die eine Überschneidung zwischen den beiden Fallgruppen der Irreführung aufweisen. Ein unrichtiger Gesamteindruck kann sich zum einen aus der mangelnden Trennung von Tatsachen und Werturteilen ergeben, zum anderen aus der einseitigen negativen Informationslage.

aa) Trennung von Tatsachen und Werturteilen

Ein unrichtiger Gesamteindruck kann sich vorwiegend aus einer nicht eingehaltenen Trennung von Tatsachen zu Aussagen mit subjektiven Elementen ergeben. Diese Art und Weise der Darstellung kann geeignet sein, die Anleger in die Irre zu führen. Für den Anwendungsbereich einer Anlageempfehlung normiert Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 ein Gebot zur Trennung von Tatsachen und wertenden Äußerungen als Ausprägung des Objektivitätsgrund-

754 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 262; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 20; zum alten Recht RegE Begr. zum AnSVG BT-Drucks. 15/3174, S. 37.

755 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 262; zur sog. buried-facts-doctrine aus dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, s. *Klöhn*, Spekulation, S. 206.

756 *Horcher*, in Drinhausen/Eckstein, Beck'sches Handbuch der AG, § 22 Rn. 73 a. E.; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 56; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 182; ähnlich im Prospektrecht, vgl. *Groß*, in E/B/J/S, HGB, § 9 WpPG Rn. 52.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

satzes. Danach sind „Tatsachen deutlich von Auslegungen, Schätzungen, Stellungnahmen und anderen Arten nicht sachbezogener Informationen" zu trennen. Mit dieser Vorgabe soll verhindert werden, dass ein Analyst subjektive Einschätzungen als Fakten präsentiert.[757] Die Trennung muss sich aus der Analyse ergeben, eine drucktechnische Separierung ist nicht erforderlich.[758]

Ein Verstoß gegen das Trennungsgebot liegt in den Fällen einer Leerverkaufsattacke nahe.[759] Wie schon bei der Prognosekennzeichnung angedeutet,[760] ist die Abgrenzung zwischen Tatsachen und subjektiven Aussagen besonders schwierig, wenn eigene Schlussfolgerungen gezogen werden wie im Fall Zatarra Research gegen Wirecard („Evidence shows that [...]")[761] oder im Fall Muddy Waters gegen Ströer („one reasonable conclusion")[762]. Tatsachen und wertende Aussagen sind bewusst so vermischt, damit die behauptete Überbewertung des Emittenten gerechtfertigt erscheint. Betreffen diese Schlussfolgerungen zentrale Aussagen, die einen wesentlichen Einfluss auf die Empfehlung haben, liegt ein Verstoß gegen das Trennungsgebot vor.

bb) Einseitigkeit der Informationslage

Der falsche Gesamteindruck kann beim verständigen Anleger auch dann entstehen, wenn der Äußernde nur einseitige Informationen präsentiert. Dieses evident ungleiche Verhältnis von negativen zu positiven Informationen ist auch bei der Überprüfung einer Leerverkaufsattacke aufzugrei-

---

757 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 21; *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 590 Fn. 183 ordnet dies als besondere Kennzeichnung der Verlässlichkeit ein.

758 *Sturm*, ZBB 2010, 20, 22; anders wohl *Foerster*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 85.

759 Vgl. *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 519 sprechen im Fall Muddy Waters gegen Ströer von einer Mischung aus Tatsachenbehauptungen und Werturteilen; s. auch *Wentz*, WM 2019, 196, 198; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1135; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 259, 269; zuletzt *Link*, ZGR 2021, 904, 937.

760 Oben § 12 A. II. 1. d) bb) (2) (S. 161 ff.).

761 Zatarra Research & Investigations Report, Februar 2016, S. 80, unter http://www.heibel-ticker.de/downloads/FINALMainreportZatarra.pdf abrufbar; Beispiel bei *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1135 Fn. 87.

762 Bericht abrufbar unter http://www.muddywatersresearch.com/research/sax/mw-is-short-stroeer (dort S. 20); Beispiel bei *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1135 Fn. 87.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

fen. Die Leerverkäufer stellen die wirtschaftliche Situation der betroffenen Unternehmen im Gesamtkontext zu negativ dar, lautet ein Fazit aus der Literatur.[763]

(1) Vorwurf der Unvollständigkeit

Wenn die Informationslage einseitig ist, ist zunächst der Vorwurf der Unvollständigkeit zu prüfen. Bei der Auswahl der Informationen besteht grundsätzlich ein weiter Ermessensspielraum des Analysten, also des aktivistischen Leerverkäufers. Eine Grenze findet das Ermessen aber in den Grundsätzen der Richtigkeit und Vollständigkeit der Tatsachenbasis als Ausprägung der objektiven Sorgfaltsanforderungen bei der Erstellung einer Anlageempfehlung.[764] Mit diesen Grundsätzen ist es unvereinbar, einseitig zu recherchieren oder Informationen wegzulassen. Der Analyst darf wichtige Informationen nicht unterschlagen.[765] Das falsche Gesamtbild kann demzufolge daraus resultieren, dass das partielle Verschweigen einzelner Informationen in der Empfehlungsgrundlage den Kontext der gemachten Angaben verändert, wodurch sich im Gesamtbild ein anderes Ergebnis zeichnen lässt.[766] Der Gedanke wird durch Erwägungsgrund 47 Satz 3 MAR verstärkt.[767] Dieser nennt die „absichtliche Unterschlagung wesentlicher Sachverhalte" als eine Form der informationsgestützten Marktmanipulation.

Ein Verstoß gegen das Irreführungsverbot liegt nahe, wenn schon von den Leerverkäufern selbst betont wird, dass sie nicht notwendigerweise alle Informationen verarbeitet haben. Beispielsweise heißt es im Zatarra-Report ganz allgemein:

763 Vgl. *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 72; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 259.
764 Dazu oben § 9 B. I. (S. 91 ff.).
765 *Göres*, Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse, S. 239; *Möllers/Lebherz*, BKR 2007, 349, 353.
766 In Bezug auf die Attacken *Möllers*, NZG 2018, 649, 651; allgemein BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.3 (S. 81).
767 Darauf weisen auch *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 56 hin.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

„You should be aware that we have NOT necessarily included all the information we have found on the company or companies covered by this report."[768]

Ferner führt der Leerverkäufer Gotham City allgemein auf seiner Internetpräsenz aus:

„GOTHAM CITY RESEARCH LLC, makes no representation, express or implied, as to the accuracy, timeliness, or completeness of any such information or with regard to the results to be obtained from its use."[769]

Die aufgeworfenen Bedenken der Einseitigkeit und Unvollständigkeit teilt auch die kanadische Aufsichtsbehörde, wenn sie als wichtigen Punkt anführt, dass eine Ungleichgewichtung der Informationen und das Weglassen von gegenteiligen Informationen Besorgnis erregen.[770] Dennoch muss dem Irreführungscharakter durch unvollständige Informationen mit Zurückhaltung begegnet werden, wenn man den Grundsatz heranzieht, dass es keinen Anspruch auf Vollständigkeit gibt.

(2) Fehlvorstellung durch Art und Weise der Darstellung

Die einseitige Darstellung von negativen Informationen kann noch einen anderen Vorwurf der Irreführung begründen. Die Einzelangaben können für sich genommen zutreffend sein, jedoch kann die Gesamtheit der Angaben ein verzerrtes Bild zeichnen. Die Verhältnisse der Zielgesellschaft werden durch die einseitige negative Darstellung inhaltlich anders dargestellt als sie in Wahrheit sind. Eine Überschreitung der zulässigen Grenze ist bei einer massiven Ungleichgewichtung von negativen zu positiven Informationen anzunehmen.[771] Dieses evident ungleiche Verhältnis wird auch als Vorwurf an die Leerverkäufer von Teilen der Literatur formuliert.[772]

---

768 Abrufbar unter https://viceroyresearch.org/category/wirecard/ unter der Überschrift „Disclaimer & License"; Beispiel bei *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 523 Fn. 41.

769 Disclaimer von Gotham City Research, Aurelius: The Next Arques AG or the next Philip Green?, S. 2, unter https://www.gothamcityresearch.com/archive abrufbar.

770 Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 5.

771 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 82; *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 83; *Sturm*, ZBB 2010, 20, 33.

772 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 56; *Wentz*, WM 2019, 196, 201; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 259. Nach einem Modell von *Siering/Muntermann/Grčar*, 22 J. Assoc. Inf. Syst. 156, 163 (2021) wird das Verhältnis von positiven zu

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Bei der einseitigen Informationslage hat es ein Anleger als Informationsempfänger schwer, die erhaltenen Informationen richtig zu verarbeiten (begrenzte Rationalität).[773] Die einseitige Informationslage kann eine Überreaktion auslösen, da ein Anleger die negativen Informationen durch die einfache Verfügbarkeit zu stark berücksichtigt.[774] Um diesem negativen Effekt entgegenzuwirken, müsste der Erklärende ein Gleichgewicht zwischen positiven und negativen Informationen herstellen.[775] Dieses ausgewogene Gleichgewicht hat man grundsätzlich bei einer Anlageempfehlung im Sinne des Art. 20 MAR zu erwarten, da der Ersteller diese objektiv darstellen muss. Ob sich eine Pflicht der Leerverkäufer zur ausgewogenen Darstellung aus der Pflicht, die Prognose zu begründen (Art. 3 Abs. 1 lit. d DelVO (EU) 2016/958) und die Bewertungsgrundlagen offenzulegen (Art. 4 Abs. 1 lit. b DelVO (EU) 2016/958), herleiten lässt, erscheint fraglich.[776] Ein Gleichgewicht von negativen zu positiven Informationen kann nur bedingt verlangt werden, wenn man bedenkt, dass dem Kapitalmarkt die Finanzkennzahlen des Unternehmens als Informationsbasis zur Verfügung stehen und der Leerverkäufer sie als bekannt voraussetzen darf. Der Leerverkäufer kann sich in seiner Kommunikation auf einzelne, von ihm für relevant befundene Aspekte konzentrieren.[777] Ein Verstoß gegen das Irreführungsverbot kann vor diesem Hintergrund erst dann angenommen

---

negativen Ausdrucken eingesetzt, um eine Voreingenommenheit (sentiment) bei manipulativen Praktiken zu erkennen. Daneben spielen „information content" und „readability" eine Rolle. Dieser Ansatz könnte auch auf eine Leerverkaufsattacke übertragen werden. Einen ähnlichen Ansatz fahren *Kogan/Moskowitz/Niessner*, Social Media and Financial News Manipulation, 15 September 2021 bei der Entdeckung von Fake News auf der Plattform Seeking Alpha.

773 Allgemein auch *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.37; *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 182 f.

774 Vgl. zum Kontext der Behavioral Finance *Klöhn*, Spekulation, S. 194 f.; *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 182.

775 Vgl. dazu *Teigelack*, Finanzanalysen und Behavioral Finance, S. 182, 212 (Szenariogedanke); ferner zum Paritätsprinzip im Prospektrecht *Klöhn*, Spekulation, S. 194 f., der den Gestaltungsspielraum nur dann als überschritten ansieht, wenn Urteilsverzerrungen eindeutig objektiv ausgenutzt sind und nach der Behavioral Decision Theory keine Zweifel bestehen können.

776 In diese Richtung aber *Möllers*, 53 Int'l Law 91, 102 (2020) mit Hinweis auf § 4 Abs. 1 Nr. 3 FinAnV.

777 Vgl. *Link*, ZGR 2021, 904, 931.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

werden, wenn eine massive Ungleichgewichtung von negativen zu positiven Informationen vorliegt.[778]

Bedenken bestehen beim Angriff von Viceroy Research auf den bekannten TV-Konzern ProSiebenSat.1.[779] Der TV-Konzern sei nur ein „Kartenhaus" und „uninvestierbar", stellte Viceroy Research in dem Bericht fest. Dem Emittenten wurden eine fragwürdige Bilanzierungspraxis, mangelnde Transparenz und eine unangemessene Dividendenpolitik vorgeworfen. Nach *Brellochs* hat der Leerverkäufer in diesem Bericht durch eine stark verzerrte Darstellungsform gegen den Grundsatz der Objektivität verstoßen.[780]

cc) Unbeachtlichkeit etwaiger Disclaimer

Zuletzt ist zu diskutieren, ob etwaige Disclaimer der Leerverkäufer dazu beitragen, den unrichtigen Gesamteindruck abzumildern oder gar aufzuheben. Eine Mindermeinung in der Literatur vertritt die Auffassung, dass die Anleger durch die Offenlegung der Interessenkonflikte keine restlos ausgewogene Darstellung hätten erwarten dürfen.[781] Die Reports seien subjektiv voreingenommen und wollten gar nicht objektiv sein. In den USA wurde ein erster Fall zu einer Leerverkaufsattacke mit dem Hinweis entschieden:

„The posts were authored by anonymous short-sellers who had a financial incentive to convince others to sell, and the posts included disclaimers from the authors stating that they made 'no representation as to the accuracy or completeness of the information set forth in this article.' A reasonable investor reading these posts would likely have taken their contents with a healthy grain of salt."[782]

778 Allgemein s. die Nachweise in Fn. 771 und für eine Leerverkaufsattacke die Nachweise in Fn. 772.

779 Bericht unter https://viceroyresearch.org/2018/03/06/prosieben-tvs-real-house-of-cards/ abrufbar; dazu *Hasselbach/Rauch*, BB 2019, 194, 198.

780 *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 322 Fn. 8; *Schulz/Neelsen*, in Meißner/Schach, Professionelle Krisenkommunikation, 2019, S. 95, 99 behandeln den Fall als Fake-News.

781 In diese Richtung *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 523.

782 In re BofI, Inc. Securities Litigation, 2020 WL 5951150 (9th Cir. 2020); zu diesem Fall *Mitts*, CLS Blue Sky Blog, 14 October 2020; *Lipton*, Business Law Prof Blog, 10 October 2020.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Diese Beschränkung des Schutzumfangs des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR ist indes nicht gerechtfertigt.[783] Zunächst ist Art. 20 MAR heranzuziehen, dessen Wertungen – wie bereits erläutert[784] – auf Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zu übertragen sind. Nach Art. 20 MAR sind die Informationen einer Anlageempfehlung objektiv darzustellen *und* die Interessenkonflikte offenzulegen.[785] Beide Anforderungen – objektive Darstellung und Offenlegung des Interessenkonfliktes – müssen *kumulativ* vorliegen, damit es sich um eine gesetzeskonforme Anlageempfehlung handelt. Im Ergebnis bedeutet die Offenlegung von Interessenkonflikten also keinen Verzicht auf die Objektivität und Integrität der Anlageempfehlung.[786]

Ähnlich sieht es für das Verhältnis von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zu Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR aus, dem noch näher zu erläuternden Scalping-Tatbestand.[787] Ist der Interessenkonflikt, der aus einer Positionseingehung und anschließender Stellungnahme resultiert, ordnungsgemäß und wirksam offengelegt, scheidet eine Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR aus. Unbenommen bleibt aber der Rückgriff auf Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR, wenn die Stellungnahme inhaltlich falsch oder irreführend ist.[788]

d) Zwischenergebnis

Eine irreführende Informationsverbreitung kann bei einer Leerverkaufsattacke zusammenfassend insbesondere durch eine evident unsachgemäße Gewichtung der Informationen vorliegen. Die massiv einseitige negative Darstellung verstößt gegen den Grundsatz der Objektivität. Der Hinweis auf den Interessenkonflikt lässt den Irreführungscharakter einer Information nicht entfallen.

---

783 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 56; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 59 f.; *Wentz*, WM 2019, 196, 201; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2757; ferner allgemein *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 188.

784 Oben § 12 A. II. 1. c) bb) (S. 154 ff.).

785 Argument von *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 268; ähnlich *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 93.

786 Ebenso *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 188.

787 Unten § 14 (S. 203 ff.).

788 *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892; *Wentz*, WM 2019, 196, 200; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2757.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

3. Sonderfall: Verletzung einer Pflicht zur Anhörung des betroffenen Unternehmens

Ein Verstoß gegen die Pflicht zur objektiven Erstellung einer Anlageempfehlung und damit zugleich ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR kann vorliegen, weil die aktivistischen Leerverkäufer die Zielunternehmen vor der Veröffentlichung der Research Reports nicht anhören. Die Literatur diskutiert eine solche Pflicht zur Anhörung intensiv:

Möllers und im Anschluss *Möllers/Cyglakow* haben den Gedanken geäußert, die Leerverkäufer müssten die Zielunternehmen vor der Veröffentlichung der Berichte anhören.[789] Die Pflicht, die Gegenseite vorher anzuhören (*audiatur et altera pars*), finde sich in vielen anderen Rechtsbereichen wieder, unter anderem bei Verdachtsberichterstattungen im Pressewesen, und sei auf die Anlageempfehlung zu übertragen.[790] Eine Pflicht zur Anhörung sei dann zu erwägen, wenn es sich um unbewiesene Tatsachen, also Gerüchte, handele. Dann seien die Fälle mit der Verdachtsberichterstattung vergleichbar.[791] Ziel sei es, das Risiko einer Fehleinschätzung der aktivistischen Leerverkäufer zu minimieren sowie das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer durch Waffengleichheit und Verhältnismäßigkeit zu begrenzen.[792] Erfolge eine Anhörung, müssten sich die Leerverkäufer mit den Äußerungen des betroffenen Unternehmens auseinandersetzen.[793] Diese Meinung fordert eine Wiedergabe der Kernpunkte des Verteidigungsvorbringens.[794] Die Anhörung des Zielunternehmens sei für eine

789 *Möllers*, NZG 2018, 649, 652; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131 ff.; zustimmend *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 95; mit einem ähnlichen Gedanken *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 111, der von Vorab-Kenntnis an die Gesellschaft spricht, ohne dies jedoch näher auszuführen. *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2756 sprechen davon, dass die Emittenten 24 bis 48 Stunden vor Veröffentlichung von den Leerverkaufsaktivisten informiert werden. Eine solche Praxis ist bisher nicht bekannt. Ebenso stellt *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 303 Fn. 70 eine solche Praxis nicht fest.

790 *Möllers*, NZG 2018, 649, 652; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1132: Vergleichsfallmethode.

791 *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1137; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 94.

792 *Möllers*, NZG 2018, 649, 655; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1132, 1134.

793 *Möllers*, NZG 2018, 649, 655; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1132. Teilweise soll eine Anhörungspflicht bestehen, wenn eine Stellungnahme der Gesellschaft ein geeignetes Mittel ist, um die Richtigkeit der Informationen, die der Leerverkäufer veröffentlichen möchte, zu prüfen. Vgl. *Link*, ZGR 2021, 904, 927.

794 *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1132.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

neutrale Analyse erforderlich.[795] Methodisch sei die Anhörungspflicht an Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 lit. c DelVO (EU) 2016/958 festzumachen. Würde folglich ein Leerverkäufer das Zielunternehmen vorher nicht anhören, läge ein Verstoß gegen die Pflicht zur objektiven Darstellung einer Anlageempfehlung vor.

Die herrschende Lehre lehnt eine Pflicht zur Anhörung ab. Als systematisches Argument gegen eine Pflicht zur Anhörung führt *Poelzig* an, der europäische Gesetzgeber habe eine Pflicht zur Anhörung für Rating-Agenturen und Abschlussprüfer ausdrücklich eingeführt und gesetzlich normiert, aber für die dritte Gruppe der Informationsintermediäre, die Analysten, sei keine solche Pflicht im Gesetzestext vorgesehen.[796] *Schmolke* lehnt eine Anhörungspflicht mit teleologischen Argumenten ab. Würde sich der Leerverkäufer zuvor an den Emittenten wenden, müsste dieser medial reagieren oder gar eine Ad-hoc-Meldung nach Art. 17 MAR veröffentlichen. Das würde zu höheren Kosten der Leerverkäufer führen und ihren Gewinn schmälern. Dies hätte eine abschreckende Wirkung für zukünftige Leerverkaufsattacken.[797] Sofern die Leerverkaufsangriffe aber durch richtige Informationen die Informationseffizienz fördern, erscheine eine abschreckende Wirkung verfehlt. *Mülbert/Sajnovits* führen weiter an, dass es großen Bedenken begegne, unter Berücksichtigung des vollharmonisierenden Charakters der Marktmissbrauchsverordnung,[798] eine solch national geprägte Pflicht wie die Anhörungspflicht aus dem Pressewesen im europäischen Marktmissbrauchsrecht anzuerkennen.[799]

Der europäische Gesetzgeber hat in Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 4 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 die Pflicht des Erstellers normiert, einen Hinweis aufzunehmen, wenn der Ersteller die Empfehlung gegenüber dem Emittenten zuvor offengelegt und anschließend geändert hat. Aus dieser Norm ergibt sich, dass eine Anhörung des Emittenten zulässig, aber nicht zwingend geboten ist.[800] Systematisch kann deshalb eine Pflicht zur Anhörung nicht in Art. 3 Abs. 1 lit. c DelVO (EU) 2016/958 verankert werden.

---

795 *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 93.
796 *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 720.
797 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 303; das sieht auch *Möllers*, 53 Int'l Law 91, 117 (2020).
798 Vgl. dazu Erwägungsgründe 3–5 MAR; *Schmolke*, AG 2016, 434, 436 f.; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 595; *Veil/Koch*, WM 2011, 2297, 2298.
799 *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316.
800 Vgl. auch *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 720; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 302 Fn. 67.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Im Ergebnis ist aufgrund dieser Argumente der herrschenden Lehre uneingeschränkt zuzustimmen und eine Pflicht zur Anhörung *de lege lata* im Marktmissbrauchsrecht für Ersteller einer Anlageempfehlung abzulehnen. Folglich verstoßen die aktivistischen Leerverkäufer nicht gegen die Pflicht zur objektiven Erstellung von Anlageempfehlungen, wenn sie das Zielunternehmen vorher nicht anhören. Es liegt kein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR vor.

4. Sonderfall: Verletzung einer Pflicht zur Aktualisierung

Ist eine ursprünglich zutreffende Information mit Ablauf der Zeit durch den Eintritt von Ereignissen falsch oder irreführend geworden, kann unter Umständen eine Pflicht zur Aktualisierung eingreifen. Stellt beispielsweise ein Leerverkäufer einen Research Report ins Internet, in welchem er angibt, er sei „short", und stellt er diese Position anschließend glatt, müsste eine Korrektur des Research Reports erfolgen, denn eine Position hält er nach der Attacke nicht mehr. In den USA wird eine solche Pflicht zur Aktualisierung hinsichtlich der Leerverkaufsattacken bereits diskutiert.[801] In Deutschland wird eine Pflicht zur Aktualisierung soweit ersichtlich bisher nicht ausdrücklich im Zusammenhang mit den Leerverkaufsattacken diskutiert. Die Pflicht zur Aktualisierung von ursprünglich zutreffenden Angaben durch Änderung der tatsächlichen Sachlage wird in Deutschland aber allgemein unter dem Gesichtspunkt des garantenpflichtwidrigen Unterlassens diskutiert.[802]

Für die Leerverkaufsattacken muss eine solche Pflicht zur Aktualisierung allerdings ausscheiden. Dafür sprechen folgende Gründe: Grundsätzlich kommt es bei der Beurteilung einer informationsgestützten Marktmanipulation auf den Zeitpunkt der Verbreitung an. Ändert sich später die Sachlage, führt dies nicht dazu, dass die Information nachträglich unrichtig wird. Sie ist lediglich überholt.[803] Die Haftung aus Ingerenz setzt ein

801 Dazu *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 25; *Coffee et al.*, Petition for Rulemaking on Short and Distort, 12 February 2020, S. 4; nochmals *Coffee*, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020; diese Diskussion hat auch Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 18 aufgegriffen.

802 Vgl. zur Diskussion *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 255 m. w. N.

803 *Flaig*, Wirtschaftsjournalismus und Markt, S. 58.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zuvor objektiv pflichtwidriges Verhalten voraus.[804] Das pflichtwidrige Verhalten ist in den Fällen, in denen zunächst eine zutreffende Information verbreitet wurde, nicht gegeben. Etwas anderes könnte nur dann gelten, wenn eine Rechtsvorschrift die Aktualisierung von Informationen anordnet oder jemand die einstmals zutreffenden Angaben aktiv wiederholt und damit irreführende Informationen aktiv verbreitet.[805] Eine aktive Wiederholung findet aber gerade nicht statt, wenn die Research Reports im Internet einfach „stehen gelassen werden" und weiterhin verfügbar sind.

Für das gefundene Ergebnis spricht zudem Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 lit. e DelVO (EU) 2016/958, wonach bei Anlageempfehlungen das Datum anzugeben ist. Diese Angabe soll den Anlegern ermöglichen, die Empfehlung auf ihre Aktualität zu prüfen.[806] Ist das Datum der Erstellung angegeben, ist die Anlageempfehlung objektiv erstellt und eine informationsgestützte Marktmanipulation muss ausscheiden. Die aktivistischen Leerverkäufer halten diese Anforderung ein.[807] Die Research Reports sind mit dem jeweiligen Datum versehen. Des Weiteren weisen die Leerverkäufer daraufhin, dass keine Aktualisierung der Daten erfolgt. Es droht in diesen Fällen keine Irreführung der Anlegerschaft.

5. Zwischenfazit

Im Ergebnis lassen sich die Research Reports nur vereinzelt als falsche Informationen durch unvertretbare Empfehlungen einordnen. Eine unvertretbare Empfehlung ist nicht schon deshalb anzunehmen, weil die Kursziele in krasser Weise vom aktuellen Börsenkurs abweichen. Die Unvertretbarkeit liegt nur dann vor, wenn die aktivistischen Leerverkäufer die aufgestellten Kursziele als Prognosen nicht hinreichend kennzeichnen und begründen. Naheliegender ist es, den Vorwurf einer Irreführung der Anleger zu erheben, wenn die aktivistischen Leerverkäufer Tatsachen und Meinungen vermischen oder wenn die Anleger durch die massiv einseitigen negativen Informationen einen falschen Eindruck gewinnen können. Kein Verstoß gegen den Grundsatz der Objektivität liegt vor, wenn die

804 *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 125; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 255.
805 Zum ersten Fall *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 125; zum zweiten Fall *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 178.
806 *Koller*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 20 MAR Rn. 44.
807 Anders wohl – ohne nähere Begründung – *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 91.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aktivistischen Leerverkäufer die Zielunternehmen vor der Attacke nicht anhören. Eine Pflicht zur Anhörung lässt sich *de lege lata* nicht begründen. Des Weiteren ist eine Pflicht der Leerverkäufer zur Aktualisierung der Research Reports abzulehnen.

III. Irreführungs- bzw. Kursmanipulationswahrscheinlichkeit

Beinhalten die Research Reports falsche oder irreführende Informationen, müssen diese Informationen gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR (wahrscheinlich) zu einem falschen oder irreführenden Signal oder (wahrscheinlich) zu einem künstlichen Kursniveau führen. Beide potenziellen Effekte sind bereits aus dem Basistatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR bekannt. Die dort gemachten Ausführungen sind grundsätzlich hierher übertragbar.[808] Abgrenzungsschwierigkeiten wie bei der handelsgestützten Marktmanipulation in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR im Rahmen der effektiven Geschäfte stellen sich dagegen nicht. Das Verbreiten von falschen oder irreführenden Informationen zieht immer ein falsches oder irreführendes Signal nach sich. Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR weist damit im Gegensatz zu Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR in jedem Fall ein eindeutiges sozialinadäquates Verhalten auf.[809]

Zur Bestimmung, welche Informationen eine Signalwirkung aussenden, ist eine objektiv-nachträgliche Prognose vorzunehmen. Demnach ist zu fragen, welche Informationen ein verständiger Marktteilnehmer (wahrscheinlich) im Rahmen seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, weil die Informationen (wahrscheinlich) das Angebots- oder Nachfrageverhalten oder unmittelbar den Preis beeinflussen.[810] Zu beachten sind hier die Umstände des Einzelfalls. Neben der Art und dem Anlass der Äußerung spielt auch die Person des Äußernden eine entscheidende Rolle.

---

808 Vgl. auch *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 257; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 114.

809 Zutreffend *Hohn*, in Momsen/Grützner, Wirtschafts- und SteuerstrafR, § 21 Rn. 150.

810 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.3 (S. 81); *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 258; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 446, 450.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Eine Signalwirkung haben in jedem Fall Insiderinformationen im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR.[811] Nach Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR sind Insiderinformationen

„nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen".

Unter den Begriff der Insiderinformation lassen sich in erster Linie all jene Informationen fassen, die den Fundamentalwert eines Finanzinstruments ändern und damit den Kurs erheblich beeinflussen.[812] Die Informationen der Leerverkäufer betreffen Kernanliegen der Unternehmensbewertung wie zum Beispiel Bilanzierungsunregelmäßigkeiten[813] oder Beteiligungsverhältnisse[814] und beeinflussen damit – ihre Richtigkeit unterstellt – den Fundamentalwert der Aktie.[815] Hinzu kommt, dass es sich bei den aktivistischen Leerverkäufern zumeist um renommierte Kapitalmarktakteure handelt, die eine gewisse Reputation aufweisen.[816] Ein verständiger Anleger würde die Informationen aus den Research Reports folglich in seine Anlageentscheidung einbeziehen.

Die zweite Alternative, die Kursmanipulationswahrscheinlichkeit, hat kaum eine eigenständige Bedeutung. Eine Informationsverbreitung, die nicht schon ein falsches oder irreführendes Signal sendet, ist kaum vorstellbar.[817] Bei den Leerverkaufsattacken ist das Tatbestandsmerkmal der Kursmanipulationswahrscheinlichkeit ebenfalls erfüllt, sofern die Leerverkäufer falsche oder irreführende Informationen verbreiten.

---

811 Vgl. nur BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.3 (S. 81).

812 Vgl. zu fundamentalwertbezogenen Informationen *Klöhn*, in Klöhn, Art. 7 Rn. 161.

813 Die BaFin sieht beim Verdacht auf Bilanzmanipulation „in der Regel ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial", vgl. Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. I.2.1.5.13 (S. 22); zurückhaltender *Markworth*, BKR 2020, 438, 444 nach Fn. 68.

814 Vgl. auch § 2 Abs. 3 Nr. 1 MaKonV.

815 Dazu oben § 7 B. III. (S. 74 ff.).

816 Vgl. auch Erwägungsgrund 28 MAR.

817 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 266; *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt, WirtschaftsStrafR-HdB, Kap. 11 Rn. 146.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

IV. Subjektiver Tatbestand

Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR weist ausdrücklich einen subjektiven Tatbestand auf. Der subjektive Tatbestand verlangt Vorsatz („wusste") oder Fahrlässigkeit („hätte wissen müssen"). Bezugspunkt des subjektiven Tatbestandes ist die falsche oder irreführende Information. Der subjektive Tatbestand ist gesetzlich nicht näher konkretisiert und auch in der Literatur bislang wenig ausdifferenziert.

Für das Vorsatzerfordernis reicht bedingter Vorsatz (*dolus eventualis*) aus,[818] da der Tatbestand keine Hinweise auf eine strengere Form enthält. Ob Vorsatz vorliegt, hängt in erster Linie vom Informationsstand des Äußernden ab.[819] Vorsatz liegt etwa vor, wenn ein Leerverkäufer Angaben „ins Blaue hinein" tätigt.[820] Hat der Leerverkäufer nämlich keine vertrauenswürdige Quelle zu seiner Entscheidungsgrundlage gemacht, dann hat er die Unrichtigkeit der Information billigend in Kauf genommen. An einen solchen Vorwurf ist etwa in dem Fall Gotham City Research gegen Aurelius zu denken, als behauptet wurde, eine Beteiligungsgesellschaft existiere nicht. Naheliegend ist es auch, dass in den Fällen einer Irreführung, etwa durch massiv einseitige negative Informationen, die aktivistischen Leerverkäufer wissentlich handelten.

Die aktivistischen Leerverkäufer werden immer behaupten, sie seien von der Richtigkeit ihrer Informationen überzeugt und sie hätten ausführliche Recherchen unternommen. Kann den Leerverkäufern kein Vorsatz nachgewiesen werden bzw. liegt kein Vorsatz vor, kann den Leerverkäufern der Vorwurf der Fahrlässigkeit entgegengehalten werden. Zu fragen ist, was eine verständige Person in der konkreten Situation hätte wissen müssen (einfache Fahrlässigkeit).[821] Für den Maßstab der einfachen Fahrlässigkeit spricht zum einen die englische Fassung („ought to know"), zum anderen der Umstand, dass das europäische Kapitalmarktrecht die Unterscheidung

818 *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 563.

819 Vgl. *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 563, die aber daneben noch auf die Stellung und Reputation des Äußernden abstellen.

820 *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 324; *Möllers/Schauer*, NZG 2021, 1333, 1339.

821 *Veil*, ZGR 2016, 305, 311; *Moloney*, EU Securities Regulation, S. 742; *Gerner-Beuerle*, in Lehmann/Kumpan, Art. 12 MAR Rn. 17; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.3 (S. 82); a. A. *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 248 (zum MAR-Entwurf): Leichtfertigkeit; ebenso *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 661.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zwischen grober und einfacher Fahrlässigkeit kennt.[822] Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR gibt damit einen objektiven Maßstab vor. Auf die Tätervorstellung, also die Vorstellung des Leerverkäufers, kommt es nicht an. Fahrlässig handelt insbesondere der, der die objektiven Sorgfaltsanforderungen des Art. 20 MAR außer Acht lässt und dadurch falsche oder irreführende Informationen verbreitet.

V. Tatbestandsausschluss gemäß Art. 21 MAR

Im Rahmen der informationsgestützten Marktmanipulation ist der Tatbestandsausschlussgrund[823] des Art. 21 MAR zu beachten. Nach Art. 21 MAR sind Informationen, die für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien verbreitet werden, privilegiert. In diesen Fällen sind die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen.

Können sich die Leerverkäufer auf die Freiheit der Meinungsäußerung berufen? Das behaupten sie teilweise von sich selbst. Einer von ihnen, *Daniel Yu* von Gotham City, äußerte sich wie folgt: „Wir sind Investoren, die regelmäßig ihre Redefreiheit ausüben."[824] Dieser Frage gilt es nun näher nachzuspüren.

1. Hintergrund der Regelung

Art. 21 MAR dient einem interessengerechten Ausgleich zwischen dem grundrechtlichen Schutz der Meinungs- und Pressefreiheit auf der einen und der Kapitalmarktintegrität auf der anderen Seite.[825] Im Rahmen der Interessenabwägung ist auf der einen Seite zu ermitteln, wie schwer der Verlust für die Meinungs- und Pressefreiheit wiegt, würde man die Sank-

822 *Veil*, ZGR 2016, 305, 310, 311.

823 *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2246; zum alten Recht bereits *Nossol*, Marktmanipulation versus Pressefreiheit, S. 78; a. A. *Flaig*, Wirtschaftsjournalismus und Markt, S. 103: Prüfung im Rahmen des Verschuldens.

824 Zitat aus *Littmann*, Die Rückkehr der Bären – Welche Shortseller besonders gefährlich sind, WirtschaftsWoche Online vom 4. Februar 2019 (Link in Fn. 390); so berichten *Walker/Forbes*, 68 Bus. Law. 687, 689 (2013) von Fällen, in denen sich die Leerverkäufer in den USA erfolgreich darauf berufen haben.

825 Vgl. Erwägungsgrund 77 MAR.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tion des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR auf die Informationsverbreitung anwenden. Auf der anderen Seite der Interessenabwägung steht der drohende Schaden für die Marktintegrität, wenn man die Informationsverbreitung nicht einschränken würde.

Der europäische Gesetzgeber hat mit Art. 21 MAR eine rein deklaratorische Regelung geschaffen, da sich das Erfordernis der Abwägung mit der Meinungs- und Pressefreiheit bereits unmittelbar aus Art. 11 Charta der Grundrechte der Europäischen Union (GRCh) ergibt. Die einfachgesetzliche Regelung in Art. 21 MAR geht jedoch Art. 11 GRCh vor.[826]

2. Tatbestandsvoraussetzungen

Tatbestandlich setzt Art. 21 MAR die Informationsverbreitung für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien voraus. Ausgeschlossen ist das Privileg, wenn die Informationsverbreitung zu manipulativen oder eigennützigen Zwecken erfolgt.

a) Verbreitung von Informationen

Art. 21 verlangt eine Verbreitung von Informationen für den Zweck von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR. Dies bedeutet, dass das Privileg nur dann eingreifen kann, wenn die Informationsart und der Äußerungsakt mit dem zu prüfenden Tatbestand übereinstimmen.[827] Das Begriffsverständnis des Art. 21 MAR ist mit anderen Worten so zu bestimmen wie im Kontext des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR. Für die aktivistischen Leerverkäufer wurde eine Informationsverbreitung bejaht.[828]

b) Journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien

Die Leerverkäufer müssten ihre Informationen für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien verbreiten, um vom Tatbestand des Privilegs erfasst zu sein.

---

826 *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2242; *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 21 MAR Rn. 3.
827 *Klöhn*, in Klöhn, Art. 21 Rn. 10.
828 Oben unter § 12 A. I. (S. 144 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aa) Journalistische Zwecke

Eine Definition der Verbreitung von Informationen für *journalistische Zwecke* findet sich im Gesetz nicht. Das Tatbestandsmerkmal ist weit zu verstehen und knüpft an eine funktionsbezogene Betrachtungsweise an. Eine Orientierung an klassischen Berufsbildern kommt nicht in Betracht,[829] da diese den Tatbestand unnötig einengen würden. Vor diesem Hintergrund scheiden die aktivistischen Leerverkäufer nicht schon aus dem Tatbestand aus, weil es sich nicht um „professionelle Journalisten" handelt.[830] Eine Auslegung hat sich vielmehr an den Grundsätzen zu Art. 11 Abs. 2 GRCh zu orientieren.

Im sachlichen Anwendungsbereich ist ein breiter Tätigkeitsbereich geschützt. Geschützt werden umfassende, mit der Pressearbeit verbundene Tätigkeiten wie die Recherchetätigkeit, die Redaktionsarbeit bis hin zur Verbreitung der Information.[831] Solche Tätigkeiten nehmen die aktivistischen Leerverkäufer mit ihrer kritischen Analysearbeit wahr.[832]

Der persönliche Schutzbereich umfasst jeden, der in die Herstellung und Verbreitung periodischer Presseerzeugnisse eingebunden ist.[833] Das sind in erster Linie Journalisten, Verleger und Herausgeber. Dabei muss der Erklärende ein Mindestmaß an redaktioneller Bearbeitung der Informationen erreichen.[834] Einbezogen sind sowohl natürliche als auch juristische Personen.[835] Wer zu journalistischen Zwecken handelt, muss zwar nicht hauptberuflich handeln, jedoch scheidet ein Handeln zu rein priva-

829 Vgl. *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2242; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 714; *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 21 MAR Rn. 4; für ein formales Begriffsverständnis im Rahmen des § 34b Abs. 4 WpHG a. F. RegE Begr. zum AnSVG BT-Drucks. 15/3174, S. 39.

830 So aber *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 262.

831 *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 21 MAR Rn. 8; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244; s. auch EuGH-GA *Kokott*, Schlussanträge v. 16.9.2021 – Rs. C-302/20, DB 2021, 2341 Rn. 73 ff., insbes. Rn. 76 und im Anschluss EuGH v. 15.3.2022 – Rs. C-302/20, CELEX 62020CJ0302 = ZIP 2022, 738 Rn. 68; allgemein *Jarass*, GRCh, Art. 11 Rn. 18.

832 Ebenso *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 98.

833 *Klöhn*, in Klöhn, Art. 21 Rn. 15.

834 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 70; allgemein *Jarass*, GRCh, Art. 11 Rn. 17.

835 *Jarass*, GRCh, Art. 11 Rn. 19; *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 21 MAR Rn. 6; a. A. zum alten Recht *Kämmerer/Veil*, BKR 2005, 379, 384: nur natürliche Personen.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ten Zwecken aus.[836] Die aktivistischen Leerverkäufer verfolgen ein profitables Geschäftsmodell und handeln nicht zu rein privaten Zwecken. Jedoch ist bei den aktivistischen Leerverkäufern problematisch, dass keine klassischen periodischen Presseerzeugnisse vorliegen. Weil weder Druckerzeugnisse noch feste Veröffentlichungstermine bestehen, fallen die Leerverkäufer nicht unter das Tatbestandsmerkmal der „journalistischen Zwecke".[837]

bb) Andere Ausdrucksformen in den Medien

Für Äußerungen der aktivistischen Leerverkäufer bleibt aber der Weg über die „andere[n] Ausdrucksformen in den Medien" offen. Dieser Passus ist ein Auffangtatbestand[838] und im Lichte des allgemeinen Kommunikationsgrundrechtes auf europäischer Ebene (Art. 11 GRCh) weit auszulegen. Der Auffangtatbestand umfasst grundsätzlich alle Massenmedien, die einem unbestimmten, von vornherein nicht begrenzten Personenkreis zur Verfügung stehen,[839] also auch das Internet und soziale Netzwerke wie Twitter. Als Ausdrucksformen erfasst der Tatbestand Meinungs- und Tatsachenäußerungen oder sonstige Informationen.[840] Äußerungen unterfallen dem Tatbestand unabhängig von Inhalt und Qualität. Genau dieser Massenmedien und dieser Ausdrucksformen bedienen sich die aktivistischen Leerverkäufer. Der Auffangtatbestand ist folglich bei einer Leerverkaufsattacke eröffnet.[841]

836 *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2243; *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 70; EuGH-GA *Kokott*, Schlussanträge v. 16.9.2021 – Rs. C-302/20, DB 2021, 2341 Rn. 79; Deutscher Presserat, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung, 11. September 2019, S. 7: aus journalistischen Motiven und damit in Ausübung des Berufs.

837 Vgl. *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 98.

838 *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 204; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244.

839 *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2244; *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 321; *Jarass*, GRCh, Art. 11 Rn. 17.

840 *Klöhn*, in Klöhn, Art. 21 Rn. 23 f. m. N. zur Rspr.

841 Wie hier *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 262; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 99; *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 321.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

c) Rückausnahmen

Der Tatbestand des Art. 21 MAR hält zwei Rückausnahmen bereit. Dabei handelt es sich um eine verfassungsrechtlich nicht zu beanstandende typische, vorweggenommene Abwägungsentscheidung des Gesetzgebers.[842] Die Abwägungsentscheidung fällt in diesen Fällen zugunsten der Marktintegrität aus. Ein schützenwertes Interesse an der Informationsverbreitung besteht nicht, wenn nach Art. 21 lit. a MAR ein eigennütziger Zweck besteht oder wenn nach Art. 21 lit. b MAR ein manipulativer Zweck vorliegt.

Ein eigennütziger Zweck besteht dann, wenn einer betreffenden Person oder mit dieser Person in enger Beziehung stehenden Personen ein Vorteil oder Gewinn aus der Verbreitung der betreffenden Information erwächst. Als Vorteil oder Gewinn ist jede direkte oder indirekte Besserstellung bezüglich der wirtschaftlichen, rechtlichen oder persönlichen Lage zu verstehen.[843] Mit den eingestrichenen Gewinnen erlangen die aktivistischen Leerverkäufer einen wirtschaftlichen Vorteil. Zwar reicht das alleinige Halten einer Position nicht aus,[844] jedoch erfolgt die Veröffentlichung vorrangig mit dem Ziel, durch den Kursverfall einen Vorteil zu erzielen. Damit besteht ein objektiver Zusammenhang zwischen der Position und der Informationsverbreitung.[845] Das zeigt auch die Kurzfristigkeit, mit der die Leerverkäufer agieren. Einer Absicht bedarf es dagegen nicht.[846] Die Rückausnahme nach Art. 21 lit. a MAR ist bei den aktivistischen Leerverkäufern erfüllt.[847] Dies gilt auch für den (häufigen) Fall, dass der Leerverkäufer seine Aktivitäten auf verschiedene Rechtsträger aufteilt, von denen sich einzelne auf die Analyse und Veröffentlichung von Informationen konzentrieren, während andere mit Anlagekapital Dritter entsprechende Positionen aufbauen. Da diese verschiedenen Rechtsträger im Rahmen einer Leerverkaufsattacke zusammenarbeiten, handelt es sich um in enger

842 *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 321; *Spindler*, NZG 2004, 1138, 1143.

843 *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 21 MAR Rn. 18; *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245.

844 *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245. Hintergrund ist, dass Journalisten nicht an einem Pressebericht gehindert werden sollen, nur weil sie ein Finanzinstrument zufällig halten und bei Gelegenheit eine Kursveränderung eintritt.

845 Vgl. *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 715.

846 *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 435 mit Fn. 89.

847 *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 321; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 310; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 716; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 435; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 263; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 100 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Beziehung stehende Personen, sodass es bei der Ausnahme des Art. 21 lit. a MAR bleibt.[848]

Zudem ist der Schutz nach Art. 21 lit. b MAR zu versagen, wenn die Absicht besteht, den Markt irrezuführen. Einen Irreführungserfolg, also einen Irrtum, braucht es nicht. Unter Absicht ist bereits Wissentlichkeit, also *dolus directus* zweiten Grades, zu verstehen, da der Äußernde in diesem Fall weiß, dass kein überwiegendes Interesse an der Informationsverbreitung bestehen kann.[849] Kann man nachweisen, dass die Irreführung, insbesondere der unrichtige Gesamteindruck durch die evident einseitige Informationslage,[850] absichtlich war, ist den Leerverkäufern auch nach Art. 21 lit. b MAR die Privilegierung zu versagen.[851]

3. Zwischenergebnis

Da sich die aktivistischen Leerverkäufer nicht auf das Tatbestandsprivileg des Art. 21 MAR berufen können, braucht es keiner näheren Erläuterungen der Rechtsfolgen des Art. 21 MAR.

VI. Konkurrenzverhältnis zu Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR

Die aktivistischen Leerverkäufer können folglich den informationsgestützten Tatbestand nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR verwirklichen. Umstritten ist die Frage, ob man die Informationsverbreitung einer Leerverkaufsattacke auch unter den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR subsumieren kann. Dies wäre dann der Fall, wenn die Informationsverbreitung nicht abschließend in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR geregelt wäre. Nach Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR ist „jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung", die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen den Kurs eines Finanzinstruments beeinflusst, eine verbotene Marktmanipulation.

Mülbert will durch den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR die Informationsverbreitung erfasst sehen, wenn sie in einem unmittelbaren

848 *Link*, ZGR 2021, 904, 927 f.
849 *Klöhn/Büttner*, WM 2016, 2241, 2245; *Kumpan/Schmidt*, in Schwark/Zimmer, Art. 21 MAR Rn. 20; vgl. auch zur Informationsverbreitung im Rahmen des § 826 BGB *Conring*, BKR 2018, 489, 492.
850 Oben § 12 A. II. 2. c) bb) (S. 167 ff.).
851 *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 263; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 101.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zusammenhang mit einer Transaktion steht.[852] Bestehe ein *zeitlicher und sachlicher Zusammenhang* zwischen Transaktion und falscher oder irreführender Informationsverbreitung, sei Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR im Vergleich zu Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR spezieller.[853] Dazu führt er den Indikator Anhang I Abschnitt B lit. a MAR an. Dieser bietet Anhaltspunkte für eine manipulative Praktik, wenn eine Person im Zusammenhang mit ihrer Transaktion falsche oder irreführende Informationen verbreitet. Den Indikator sieht *Mülbert* durch die Leerverkaufsattacken verwirklicht, sofern die Informationen falsch oder irreführend sind.[854]

Gegen die Subsumtion der Informationsverbreitung unter den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR spricht zunächst, dass die Marktmanipulation durch sonstige Täuschungshandlungen im Rahmen des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR grundsätzlich als (handelsgestützter)[855] Auffangtatbestand einzuordnen ist.[856] Gegen die Ansicht *Mülberts* spricht ferner, dass

852 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 141; ebenso *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 67, 75, 77.

853 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 141; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 68; ähnlich zum alten Recht *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Anh. I – § 4 MaKonV Rn. 13; *Vogel*, in Assmann/Schneider, § 20a Rn. 228; für ein Nebeneinander der beiden Tatbestände *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 658; *Schmolke*, AG 2016, 434, 443 und 444; wohl auch *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312; für eine Auffangfunktion des lit. b etwa *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 96; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 176.

854 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 161; ebenso für eine Subsumtion unter lit. b *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 59; *Wentz*, WM 2019, 196, 200 f.; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 13 f.; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 138; ferner in diese Richtung *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 143 bei Fn. 350.

855 *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 455; *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 78; *Poelzig*, NZG 2016, 528, 536; *Renz/Leibold*, CZZ 2016, 157, 167; zum Entwurf *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 602 und *Kiesewetter/Parmentier*, BB 2013, 2371, 2375 mit Fn. 76; ferner ohne nähere Ausführungen ESMA, MAR Review report, 23 September 2020, ESMA70-156-2391, S. 21 Nr. 29.

856 Nicht zwingend erscheint es, auch sog. handlungsgestützte Manipulationsformen unter den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR zu subsumieren, da diese aus ökonomischer Sicht keine Marktmanipulation im engeren Sinne darstellen (s. oben § 5 B. III. (S. 56) und bereits in Fn. 424). Dafür aber *Anschütz/Kunzelmann*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 14 Rn. 78; *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt, WirtschaftsStrafR-HdB, Kap. 11 Rn. 132 (darauf beschränkt).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

das Kriterium des unmittelbaren Zusammenhangs zu unbestimmt ist,[857] um als taugliches Abgrenzungsmittel zwischen den Tatbeständen zu dienen. Schaut man sich die beiden Indikatoren in Anhang I Abschnitt B MAR an, ergibt sich kein rechtssicherer Rahmen, wann ein zeitlich-sachlicher Zusammenhang bestehen soll. Der Gesetzgeber hat bei den Indikatoren in Anhang I Abschnitt B MAR lediglich auf unbestimmte Begriffe wie „vorab oder im Nachhinein" bzw. „bevor oder nachher" abgestellt. Angesichts der höchst unterschiedlichen „Halbwertszeit" von Informationen auf dem Kapitalmarkt ist der vorgeschlagene (zeitliche) Zusammenhang[858] als Abgrenzungskriterium völlig ungeeignet.[859] Dies bringt nur zusätzliche Rechtsunsicherheit in die ohnehin offen und weit formulierten Tatbestände.

Problematisch ist weiter, dass der informationsgestützte Basistatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR ausdrücklich einen subjektiven Tatbestand normiert. *Mülbert* verlangt zur Verwirklichung des Basistatbestandes der sonstigen Täuschungshandlung in Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR ein Vorsatzerfordernis,[860] sodass sich nach seiner Ansicht keine Abgrenzungsprobleme im subjektiven Tatbestand stellen. Es erscheint jedoch wenig konsequent, dass ein zeitlich-sachlicher Konnex zwischen Informationsverbreitung und Transaktion, wie ihn *Mülbert* für Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR fordert, nur bei vorsätzlichem Handeln anzunehmen wäre, jedoch nicht für fahrlässiges Handeln, welches ebenfalls von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR erfasst ist.[861] Zudem ist auch der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR objektiv ausgestaltet,[862] sodass Wertungsprobleme mit dem subjektiven Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR bestehen, weil man kein Vorsatzerfordernis in den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR hineinlesen kann.

---

857 Darauf weisen auch *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 77 hin, die grundsätzlich der Ansicht *Mülberts* folgen; vgl. zu diesem Kriterium auch *Knauth/Käsler*, WM 2006, 1041, 1050.

858 Erstmals wohl von *Vogel*, in Assmann/Schneider, § 20a Rn. 228 zur alten Rechtslage mit herangezogener Begründung „BR-Drs. 18/05, S. 16", wo sich aber dieses Kriterium nicht herleiten lässt. Vgl. dazu *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 192 Fn. 597, der aber selbst bei *Vogel* auf „Rn. 182" verweist und „BT-Drs. 18/05, S. 16" zitiert.

859 Ähnlich kritisch *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 192.

860 Vgl. *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 157.

861 So der berechtigte Einwand von *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 661.

862 *Moloney*, EU Securities Regulation, S. 742; *Poelzig*, NZG 2016, 528, 536; *Joost/Strohn*, in E/B/J/S, HGB, Anhang I MAR Rn. 43; grundsätzlich auch *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 68.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zimmer/Bator, die *Mülbert* bei dem sachlich-zeitlichen Zusammenhang folgen, meinen dagegen, das objektive „Mehr" der Handelstätigkeit, die in zeitlich-sachlichem Zusammenhang mit dem täuschenden Verhalten stehe, kompensiere den Verzicht auf das in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR vorausgesetzte subjektive Merkmal.[863] Gegen das objektive „Mehr" im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR sprechen jedoch zwei Gründe: Erstens erfasst der subjektive Tatbestand in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR vorsätzliches und fahrlässiges Handeln. Unklar ist, ob das objektive „Mehr" beide Formen aufwiegen soll und ob es dann Unterschiede im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR hinsichtlich des objektiven Unrechts geben muss. Zweitens ist der subjektive Tatbestand bei der informationsgestützten Marktmanipulation nicht ohne Grund vorzufinden. Der subjektive Tatbestand trägt der Unsicherheit über den Wahrheitsgehalt einer Information im Zeitpunkt der Äußerung Rechnung. Er soll verhindern, dass jede falsche oder irreführende Information dem Tatbestand unterfällt, auch wenn sie der Absender mit der gebotenen Sorgfalt recherchiert hat. Der subjektive Tatbestand dient mithin dem Schutz des Absenders. Dieser Schutz ist verfassungsrechtlich geboten, denn die Richtigkeit einer Information hat Bedeutung für den grundrechtlichen Schutz der Meinungsfreiheit.[864] Das Risiko einer unwahren Aussage ist dem Äußernden nur dann anzulasten, wenn er Vorsatz hatte oder unter keinen Umständen auf die Richtigkeit vertrauen durfte.[865] Kompensiert man den subjektiven Tatbestand durch objektive Kriterien, ist der Unsicherheit bei einer Äußerung über den Wahrheitsgehalt aus *ex ante*-Sicht nicht mehr entsprochen und der gebotene Schutz ist nicht gewährleistet.

Im Ergebnis ist bei der Informationsverbreitung allein Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR anwendbar.[866]

---

863 *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 68.

864 Vgl. BVerfG v. 3.6.1980 – 1 BvR 797/78, BVerfGE 54, 208, 219 = NJW 1980, 2072, 2073 (Böll).

865 Vgl. *Ohler*, AfP 2010, 101, 104 m. w. N.; in diese Richtung auch *Fleischer*, in Fuchs, § 20a Rn. 145; *Mock*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 450.

866 Ein Rückgriff auf Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR käme bei kommunikativen Verhalten nur dann in Betracht, wenn die objektiven Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR nicht vorliegen, z. B. weil keine „Verbreitung" im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR vorliegt. Vgl. *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 106; *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 92; a. A. für einen abschließenden Charakter der informationsgestützten Marktmanipulation *Seier*, Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen, S. 264; *Trüstedt*, Verbot von Börsenkursmanipulation, S. 145 (§ 88 BörsG).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

B. Ergebnis der Prüfung zu Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR

Knüpft man im Rahmen der Leerverkaufsattacken an die Informationsverbreitung durch die Research Reports an, sind diese allein am Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zu messen. Die aktivistischen Leerverkäufer verbreiten die Research Reports über das Internet und erreichen damit eine große Anzahl an Personen.

Ob es sich bei den Leerverkaufsattacken um eine informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR handelt, hängt in entscheidender Frage davon ab, wie man den Inhalt der Research Reports bewertet.[867] Für die bisher bekannten Fälle der Leerverkaufsattacken konnten verschiedene Anhaltspunkte herausgearbeitet werden, die im konkreten Einzelfall eine nähere Untersuchung erforderlich machen:

Die Research Reports der Leerverkäufer weisen Kursziele aus, die erheblich vom aktuellen Kurs abweichen und in einigen Fällen nahe 0 € liegen. Das Kursziel als Prognose mit sehr subjektiven Elementen und weitem Beurteilungsspielraum muss plausibel und nachvollziehbar sein. Kaum ein geeignetes Mittel zur Überprüfung ist der Vergleich mit anderen Empfehlungen. Erst wenn keine ausreichende Prognosekennzeichnung und Prognoseerläuterung vorliegt, sind die Kursziele der Leerverkäufer als unvertretbar einzuordnen. Der Gesetzgeber hat diese Pflicht in Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 lit. d DelVO (EU) 2016/958 normiert, die auch im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR Geltung beansprucht.

Daneben können die Research Reports einen unrichtigen Gesamteindruck vermitteln. Dieser kann daraus resultieren, dass die aktivistischen Leerverkäufer das Gebot zur Trennung von Tatsachen und Werturteilen nicht einhalten (vgl. Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 3 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958). Ferner ist der Vorwurf der einseitigen Darstellung zu erheben; die Ungleichgewichtung von negativen zu positiven Informationen muss jedoch evident sein. Die Offenlegung des Interessenkonfliktes hebt den unrichtigen Gesamteindruck nicht auf. Aus der Offenlegung des Interessenkonfliktes folgt nicht, dass ein Anleger mit einer einseitigen Empfehlung zu rechnen hat.

Kein Vorwurf ist zu erheben, dass die aktivistischen Leerverkäufer das Zielunternehmen zu den Anschuldigungen vorher nicht anhören. Eine Pflicht zur Anhörung lässt sich *de lege lata* nicht begründen. Der europäische Gesetzgeber hat in Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 4 Abs. 1 lit. a

867 Nur im Einzelfall und jedenfalls schwer möglich, so *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 264.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

DelVO (EU) 2016/958 die Pflicht des Erstellers normiert, einen Hinweis aufzunehmen, wenn er die Empfehlung gegenüber dem Emittenten zuvor offengelegt und anschließend geändert hat. Aus dieser Norm ergibt sich, dass eine Anhörung des Emittenten zulässig, aber nicht verpflichtend ist. Eine Pflicht zur Anhörung kann vor diesem Hintergrund nicht in Art. 3 Abs. 1 lit. c DelVO (EU) 2016/958 verankert werden. Eine extensive Auslegung des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR ist auch mit der Begründung einer abschreckenden Wirkung für die Leerverkäufer durch die Anhörungspflicht abzulehnen. Diese könnten sich zurückziehen und dadurch wäre die Informationseffizienz beeinträchtigt. Ebenso ist eine Pflicht zur Aktualisierung abzulehnen. Stehengelassene Reports im Internet sind nach Schließung der Short-Position nicht falsch oder irreführend. Die Information, es bestehe eine Short-Position, ist lediglich überholt und es erfolgt keine aktive erneute Verbreitung der nun überholten Information. Zudem genügen die Hinweise mit Datumsangabe der Leerverkäufer, um einer Irreführung entgegenzuwirken.

Konnte man in einem Research Report eine falsche oder irreführende Information nachweisen, liegen auch die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen bei einer Leerverkaufsattacke vor. Den Leerverkäufern ist Vorsatz vorzuwerfen, wenn keine Tatsachenprüfung erfolgte, da sie in diesen Fällen die Unrichtigkeit billigend in Kauf nahmen. Sind die Anforderungen an die sorgfältige Erstellung einer Anlageempfehlung nicht eingehalten, liegt in der Regel einfache Fahrlässigkeit vor. Es kommt nicht auf die Sicht des aktivistischen Leerverkäufers an, sondern darauf, was eine verständige Person in der konkreten Situation hätte wissen müssen.

Zuletzt ist festzuhalten, dass bei den aktivistischen Leerverkäufern der Tatbestandsausschluss gemäß Art. 21 MAR (Presseprivileg) nicht eingreift, da die Informationsverbreitung zu eigennützigen Zwecken oder in der Absicht der Irreführung erfolgt.

§ 13 Marktmanipulation durch Unterlassen bei Verletzung der Offenlegungspflicht aus der Leerverkaufsverordnung

Dritter Untersuchungsgegenstand ist eine Marktmanipulation durch Unterlassen. In vielen Fällen erfolgt bei einer Leerverkaufsattacke keine (rechtzeitige) Meldung über die eingegangene Netto-Leerverkaufspositi-

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

on.[868] Nach Art. 6 Abs. 1 LVVO sind Netto-Leerverkaufspositionen ab einer Schwelle von 0,5 % im Bundesanzeiger zu veröffentlichen. Dass keine Meldung erfolgt, kann zwei Gründe haben: Einerseits könnten die Leerverkäufer keine höheren Positionen als 0,5 % halten[869] und damit der Offenlegungspflicht nicht unterliegen. Andererseits könnten sie Positionen über 0,5 % halten und nicht (rechtzeitig) veröffentlichen. Der Verstoß gegen die Offenlegungspflicht könnte durch Art. 12 Abs. 1 MAR zu sanktionieren sein.

Die Frage nach einem Unterlassen im Kontext der Marktmanipulation stellt eine der umstrittensten Fragen des aktuellen Marktmissbrauchsrechts dar. Im alten deutschen Recht war ein Unterlassungsvorwurf ausdrücklich in § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 Alt. 2 WpHG geregelt. Verboten war das Verschweigen von bewertungserheblichen Angaben entgegen bestehenden Offenlegungsvorschriften. Da die Marktmissbrauchsrichtlinie keine ausdrückliche Unterlassungsvariante kannte, handelte es sich bei der deutschen Norm um eine überschießende Richtlinienumsetzung.[870]

Die Frage, ob eine unterlassene Informationsverbreitung durch Art. 12 Abs. 1 MAR sanktioniert wird, hat im geltenden Marktmissbrauchsrecht eine enorme Praxisbedeutung: Die Unterlassung bzw. der zeitliche Aufschub einer gemäß Art. 17 MAR gebotenen Ad-hoc-Mitteilung führt nach § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG zunächst einmal nur zu einer Ordnungswidrigkeit. Diese Ordnungswidrigkeit wird nur mit einer Geldbuße sanktioniert. Ordnet man eine unterlassene Ad-hoc-Mitteilung dagegen auch als Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 MAR ein, kann der Verstoß dagegen nach §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG strafrechtlich mit einer Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe sanktioniert werden.[871]

Die folgende Untersuchung geht zunächst der Grundsatzfrage nach, ob eine Handlung, die ein Marktakteur entgegen einer bestehenden Offenle-

868 Vgl. *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 234; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316.

869 Eine Studie von 2016 zieht den Schluss, dass viele Leerverkäufer bewusst unterhalb der Veröffentlichungsschwelle bleiben, s. die Untersuchung von *Jank/Roling/Smajbegovic*, Flying under the radar: the effects of short-sale disclosure rules on investor behavior and stock prices, 2016, Discussion Paper, Deutsche Bundesbank No 25/2016; ferner dazu *Mazzacurati*, in ESMA, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, 2018, S. 60 ff.

870 *Mock*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 42; *Bator*, BKR 2016, 1, 3; ebenso in Großbritannien und Griechenland, vgl. *Staikouras*, 19 Eur. Bus. L. Rev. 775, 807 f. (2008).

871 Zur Sanktionsseite näher unten § 15 (S. 232 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gungspflicht nicht vornimmt, einen der Basistatbestände des Art. 12 Abs. 1 MAR verwirklichen kann (A.). Im Anschluss ist zu untersuchen, ob ein Verstoß gegen die Offenlegungspflicht aus Art. 6 Abs. 1 LVVO geeignet ist, die Anleger in die Irre zu führen (B.).

A. Echtes Unterlassungsdelikt im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR?

Mithilfe des europäischen Methodenkanons ist der Frage nachzugehen, ob die Basistatbestände des Art. 12 Abs. 1 MAR eine Begehung durch Unterlassen erfassen.

I. Wortlaut

Umstritten ist, welcher der Basistatbestände des Art. 12 Abs. 1 MAR bei einer unterlassenen Handlung überhaupt anwendbar sein könnte. Um zu einer klärenden Erörterung des Problems zu gelangen, ist an dieser Stelle zwischen den einzelnen Basistatbeständen des Art. 12 Abs. 1 MAR zu differenzieren. Für die Lösung des Problems ist entscheidend, ob man an der ökonomischen Grundeinteilung der Basistatbestände des Art. 12 Abs. 1 MAR festhält und die informationsgestützte Marktmanipulation abschließend in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR erfasst sieht.[872] Die unterlassene Handlung stellt nämlich eine Fallgruppe der informationsgestützten Marktmanipulation dar, weil die unterlassene Handlung gegen eine Informationsoffenlegungspflicht verstößt. Eine handelsgestützte Marktmanipulation durch Unterlassen ist nicht denkbar.[873]

Hält man an der ökonomischen Einteilung nicht mehr fest und lässt eine informationsgestützte Marktmanipulation in den beiden Auffangtatbeständen „jede andere Handlung“ (lit. a) bzw. „jegliche sonstige Tätigkeit oder Handlung“ (lit. b) zu, wäre eine Begehung durch Unterlassen grundsätzlich in diesen beiden Basistatbeständen zu verorten. Ein Teil der Literatur liegt auf dieser Linie und hält ein Unterlassen in den Tatbeständen des Art. 12 Abs. 1 lit. a bzw. lit. b MAR für möglich.[874] Der Begriff der

872 So auch die Einschätzung von *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 656 und 661.

873 Vgl. *Hohn*, in Momsen/Grützner, Wirtschafts- und SteuerstrafR, § 21 Rn. 122.

874 So etwa *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 252 f.; *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.40; *Joost/Strohn*, in E/B/J/S, HGB,

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

„Handlung" sei mit Blick auf die englische Fassung weit auszulegen. Die englische Fassung verwende nämlich den Begriff „behavior", welcher auch ein Unterlassen erfasse.[875]

Dagegen wendet ein Teil der Literatur ein, die konkreten Tatvarianten in lit. a und lit. b verwendeten zwar den Begriff „behavior", aber nach dem Einleitungssatz des Art. 12 Abs. 1 MAR müsste dieses Verhalten eine „activity", also eine Handlung, darstellen.[876] Insoweit erscheine eine Unterlassungshaftung mit Blick auf den Wortlaut in Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR zweifelhaft. Zudem führten die Indikatoren und präzisierenden Beispiele, die den Basistatbeständen des Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR zugeordnet sind, an keiner Stelle ein Unterlassen auf.[877] Ein echtes Unterlassen scheide damit aufgrund der aktiven Formulierungen aus.[878]

Ordnet man dagegen wie hier vertreten die informationsgestützte Marktmanipulation ausschließlich dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zu, ist die Frage nach einem echten Unterlassen dort zu erörtern.[879]

Anhang I MAR Rn. 29, 36; *Blachnio-Parzych*, in Banach-Gutierrez/Harding, EU Criminal Law and Policy, 2018, S. 233, 235; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; *Tröger/Opitz*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 1001, 1015. Teilweise wird auf eine genaue Einordnung zu den Basistatbeständen verzichtet, vgl. *de Schmidt*, RdF 2016, 4, 5 f.; *Brand/Hotz*, NZG 2017, 976, 982 f.

875 *Brand/Hotz*, NZG 2017, 976, 982 f. mit Fn. 105; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; darauf hinweisend auch schon *Schmolke*, AG 2016, 434, 439; ferner zur MAD *Staikouras*, 19 Eur. Bus. L. Rev. 775, 807 (2008), wo im englischen Recht mit dem Begriff „behavior" auch ein Unterlassen erfasst war.

876 Zu diesem Argument *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 98; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 438; zuvor *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1192 Fn. 31.

877 Auch mit Untersuchung anderer Sprachfassungen *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 98; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 438.

878 So im Ergebnis *Bator*, BKR 2016, 1, 3; *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1192; *Saliger*, WM 2017, 2329, 2331; *Böse*, wistra 2018, 22; *Rückert*, NStZ 2020, 391; *Wegner/Ladwig*, JuS-Extra 2020, 9; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 98; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 58, 143; *Gehrmann*, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt, WirtschaftsStrafR-HdB, Kap. 11 Rn. 156; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 438; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Rn. 170 (zum MAR-Entwurf).

879 Ebenso *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 445 a. E., 449; *Cless*, Unionsrechtliche Vorgaben für eine zivilrechtliche Haftung bei Marktmissbrauch, S. 165; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 657; *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157, 166.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Diese Sichtweise scheint auch die ESMA in ihren Q&A zur Marktmissbrauchsverordnung anzunehmen, ohne dies ausdrücklich klarzustellen:[880]

„Under MAR, an issuer can also be liable for market manipulation in case of dissemination of false and misleading information, *including failure to properly disclose inside information to the public*."

Große Teile der Literatur halten dagegen eine Begehung durch Unterlassen im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR für nicht möglich.[881] Der Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR spreche von „Verbreitung", was sich schwerlich als Unterlassen auslegen lasse. Der Wortlaut lasse folglich keine andere Interpretation zu.[882] Teilweise wird dem Wortlautargument entgegnet, der Wortlaut sei zwar durchaus positiv formuliert, stehe einer Begehung durch Unterlassen jedoch nicht entgegen.[883] Verwiesen wird auf zwei Beispiele aus dem deutschen Strafrecht, die ebenfalls positiv formuliert seien, jedoch nach herrschender Meinung auch ein Unterlassen erfassten.[884] Diesem letzten Argument ist die autonom-gemeinschaftsrechtliche Auslegung entgegenzuhalten.[885] Diese Auslegung trägt zur einheitlichen Anwendung des europäischen Rechts und zur Gleichbehandlung der Sachverhalte in den verschiedenen Mitgliedstaaten bei. Ein Rückgriff auf das nationale Verständnis zur Auslegung eines Begriffes scheidet aus.

Die autonome Auslegung hat unter Berücksichtigung des Regelungszusammenhangs und des mit der Regelung verfolgten Zwecks zu erfol-

---

880 ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), 6 August 2021, Version 15, ESMA70-145-11, S. 12 A5.1 (kursive Hervorhebung durch den *Verfasser*); ähnlich Autoriteit Financiële Markten (AFM), Market Manipulation, September 2017, S. 16; Committee of European Securities Regulators (CESR), Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, CESR/04-505b, S. 13 unter 4.14. Vgl. auch die Nachweise in Fn. 892.

881 Vgl. nur *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 98; *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 226; *Worms*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 10 Rn. 78; *Veil*, in Veil, KMR, § 15 Rn. 20; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 449; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60.

882 *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 226.

883 *Nietsch*, WM 2020, 717, 720.

884 *Nietsch*, WM 2020, 717, 720 in Fn. 27; mit Hinweis auf den Betrug ferner *Böse*, wistra 2018, 22, 26 (für § 13 StGB).

885 Dazu nur EuGH v. 3.7.2012 – Rs. C-128/11, UsedSoft, CELEX 62011CJ0128 = EuZW 2012, 658 Rn. 39 m. w. N.; *Riesenhuber*, in Riesenhuber, Europ. Methodenlehre, § 10 Rn. 6; *Langenbucher/Donath*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 1 Rn. 9.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

gen.[886] In keinen Fall kann die Auslegung bereits beim Wortlaut stehen bleiben.[887] Ergibt sich aus dem Vergleich der sprachlichen Fassungen keine Divergenz oder lassen sich – so wie hier – zumindest alle Fassungen in einem Sinne verstehen, so ist das zwar ein starkes Indiz für die vom Wortlaut nahegelegte Auslegung. Dieses Indiz ist aber anhand anderer Auslegungskriterien noch zu bestätigen.[888] Der EuGH beschränkt selbstredend seine Auslegungsmethoden nicht auf den Wortlaut oder den subjektiven Willen des Normgebers. Charakteristisches Merkmal seiner Auslegungsmethode ist die Orientierung am Zweck der Norm und dem Ziel der Verträge.[889] Es stellt sich also die Frage, ob eine systematische und teleologische Auslegung das bisherige Auslegungsergebnis bestätigen oder ob nicht eine Orientierung an Systematik und Normzweck ein anderes Ergebnis fordert.

II. Systematik

Ein systematisches Argument könnte sich mit Blick auf Art. 2 Abs. 4 MAR gewinnen lassen. Art. 2 Abs. 4 MAR normiert unter der Überschrift „Anwendungsbereich", dass „[d]ie Verbote und Anforderungen dieser Verordnung […] für Handlungen und Unterlassungen" gelten. Mit der Frage über die Bedeutung des Art. 2 Abs. 4 MAR setzt sich die Literatur unterschiedlich auseinander.

Teile der Literatur ziehen aus Art. 2 Abs. 4 MAR die Schlussfolgerung, ein Marktteilnehmer könne Art. 12 Abs. 1 MAR auch durch ein Unterlassen verwirklichen.[890] Durch Art. 2 Abs. 4 MAR seien vom Begriff der Marktmanipulation auch Unterlassungen erfasst. Als Argument für ein

886 EuGH v. 27.1.2005 – Rs. C-188/03, Junk/Kühnel, Slg. 2005, I-903 = NJW 2005, 1099 Rn. 33.

887 *Riesenhuber*, in Riesenhuber, Europ. Methodenlehre, § 10 Rn. 15.

888 *Riesenhuber*, in Riesenhuber, Europ. Methodenlehre, § 10 Rn. 15, 18.

889 *Langenbucher/Donath*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 1 Rn. 9; in diesem Kontext auch *Nietsch*, WM 2020, 717, 720.

890 *de Schmidt*, RdF 2016, 4, 5 f.; *Teigelack/Dolff*, BB 2016, 387, 392 mit Fn. 119; *Brand/Hotz*, NZG 2017, 976, 983; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.11; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 40; *Horcher*, in Drinhausen/Eckstein, Beck'sches Handbuch der AG, § 22 Rn. 74; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 638, 644; vgl. auch *Kudlich*, AG 2016, 459, 462 mit einem Vergleich zur CRIM-MAD.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Unterlassen beziehen sich auch der deutsche Gesetzgeber[891] und die Aufsichtsbehörde BaFin[892] auf Art. 2 Abs. 4 MAR, wobei unklar ist, ob damit ein originäres Unterlassen im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR gemeint ist oder Art. 2 Abs. 4 MAR eine Verbindung zum unechten Unterlassen nach § 13 StGB darstellen soll.[893]

Gegen die Schlussfolgerung aus Art. 2 Abs. 4 MAR hat sich zu Recht Widerstand gebildet.[894] Art. 2 Abs. 4 MAR regelt den räumlichen Anwendungsbereich[895] und trifft keine Aussage zum Unterlassen in anderen Tatbeständen der Marktmissbrauchsverordnung. Art. 2 Abs. 4 MAR setzt seinerseits voraus, dass die Marktmissbrauchsverordnung an anderer Stelle – für uns Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR – ein Unterlassen nennt.[896]

Im Ergebnis taugt Art. 2 Abs. 4 MAR aus systematischen Gründen nicht als Strafanknüpfungspunkt für eine Marktmanipulation durch Unterlassen. Will man ein echtes Unterlassungsdelikt im Marktmanipulationstatbestand begründen, muss sich ein Unterlassen unmittelbar aus Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR ergeben.

---

891 RegE Begr. zum 1. FiMaNoG BT-Drucks. 18/7482, S. 64. Bei der Umsetzung des 1. FiMaNoG wollte der Gesetzgeber das Unterlassen auch künftig, wie im alten § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 Alt. 2 WpHG regeln (vgl. § 21 Abs. 1 Nr. 3 WpHG-E in RefE für ein FinanzmarktnovellierungsG v. 15. Oktober 2015, S. 40); dazu *Bator*, BKR 2016, 1, 3; *Saliger*, WM 2017, 2329, 2331.

892 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25. März 2020, Ziff. III.7.2 (S. 80). Kritik zur uneinheitlichen Handhabung der Aufsichtsbehörden bei Securities and Markets Stakeholders Group (SMSG), Response to ESMA's Consultation Paper on MAR review report, 4 December 2019, 22-106-2044, Nr. 5; s. auch die Antwort der ESMA in MAR Review report, 23 September 2020, ESMA70-156-2391, S. 233 Nr. 1029.

893 Vgl. *Saliger*, WM 2017, 2329, 2332.

894 *Diversy/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 114; *Rönnau/Wegner*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 28 Rn. 75 (sprechen versehentlich von Art. 4 Abs. 2 MAR); *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 58; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 277; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 98; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 455 a. E.; *Hellmann*, WirtschaftsStrafR, § 1 Rn. 109; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 438; *Bator*, BKR 2016, 1, 3 f.; *Herring*, DB 2016, M5; *Eggers*, WiJ 2017, 49, 52; *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1192 und auf S. 1193 zur Parallelnorm des Art. 1 Abs. 5 CRIM-MAD; *Saliger*, WM 2017, 2329, 2332 f.; *Park/Wagner*, wistra 2019, 306, 307; *Nietsch*, WM 2020, 717, 722; *Rückert*, NStZ 2020, 391, 392.

895 *Poelzig*, NZG 2016, 528, 530 f.

896 *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1192; *Saliger*, WM 2017, 2329, 2333.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

III. Telos

Bis hierhin sprechen weder Wortlaut noch Systematik für ein echtes Unterlassungsdelikt im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR. Wie eingangs dargestellt,[897] kommt dem Regelungszweck eine entscheidende Bedeutung bei der Auslegung von sekundärrechtlichem Unionsrecht zu. Für die teleologische Auslegung sind generelle Schutzrichtungen ungeeignet und es sind die spezifischen Zwecke einzelner Regelungen herauszuarbeiten.[898] Dem entspricht es auch, Effizienzüberlegungen als Maßstab für die Anwendung des Sekundärrechts heranzuziehen, wenn sich dies dem Willen des Gesetzgebers oder dem Regelungszweck einer Norm entnehmen lässt.[899] Dafür ist das Kapitalmarktrecht und das Verbot der Marktmanipulation prädestiniert. Ob aus teleologischer Sicht Effizienzüberlegungen für ein Begehen durch Unterlassen im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 MAR sprechen, wird unterschiedlich beurteilt.

Einige Literaturstimmen führen gegen eine tatbestandsmäßige Begehung durch Unterlassen aus teleologischer Sicht an, eine aktive Fehlinformation beeinträchtige das Vertrauen der Anleger stärker als das bloße Nichtversorgen mit Informationen.[900] Deshalb sei es gerechtfertigt, wenn sich der europäische Gesetzgeber für ein gestuftes Sanktionssystem aus Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht entschieden habe und dem aktiven Tun ein größeres Schadenspotenzial einräume.[901]

Nach anderer Auffassung streitet der Normzweck unzweifelhaft für eine Tatbestandsmäßigkeit der Begehung durch Unterlassen.[902] Eine nähere Begründung dieser Auffassung findet sich kaum. Dabei liegt sie genau richtig. Im Folgenden werden die teleologischen Gründe für eine Unterlas-

---

897 Oben unter § 13 A. I. (S. 192 ff.).

898 *Riesenhuber*, in Riesenhuber, Europ. Methodenlehre, § 10 Rn. 42.

899 *Franck*, in Riesenhuber, Europ. Methodenlehre, § 5 Rn. 52; explizit für das Kapitalmarktrecht *Kalss*, in Riesenhuber, Europ. Methodenlehre, § 18 Rn. 48.

900 So *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1193, 1195; *Saliger*, WM 2017, 2329, 2335 (für § 13 StGB); *Rückert*, NStZ 2020, 391, 393 (für Art. 17 MAR); ähnlich argumentierend *Theile*, in Esser/Rübenstahl/Saliger/Tsambikakis, WirtschaftsStrafR, § 38 WpHG Rn. 17; zu §§ 97, 98 WpHG (Haftung für Ad-hoc-Mitteilungen) *Thomale*, AG 2019, 189, 192; i. E. auch *Nietsch*, WM 2020, 717, 723 f.

901 *Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1189, 1193.

902 Für lit. a: *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 52; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 40; für lit. b: *Schmolke*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 653, 663; für lit. c: *Cless*, Unionsrechtliche Vorgaben für eine zivilrechtliche Haftung bei Marktmissbrauch, S. 165; für § 13 StGB *Vaupel/Oppenauer*, AG 2019, 502, 512.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sungsstrafbarkeit im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR näher ausgeführt.

Da die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes das erklärte Primärziel des europäischen Marktmissbrauchsrechts und des Verbotes der Marktmanipulation ist,[903] ist bei einer Zurückhaltung von Informationen trotz rechtlichen Gebots der Offenlegung dieses geschützte Rechtsgut beeinträchtigt. Es steht nämlich außer Frage, dass das pflichtwidrige Zurückhalten von bewertungserheblichen Informationen die Informationseffizienz schädigt.[904] Der Preis kann nur dann alle Informationen richtig widerspiegeln, wenn die Informationen den (informierten) Anlegern bekannt sind. Publizitäts- und Offenlegungspflichten dienen dazu, die Bildung falscher Preise zu verhindern, die durch Informationsasymmetrien entstehen. Können die informierten Anleger nicht alle Informationen in den Preis transformieren, wird der Preis eines Finanzinstruments von seinem Fundamentalwert zurückgehalten und die Informations- und Bewertungsfunktion des Preises wird beeinträchtigt. Die Anleger handeln zu nachteiligen Preisen und es kann zu einer Fehlallokation der zur Verfügung stehenden Mittel kommen. Das Verbot der Marktmanipulation will diese Funktionsbeeinträchtigung des Preisbildungsprozesses verhindern.

Darüber hinaus kann man eine scharfe Sanktion für unterlassene Informationsverbreitung durch das Verbot der Marktmanipulation damit rechtfertigen, dass die unterlassene Informationsverbreitung oftmals kein Nullsummenspiel ist, bei der einer gewinnt und einer verliert. Genauso wie die falsche oder irreführende Informationsverbreitung verursacht die unterlassene Informationsverbreitung gesamtwirtschaftliche Folgekosten:[905] Anleger investieren nach einer unterlassenen Informationsverbreitung vermehrt in die eigene Informationssuche, weil sie dem Informationsverant-

---

903 Oben § 10 C. I. (S. 102 ff.).

904 Vgl. *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 62; *Wodsak*, Täuschung des Kapitalmarktes durch Unterlassen, S. 17 f.; *Hellgardt*, Kapitalmarkdeliktsrecht, S. 174; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 380; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum 2. FMFG BT-Drucks. 12/7918, S. 96; RegE Begr. zum 4. FMFG BT-Drucks. 14/8017, S. 93; *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 220; *Kyle/Viswanathan*, 98 Am. Econ. Rev. 274, 276 (2008); ferner *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 347: Ad-hoc-Pflicht stärkt Allokationsfähigkeit; BGH v. 9.5.2005 – II ZR 287/02, BKR 2005, 411, 413 = NZG 2005, 672, 674 (EM.TV): Ad-hoc-Pflicht schützt Funktionsfähigkeit; ebenso BGH v. 17.12.2020 – II ZB 31/14, ZIP 2021, 346 = WM 2021, 285 (juris-Rn. 332).

905 Zu diesen Einwänden bei einer Fehlinformation vgl. *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S. 142; ferner mit ähnlichen Erwägungen *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 671, 701.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

wortlichen nicht mehr vertrauen. Überdies wenden Informationsverantwortliche Ressourcen auf, um die manipulative Handlung zu verschleiern und gleichzeitig müssen redliche Verantwortliche Ressourcen investieren, um verloren gegangenes Vertrauen zurückzugewinnen. Das verursacht erhöhte Gesamtkosten.[906] Durch die Fehlinformationen ist ferner eine erhöhte Volatilität zu erwarten, die Anleger vom Handel abschrecken kann. Diese makroökonomischen Überlegungen machen deutlich, dass durch eine Fehlinformation hohe wohlfahrtsschädigende Folgekosten entstehen, die es angemessen zu sanktionieren gilt.

Ein breites Spektrum an Eingriffsmöglichkeiten des Gesetzgebers unterschiedlicher Intensitäten ist zu befürworten, um die verschiedenen Verstöße mit Sanktionen zu belegen.[907] Die noch näher darzustellende[908] Unterscheidung zwischen strafrechtlicher Sanktion und Ordnungswidrigkeit hat im Marktmissbrauchsrecht ihre Berechtigung. Jedoch müssen diejenigen Fälle mit gesteigertem Maß an Verwerflichkeit auch entsprechend höher sanktioniert werden. Erwägungsgrund 5 CRIM-MAD hält fest, dass sich die verwaltungsrechtlichen Sanktionen bislang nicht als ausreichend erwiesen haben, um die Einhaltung der Vorschriften zur Verhinderung und Bekämpfung von Marktmissbrauch sicherzustellen. Deshalb bedarf es nach Erwägungsgrund 6 Satz 1 CRIM-MAD strafrechtlicher Sanktionen. Strafrechtliche Sanktionen sollen nach Erwägungsgrund 6 Satz 2 CRIM-MAD „klare rechtliche Grenzen für als besonders inakzeptabel angesehenes Verhalten" aufzeigen.

Für eine strafrechtliche Sanktion der unterlassenen Informationsverbreitung als verbotene Marktmanipulation spricht der hohe Erfolgsunwert einer erfolgreichen Marktmanipulation.[909] Liegen die zusätzlichen Voraussetzungen der strafrechtlichen Sanktion nach § 119 Abs. 1 WpHG vor,[910] leuchtet es nicht ein, warum ausgerechnet bei einer unterlassenen Informationsverbreitung dieser Erfolgsunwert nicht strafrechtlich sanktioniert werden sollte. Eine vorsätzlich unterlassene Informationsverbreitung, die als Erfolg eine Einwirkung auf den Börsenpreis zur Folge hat, verwirk-

---

906 Vgl. auch *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 100.

907 Zu den Vorteilen der Kombination von straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlicher Regulierung s. *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 129 ff. m. w. N.

908 Unten § 15 (S. 232 ff.).

909 Dazu allgemein *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 135 f., 142; betonend auch *Richter*, WM 2017, 1636, 1638 (für § 13 StGB); *Böse*, wistra 2018, 22, 25; *Hohn*, in Momsen/Grützner, Wirtschafts- und SteuerstrafR, § 21 Rn. 124. S. aber die Gegenansicht in Fn. 900.

910 Dazu unten § 15 A. (S. 232 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

licht ein genauso großes Unrecht wie eine vorsätzliche aktive Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen, die einen solchen Erfolg aufweist. In beiden Fällen ist das Rechtsgut der Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigt. Ist das Primärrechtsgut der Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigt, besteht kein Anlass, auf das Ordnungswidrigkeitenrecht auszuweichen.[911] Auf die von der Gegenansicht behauptete These vom geringeren Vertrauensverlust kommt es nur nachrangig an, denn das Marktvertrauen wird – wie dargelegt[912] – durch den Funktionsschutz gewährleistet.

IV. Zwischenergebnis

Obwohl der Wortlaut von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR mit seiner aktiven Formulierung auf den ersten Blick nicht für ein echtes Unterlassungsdelikt streitet, sind die teleologischen Gründe gewichtiger. Eine unterlassene Informationspreisgabe schädigt die Informationseffizienz und damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes nachhaltig. Genau dieser Umstand widerstrebt dem gesetzgeberischen Ziel. Ist das Rechtsgut der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinträchtigt, besteht kein Grund, auf das Ordnungswidrigkeitenrecht auszuweichen. Das Strafrecht ist anzuwenden, sobald die zusätzlichen Voraussetzungen vorliegen.[913] Im Ergebnis fordert eine am Normzweck orientierte Auslegung, dass der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR durch eine Begehung durch Unterlassen verwirklicht werden kann.

B. Verhältnis von Marktmissbrauchsverordnung und Leerverkaufsverordnung

Hält man wie hier vertreten eine Begehung durch Unterlassen im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR für möglich, stellt sich nun für eine Leerverkaufsattacke die Frage, ob durch die nicht (rechtzeitig) erfolgte

911 Zum strafrechtlichen Rechtsgüterschutz s. *Hefendehl*, in FS Kindhäuser, 2019, S. 895, 908, der für die Anwendung des Strafrechts bei klar definierten Kollektivgütern plädiert; im Ergebnis jedoch das Rechtsgut der Funktionsfähigkeit ablehnt.

912 Oben § 10 C. I. 3. (S. 106 f.).

913 Zu § 119 Abs. 1 WpHG unten § 15 A. (S. 232 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Meldung der Netto-Leerverkaufsposition nach Art. 6 Abs. 1 LVVO ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR vorliegt.[914]

Die Leerverkaufsverordnung und die Marktmissbrauchsverordnung sind grundsätzlich unabhängig voneinander, also nebeneinander anwendbar.[915] Dieses Verhältnis bedeutet zum einen, dass die Einhaltung der Regelungen in der Leerverkaufsverordnung eine Marktmanipulation nicht ausschließt und zum anderen, dass ein Verstoß gegen die Leerverkaufsverordnung nicht ohne Weiteres eine Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 MAR begründet.[916] Entscheidend ist, welchem Zweck die Regelung der Leerverkaufsverordnung dient und ob deshalb ein Verstoß dagegen zugleich eine marktmissbräuchliche Praktik darstellt.

Die Transparenzpflicht des Art. 6 Abs. 1 LVVO hat den Zweck, den Markt zu informieren. Sie soll die Signalfunktion eines Leerverkaufs absichern.[917] Informierte Anleger nehmen die negativen Signale auf und können sie so schneller einpreisen.[918] Das fördert die Informationseffizienz. Der Gesetzgeber wahrt zudem mit der Offenlegungspflicht die Gleichbehandlung der Anleger.[919] Jeder Anleger soll die Chance haben, die gleichen Informationen zu beziehen. Anzumerken ist des Weiteren, dass die Leerverkaufsverordnung die Transparenzpflichten der Artt. 5 f. LVVO in den Dienst einer Vorbeugung oder Verhinderung marktmissbräuchlichen

914 Für Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2757; *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892; für § 13 StGB *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 722; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 432; a. A. nur durch positive Falschmeldung, wie z. B. eine falsche Höhe der Leerverkaufsposition *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 317; *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 74; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 82; *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 430; andere wollen die Kausalität entfallen lassen, wenn die Position im Interessenkonflikt offengelegt wurde, vgl. *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 264 f.; ebenso schon *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 520 f.

915 *Schmolke*, in Klöhn, vor Art. 12 Rn. 156.

916 S. schon oben bei der handelsgestützten Marktmanipulation durch Leerverkäufe § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).

917 Vgl. Erwägungsgrund 7 Satz 3 Hs. 2 LVVO; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 309; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 53.

918 *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 313, 316.

919 Vgl. Erwägungsgrund 40 Satz 4 LVVO; *Voß*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 729.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Verhaltens stellt.[920] Das spricht für eine Sanktion über Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR.

Entscheidend kommt es darauf an, ob ein verständiger Anleger die Veröffentlichung der Leerverkaufsposition zu Kenntnis nehmen und bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. In der Tendenz würde ein verständiger Anleger bei der Bewertung einer Aktie berücksichtigen, ob Leerverkäufe in einer veröffentlichungspflichtigen Höhe vorliegen.[921] Davon ist insbesondere dann auszugehen, wenn es sich um bekannte Leerverkäufer handelt, die eine gewissen Reputation im Markt genießen. Zudem gelten Leerverkäufer als informierte Anleger, die wertvolle Informationen einpreisen.[922] Wie bei einer aktiven Verbreitung kommt es somit neben dem Inhalt auf die Umstände des konkreten Einzelfalles an. Grundsätzlich sind die aktivistischen Leerverkäufer, die am deutschen Kapitalmarkt auftreten, bekannt und die Veröffentlichungen ihrer Netto-Leerverkaufspositionen geeignet, ein Signal auszusenden, welches ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigt. Erfolgt also keine (rechtzeitige) Veröffentlichung der Netto-Leerverkaufsposition, ist dies als irreführendes Signal zu werten.

C. Ergebnis der Prüfung zum Unterlassensvorwurf

Eine Verletzung der Transparenzpflicht aus Art. 6 LVVO führt zu einem Verstoß durch Unterlassen gegen die informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR. Beispielsweise hat Muddy Waters Research beim Angriff auf den Werbedienstleister Ströer die Short-Position verspätet gemeldet.[923] Darin lag ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR.

---

920 Vgl. Erwägungsgründe 7, 40 LVVO; dazu auch *Mülbert/Sajnovits*, ZBB 2021, 149, 156.

921 Vgl. auch *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 61. Das gilt auch vor dem Hintergrund, dass die Veröffentlichung des Research Reports eine größere Marktreaktion auslöst, s. die Nachweise bei Fn. 329.

922 Oben § 6 C. II. (S. 60 ff.).

923 Zum Sachverhalt oben § 2 (S. 21 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

§ 14 Marktmanipulation durch Nichtoffenlegung des Interessenkonfliktes

Ruft man sich noch einmal das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer in Erinnerung, werden Leerverkaufspositionen in der Kenntnis einer bevorstehenden negativen Empfehlung aufgebaut. Nach der Abgabe der Empfehlung werden die Kursabschläge genutzt, um die Leerverkaufsposition mit Gewinn zu schließen. Dieses Verhalten ist nun am zwingenden Anwendungsbeispiel des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR – dem sog. Scalping – zu prüfen. Das Scalping wird in Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR beschrieben als die

„Ausnutzung eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu den traditionellen oder elektronischen Medien durch Abgabe einer Stellungnahme zu einem Finanzinstrument (…) (oder indirekt zu dessen Emittenten), wobei zuvor Positionen bei diesem Finanzinstrument (…) eingegangen wurden und anschließend Nutzen aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs dieses Finanzinstruments (…) gezogen wird, ohne dass der Öffentlichkeit gleichzeitig dieser Interessenkonflikt ordnungsgemäß und wirksam mitgeteilt wird".

A. Vorwerfbares Verhalten

Das Scalping war schon oft Gegenstand gerichtlicher Entscheidungen. Im berühmten Fall *Sascha Opel* urteilte der Bundesgerichtshof 2003, dass das Scalping als „sonstige Täuschungshandlung" im Sinne des damaligen § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG strafbar war.[924] *Sascha Opel* war Redakteur eines Börsenbriefs und zugleich Anlageberater für verschiedene Investmentfonds. Er genoss sowohl bei den Anlegern als auch bei den Fondsmanagern großes Vertrauen. Die Fondsmanager setzten seine Anlagevorschläge

924 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373 = BKR 2004, 74. Die Vorinstanz hatte das Scalping noch als Insiderdelikt eingeordnet, vgl. LG Stuttgart v. 30.8.2002 – 6 KLs 150 Js 77452/00, BKR 2003, 167 = ZIP 2003, 259; ferner für ein Insiderdelikt LG Frankfurt a. M. v. 9.11.1999 – 5/2 Kls 92 Js 23140.2/98 (P 2/98), NJW 2000, 301, 302 f. = AG 2000, 187, 189 (Prior). Der BGH lehnte einen Insiderhandel ab, da der „Drittbezug" fehle, vgl. BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 378 = BKR 2004, 74, 76; in Anlehnung an *Weber*, NJW 2000, 562, 563. Diese Begründung kann unter der geltenden Rechtslage nicht aufrechterhalten werden, weil es auf einen „Drittbezug" nicht mehr ankommt, vgl. *Klöhn*, ZIP 2016, Beilage zu Heft 22, 44 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

in der Regel um. Dieses Vertrauen nahm er zum Anlass, sich mit Technologiewerten am „Neuen Markt" einzudecken und empfahl diese dann den Fondsmanagern. Nach dem Kursanstieg, der durch die großen Positionen der Fonds ausgelöst wurde, veräußerte er die Aktien mit Gewinn.

Der Bundesgerichtshof sah in der Abgabe der Stellungnahme, die „mit dem sachfremden Ziel der Kursbeeinflussung zu eigennützigen Zwecken bemakelt" sei, eine konkludente Täuschung.[925] Der Scalper gebe aus Sicht des verständigen Anlegers die Erklärung ab, dass kein Eigeninteresse die Stellungnahme beeinflusst habe.[926] Über das Motiv des finanziellen Eigeninteresses würden die Anleger getäuscht. Da der Bundesgerichtshof mit dem Täuschungscharakter auf die subjektive Seite abstellte, kam es konsequenterweise nicht darauf an, ob die zugrunde liegende Empfehlung richtig oder falsch war.[927] Ausnahmsweise[928] handelt es sich beim Scalping um eine tatbestandsmäßige Täuschung über die subjektive Motivation des Handelnden.[929]

B. Das dreiaktige Tatgeschehen des Scalpings

Durch den Tatbestand des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR wird das folgende Prüfungsprogramm bestimmt: Zunächst ist die Positionseingehung (I.), dann die Stellungnahme unter Ausnutzung eines Medienzugangs (II.) sowie die Nutzziehung (III.) zu untersuchen. Im Anschluss ist auf die Nichtoffenlegung des Interessenkonfliktes einzugehen (IV.).

---

925 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 380 = BKR 2004, 74, 76; ferner BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896 Rn. 28; OLG München v. 3.3.2011 – 2 Ws 87/11, NJW 2011, 3664, 3665 = NZG 2011, 1228, 1230 (juris-Rn. 14); zuvor schon *Lenenbach*, ZIP 2003, 243, 244; für die MAR aufgreifend *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 361.

926 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 380 = BKR 2004, 74, 76; kritisch *Pananis*, NStZ 2004, 287, 288; *Schmitz*, JZ 2004, 526, 527.

927 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 380 f. = BKR 2004, 74, 76; zuvor schon *Schwark*, in FS Kümpel, 2003, S. 485, 491; *Weber*, NZG 2000, 113, 125; nunmehr für die MAR *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 129.

928 Täuschungen über innere Tatsachen sind grundsätzlich nicht tatbestandsmäßig, vgl. oben § 11 A. II. 2. b) bb) (S. 121 ff.).

929 Vgl. *Bayram*, Manipulative Handelspraktiken, S. 59 f.; eingehend auch *Kutzner*, WM 2005, 1401, 1405.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

I. Vorherige Eingehung einer Position

Der erste von drei Schritten ist das Eingehen einer Position. Dieses Tatbestandsmerkmal beinhaltet eine zeitliche, personelle und sachliche Komponente.

Bezüglich der zeitlichen Komponente muss der Scalper die Position nach dem Wortlaut des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR „zuvor", also vor der Abgabe der Stellungnahme eingehen. Ausgeschlossen sind damit diejenigen Fälle, in denen jemand nach der Abgabe der Stellungnahme eine Position begründet.[930] In diesen Fällen liegt nicht die typische Gefährdungslage eines eigenbeteiligungsbedingten Interessenkonfliktes vor. Diese Fälle können unter die Basistatbestände des Art. 12 Abs. 1 MAR fallen.

Bei der personellen Komponente stellt sich die Frage, wer die Position eingehen muss. Positionsinhaber können derjenige, der (später) die Stellungnahme abgibt, sowie ihm zurechenbare Dritte sein. Es muss keine Personenidentität zwischen dem Stellungnehmenden und dem Positionsinhaber bestehen. Häufig ist es gar der Fall, dass der Leerverkäufer seine Aktivitäten auf verschiedene Rechtsträger aufteilt, von denen sich einzelne auf die Analyse und Veröffentlichung von Informationen konzentrieren, während andere entsprechende Positionen aufbauen.[931]

Eine Zurechnung des Verhaltens des Stellungnehmenden zum Positionsinhaber erfolgt über Täterschafts- und Teilnahmeregeln.[932] Die mögliche Trennung von Stellungnehmendem und Positionsinhaber stellt im Rahmen einer Leerverkaufsattacke eine erhebliche Schwierigkeit dar. Verschiedene Beteiligte werden im Fall Zatarra gegen Wirecard vermutet.[933] Kann in diesem Fall eine Mittäterschaft gemäß § 25 Abs. 2 StGB festgestellt werden, kann den Leerverkäufern, die eine Position gehalten haben, der Zatarra-Bericht zugerechnet werden.

Der sachliche Bereich erfasst unzweifelhaft die Finanzinstrumente, zu denen der Scalper eine Stellungnahme abgibt. Dabei braucht der Scalper keine bestimmte Höhe in dem Finanzinstrument zu besitzen.[934] Das hat der Bundesgerichtshof schon zum alten Recht überzeugend entschie-

---

930 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 372; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 62.

931 Vgl. *Link*, ZGR 2021, 904, 931.

932 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 370; zum alten Recht BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896 Rn. 29.

933 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 521 f.; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 63.

934 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 63, *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht,

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

den.[935] Zudem enthält der Wortlaut von Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR keine Erheblichkeitsschwelle hinsichtlich der eingegangenen Position. Schon eine Aktie reicht aus, um unter dieses Tatbestandsmerkmal zu fallen.

Problematisieren könnte man, ob eine Leerverkaufsposition vom Tatbestand erfasst ist. Zieht man den Normwortlaut heran, spricht dieser von „Positionen bei diesem Finanzinstrument", die „eingegangen wurden". Leerverkäufe sind selbst keine eigenständigen Finanzinstrumente, sondern bloß eine Geschäftsart in einem Finanzinstrument.[936] Wenn das Finanzinstrument selbst umfasst ist, sollte auch eine Geschäftsart in diesem Finanzinstrument vom Tatbestand erfasst sein, denn sonst entstehen Schutzlücken. Die Gewinnmöglichkeiten bei der Marktmanipulation sind kaum begrenzt und es ist nicht ersichtlich, warum beim Scalping die Gewinnmöglichkeit auf das Finanzinstrument selbst begrenzt sein soll. Weiter lässt sich anführen, dass auch Verkaufsoptionsscheine als Derivate erfasst sind.[937] Diese sind wirtschaftlich ebenfalls als Short-Position einzuordnen und haben mit einem Leerverkauf gemein, dass der Scalper mit ihrem Einsatz von fallenden Kursen profitiert. Wirtschaftlich identische Sachverhalte sollten rechtlich gleichbehandelt werden. Demnach ist eine Leerverkaufsposition vom Tatbestand umfasst.[938] Sollten zusätzlich noch Short-Derivate im Rahmen einer Leerverkaufsattacke gehalten werden, sind diese ebenfalls vom Positionsbegriff erfasst.

II. Stellungnahme unter Ausnutzung eines Medienzugangs

In einem zweiten Schritt des dreiaktigen Kapitalmarktdeliktes erfolgt eine Stellungnahme unter Ausnutzung eines Medienzugangs.

Rn. 12.56 und *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 130. Alle mit Bezug auf das in der nächsten Fußnote genannte Urteil.

935 BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896. Dort wurde entschieden, dass die Schwelle von 5 % für Finanzanalysten nach § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3, Satz 2 FinAnV nicht anwendbar ist.

936 Richtig *Harrer*, Leerverkäufe, S. 13.

937 Für den Einbezug von Derivaten *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 467; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 130; a. A. *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 369.

938 Wie hier im Ergebnis *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 64 mit Hinweis auf die Leerverkaufsattacken; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312; i. E. auch *Veil*, in Veil, KMR, § 15 Rn. 46.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

1. Stellungnahme

Der Begriff der Stellungnahme lässt sich mit Bewertung gleichsetzen. Jede Bewertung eines Finanzinstruments oder eines Emittenten, die den verständigen Anleger in seiner Anlageentscheidung beeinflusst, ist tatbestandlich.[939] Eine Bewertung setzt ein wertendes Element voraus.[940] Für die Begrenzung auf Meinungsäußerungen spricht der englische Wortlaut („opinion"). Damit sind zwar keine reinen Tatsachenbehauptungen vom Tatbestand erfasst,[941] sehr wohl aber Werturteile und Prognosen mit Tatsachenkern.

Ein Unterfall der Stellungnahme ist die Anlageempfehlung im Sinne von Art. 20 MAR.[942] Diese enthält mit der geäußerten Empfehlung ein Werturteil und ist damit auch im Rahmen des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR tatbestandlich. Eine Stellungnahme ist aber nicht auf diese Form beschränkt. Der Tatbestand des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR kann auch durch jede andere mündliche oder schriftliche Äußerung verwirklicht werden, sofern sie eine Bewertung ausdrückt.

Es kommt nach herrschender und richtiger Auffassung nicht darauf an, ob die Stellungnahme sachlich gerechtfertigt ist.[943] Vielmehr ist allein entscheidend, dass die Stellungnahme absichtlich zur Irreführung der Anleger wegen fehlender Offenlegung des Interessenkonfliktes abgegeben wird. In Fällen des „absichtlichen Scalping"[944] spielt die Richtigkeit des Inhalts der Erklärung keine Rolle. Das liegt daran, dass der Vorwurf beim Scalping im

939 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 365; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 129; *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 183.

940 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 56; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 57; *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892; *Wentz*, WM 2019, 196, 198; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 69, einschränkend in Rn. 70 (Tatsachen bei indirekter Empfehlung).

941 A. A. *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 247.

942 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 365; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 247; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 57.

943 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 365; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 129; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 467; *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.56; zum alten Recht BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 381 = BKR 2004, 74, 76; a. A. *Pananis*, NStZ 2004, 287, 288; *Hellmann*, WirtschaftsStrafR, § 1 Rn. 99, 102.

944 *Vogel*, NStZ 2004, 252, 253; *Degoutrie*, Scalping, S. 108; *Maile*, Straftatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation, S. 161.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gegensatz zu Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR nicht an die Unrichtigkeit der Informationen anknüpft, sondern an die Täuschung über die Eigeninteressen, die der Scalper verfolgt.

Da die Research Reports – wie bereits eingehend ausgeführt[945] – als Anlageempfehlung einzuordnen sind, sind sie in jedem Fall zugleich als eine Stellungnahme im Sinne von Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR anzusehen.[946] Auf den Streit, ob auch reine Tatsachenmitteilungen umfasst sind, kommt es insoweit nicht an, da die Research Reports der aktivistischen Leerverkäufer neben Tatsachen auch Meinungsäußerungen enthalten. Auch vom Tatbestand erfasst werden mündliche Äußerungen, wie sie der Leerverkäufer *Carson Block* von Muddy Waters Research beim Angriff auf Ströer in einem TV-Interview getätigt hat.

Schwieriger gestaltet sich die Einordnung der Tweets der aktivistischen Leerverkäufer als Stellungnahme. Die Leerverkäufer nutzen Twitter als Multiplikator für ihre Analysen und versuchen damit ihre Reichweite zu erhöhen. Die Tweets sollen Anlegern die Möglichkeit geben, sich mit nur einem Klick auf der Internetseite der Leerverkäufer über die Aktie zu informieren. Die Tweets sind mit kurzen Statements zum aktuellen Angriff versehen und drücken die (negative) Grundhaltung der Leerverkäufer zur laufenden Attacke aus. Ein verständiger Anleger würde einem solchen Tweet eine entsprechende (negative) Bewertung des Emittenten entnehmen. Somit sind die Tweets selbst schon als Stellungnahme zu qualifizieren mit der Folge, dass in dem Tweet der Interessenkonflikt offenzulegen ist.[947] Ein Beispiel soll diese Einordnung verdeutlichen: Ontake Research tweetete beim Angriff auf Aurelius am 30. Januar 2020 Nachfolgendes und fügte dem Tweet ein Bild bei, in welchem das Kursziel von 0,04 € zum Ausdruck kam:[948]

„We are short Aurelius (AR4:GR). Evidence suggests Aurelius inflates the sale prices of its holdings to enrich management via "virtual co-investment". Worse still, Aurelius' overstates the profits of its current portfolio to mislead investors. Full report: http://ontakeresearch.com".

---

945 Oben § 9 A. (S. 85 ff.).

946 Im Ergebnis ebenso *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 253; *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 75; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 251; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 723; zurückhaltender *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312: vom Einzelfall abhängig.

947 Zum Erfordernis der Gleichzeitigkeit sogleich unten § 14 B. IV. 1. (S. 211 f.).

948 Unter https://twitter.com/theOntake/status/1222862992980750336 abrufbar.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ob auch die überwiegend neutrale Berichterstattung der Financial Times eine Bewertung und damit eine Stellungnahme im Sinne des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR darstellt, kann offenbleiben.[949] Da die Journalisten keine Positionen in Wirecard hielten, scheitert die Prüfung schon am ersten von drei Schritten: der Eingehung einer Position.

2. Abgabe unter Ausnutzung eines Medienzugangs

Der Scalper muss die Stellungnahme abgeben. Die Abgabe muss unter „Ausnutzung eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu den traditionellen oder elektronischen Medien" erfolgen. Die Abgabe kann von jedermann erfolgen, der sich dieser Medien bedienen kann. Da das Internet heute jeder Person zur Verfügung steht und in sozialen Medien auch unbekannte Nutzer eine große Reichweite erlangen können, hat dieses Tatbestandsmerkmal keine einschränkende Wirkung.[950]

Bei der „Abgabe" stellt sich die Frage, welcher Personenkreis vom Scalper angesprochen werden muss. Eine vergleichbare Frage hat sich schon beim Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR gestellt.[951]

Nach einer engen Auffassung verlangt der Tatbestand des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR mit seiner „Abgabe" weniger als ein „Verbreiten" im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR; jedoch brauche es auch in diesem Fall ein Mindestmaß an Publizität.[952] Dieses Mindestmaß ist erreicht, wenn die Stellungnahme *wenigen* Personen zugänglich ist.[953] An die Öffentlichkeit müsse die Stellungnahme nicht abgegeben werden. Der Wortlaut des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR sei insoweit missverständlich formuliert, wenn

---

949 Dagegen *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 61.

950 Für ein weites Verständnis *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 68; *Wentz*, WM 2019, 196, 199; *Piepenburg/Schwarz*, BKR 2021, 760, 762; a. A. wohl *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312, die das Tatbestandsmerkmal als journalistisches Produkt sehen, weil der Tatbestand ein „Zugang zu … Medien" verlangt; i. E. wohl auch für ein enges Verständnis *Renner*, ZHR 185 (2021), 840, 870.

951 Oben § 12 A. I. (S. 144 ff.).

952 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 367; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 129.

953 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 367; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 137; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 129: kleinere Anzahl.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

„der Öffentlichkeit gleichzeitig der Interessenkonflikt" mitgeteilt werden muss. Der Begriff der „Öffentlichkeit" sei teleologisch zu reduzieren.[954]

Nach einer weiten Auffassung reicht auch die Empfehlung an eine einzelne Person aus.[955] Eine „Verbreitung" sei gerade nicht erforderlich und damit bestehe keinerlei Einschränkung.

Für unseren Fall hat dieser Streit keine Bedeutung, da die aktivistischen Leerverkäufer grundsätzlich keine Einzelempfehlungen abgeben und sich an ein großes Anlegerpublikum richten. Oben[956] wurde schon das Tatbestandsmerkmal des „Verbreitens" bejaht, sodass nach beiden Ansichten auch eine „Abgabe" im Sinne des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR vorliegt. Ferner nutzen die aktivistischen Leerverkäufer mit der Verbreitung ihrer Research Reports über das Internet und die sozialen Medien, wie Twitter, zweifelsohne einen Medienzugang aus.[957] Das Tatbestandsmerkmal ist folglich zu bejahen.

III. Nutzziehung

Der Scalper muss aus der zuvor eingegangenen Position nach Abgabe der Stellungnahme einen „Nutzen aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs" ziehen. Ein Nutzen zieht der Scalper, wenn er seine Position mit Gewinn schließt.[958] Im Gegensatz zur früheren Regelung in § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG in Verbindung mit § 4 Abs. 3 Nr. 2 MaKonV reicht es nicht aus, dass die Position bloß im Wert steigt.[959] Das nunmehr eine Kursänderung eingetreten sein muss und der Scalper diese „zu seinen Gunsten" ausnutzen muss, liegt am eindeutigen Wortlaut des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR. Zudem verwirklicht der Stellungnehmende kein Unrecht, wenn er die Position hält und aus seiner Sicht an dem bisher immer noch unzureichenden Kurs, der in der Empfehlung ausgerufen wurde,

954 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 380; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 249; *Wentz*, WM 2019, 196, 199; anders wohl *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 58.

955 *Wentz*, WM 2019, 196, 199 m. w. N.

956 Oben § 12 A. I. (S. 144 ff.).

957 Ebenso *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 62; *Langenbucher*, ZHR 185 (2021), 414, 434.

958 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 250; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 83; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 130.

959 A. A. *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 374.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

durch weitere Marktentwicklungen partizipiert.[960] Die aktivistischen Leerverkäufer schließen regelmäßig ihre Position, indem sie Aktien kaufen und ihre Leerverkaufsposition glattstellen. Die Differenz aus Verkaufskurs vor der Empfehlung und Kaufkurs nach der Empfehlung stellt ihren Gewinn dar. Folglich ziehen sie einen Nutzen.

IV. Nichtoffenlegung des Interessenkonfliktes

Die Abgabe einer Stellungnahme nach Positionseingehung muss erfolgen, „ohne dass der Öffentlichkeit gleichzeitig dieser Interessenkonflikt ordnungsgemäß und wirksam mitgeteilt wird". Hintergrund der Offenlegungspflicht ist die aus dem US-Insiderrecht stammende „disclose or abstain"-Regel.[961] Der Marktteilnehmer muss den Interessenkonflikt offenlegen (disclose) oder vom Handel Abstand nehmen (abstain). Nach Ansicht *Mülberts* kommt in Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR zum Ausdruck, dass die Leerverkaufsattacken grundsätzlich zulässig sind, soweit die Leerverkäufer nur hinreichend deutlich auf die eigenen wirtschaftlichen Interessen aufmerksam machten.[962]

Die gesetzeskonforme Offenlegung hat drei Voraussetzungen, die nachfolgend den weiteren Gang der Darstellung bestimmen: die gleichzeitige Mitteilung an die Öffentlichkeit (1.), die Einhaltung inhaltlicher Anforderungen (2.) sowie die Einhaltung der Anforderungen an die Darstellungsweise (3.). Anschließend sind die erarbeiteten Anforderungen auf die Leerverkaufsattacken zu übertragen (4.).

1. Gleichzeitige Mitteilung des Interessenkonfliktes an die Öffentlichkeit

Der Scalper muss „der Öffentlichkeit gleichzeitig" mit der Abgabe der Stellungnahme seinen Interessenkonflikt mitteilen. „Gleichzeitig" bedeu-

960 *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280, 283. Nach einem Petitum von US-Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlern soll es erlaubt sein, die Position dann zu schließen, wenn der Rückkaufkurs zur Eindeckung des Leerverkaufsgeschäfts nicht die in dem Research Reports angegebene Bewertung überschreite. Vgl. *Coffee et al.*, Petition for Rulemaking on Short and Distort, 12 February 2020, S. 6 f.

961 Der Grundsatz kann hier sinngemäß übertragen werden, vgl. BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 380 = BKR 2004, 74, 76; kritisch *Gaede/Mühlbauer*, wistra 2005, 9, 14.

962 *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tet hier, dass die Mitteilung des Interessenkonfliktes in der Stellungnahme selbst enthalten sein muss. Eine Mitteilung vor oder nach der Stellungnahme reicht nicht aus.[963] Zudem ist ein Link auf eine weitergehende Webseite nicht geeignet, denn diese Mitteilung kann ein verständiger Anleger erst später, also mit einem zusätzlichen Klick auf den Link, und nicht gleichzeitig mit der Stellungnahme wahrnehmen.[964] Wird die Stellungnahme über verschiedene mediale Kanäle abgegeben, reicht es nicht aus, wenn der Scalper seinen Interessenkonflikt lediglich einmal aktiv mitteilt und in den anderen Kanälen darauf verweist.[965]

Ferner muss nach dem Wortlaut die Mitteilung des Interessenkonfliktes an die Öffentlichkeit erfolgen. Problematisch ist, dass – wie gezeigt[966] – für die Abgabe der Stellungnahme keine Öffentlichkeit erforderlich ist, sondern das Zugänglichmachen an wenige Personen ausreicht. Der Begriff der „Öffentlichkeit" ist daher teleologisch zu reduzieren und ist bereits dann zu bejahen, wenn sich die Mitteilung des Interessenkonfliktes an all diejenigen richtet, die Zugang zur Stellungnahme haben.[967]

2. Inhaltliche Anforderungen an eine ordnungsgemäße und wirksame Offenlegung

Der Wortlaut der Norm verlangt eine „ordnungsgemäße und wirksame" Offenlegung des Interessenkonfliktes. Die Offenlegung des Interessenkonfliktes soll den verständigen Anleger in die Lage versetzen, sich ein vollständiges Bild von den Motiven hinter der Empfehlung zu machen und im Anschluss eine informierte Entscheidung zu treffen.[968] Die Ausgestaltung der Offenlegungspflicht soll dem Anleger die Möglichkeit geben, den

963 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 379.

964 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 76; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 55; *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280, 284. Damit sind die Voraussetzungen der Offenlegungspflicht enger als bei einer Anlageempfehlung im Sinne des Art. 20 MAR. Dort kann nach Art. 6 Abs. 4 DelVO (EU) 2016/958 eine Verlinkung erfolgen.

965 *Merwald/Schauer*, BKR 2021, 280, 284.

966 Dazu oben § 14 B. II. 2. (S. 209 f.).

967 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 380; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 249; *Wentz*, WM 2019, 196, 199; anders wohl *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 58, die daraus schließen, es müsse eine Stellungnahme an die Öffentlichkeit erfolgen.

968 Vgl. allgemein *Kumpan*, Interessenkonflikt im Privatrecht, S. 273; ähnlich *Findeisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 188.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Empfehlenden zu kontrollieren und zu überwachen.[969] Ein besonderes Augenmerk liegt auf Interessenkonflikten durch Eigenbeteiligungen,[970] also das Halten eigener Positionen wie es für das Scalping kennzeichnend ist. Ein Anreiz zum opportunistischen Handel des Scalpers besteht dort besonders, weil die Handlung, die zum Interessenkonflikt führt – die Positionseingehung –, von den Anlegern nicht beobachtet werden kann.[971] Insoweit handelt es sich um „verschwiegene Leerverkäufer".[972]

Anlageempfehlungen, die durch finanzielle Interessen des Erstellers beeinflusst sind, gefährden nicht nur allgemein das Vertrauen der Anleger in das Institut der (neutralen) Anlageempfehlung, sondern beeinträchtigen aufgrund ihrer Breitenwirkung auch die faire Preisbildung an den Märkten.[973] Eine zuverlässige und wahre Preisbildung setzt die Kenntnis der vollen Wahrheit voraus und verlangt die möglichst genaue Offenlegung des Interessenkonfliktes.[974] Nur wenn die Anleger alle Informationen kennen, können sie eine rationale Entscheidung treffen und nur dann wird die Informations- und Bewertungsfunktion des Preises nicht beeinträchtigt.

Ein Hinweis auf latente, abstrakte oder theoretische Interessenkonflikte reicht deshalb nach allgemeiner Meinung nicht aus.[975] In diesen Fällen weist der Scalper lediglich auf die bloße Möglichkeit eines Interessenkonfliktes hin, indem er zum Beispiel formuliert, eine Position in den emp-

969 Vgl. *Hopt*, ZGR 2004, 1, 3; *Kumpan*, Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht, S. 59; *Bliesener*, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, S. 166; kritisch *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 168 f.

970 Zur Unterscheidung in Eigen- und Fremdinteresse s. *Hopt*, ZGR 2004, 1, 9 ff.; zuvor *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 478 ff.

971 *Michaelsen*, Informationsintermediation, S. 155; für Fondsmanager *Rudolph/Röhrl*, in Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, 1997, S. 143, 151 Fn. 18.

972 *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 309.

973 *Möllers*, in KK-WpHG, § 34b Rn. 9; *Bliesener*, Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, S. 169.

974 *Vogel*, NStZ 2004, 252, 255.

975 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 376; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 6. Teil Rn. 467; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 137; *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.60; zu § 20a WpHG a. F.: BGH v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, ZIP 2016, 1334 = NZG 2016, 751 Rn. 21; BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896 Rn. 40; OLG München v. 3.3.2011 – 2 Ws 87/11, NJW 2011, 3664, 3665 = NZG 2011, 1228, 1230 (juris-Rn. 15).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

fohlenen Aktien „könnte" bestehen.[976] Derartige Hinweise auf bloße Möglichkeiten stellen eine Selbstverständlichkeit dar,[977] reichen aber nicht aus, um eine informierte Anlegeentscheidung zu treffen. Zu fordern ist stets eine Offenlegung des konkreten Interessenkonfliktes.

Damit bleibt offen, welche genauen inhaltlichen Angaben ein aktivistischer Leerverkäufer machen muss, damit er seinen konkreten Interessenkonflikt ordnungsgemäß und wirksam offenlegt. Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR lässt eine inhaltliche Konkretisierung der Offenlegungspflichten gänzlich vermissen.[978] Die Literatur diskutiert verschiedene Offenlegungsangaben:[979] die Angabe zur Positionshöhe (a), zur Handelsabsicht nach der Empfehlung (b) und eine Identitätsangabe des Scalpers (c).

a) Offenlegung der Positionshöhe

Zur Offenlegung der Position und dessen Höhe werden verschiedene Auffassungen vertreten. Zunächst ist auf die Auffassung einzugehen, die eine Angabe zur Positionshöhe ablehnt (aa). Danach ist die Auffassung darzustellen, die eine Angabe zur Position ab einer bestimmten Schwelle fordert (bb). Diese Auffassung will die Regelungen zur Offenlegung für Ersteller einer Anlageempfehlung nach Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 auf Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR übertragen. Dort ist, wie uns bereits bekannt ist,[980] geregelt, dass ab einer Schwelle von 0,5 % am emittierten Aktienkapital der Interessenkonflikt mit einer Angabe zur Position offenzulegen ist. Eine weitere Auffassung knüpft an die Transparenzpflicht aus Art. 6 Abs. 1, 2 LVVO an und verlangt, ab einer Schwelle von 0,5 % Netto-Leerverkaufspositionen im Intervall von 0,1 % offenzulegen (cc). Normalerweise erfolgt die Offenlegung nach Art. 6 Abs. 1 LVVO im Bundesanzeiger, jedoch soll diese Pflicht auf den Interessenkonflikt, der aus einer Stellungnahme folgt, übertragen

976 Vgl. den Sachverhalt aus BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896; ferner OLG München v. 3.3.2011 – 2 Ws 87/11, NJW 2011, 3664, 3665 f. = NZG 2011, 1228, 1230 f. (juris-Rn. 15 f.).

977 OLG München v. 3.3.2011 – 2 Ws 87/11, NJW 2011, 3664, 3665 = NZG 2011, 1228, 1230 (juris-Rn. 15).

978 *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 137; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 74.

979 Überblick bei *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 80 ff. m. w. N.

980 Oben § 9 B. II. 2. (S. 94 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

werden. In einer abschließenden Stellungnahme ist zu überlegen, ob nicht eine Pflicht zur vollständigen Positionsoffenlegung den anderen Ansätzen vorzuziehen ist (dd).

aa) Keine Pflicht zur Angabe der Positionshöhe

Die wohl herrschende Meinung in der Literatur verlangt keine Angaben zur Positionshöhe.[981] Ausreichend sei eine Angabe des konkreten Interessenkonfliktes mit dem Hinweis auf die Short- bzw. Long-Position.[982] Gegen die Pflicht, die Positionshöhe offenzulegen, spreche der Wortlaut von Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR. Dieser biete keinerlei Anhaltspunkte für eine Offenlegung der Positionshöhe.[983] Darüber hinaus habe die Offenlegung der konkreten Positionshöhe neben dem Hinweis auf die bestehende Position für die Anleger keinen weiteren Nutzen.[984] Die Anleger seien auch ohne einen exakten Hinweis auf die Beteiligungshöhe hinreichend über die Gefahren aufgeklärt.[985]

---

981 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 521; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 16; *Oulds*, in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.60; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 249; *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 75; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 80; *Paschos/Goslar*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 26 Rn. 26; *Veil*, in Veil, KMR, § 15 Rn. 46; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 253; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 64; unklar *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 55; ebenso unklar bei *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312 Fn. 50; *Piepenburg/Schwarz*, BKR 2021, 760, 761; für § 34b WpHG a. F. *Schlößer*, BKR 2003, 404, 408; *Pfüller/Wagner*, WM 2004, 253, 259 f. in Fn. 77; *v. Kopp-Colomb*, WM 2003, 609, 615.

982 Hierin besteht in der Literatur (fast) Einigkeit, s. statt aller *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 376; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 137; *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Anh. I – § 4 MaKonV Rn. 38; a. A. *Schäfer*, BKR 2004, 78, 79; ausdrücklich offengelassen in BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896 Rn. 40.

983 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 80, der sonst Bedenken gegen die Bestimmtheit äußert; zu § 34b WpHG a. F. *Schlößer*, BKR 2003, 404, 408.

984 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 80.

985 *Schlößer*, BKR 2003, 404, 408; *Möllers*, in KK-WpHG, § 34b Rn. 173; *Göres*, Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse, S. 254; alle zu § 34b WpHG a. F.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - CC BY

bb) Offenlegung erst ab einer Schwelle von 0,5 % (Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958)

Eine im Vordringen befindliche Auffassung will unter dem MAR-Regime die Anforderungen des Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 auf das Scalping nach Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR übertragen.[986] Da die Stellungnahme – wie bereits dargelegt[987] – in den meisten Fällen eine Anlageempfehlung im Sinne von Art. 20 MAR darstellt, erscheine eine Übertragung der Anforderungen im Überschneidungsbereich beider Normen zwingend. Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 verlangt von professionellen Erstellern[988] einer Anlageempfehlung offenzulegen, ob die eingegangene Position 0,5 % des Aktienkapitals überschreitet. Nach dieser Ansicht stellt Art. 20 MAR in Verbindung mit Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 im Überschneidungsbereich mit Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR eine Spezialregelung dar.

Im Rahmen der Offenlegung des Interessenkonfliktes müsse der Scalper aber nicht die genaue Positionshöhe angegeben, sondern bloß, ob er mit seiner Position die Schwelle von 0,5 % überschreitet. Wörtlich führt die ESMA in ihren technischen Standards zu Art. 20 MAR aus:

„[P]roducers are requested just to disclose whether or not they breach the threshold, without mentioning the exact holding or the exact short position (e.g. if a producer own a holding of 0.9 % in the issuer, it would be sufficient to disclose that it breaches the 0.5 % threshold related to holding, without disclosing the exact amount).“[989]

---

986 *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 58; *Wentz*, WM 2019, 196, 200; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2757; *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 491; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 253; *Walla*, in Veil, KMR, § 25 Rn. 17; wohl auch *Seier*, Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen, S. 130; offen *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108; a. A. nun *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 75; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 131 mit Fn. 580, die auf Fn. 570 verweist. Vgl. auch BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896. Dort wurde entschieden, dass die Schwelle von 5 % für Finanzanalysten nach § 5 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3, Satz 2 FinAnV nicht anwendbar ist.

987 Oben § 14 B. II. 1. (S. 207 ff.).

988 Nämlich die in Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 i MAR genannten Personengruppen und Sachverständige. Zum persönlichen Anwendungsbereich oben § 9 A. II. (S. 90 f.).

989 ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 79 Nr. 379; ebenso das Verständnis von *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 58 f. mit Beispiel 3; *Vollmerhausen*, wistra

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Damit werde das Geheimhaltungsinteresse und der Aufwand des Positionsinhabers berücksichtigt. Die Schwelle verhindere insbesondere, dass präzise Informationen über Beteiligungsverhältnisse bestimmten Kunden, aber nicht der Öffentlichkeit gegenüber offengelegt werden.[990] Das hätte insiderhandelsrechtliche Probleme zur Folge.

Offen ist bisher die Frage, welche Offenlegungsangabe im Rahmen des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR zu fordern ist, wenn es sich um keine Anlageempfehlung im Sinne des Art. 20 MAR handelt. Zum alten Recht wurde vertreten, dass ein Positionsumfang nur anzugeben ist, wenn er erheblich ist.[991] Wann der Positionsumfang erheblich ist, wurde nicht konkretisiert. Nunmehr wollen *Bayram/Meier* die Schwelle von 0,5 % auch auf Stellungnahmen übertragen, die keine Anlageempfehlungen sind.[992] Das soll zumindest dann der Fall sein, wenn es sich um Sachverständige im Sinne des Art. 1 DelVO (EU) 2016/958 handelt.[993] Deren Äußerungen komme kraft Reputation erheblicher Markteinfluss zu.

cc) Übertragung der Anforderungen aus Art. 6 Abs. 1 LVVO auf das Scalping

Teilweise wird vertreten, dass ab der Schwelle von 0,5 % in der Empfehlung Netto-Leerverkaufspositionen in Intervallen von 0,1 % anzugeben sind.[994] Diese Pflicht resultiere aus Art. 6 Abs. 1 LVVO. Danach sind Personen verpflichtet, Netto-Leerverkaufspositionen „bei einem Prozentsatz

---

2020, 486, 491; *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 23 Rn. 27; *Meyer*, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 939, 953; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 253; ebenso die Interpretation im alten Recht *Schlößer*, BKR 2003, 404, 408; *Pfüller/Wagner*, WM 2004, 253, 259 f. in Fn. 77; *v. Kopp-Colomb*, WM 2003, 609, 615; *Göres*, Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse, S. 253 f.

990 ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 79 Nr. 379; dazu auch *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 23 Rn. 27.

991 So etwa *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 251.

992 *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 58; zustimmend *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2757.

993 Näher zum Begriff des Sachverständigen *Helm*, BKR 2018, 150 ff.

994 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 302; *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 323; a. A. *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 253; ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 79 Nr. 379.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

von 0,5 % und danach jeweils in Intervallen von 0,1 % des ausgegebenen Aktienkapitals des betreffenden Unternehmens“ zu veröffentlichen.

Begründet wird die Übertragung dieser Offenlegungspflicht auf den Scalping-Tatbestand damit, dass der Leerverkäufer ohnehin seine Position im Bundesanzeiger mit Blick auf die Intervalle von 0,1 % relativ präzise offenlegen müsse und dies für die Stellungnahme ebenfalls zu gelten habe, denn aus Sicht der Empfehlungsadressaten erscheine es durchaus von Bedeutung, welches Ausmaß die Interessen des Empfehlenden haben.[995] Mit der Angabe zur Position könne ein Anleger die Stärke des Anreizes zur voreingenommenen Berichterstattung abschätzen. Zudem belaste die Offenlegungsangabe die Leerverkäufer nicht über Gebühr.[996]

Die Offenlegung der Position habe gleichzeitig mit der Stellungnahme im Sinne des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR zu erfolgen. Ein bloßer Hinweis auf die bereits erfolgte Veröffentlichung im Bundesanzeiger reiche nicht aus.[997] Der Scalper müsse die Angabe gleichzeitig mit der Stellungnahme wiederholen. Die Befürworter dieser Ansicht betonen aber, dass ein Verstoß gegen Art. 6 Abs. 1 LVVO keinen automatischen Verstoß gegen Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR bedeuten solle, sofern der Interessenkonflikt in der Stellungnahme ordnungsgemäß offengelegt werde.[998]

dd) Offenlegung der konkreten Positionshöhe

Kritisch an den zuvor genannten Auffassungen ist, dass diese aus Sicht des Funktions- und Anlegerschutzes nicht weit genug gehen. Die überzeugenderen Argumente streiten für eine Pflicht zur Offenlegung der konkreten Positionshöhe.[999]

Für die Offenlegung der konkreten Positionshöhe sprechen teleologische Argumente. Die Offenlegungspflicht hat den Zweck, den Anlegern

---

995 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 302.

996 Nochmals *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 302; a. A. ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 79 Nr. 379.

997 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 308; vgl. auch *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 78.

998 *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 308 m. w. N.; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 253.

999 Wie hier für Art. 20 MAR *Foerster*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 103; mit Tendenz in diese Richtung schon *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 491 Fn. 72; wohl auch *Link*, ZGR 2021, 904, 937.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

eine rationale Entscheidungsfindung zu ermöglichen. Eine rationale Anlageentscheidung fördert die Preiswahrheit. Dazu muss ein Anleger mithilfe der Angaben, die Glaubwürdigkeit der Empfehlung überprüfen können.[1000] Bei der Beurteilung der Glaubwürdigkeit spielt es eine Rolle, wie groß das wirtschaftliche Interesse des Empfehlenden ist. Es macht einen Unterschied, ob der Scalper eine Position von 1 % oder 10 % hält. Das wirtschaftliche Interesse lässt sich nur ermitteln, wenn der Anleger die konkrete Positionshöhe kennt. Durch die genauen Angaben können die Anleger zwischen der Glaubwürdigkeit der Empfehlung und dem potenziellen Profit des Scalpers abwägen. Je höher die Profitaussichten, desto mehr Überzeugungsarbeit muss er leisten, dass seine Empfehlung nicht nur durch Eigeninteresse motiviert ist.[1001]

Der Einwand der Gegenansicht, solche konkreten Angaben wie die Positionshöhe hätten für den Anleger keinen Nutzen und würden dem Anleger nicht weiterhelfen,[1002] kann nicht überzeugen. Zwar spielen zur Ermittlung des vollständigen Interessenkonfliktes weitere Faktoren eine Rolle, wie zum Beispiel die Marktkapitalisierung des betroffenen Finanzinstruments, um den Profit des Scalpers zu ermitteln, jedoch muss der Anleger die Möglichkeit haben, selbst zu entscheiden, ob er die Angabe zur Positionshöhe berücksichtigen und dann weitere Informationen, wie etwa die Marktkapitalisierung, einholen will. Eine Bevormundung des Anlegers ist nicht angebracht.

Die Offenlegung der Positionshöhe bestärkt auch nicht eine Überreaktion, sondern führt im Gegenteil dazu, dass verständige, also in weiten Teilen rationale, Anleger daraufhin nicht oder wenig handeln, weil die Empfehlung von Eigeninteressen beeinflusst ist. Zudem ist das Gefährdungspotenzial bei Interessenkonflikten durch Eigenbeteiligungen besonders hoch, da hier die Eingehung der Position durch die Anleger nicht beobachtet werden kann.[1003] Der Interessenkonflikt liegt allein im Verantwortungsbereich des Scalpers und kann nur von diesem offengelegt werden.

Für eine umfassende Offenlegungspflicht spricht zudem, dass der Aufwand der Umsetzung grundsätzlich marginal und der Eingriff in die

---

1000 Zur Glaubwürdigkeit s. auch *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 79 m. N. zum alten Recht; *Lee*, 32 Rev. Banking & Fin. L. 274, 284 (2013).

1001 *Lee*, 32 Rev. Banking & Fin. L. 274, 284 (2013); ähnlich *Coffee et al.*, Petition for Rulemaking on Short and Distort, 12 February 2020, S. 3.

1002 S. die Nachweise in Fn. 984 f.

1003 S. die Nachweise in Fn. 971.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Geheimhaltungsinteressen des Empfehlenden gerechtfertigt ist.[1004] Beim Scalping wird nämlich die Grenze der „verkehrsüblichen Interessenverquickung" überschritten.[1005] Die Interessen des Scalpers müssen hinter die Interessen der Anlegerschaft zurücktreten. Dass ein Marktakteur eine Empfehlung ausschließlich zu eigennützlichen Zwecken abgibt, steht außerhalb der Erwartung der Anleger. Will der Empfehlende seine Position geheim halten, muss er von der Empfehlung Abstand nehmen.

Wenn man eine konkrete Positionsoffenlegung im Rahmen der Offenlegungspflicht des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR verlangt, kommt es auf die Übernahme des Schwellenwertes aus Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 nicht an. Selbst wenn man Art. 20 MAR im Überschneidungsbereich mit Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR für die speziellere Norm hält,[1006] so kann eine Offenlegung der konkreten Positionshöhe mit den bereits genannten teleologischen Argumenten aus Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 hergeleitet werden.[1007] Gemäß Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 müssen „alle Beziehungen und Umstände" offengelegt werden. Dazu gehören auch Eigenpositionen. Eine Angabe zur Position hat in konkreter Höhe zu erfolgen, damit das hier geschilderte Ziel der Offenlegungspflicht, die Anleger umfassend zu informieren, erreicht wird.

Gegen die Übernahme des Schwellenwertes aus Art. 6 Abs. 1, 2 LVVO (0,5 % + Intervalle von 0,1 %) spricht, dass die Norm nur Netto-Leerverkaufspositionen erfasst. Für Netto-Kaufpositionen besteht keine solch niedrige Schwelle. Die Meldepflichten für Netto-Leerverkaufspositionen sind deutlich niedriger als für Netto-Kaufpositionen.[1008] Eine unterschiedliche Behandlung von Interessenkonflikten bei Verkaufs- und Kaufempfehlungen kann nicht überzeugen.

Im Ergebnis ist für den Tatbestand des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR eine konkrete Angabe zur Positionshöhe zu fordern. Nur unter diesen Umständen kann ein verständiger Anleger eine informierte Anlageentscheidung treffen.

1004 Ähnlich *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 302.
1005 *Lenenbach*, ZIP 2003, 243, 244.
1006 S. die Nachweise in Fn. 986.
1007 Im Ergebnis ebenso *Foerster*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 23 Rn. 103.
1008 Vgl. *Schmolke*, in Lehmann/Kumpan, Art. 6 SSR Rn. 6 Fn. 9; ESMA, Final Report – Draft technical standards on Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA/2015/1455, S. 192 Nr. 400.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

b) Angabe einer „Handelsabsicht"

Fraglich ist weiter, ob die Absicht, die zuvor eingegangene Position zeitnah nach der Stellungnahme wieder aufzulösen, anzugeben ist. Bisher spricht die Literatur vornehmlich von „Verkaufsabsicht"[1009], da das Scalping bisher nur in Verbindung mit Kaufempfehlungen Eingang in die Diskussion gefunden hat. Im Fall einer Leerverkaufsattacke ist dieser Terminus ungenügend und deshalb ist nunmehr allgemein von „Handelsabsicht" zu sprechen, da dann sowohl die Verkaufs- als auch die Kaufabsicht nach der Empfehlung umfasst sind.

Die Offenlegungspflicht des Scalping-Tatbestandes war schon Gegenstand gerichtlicher Entscheidungen, jedoch ließ der Bundesgerichtshof die Frage nach einer Angabe zur Handelsabsicht ausdrücklich offen.[1010] Die Frage konnte offen bleiben, da im konkreten Fall die Offenlegung des Interessenkonfliktes so allgemein gehalten war, dass sich der Bundesgerichtshof mit den inhaltlichen Vorgaben nicht näher auseinandersetzen musste.

In der Literatur werden zur Frage der Angabe einer Handelsabsicht zwei unterschiedliche Auffassungen vertreten.

Nach überwiegender Ansicht muss auf den geplanten zeitnahen Abbau der Position nach Abgabe der Stellungnahme nicht hingewiesen werden.[1011] Der Wortlaut des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR beschränke sich mit der Wendung „dieser Interessenkonflikt" auf den Wortlautteil „Positionen eingegangen wurden".[1012] Damit sei nur ein Hinweis auf die Position zu fordern. Ein Hinweis auf eine Mitteilung der Handelsabsicht gebe der Wortlaut dagegen nicht her. Ferner sei die Haltedauer einer Position für die anderen Anleger unerheblich.[1013] Auch werde der genaue Zeitpunkt

1009 Vgl. etwa *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 81.

1010 Zum alten Recht BGH v. 4.12.2013 – 1 StR 106/13, BGHSt 59, 105 = NJW 2014, 1896 Rn. 40.

1011 *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 55; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312 Fn. 50; *Link*, ZGR 2021, 904, 932; *Wentz*, WM 2019, 196, 200; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108; *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 249; *Mülbert/Sajnovits*, in Assmann/Schneider/Mülbert, vor Art. 1 LVVO Rn. 75; *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 82; *Paschos/Goslar*, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, § 26 Rn. 26; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 253; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 64; zum alten Recht *Stoll*, in KK-WpHG, § 20a Anh. I – § 4 MaKonV Rn. 38.

1012 *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 13 Rn. 81.

1013 *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 253.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der Schließung der Position von der weiteren Kursentwicklung abhängen, sodass der Leerverkäufer den Zeitpunkt der Schließung im Vorhinein nicht präzise angeben könne.[1014]

Andere halten die Absicht, die Position zeitnah zu schließen, für eine wesentliche Information, die den Anlegern gegenüber offenzulegen ist.[1015] Der Wortlaut schränke diese Auslegung nicht ein.[1016] Die Handelsabsicht sei der wahre Interessenkonflikt und nur die Offenlegung dieser Absicht könne den Vorwurf der Irreführung entkräften. Wer dagegen nur den Kauf bzw. Verkauf der Aktien, der vor der Empfehlung erfolgte, offenlege, der täusche einen Interessengleichlauf vor und lege nicht den eigentlichen Interessenkonflikt, die Aktien danach zu verkaufen bzw. zu kaufen, offen.[1017] Bei den Anlegern werde der Eindruck erweckt, die Empfehlung beruhe auf den Entwicklungsmöglichkeiten des Emittenten, während in Wahrheit die Handelsabsicht die Grundlage der Empfehlung bilde.[1018]

Nur wenn die Anleger die Handelsabsicht des Empfehlenden kennen, können sie den Interessenkonflikt vollständig beurteilen und eine informierte Entscheidung treffen. Ein Bestandteil des Interessenkonfliktes ist nun einmal der Informationsvorsprung des Empfehlenden, über seine Absicht, wie er in Zukunft handeln wird. Die Handelsabsicht als Interessenkonflikt besteht typischerweise schon bei Eingehung der Position und ist deshalb bei Abgabe der Stellungnahme offenzulegen. Die Absicht macht nämlich auch deutlich, dass der Empfehlende nur auf einen kurzfristigen – durch Herdentrieb ausgelösten[1019] – Erfolg aus ist. Mit einer Angabe zu den Handelsmotiven kann ein verständiger Anleger den Aussagegehalt der Empfehlung besser abschätzen und gegebenenfalls vom Handel Abstand nehmen.

Dass diese Auffassung richtig ist und der Anlagehorizont eine wichtige Rolle bei der Beurteilung von Anlageentscheidungen spielt, zeigt auch

---

1014 *Link*, ZGR 2021, 904, 932.

1015 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 376; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 182 Fn. 580; *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 137; *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 189; *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 492; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 720 f., 724; *Wegner/Ladwig*, JuS 2020, 1153, 1159; *Piepenburg/Schwarz*, BKR 2021, 760, 761; *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 247; für § 34b WpHG a. F. *Pfüller/Wagner*, WM 2004, 253, 260; *Rudolph*, BB 2002, 1036, 1039 f.

1016 *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 724.

1017 *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 188.

1018 *Schwark*, in FS Kümpel, 2003, S. 485, 491.

1019 Dazu oben § 4 C. I. (S. 49 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Anhang II Abschnitt 2 Nr. 2 lit. b DelVO (EU) 2016/522. Danach liegt typischerweise eine Marktmanipulation im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR vor, wenn ein langfristiger Charakter des Investments vorgespielt, jedoch die Position nach Veröffentlichung gleich wieder geschlossen wird.[1020] Durch dieses Verhalten sendet der Marktteilnehmer ein irreführendes Signal. Um die Irreführung zu vermeiden, muss der Handelnde auf den kurzfristigen Charakter des Investments hinweisen. Diese gesetzgeberische Wertung ist auf Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR sinngemäß zu übertragen.

Dass die Offenlegung der Handelsabsicht überzeugt, zeigt auch ein Rechtsvergleich mit der US-amerikanischen Fallpraxis. In dem Fall SEC v. Lidingo Holding sah die US-Börsenaufsicht SEC eine irreführende Information darin, dass der Autor der Empfehlung neben der Offenlegung der Position nicht auf seine Handelsabsicht hinwies.[1021] Überdies fordern in einer Petition an die SEC verschiedene Rechts- und Wirtschaftswissenschaftler aus Anlass der Leerverkaufsattacken, dass neben der Veröffentlichung der Position auch die Handelsabsicht anzugeben ist.[1022] Dabei könne ein abstrakter Hinweis nicht ausreichen. Das Petitum bezieht sich auf das Urteil Zweig v. Hearst Corp.[1023] Ein Zeitungskolumnist hatte Aktien zum Kauf empfohlen und das Gericht urteilte, dass der Kolumnist nicht nur die Position, sondern auch die Absicht, die Aktien nach der Kaufempfehlung schnell wieder zu verkaufen, hätte offenlegen müssen. Demnach kommt der Handelsabsicht auch im US-Recht maßgebliche Bedeutung zu.[1024]

1020 Darauf eingehend mit Bezug zu den Leerverkaufsattacken auch *Pananis*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 137; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 216.

1021 SEC v. Lidingo Holdings, Order Granting in Part and Denying in Part Motion to Dismiss, Case No. 17-2540 (S.D.N.Y., Apr. 10, 2017), S. 23; dieses Beispiel auch bei *Mitts*, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Working Paper, 28 October 2019, S. 24; ferner *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 724 Fn. 134.

1022 *Coffee et al.*, Petition for Rulemaking on Short and Distort, 12 February 2020, S. 3, 5 f.

1023 Zweig v. Hearst Corp. 594 F.2d 1261, 1268 (9th Cir. 1979); dazu *Coffee*, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020; ferner zu dem Urteil *Lenzen*, Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 125.

1024 *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 707 f. greift diese Rechtsprechung und das Petitum ebenfalls auf und verweist darauf, dass bisher nur Fälle von Kaufempfehlungen entschieden wurden und Leerverkaufsattacken noch nicht Gegenstand einer solchen Entscheidung waren.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Typisches Muster von aktivistischen Leerverkäufern ist das Schließen der Position innerhalb weniger Tage[1025] nach Veröffentlichung der negativen Gerüchte.[1026] Nur in wenigen Fällen, wie etwa im Fall Wirecard, werden die Positionen länger gehalten. Da aber auch in diesen Fällen die Absicht, die Position in absehbarer Zeit zu schließen, bereits bei Eingehung der Position bzw. bei Abgabe der Stellungnahme vorliegt,[1027] ist auf die Handelsabsicht hinzuweisen.

Im Ergebnis sprechen die besseren Gründe für die Offenlegung der Handelsabsicht.

c) Offenlegung der Identität

Eine weitere Frage, die es zu beantworten gilt, ist jene, ob Identitäten der handelnden Personen offenzulegen sind. Die Identität ist für die Anleger in zweierlei Hinsicht von Interesse, da zwischen dem Empfehlenden und dem Positionsinhaber keine Personenidentität bestehen muss.[1028] In der Literatur wird die Frage nach der Offenlegung der Identität soweit ersichtlich im Zusammenhang mit dem Scalping kaum diskutiert.[1029] Das liegt wohl an dem Umstand, dass bei den bisher diskutierten Scalping-Fällen prominente Marktakteure wie *Sascha Opel* aufgetreten sind. Das Problem der Offenlegung der Identität ist dann von besonderer Relevanz, wenn die Empfehlung anonym oder unter einem Pseudonym in den Markt abgegeben wird. Das ist bei den Leerverkaufsattacken durchaus der Fall.[1030]

Die hohe Bedeutung der Identität eines Empfehlenden ist der Marktmissbrauchsverordnung selbst zu entnehmen. Nach Erwägungsgrund 28 Satz 2 MAR sind unter anderem Ansichten eines anerkannten Marktkommentators als Insiderinformation anzusehen.[1031] Der Informationswert einer solchen Empfehlung entsteht durch äußere Umstände und durch die Reputation des Empfehlenden. Der Reputationsmechanismus kann auch

---

1025 Manchmal auch innerhalb eines Tages, s. *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 320.
1026 *Mitts*, Short and Distort, Working Paper, 13 February 2020, S. 3 und passim; *Coffee*, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020.
1027 Vgl. allgemein auch auf den Zeitpunkt der Offenlegung einer (fehlerhaften) Information abstellend, wenn es sich um innere Tatsachen bzw. zukunftsbezogene Absichten handelt *Conring*, BKR 2018, 489, 493 (zu § 826 BGB).
1028 Dazu oben unter § 14 B. I. (S. 205 f.).
1029 Erste Überlegungen bei *Vollmerhausen*, wistra 2020, 486, 492.
1030 Oben § 7 B. III. (S. 74 ff.).
1031 Dazu *Klöhn*, WM 2016, 1665, 1671 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

für das Scalping und der Frage nach der Offenlegung der Identitätsangabe fruchtbar gemacht werden.

Verbreitet ein Marktakteur falsche Informationen, so erleidet er einen Reputationsschaden. Anleger würden ihm das Vertrauen entziehen und seinen zukünftigen Empfehlungen nicht mehr folgen.[1032] Diese Möglichkeit haben die Anleger aber nur dann, wenn ihnen bekannt ist, wer der Empfehlende ist. Deshalb braucht es zur Durchsetzung des Reputationsmechanismus einer Offenlegungspflicht. Muss der Empfehlende seine Identität offenlegen, besteht weniger Anreiz, opportunistisch zu handeln. Die verhaltenssteuernde Wirkung des Reputationsmechanismus versagt, wenn die Informationen anonym oder unter einem Pseudonym in den Markt gelangen.[1033] In diesen Fällen können Anleger einen Marktteilnehmer, der falsche Informationen verbreitet, nicht abstrafen. Dem Markt werden so wertvolle Lerneffekte genommen und eine Rechtsverfolgung wird erschwert. Vor diesem Hintergrund stellt die Offenlegung der Identitätsangaben für den Anleger eine wertvolle Information für seine Anlageentscheidung dar.[1034]

Stellt die Stellungnahme wie in unserem Fall zugleich eine Anlageempfehlung im Sinne von Art. 20 MAR dar,[1035] ergibt sich die Pflicht des Erstellers der Anlageempfehlung zur Identitätsangabe zusätzlich aus 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. Die Angabe der Berufsbezeichnung soll die Einschätzbarkeit

---

1032 Allgemein *Benabou/Laroque*, 107 Q. J. Econ. 921 (1992); für die Leerverkaufsattacken folgend *Hu*, Detecting Opportunistic Behavior in Public Short Campaigns, Working Paper, 15 March 2018, S. 26, 30; ähnlich *Coffee*, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020; Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 17.

1033 Betonend *Mitts*, Short and Distort, Working Paper, 13 February 2020, S. 1 und passim; *Katz/Hancock*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 November 2017; *Weiner/Weber/Hsu*, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017, S. 2; *Hu*, Detecting Opportunistic Behavior in Public Short Campaigns, Working Paper, 15 March 2018, S. 26; *Coffee*, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020; ferner *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 756. Dazu auch die Begründung zum heutigen § 86 WpHG in Begr. RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936, S. 215: „Erfahrungen aus der Aufsichtspraxis haben gezeigt, dass es erforderlich ist, den deutschen Kapitalmarkt besser vor unseriösen Marktteilnehmern im Bereich der Finanzanalysen zu schützen. Verhindert werden sollen Marktmanipulationen durch Finanzanalysten, die mit verschleierter Identität auftreten."

1034 Vgl. auch Erwägungsgrund 3 DelVO (EU) 2016/958.

1035 Oben § 14. B. II. 1. (S. 207 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der Qualifikation fördern.[1036] Zudem muss die Identität etwaiger für die Erstellung der Empfehlung verantwortlicher Personen angegeben werden. Das sind solche Personen, die entscheidenden Einfluss auf die Anlageempfehlung haben und über die Ausgestaltung zumindest mitbestimmen können.[1037] Nach Art. 2 Abs. 1 lit. b DelVO (EU) 2016/958 ist der Name der juristischen Personen anzugeben, für die die Anlageempfehlung erstellt wurde. Eventuelle vom Ersteller der Anlageempfehlung zu unterscheidende Positionsinhaber sind unter den Voraussetzungen des Art. 5 Abs. 2, 3 DelVO (EU) 2016/958 offenzulegen.

3. Anforderungen an die Darstellungsweise

Weiter ist es für eine ordnungsgemäße und wirksame Offenlegung des Interessenkonfliktes erforderlich, die Mitteilung des Interessenkonfliktes in klarer und verständlicher Sprache abzufassen. Die Angaben zum Interessenkonflikt müssen widerspruchsfrei und präzise sein. Des Weiteren muss der Empfehlende die Offenlegung des Interessenkonfliktes so in der Stellungnahme anordnen, dass eine Kenntnisnahme der Informationen durch den verständigen Anleger zu erwarten ist.[1038] Er sollte den Interessenkonflikt vor der eigentlichen Analyse und Empfehlung offenlegen. Ferner sprechen verhaltensökonomische Erkenntnisse dafür, den Interessenkonflikt an prominenter Stelle offenzulegen, damit er für den verständigen Anleger leicht verfügbar ist.[1039] Nicht ausreichend sind beliebige Abschnitte im Analysebericht.

4. Anwendung auf die Leerverkaufsattacken

In einem nächsten Schritt ist zu klären, ob die aktivistischen Leerverkäufer die herausgearbeiteten Anforderungen an eine Offenlegung einhalten.

1036 Ähnlich *Leyens*, Informationsintermediäre, S. 574; *Mattig*, Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht, S. 272 in Fn. 798.

1037 *Rothenhöfer*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 22 Rn. 28.

1038 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 377; *Zimmer/Bator*, in Schwark/Zimmer, Art. 12 MAR Rn. 131.

1039 *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 254 mit Hinweis auf den availability bias.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

a) Angriff von Ontake Research auf Aurelius

Ein erstes Beispiel ist der Fall Ontake Research gegen Aurelius vom 30. Januar 2020. Dort fand sich zunächst auf Seite 1 des Research Reports folgender Hinweis:[1040]

„We have a short interest in Aurelius Equity Opportunities SE & Co KGaA and therefore stand to gain from a decline in its share price. Please read our full disclaimer on page 48 before reading this report."

Auf der Seite 48 steht dann unter anderem:

„You should also assume that as of the publication date of our reports, Ontake Research may have an investment position in the stocks (and/or options, swaps, and other derivatives related to the stock) and bonds covered therein (either long or short depending on Ontake Research's opinion), and therefore stands to realize significant gains in the event that the price of [sic!] changes in conjunction with Ontake Research's opinion. Ontake Research may continue transacting in the securities of issuers covered in our reports for an indefinite period after the publication date of our reports, and Ontake Research may be long, short, or neutral at any time hereafter regardless of the initial opinion stated in our reports."

Die Anforderungen an einen konkreten Interessenkonflikt sind mit der Wendung auf Seite 48 „may have an investment" nicht eingehalten. Die Offenlegung lässt nicht einmal erkennen, ob überhaupt eine Position besteht. Damit der konkrete Interessenkonflikt offengelegt wäre, hätte auf den Umstand, dass eine Position vorhanden ist, hingewiesen werden müssen (beispielsweise durch das Streichen des Wortes „may"). Diesen Punkt kann man nur entkräften, wenn man auf den Hinweis auf Seite 1 abstellt, wo die Short-Position offengelegt wird. Jedoch hätte nach hier vertretener Auffassung nicht nur ein Hinweis auf die Positionsart („short interest"), sondern auch ein Hinweis auf die konkrete Positionshöhe erfolgen müssen. Diese liegt eindeutig nicht vor.

Zudem fehlt ein konkreter Hinweis auf die Handelsabsicht. Auf Seite 48 wird nur eine Möglichkeit durch die Worte „may continue transacting" genannt. Diese Angabe ist nicht hinreichend konkret. Des Weiteren wird die Identität nicht offengelegt. Es findet sich auf Seite 48 die Aussage: „We are not registered as an investment advisor in any jurisdiction." Da die Verantwortlichen von Ontake Research nicht bekannt sind, hätten

1040 Unter https://ontakeresearch.wordpress.com/ abrufbar. Die Internetseite beinhaltet nur diesen Report und unterhält kein Impressum.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sie genauere Angaben machen müssen. Die BaFin stellte zu Recht einen Verstoß gegen die Anzeigepflicht aus § 86 WpHG fest.[1041]

In diesem Fall kann auch an der wirksamen Darstellungsweise gezweifelt werden, da der Interessenkonflikt optisch aufgeteilt war. Der vollständige Disclaimer fand sich auf der letzten Seite des Reports (S. 48) und auf Seite 1 fand sich nur ein kurzer Hinweis. Der vollständige und einheitliche Disclaimer gehört vor die Analyse, damit er für den verständigen Anleger gut wahrnehmbar ist.

Damit finden sich gleich mehrere Kritikpunkte, die zur Folge haben, dass der Interessenkonflikt im Research Report nicht ordnungsgemäß und nicht wirksam offengelegt wurde. Ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR liegt bei der Offenlegung des Interessenkonfliktes im Research Report vor.

Ebenso liegt ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR vor, wenn man – wie hier vertreten[1042] – den Tweet zu dieser Attacke betrachtet und diesen bereits als Stellungnahme einordnet. Ontake Research weist zwar in dem Tweet selbst, also gleichzeitig und auch wahrnehmbar, auf einen Interessenkonflikt hin („We are short Aurelius (AR4:GR)")[1043], jedoch ist dieser inhaltlich nicht ausreichend. In diesem Fall fehlt auch der Hinweis auf die konkrete Position sowie auf die Handelsabsicht.

b) Angriff von Gotham City Research auf Aurelius

Ein zweites Beispiel ist der Angriff von Gotham City Research auf Aurelius vom 28. März 2017. Dort heißt es im Disclaimer:[1044]

„You should assume that on the publication date of this report, GOTHAM CITY RESEARCH LLC has a net short position with respect to the shares (and/or options, swaps, and other derivatives related to the shares) of the issuer discussed in this report. Therefore, GOTHAM CITY RESEARCH LLC stands to profit in the event the issuer's share price declines, and may incur investment losses if such issuer's share price

---

1041 Unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2020/meldung_2020_02_04_-Ontake_Research.html abrufbar.

1042 Oben unter § 14 B. II. 1. (S. 207 ff.).

1043 Unter https://twitter.com/theOntake/status/1222862992980750336 abrufbar.

1044 Vgl. Gotham City Research, Aurelius: The Next Arques AG or the next Philip Green?, S. 2, unter https://www.gothamcityresearch.com/archive abrufbar; für eine Wirksamkeit *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 255; a. A. wohl *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 429.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

increases, following the date of this report. This report, therefore, specifically emphasizes negative aspects of the issuer that GOTHAM CITY RESEARCH LLC believes have not been properly reflected in the share price of the issuer. GOTHAM CITY RESEARCH LLC may buy, sell, cover or otherwise change the form or substance of its position in the issuer in its sole discretion at any time. GOTHAM CITY RESEARCH LLC disclaims any obligation to notify the market of any such changes in advance."

Dieses Beispiel zeigt die gleichen Mängel bei der Offenlegung. Der Anleger soll lediglich annehmen („[y]ou should assume"), dass eine Short-Position besteht und dass der Ersteller des Reports profitiert, wenn sich der Kurs in die gewünschte Richtung bewegt. Jedenfalls fehlt eine eindeutige Erklärung zur Handelsabsicht. Mit dem Wort „may" wird lediglich die Möglichkeit einer Handelsabsicht offengelegt. Im konkreten Fall kommt hinzu, dass laut Bundesanzeiger eine Netto-Leerverkaufsposition von 0,61 % bestand. Diese Position hätte Gotham City in dem Report selbst offenlegen müssen. Zudem ist die Identität des Leerverkäufers nicht bekannt („GOTHAM CITY RESEARCH LLC is not registered as an investment advisor in any jurisdiction.").[1045]

Im Fall Gotham City Research fand sich der Disclaimer auf Seite 2 des Research Reports und war optisch erkennbar.[1046] Bemängeln könnte man, dass Gotham City auf dem Deckblatt bereits Behauptungen und Bewertungen aufgestellt hat und somit die Offenlegung des Interessenkonfliktes nicht vor der eigentlichen Analyse erfolgte. Im Ergebnis liegt aufgrund der inhaltlichen Mängel ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR vor.

c) Angriff von Muddy Waters auf Ströer

Ein drittes Beispiel ist der Disclaimer von Muddy Waters im Fall des Angriffs auf den Werbedienstleister Ströer vom 21. April 2016.[1047] Im Research Report von Muddy Waters selbst findet sich ein Disclaimer, der lautet:

1045 Diese Aussage findet sich in einem Disclaimer auf https://www.gothamcityresearch.com/.

1046 Ebenso die Einschätzung bei *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 65.

1047 Zu diesem Zeitpunkt war die Marktmissbrauchsverordnung noch nicht anwendbar, vgl. Art. 39 Abs. 2 MAR. Die Ausführungen zu diesem Fall sind aber auch für das alte Recht gültig.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

„The fund Muddy Waters manages is short in Ströer and for this reason there might be a conflict of interest."

Teile der Literatur halten diesen Disclaimer für ausreichend.[1048] Problematisch ist, dass vor dem eigentlichen Research Report ein allgemeiner Disclaimer auf der Website von Muddy Waters zu finden ist, der nach einer kurzen Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Untersuchung zu Ströer steht.[1049] Der allgemeine Disclaimer lautet wie folgt:

„You should assume that, as of the publication date of a Muddy Waters report, Muddy Waters Related Persons (possibly along with or through its members, partners, affiliates, employees, and/or consultants), Muddy Waters Related Persons clients and/or investors and/or their clients and/or investors have a position (long or short) in one or more of the securities of a Covered Issuer (and/or options, swaps, and other derivatives related to one or more of these securities), and therefore stand to realize significant gains in the event that the prices of either equity or debt securities of a Covered Issuer decline or appreciate. Muddy Waters Research, Muddy Waters Capital and/or the Muddy Waters Related Persons intend to continue transacting in the securities of Covered Issuers for an indefinite period after an initial report on a Covered Person, and such person may be long, short, or neutral at any time hereafter regardless of their initial position and views as stated in the research report published by Muddy Waters Research or Muddy Waters Capital. Neither Muddy Waters Research nor Muddy Waters Capital will update any report or information on its website to reflect changes in positions that may be held by a Muddy Waters Related Person."

Dieser sehr ausführliche Disclaimer macht eines deutlich: Er mag zwar alle Eventualitäten abdecken, ist dadurch aber zu abstrakt und hilft einem verständigen Anleger nicht, eine informierte Anlageentscheidung zu treffen.[1050] In diesem Fall fehlen konkrete Angaben zur Positionshöhe. Das gilt auch für den kurzen Disclaimer im Research Report selbst, der aus demselben Grund nicht ausreichend ist. Im Bundesanzeiger wurde zwar eine Netto-Leerverkaufsposition (verspätet) gemeldet,[1051] jedoch hätte Muddy Waters diese Angabe im Research Report wiederholen müssen.

1048 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 521 und *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 55.

1049 Unter http://d.muddywatersresearch.com/research/sax/mw-is-short-stroeer/ abrufbar.

1050 Dagegen als ausreichend erachtend *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 254 f.

1051 *Hasselbach/Peters*, BB 2017, 1347, 1351.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Lediglich die Handelsabsicht ist ausreichend dargelegt, wenn man auf den allgemeinen, längeren Disclaimer abstellt („Muddy Waters … intend to continue transacting").

Die Angaben zur Identität sind in diesem Fall ausreichend. Muddy Waters Research Capitals LLC ist eine registrierte Person im Sinne von § 86 Abs. 1 WpHG und der verantwortliche Autor *Carson Block* ist angegeben.[1052] Sollten andere zurechenbare Personen tatsächlich Short-Positionen in der Ströer Aktie gehalten haben, wäre deren Identität offenzulegen gewesen.

Betrachtet man den Tweet zur Ankündigung der Attacke und ordnet diesen – wie hier für richtig erachtet[1053] – als Stellungnahme ein, reicht die dortige Offenlegung („MWC is short Ströer $SAX GR")[1054] inhaltlich nicht aus. Hier fehlen Angaben zur Positionshöhe sowie zur Handelsabsicht. Die Offenlegung ist unwirksam und nicht ordnungsgemäß erfolgt und führt zu einem Verstoß gegen Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.

C. Ergebnis der Prüfung zu Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR

Der Scalping-Tatbestand ist in der Regel bei den Leerverkaufsattacken erfüllt. Nach dem Eingehen einer Leerverkaufsposition verbreiten die aktivistischen Leerverkäufer einen Research Report und schließen dann die Leerverkaufsposition mit Gewinn. Die Research Reports stellen sich mit ihrem wertenden Inhalt als Stellungnahme dar, die unter Ausnutzung eines Medienzugangs abgegeben werden. Ebenso sind die Tweets zur Ankündigung der laufenden Attacke bereits als Stellungnahme im Sinne des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR zu qualifizieren, mit der Folge, dass der Interessenkonflikt gleichzeitig in dem Tweet offenzulegen ist.

Die Leerverkaufsattacken sind nur dann tatbestandsmäßig, wenn keine ordnungsgemäße und wirksame Offenlegung erfolgt. Die aktivistischen Leerverkäufer halten die Anforderungen an die Offenlegung der Interessenkonflikte nicht ein.[1055] Oftmals finden sich noch nicht einmal Angaben

---

1052 Ebenso als ausreichend für die Pflicht aus Art. 2 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 erachtend *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 91.

1053 Oben unter § 14 B. II. 1. (S. 207 ff.).

1054 Unter https://twitter.com/muddywatersre/status/723105431535665152 abrufbar.

1055 Ähnlich skeptisch *Link*, ZGR 2021, 904, 932; wie hier auch zumindest in dem Fall Zatarra Research gegen Wirecard Bedenken bei *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 301 Fn. 61; wie hier für den Fall Viceroy Research gegen ProSiebenSat.1 *Pana-*

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zum konkreten Interessenkonflikt, sondern bloß abstrakte Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte. Gänzlich fehlen Angaben zur Positionshöhe, zur Handelsabsicht und zur Identität. Damit wird dem Anleger verwehrt, sich ein eigenständiges Bild von dem Interessenkonflikt zu machen und eine rationale, informierte Entscheidung zu treffen.

§ 15 Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen

Im Laufe der Arbeit wurde festgestellt, dass die aktivistischen Leerverkäufer sowohl durch die aktive Verbreitung der Research Reports als auch durch die unterlassene Offenlegung der Leerverkaufsposition gegen den Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation (Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR) verstoßen können. Des Weiteren liegt in der Regel ein Verstoß gegen den Tatbestand des zwingenden Anwendungsbeispiels des Scalpings (Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR) vor. Der Verstoß gegen Artt. 12, 15 MAR kann als Straftat (§§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG) oder als Ordnungswidrigkeit (§ 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG) geahndet werden.

A. Strafrechtliche Sanktion nach § 119 WpHG

Bei § 119 Abs. 1 WpHG handelt es sich – im Gegensatz zu Art. 12 MAR – um ein Erfolgsdelikt.[1056] Zusätzlich zum Tatbestand des Art. 12 MAR verlangt § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG als objektives Tatbestandsmerkmal die Einwirkung auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Tatob-

---

nis, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 138 Fn. 488; *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 67, wenn man die Schwelle von 0,5 % anwenden würde; a. A. für eine Wirksamkeit *Kocher*, DB 2016, 2887, 2892; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 56; *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 256; *Seier*, Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen, S. 267 Fn. 780; *F. Schäfer*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnlR-HdB, § 21 Rn. 25; wohl auch keine Bedenken bei *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 521, *Brellochs*, ZGR 2020, 319, 323 und *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 16; offen *Wentz*, WM 2019, 196, 200: Frage des Einzelfalles; keine abschließende Einschätzung bei *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312.

1056 *Rönnau/Wegner*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 28 Rn. 58; zum alten Recht *Kudlich*, wistra 2011, 361, 362; Kritik bei *de Schmidt*, in Just/Voß/Ritz/Becker, § 20a Rn. 397, weil Art. 5 Abs. 2 CRIM-MAD keine Vorgaben hinsichtlich des Einwirkungserfolges mache.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

jekts.[1057] Der Erfolgseintritt ist dabei nicht bloß eine objektive Bedingung der Strafbarkeit, sondern ist Tatbestandsmerkmal, da er das Unrecht der Tat mitbegründet. Auf subjektiver Tatseite verlangt § 119 Abs. 1 WpHG (bedingten)[1058] Vorsatz. Als Sanktionsrahmen sieht § 119 Abs. 1 WpHG eine Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder eine Geldstrafe vor.

Den erforderlichen Taterfolg – die Einwirkung auf den Börsenpreis – sieht der Bundesgerichtshof dann als gegeben an, wenn der Preis künstlich, d. h. gegen die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse am Markt, erhöht, abgesenkt oder auch nur stabilisiert wird.[1059] Da für die Preisbildung am Kapitalmarkt keine Naturgesetze, also objektiv verifizierbare Kausalzusammenhänge, bestehen, hält der Bundesgerichtshof fest, dass an die Preisbildung und die daran mitwirkenden Faktoren keine überspannten Anforderungen zu stellen sind.[1060] Ausreichend ist demnach Mitursächlichkeit.[1061] Im Unterschied zu Zivilprozessen reicht es aus, dass sich ein anderer Preis gebildet hätte; die genaue Höhe muss dagegen nicht festgestellt werden.[1062] Zudem genügt jeder Einwirkungserfolg; die Preiseinwirkung muss nicht erheblich sein.[1063] Zur richterlichen Überzeugung reicht ein Vergleich von bisherigen Kursverläufen und Umsatz, die Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Wertpapiers am konkreten Tag sowie die Ordergröße.[1064] Beim Scalping kann ein Einwirken auf den Börsenpreis nicht wegen eines der Empfehlung entsprechenden Potenzials

---

1057 Der Börsenpreis ist legal definiert in § 24 Abs. 1 Satz 1 BörsG. Der Marktpreis ist derjenige Preis, der sich als Gleichgewichtspreis bei freiem Spiel von Angebot und Nachfrage auf einem freien Markt entwickelt hat, vgl. *Nestler*, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, Rn. 701.

1058 *Schmolke*, in Klöhn, Art. 15 Rn. 108, 117; *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157, 166 f.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 469.

1059 BGH v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, ZIP 2016, 1334 = NZG 2016, 751 Rn. 23 m. w. N.

1060 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 384 = BKR 2004, 74, 77 f.

1061 *Trüg*, JZ 2021, 560, 562.

1062 *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2003; *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 325. Dies kann aber für die Strafzumessung von Bedeutung sein, s. *Kudlich*, wistra 2011, 361, 365.

1063 *Klöhn*, NZG 2011, 934, 935 f. mit Bezug auf EuGH v. 7.7.2011 – Rs. C-445/09, IMC Securities, Slg. 2011, I-05917 = NZG 2011, 951 Rn. 30; ohne Bezug zum EuGH-Urteil *Woodtli*, NZWiSt 2012, 51, 55, der dafür plädiert, Bagatellfällen mit dem Opportunitätsprinzip zu begegnen; ferner dazu *Trüg*, JZ 2021, 560, 562.

1064 BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BGHSt 48, 373, 384 = BKR 2004, 74, 77.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der Aktie verneint werden; andernfalls liefe die Regelung des Scalpings ins Leere.[1065]

Schaut man sich beispielsweise die Attacke von Ontake Research gegen Aurelius am 30. Januar 2020 an, so sprechen starke Indizien dafür, dass die Empfehlung zu einem niedrigeren Kurs geführt hat:[1066]

An den zehn Handelstagen vor der Veröffentlichung des Berichtes lag der Xetra-Handelsumsatz im Durchschnitt bei ca. 3,3 Mio. € und 90.600 Stück pro Handelstag. Am 30. Januar, dem Tag der Attacke, lag das Volumen bei ca. 62,37 Mio. € und 1.971.000 Stück. Vom Eröffnungskurs 35,76 € sank der Kurs zwischenzeitlich auf das Tagestief von 29,34 € und schloss bei 32,54 €. Einen Tag nach der Attacke sank das Volumen auf 30,14 Mio. € und 908.000 Stück. Der Kurs blieb im Folgenden dann bei rund 33 €. Diese Daten sind ein starkes Indiz, dass die Stellungnahme von Ontake Research Auslöser der Kursbewegungen und damit des niedrigeren Kurses war. Die Aktie wies eine hohe Volatilität auf, welche ein Indiz für eine Marktmanipulation ist.[1067]

Im Rahmen der informationsgestützten Marktmanipulation ist die Feststellung erforderlich, dass der Kurs bei ordnungsgemäßem Informationsverhalten anders ausgefallen wäre, als er sich aufgrund der Fehlinformation tatsächlich darstellte.[1068] Zudem muss die Tathandlung, die Verbreitung der Information durch die Research Reports, kausal für den Erfolg sein. Die verbreitete Information muss zu einer geänderten Einschätzung der Aktie geführt haben, denn nur dadurch kann man darauf schließen, dass auch der dadurch zustande gekommene Kurs verfälscht ist, also der Täter durch sein Handeln auf den Kurs einwirkte.[1069] Bei einer unterlassenen Informationspreisgabe ist auf die Preiseinwirkung bei tatsächlicher Bekanntgabe als Indiz abzustellen.[1070] Unter Heranziehung der Theorie

---

1065 BGH v. 25.2.2016 – 3 StR 142/15, ZIP 2016, 1334 = NZG 2016, 751 Rn. 23. Teilweise soll beim Scalping der Zurechnungszusammenhang zum Erfolg fehlen, so etwa *Hohn*, in Momsen/Grützner, Wirtschafts- und Steuerstrafr, § 21 Rn. 173; ähnlich *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert, § 119 WpHG Rn. 78.

1066 Daten unter https://www.boerse-frankfurt.de/aktie/aurelius-se-co-kgaa/kurshistorie/historische-kurse-und-umsaetze verfügbar.

1067 Explizit für das Scalping *Karst*, Marktmanipulationsverbot gem. § 20a WpHG, S. 138 f.

1068 *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2002; vgl. auch zu §§ 38, 39 WpHG a. F. BGH v. 20.7.2011 – 3 StR 506/10, NZG 2011, 1075 = wistra 2011, 467 (IKB).

1069 *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2003.

1070 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 330.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

informationseffizienter Kapitalmärkte[1071] ist ein indizieller Rückschluss möglich, welchen Wert der Markt einer bestimmten veröffentlichten Information zugemessen hätte. Auf dieser Grundlage können Sachverständigengutachten nach dem Verfahren der sog. Ereignisstudien erstellt werden.[1072]

Kommt es bei einer Leerverkaufsattacke zu einer Einwirkung auf den Börsenpreis und hatte der Leerverkäufer (bedingten) Vorsatz, ist der Straftatbestand des § 119 Abs. 1 WpHG erfüllt. Treten die Leerverkäufer häufiger auf, erfüllen sie den Qualifikationstatbestand des gewerbsmäßigen Handels gemäß § 119 Abs. 5 Nr. 1 Alt. 1 WpHG.[1073] Dieser Verbrechensvorwurf setzt voraus, dass die Tat in der Absicht begangen wird, sich aus einer wiederholten Tatbegehung eine nicht nur vorübergehende Einnahmequelle von einigem Umfang und einiger Dauer zu verschaffen.[1074] Daneben kann ein Gericht ein Berufsverbot anordnen oder das durch die Marktmanipulation Erlangte einziehen.[1075]

B. Bußgeldbewehrte Sanktionen nach § 120 WpHG

Neben der strafrechtlichen Sanktion sieht das WpHG in § 120 Abs. 15 Nr. 2 einen Ordnungswidrigkeitentatbestand vor. Dieser verlangt keinen Einwirkungserfolg (Eignungsdelikt) und der Manipulant kann den Tatbestand vorsätzlich[1076] oder auch leichtfertig[1077] verwirklichen. Der Tatbestand der Ordnungswidrigkeit erfüllt eine wichtige Auffangfunktion für die Fälle, in denen die BaFin aus praktischen Gründen keinen Nachweis der Preiseinwirkung oder des Vorsatzes führen kann.[1078] Den Sanktions-

---

1071 Dazu oben § 4 B. III. 1. (S. 41 ff.).

1072 *Hellgardt*, ZIP 2005, 2000, 2005; *Papachristou*, Strafrechtliche Behandlung von Marktmanipulation, S. 198 f.; *Fleischer*, in Fuchs, § 20a Rn. 151.

1073 Darauf hinweisend *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2759; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 19. Zur neuen Verbrechensqualifikation gemäß § 119 Abs. 5 WpHG s. allgemein *Richter*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 213 ff.

1074 *Schröder/Poller*, in Schröder, HdB Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3 Rn. 554.

1075 Vgl. jüngst zur Einziehung BGH v. 14.10.2020 – 5 StR 229/19, WM 2021, 67 = BKR 2021, 229 Rn. 4 ff. mit Besprechung *Trüg*, JZ 2021, 560 ff.

1076 Zum Vorsatz bei bußgeldbewehrten Verstößen s. *Dinter/David*, ZIP 2017, 893 ff.

1077 Zur Leichtfertigkeit im Kapitalmarktrecht ausführlich *von Buttlar/Hammermaier*, ZBB 2017, 1 ff.

1078 Für die Preiseinwirkung *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 348; für den Vorsatz *Waschkeit*, Marktmanipulation am Kapitalmarkt, S. 286 f.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

rahmen für die Ordnungswidrigkeit setzt § 120 Abs. 18 WpHG fest. Bei natürlichen Personen kann die Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße bis zu fünf Millionen Euro geahndet werden (§ 120 Abs. 18 Satz 1 WpHG). Gegen juristische Personen kann künftig ein Bußgeld von bis zu fünfzehn Millionen Euro oder fünfzehn Prozent des Gesamtumsatzes, den die juristische Person in dem der Behördenentscheidung vorangegangenen Geschäftsjahr erzielt hat, verhängt werden (§ 120 Abs. 18 Satz 2 Nr. 1 WpHG). § 120 Abs. 18 Satz 3 WpHG ermöglicht die Ahndung des Verstoßes als Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils.

Ferner können die aktivistischen Leerverkäufer durch ihr Handeln den Bußgeldtatbestand des § 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG verwirklichen. Dieser Bußgeldtatbestand sanktioniert die fehlende objektive Darstellung[1079] und die nicht gesetzeskonforme Offenlegung von Interessenkonflikten einer Anlageempfehlung im Rahmen des Art. 20 MAR. In diesen Fällen liegt zugleich aber auch eine informationsgestützte Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR oder Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR vor. Kommt es infolgedessen zu einer vorsätzlichen Einwirkung auf den Börsenpreis, liegt eine Straftat nach § 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG vor. Gemäß § 21 Abs. 1 OWiG ist in diesen Fällen nur das Strafgesetz anzuwenden. Erfolgt keine Einwirkung auf den Börsenpreis und liegt damit durch die Anlageempfehlung keine strafbare Marktmanipulation vor, ist die Marktmanipulation nur als Ordnungswidrigkeit nach § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG zu ahnden und steht gemäß § 19 Abs. 1 OWiG in Tateinheit mit dem Tatbestand des § 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG wegen des Verstoßes gegen Art. 20 MAR. Nach § 19 Abs. 2 OWiG wird die Geldbuße nach dem Gesetz bestimmt, das die höchste Geldbuße androht.

Zudem hat die BaFin bei den aktivistischen Leerverkäufern Viceroy Research und Ontake Research Verstöße gegen die Anzeigepflicht aus § 86 Abs. 1 WpHG festgestellt.[1080] Die nicht erfolgte Anzeige ist nach § 120 Abs. 2 Nr. 14 WpHG bußgeldbewehrt. Dieser Verstoß steht gemäß § 20 OWiG in Tatmehrheit zu den zuvor genannten Verstößen.

Des Weiteren kann der Ordnungswidrigkeitentatbestand des § 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG erfüllt sein, wenn ein ungedeckter Leerverkauf vorgenommen wurde und deshalb ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 LVVO zu bejahen ist. Der ungedeckte Leerverkauf steht in Tatmehrheit (§ 20

1079 Kritik wegen dieses Anknüpfungspunktes bei *Spoerr*, in Assmann/Schneider/Mülbert, § 120 WpHG Rn. 350 f.

1080 Zu den Sachverhalten oben § 2 (S. 21 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

OWiG) zu einer Informationsverbreitung. Wird die Transparenzpflicht aus Art. 6 Abs. 1 LVVO, also die Pflicht, Netto-Leerverkaufspositionen ab einer Schwelle von 0,5 % im Bundesanzeiger zu veröffentlichen, verletzt, droht eine Sanktion nach § 120 Abs. 6 Nr. 2 WpHG. Bei einem Verstoß gegen Art. 6 Abs. 1 LVVO droht zugleich die Sanktion wegen Marktmanipulation durch Unterlassen.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

5. Kapitel: Thesenartige Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse

§ 16 Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer

These 1: Leerverkaufsattacken werden zum Lackmustest des Manipulationstatbestandes.

I. Das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer lässt sich in drei Schritte unterteilen: In einem ersten Schritt gehen sie eine Leerverkaufsposition ein, wobei sich der Leerverkauf durch die Veräußerung von Aktien kennzeichnet, die nicht im Eigentum des Verkäufers stehen. In einem zweiten Schritt verbreiten die Leerverkäufer einen sog. Research Report. Dieser zweite Schritt verleiht den Leerverkäufern das Attribut „aktivistisch" und grenzt sie von anderen Leerverkäufern am Markt ab. Das Ziel der Veröffentlichung ist es, andere Aktionäre zum Verkauf ihrer Anteile zu bewegen, damit der Kurs schnell in eine Abwärtsspirale gerät. Ist der Kurs gefallen, kaufen die Leerverkäufer die Aktien in einem dritten Schritt zum gesunkenen Kurs auf und decken damit ihre offene Verbindlichkeit aus dem Leerverkaufsgeschäft. Die Differenz zwischen dem Verkaufskurs vor dem Angriff und dem niedrigeren Kaufkurs nach dem Angriff stellt abzüglich Transaktionskosten den Gewinn der Leerverkäufer dar.

II. Das Phänomen ist in den USA seit Jahren bekannt und hält seit 2016 Einzug in den deutschen Kapitalmarkt. Die jeweiligen attackierten Unternehmen und die Vorwürfe in den Research Reports weisen eine ähnliche Struktur auf, sodass sich daraus ein Muster erkennen lässt. Das Zielunternehmen hat in der Zeit vor dem Angriff in der Regel einen längeren Kursanstieg verzeichnet und wird an der Börse von Aktionären und Analysten positiv bewertet. Inhalt der Reports sind Vorwürfe von Bilanzunregelmäßigkeiten, Kritik an einem undurchsichtigen Geschäftsmodell und weitere Corporate Governance-Themen.

III. Die Leerverkaufsattacken stehen in einem Spannungsverhältnis, das es anhand rechtsökonomischer Überlegungen aufzulösen gilt. Die Grenze zwischen wertvollen negativen Informationen und Marktmanipulation ist fließend. Es gilt, diejenigen Leerverkaufsangriffe herauszufiltern, die durch falsche oder irreführende Informationen die Markteffizienz schädigen, ohne diejenigen Attacken zu beschränken, durch

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

die wertvolle Informationen in den Markt gelangen. Die rechtlichen Grenzen eines solchen Vorgehens sind bevorzugt im europäischen Marktmissbrauchsrecht zu suchen. Das Verbot der Marktmanipulation gerät in den Blickpunkt der Diskussion. Mit Blick auf das Verhältnis zum Insiderrecht ist festzustellen, dass es kaum plausibel wäre, wenn die Marktmissbrauchsverordnung ein Verhalten unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation ausdrücklich und nur unter zusätzlichen Voraussetzungen für unzulässig erkläre, welches unter dem Gesichtspunkt des Insiderrechts ohnehin verboten ist. Vor diesem Hintergrund werden die Leerverkaufsattacken zum Lackmustest des Manipulationstatbestandes.

§ 17 Ökonomische Grundlagen

These 2: Die Informationseffizienz ist wichtigste Bedingung für funktionsfähige Kapitalmärkte.

I. Kapitalmärkte haben als primäre Aufgabe, das zur Verfügung stehende Kapital effizient zu verteilen. Sie transformieren Sparkapital der Anleger in Investitionskapital und stellen es Unternehmen zur Verfügung. Eine Verteilung ist dann effizient, wenn das Kapital dorthin fließt, wo es ökonomisch am sinnvollsten verwendet werden kann. Die Börsenkurse dienen als Informations- und Bewertungsparameter für Anleger und ihre Anlageentscheidungen.[1081]

II. Die Informationseffizienz stellt die wichtigste Bedingung für funktionsfähige Kapitalmärkte dar.[1082] Nach der halbstrengen Form der Informationseffizienz werden alle öffentlich bekannten Informationen unmittelbar durch Transaktionen von Informationshändlern in die Kurse eingepreist. Informationshändler sind die Anleger, die aktiv nach Informationen suchen und sie auswerten. Uninformierte Anleger können sich die Informationssuche ersparen und darauf vertrauen, dass der Preis alle öffentlichen Informationen enthält. Die unterbliebene Informationssuche ist rational. Reagieren die Anleger noch zutreffend auf neue Informationen, stimmt der Kurs mit dem Fundamentalwert überein (Fundamentalwerteffizienz).

III. Für einen funktionierenden Kapitalmarkt sind des Weiteren niedrige Transaktionskosten und Liquidität maßgeblich. Die Transaktionskos-

1081 Oben § 4 B. II. (S. 40 f.).

1082 Zu den Funktionsbedingungen s. oben § 4 B. III. (S. 41 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ten können durch Unregelmäßigkeiten wie eine Marktmanipulation steigen, denn die Anleger müssen sich zusätzliche Informationen einholen, die nur zu hohen Kosten erhältlich sind. Liquidität meint die Möglichkeit, zu jeder Zeit eine große Zahl Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dabei einen erheblichen Preiseffekt auszulösen. Ist ein Markt liquide, lockt dies neue Anleger an. Liquide Märkte haben einen Netzwerkeffekt. Eine größere Anzahl von Anlegern verringert die Informationsasymmetrie. Liquidität steht folglich in einer Wechselbeziehung zu informativen Preisen.

IV. Neben die klassische Finanztheorie tritt die verhaltensorientierte Finanztheorie (Behavioral Finance), die durch ihre Erkenntnisse realitätsnähere Ergebnisse verspricht.[1083] Für die vorliegende Arbeit hat das Herdenverhalten eine besondere Bedeutung. Ein Herdenverhalten ist zu beobachten, wenn ein Marktakteur Informationssignale setzt und die anderen Anleger diese aufnehmen und daraufhin ihre eigenen Informationen vernachlässigen. Es entsteht eine Informationskaskade mit gleichgerichteten Informationen. Ist das erste Informationssignal falsch, z. B. weil es manipuliert wurde, treffen alle nachfolgenden Anleger eine falsche Entscheidung. Der Herde zu folgen, kann rational sein, nämlich dann, wenn man es als Anleger schafft, früh in die Kaskade einzusteigen und viele weitere Anleger nachfolgen. Bei den Leerverkaufsattacken ist das Ziel, möglichst schnell zu verkaufen, um größere Verluste zu vermeiden.

These 3: Marktmanipulation lässt sich nicht definieren. Sie lässt sich am besten durch eine ökonomische Einteilung der Manipulationsformen beschreiben.

I. Marktmanipulationen sind so alt wie die Märkte selbst. Dennoch findet sich bis heute keine arbeitsfähige Definition für Marktmanipulation, da es schwierig bis unmöglich ist, die vielfältigen Lebenssachverhalte zu erfassen und zu beschreiben. Um die terminologischen Schwierigkeiten zu überwinden, erfolgt eine Orientierung an den Erscheinungsformen der Marktmanipulation.

II. Zu unterscheiden ist zwischen informations-, handels- und handlungsgestützter Marktmanipulation.[1084]

1. Die informationsgestützte Marktmanipulation beruht auf der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen. Sie ist sehr ef-

1083 Oben § 4 C. (S. 48 ff.).
1084 Oben § 5 B. (S. 52 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

fektiv, da im Rahmen der Informationseffizienz die Kapitalmärkte umgehend auf neue Informationen reagieren. Ihre Schädlichkeit wird nicht bezweifelt. Der Erfolg einer informationsgestützten Marktmanipulation hängt vom Inhalt, Verbreitungsweg (insbes. Internet) und der Person des Äußernden ab. Eine Form der informationsgestützten Marktmanipulation ist das Scalping.

2. Die handelsgestützte Marktmanipulation wirkt sich unmittelbar auf einen preisbeeinflussenden Parameter aus. Andere Marktteilnehmer nehmen die (falschen oder irreführenden) Handelssignale auf und handeln daraufhin. Handelsgestützte Praktiken sind geeignet, einen Trend auszulösen.
3. Die handlungsgestützte Marktmanipulation wirkt unmittelbar auf den inneren Wert des Unternehmens wie z. B. durch Zerstörung von Betriebsmitteln ein. Ein Beispiel ist der Anschlag auf den Mannschaftsbus von Borussia Dortmund. Es liegt kein Fall der Marktmanipulation im klassischen Sinne vor, weil keine Beeinträchtigung der Informationseffizienz erfolgt. Die handlungsgestützte Marktmanipulation spielt für die Leerverkaufsattacken keine Rolle.

These 4: Leerverkäufen kommt ein positiver Nutzen für die Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes zu.

I. Leerverkäufe haben einen ökonomischen Nutzen für die Liquidität und für eine effiziente Preisbildung.[1085] Empirische Studien zeigen, dass Leerverkäufer gut informiert sind und wertvolle negative Markterwartungen einbringen. Auch theoretische Modelle zeigen, dass die Abwesenheit von negativen Markterwartungen zu Überbewertungen führen kann. Diese positiven ökonomischen Erkenntnisse müssen bei der rechtlichen Bewertung von Leerverkäufen berücksichtigt werden.

II. Leerverkäufe weisen aber auch Risiken auf. Leerverkäufe können ungerechtfertigte Abwärtsbewegungen auslösen oder zumindest verstärken.[1086] Durch das Verkaufssignal eines Leerverkaufs steigt der Verkaufsdruck und im schlimmsten Fall kann eine Verkaufspanik entstehen. Die Möglichkeit, durch Leerverkäufe eine Abwärtsspirale auszulösen, macht Leerverkäufe anfällig für manipulative Strategien. Werden Leerverkäufe manipulativ und massenhaft eingesetzt, spricht man von bear raids. Bei ungedeckten Leerverkäufen (naked short sales)

1085 Zu den positiven Effekten s. oben § 6 C. (S. 58 ff.).
1086 Zu den negativen Effekten s. oben § 6 D. (S. 62 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

oder fehlender Eindeckungswilligkeit des Leerverkäufers (abusive naked short sales) können besondere Gefahren bestehen.

These 5: Die positiven Eigenschaften von Leerverkäufen gelten auch für die aktivistischen Leerverkäufer.

I. Sind die von den aktivistischen Leerverkäufern verbreiteten Informationen zutreffend, tragen die aktivistischen Leerverkäufer zur Steigerung der Informationseffizienz bei. Die negative Markteinschätzung wird durch die Verbreitung des Research Reports lediglich beschleunigt. Der Leerverkauf stellt dann bloß ein Mittel zur Gewinnrealisierung dar. Durch die Verbreitung negativer Informationen tragen die Leerverkäufer das Attribut „aktivistisch". Das Vorgehen der aktivistischen Leerverkäufer ist als Form eines negativen Aktivismus einzuordnen und wegen ihrer fehlenden Aktionärsstellung vom Aktionärsaktivismus abzugrenzen.[1087]

II. Erste empirische Untersuchungen aus den USA beschäftigen sich mit Leerverkaufsattacken und bringen wichtige Erkenntnisse in die Diskussion ein.[1088] Die Veröffentlichung der Research Reports dient zur Überwindung von kapitalmarkttheoretischen Hindernissen. Aktionäre sollen zum Verkauf getrieben werden, denn nur wenn die Aktionäre ihre Positionen auflösen, kann der Kurs in kurzer Zeit (stark) fallen. Ohne Veröffentlichung des Reports besteht die Gefahr, dass andere Marktteilnehmer den Preis noch weiter vom Fundamentalwert entfernen (noise), weil sie Informationen nicht berücksichtigen oder falsch interpretieren.

III. Die Digitalisierung der Kapitalmärkte ist ein entscheidender Erfolgsfaktor für die aktivistischen Leerverkäufer.[1089] Die mediale Aufmerksamkeit erreichen sie durch reißerische Darstellungen auf ihren Internetseiten und ihren Twitter-Profilen. Die sozialen Medien befördern das Geschäftsmodell der Leerverkäufer, denn die Kommunikation ist schnell und ohne Hürden wie bei traditionellen Medien möglich. Hinzu kommt der algorithmische Handel, der das Geschäftsmodell begünstigt. Algorithmen der institutionellen Investoren nehmen die Preisbewegungen wahr und lösen Stop-Loss-Orders aus. Zudem suchen Algorithmen nach negativen Schlagworten in den Berichten.

1087 Oben § 7 A. (S. 66 ff.).
1088 Oben § 7 B. I. (S. 69 ff.) und § 7 C. (S. 78 ff.).
1089 Oben § 7 B. II. (S. 71 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

IV. Das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer setzt voraus, dass die Anleger diese als glaubwürdig einschätzen und die Research Reports Informationen enthalten, die eine Änderung der Bewertung des Fundamentalwerts rechtfertigen.[1090] Glaubwürdige Leerverkäufer haben einen größeren Markteinfluss und ihre Berichte führen nach der Veröffentlichung zu größeren Verlusten. Dass sie sich diese Reputation verdient haben, zeigen Studien, die zu dem Ergebnis kommen, dass viele der veröffentlichten Research Reports zutreffend sind. Das liegt unter anderen an dem Umstand, dass die Leerverkäufer bestens informiert sind. Die meisten Reports weisen neue bewertungserhebliche Informationen auf, die von anderen Marktteilnehmern, z. B. Analysten, zuvor nicht korrekt bewertet wurden.

§ 18 Rechtsrahmen für Leerverkaufsattacken im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht

These 6: Die Research Reports der Leerverkäufer sind als Anlageempfehlungen im Sinne des Art. 20 MAR einzuordnen.

Die aktivistischen Leerverkäufer müssen sich an die Regelungen zur Erstellung von Anlageempfehlungen gemäß Art. 20 MAR halten, denn die Research Reports sind als Anlageempfehlungen einzustufen.[1091] Die aktivistischen Leerverkäufer sind in den meisten Fällen als sonstige Personen, deren Haupttätigkeit in der Erstellung einer Anlageempfehlung besteht, einzuordnen. Die Verbreitung der Research Reports erzeugt beim verständigen Anleger den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Emittenten, da die Leerverkäufer die Informationen strukturiert darstellen. Zudem enthalten die Research Reports eine implizite Empfehlung zum Verkauf der Aktie. Auch wenn die aktivistischen Leerverkäufer oftmals gar nicht objektiv auftreten wollen, kommt ein abgesenkter Prüfungsmaßstab im Verhältnis zu Art. 20 MAR nicht in Betracht. Art. 20 MAR ist nicht dispositiv.

1090 Oben § 7 B. III. (S. 74 ff.).
1091 Oben § 9 A. (S. 85 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

These 7: Der Untersuchungsgegenstand der Arbeit verlangt nach einem systematischen Überblick über das Verbot der Marktmanipulation zur Orientierung.

I. Der europäische Gesetzgeber hat den Anwendungsbereich der Artt. 12, 15 MAR im Vergleich zur Marktmissbrauchsrichtlinie deutlich ausgeweitet. Art. 12 MAR soll einen lückenlosen Umgehungsschutz gewährleisten (Catch'em all-Klauseln). Die Ausweitung und Offenheit des Tatbestandes gehen zu Lasten der Systematik. Dabei steht der Rechtsanwender vor der Aufgabe, die vielfältigen Manipulationsformen zu erfassen, sachgerecht zu strukturieren und in das bestehende System einzuordnen. Ziel muss es sein, manipulative von rechtmäßigen Handlungen rechtssicher abzugrenzen.

II. Art. 12 Abs. 1 MAR nennt vier Basistatbestände. Zielführend ist es, unter dem neuen Marktmissbrauchsrecht an den ökonomischen Erscheinungsformen der Marktmanipulation festzuhalten. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR stellt handelsgestützte Manipulationsformen dar und Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR ist als Auffangtatbestand konzipiert. Art. 12 Abs. 1 lit. c und lit. d MAR sind als informationsgestützte Marktmanipulationsformen zu qualifizieren.

III. Die Basistatbestände Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR sind objektiv ausgestaltet. Nur die Basistatbestände in Art. 12 Abs. 1 lit. c und lit. d MAR weisen einen subjektiven Tatbestand auf.

IV. Die fünf Handlungen in Art. 12 Abs. 2 MAR sind als zwingende Beispiele einer Marktmanipulation einzuordnen. Aufgezählt werden etwa die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, bestimmte Formen des algorithmischen Handels und das Scalping.

V. Die Indikatoren in Art. 12 Abs. 3 in Verbindung mit Anhang I MAR bieten eine Auslegungs- und Subsumtionshilfe bei der Bestimmung der effektenbasierten Tatbestandsmerkmale des Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR. Maßgeblich ist eine Würdigung sämtlicher Umstände im Einzelfall. Da die Indikatoren sehr unbestimmt sind, werden diese durch zahlreiche Manipulationspraktiken („präzisierende Beispiele") in DelVO (EU) 2016/522 ausgestaltet. Eine tatbestandskonkretisierende und damit tatbestandsbegründende Wirkung ist den Indikatoren und präzisierenden Beispielen im Gegensatz zu den zwingenden Beispielen in Absatz 2 nicht zuzusprechen.

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

These 8: Die Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch manipulative Praktiken ist die teleologische Rechtfertigung des Verbotes der Marktmanipulation.

I. Aus rechtlicher Sicht ist für die Subsumtion unter den Tatbestand des Art. 12 MAR entscheidend, ob eingesetzte Praktiken zu einer Funktionsbeeinträchtigung der Kapitalmärkte führen, denn das Primärziel des europäischen Kapitalmarktrechts ist der Funktionsschutz.[1092] Durch manipulative Praktiken können die Kurse ihre Informations- und Bewertungsfunktion nicht mehr wahrnehmen. Daraufhin treffen Anleger ihre Investitionsentscheidungen auf falscher Informationsgrundlage. Das kann zu einer fehlerhaften Kapitalallokation führen. Das Marktmanipulationsverbot stellt sicher, dass ein Marktteilnehmer die Preise nicht zu Lasten der Informationshändler vom Fundamentalwert wegbewegt. Der Gesetzgeber schützt damit in erster Linie die Informationshändler, die für informative Preise sorgen. Alle anderen Anleger können zu „richtigen" Preisen handeln. Sie sind mittelbar geschützt. Sind die Märkte effizient, profitieren alle Anleger von Liquidität und niedrigen Transaktionskosten. Der Funktionsschutzgedanke spricht eindeutig für ein Verbot der Marktmanipulation.

II. Zugleich trägt das Verbot der Marktmanipulation zur Vertrauensstärkung bei. Das Vertrauen in funktionsfähige und faire Märkte wird in der Rechtsprechung des EuGH und auch in der Literatur besonders betont, da es ohne Vertrauen zu einem Marktversagen kommt. Verlassen zu viele Anleger den Markt, leidet dessen Funktionsfähigkeit. Das Vertrauen der Anleger wird durch funktionsfähige Märkte sichergestellt.

III. Als Regelungsziel der Verbotsvorschrift des Art. 12 MAR ist auch der Anlegerschutz als Teil des übergeordneten Funktionsschutzes auszumachen.[1093] Dieser findet erstmalig ausdrückliche Stütze im Wortlaut von Art. 1 MAR. Durch einen funktionsfähigen Markt mit einer fairen Preisbildung werden die Anleger am besten geschützt.

IV. Mit Blick auf das Rechtsgut des Funktionsschutzes und der negativen ökonomischen Auswirkungen von manipulativen Handlungen kann eine erste Ableitung zur Abgrenzung legitimer und illegitimer Praktiken gewonnen werden. Wünschenswert sind solche Praktiken, die den Kurs an den Fundamentalwert annähern, denn dann kann die Informations- und Bewertungsfunktion richtige Anreize zur Kapitalallokati-

1092 Oben § 10 C. I. (S. 102 ff.).
1093 Oben § 10 C. II. (S. 107 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

on setzen. In jedem Fall tatbestandsmäßig und somit verboten müssen hingegen Geschäfte mit falschem oder irreführendem Charakter sein, denn diese beeinträchtigen die Informations- und Bewertungsfunktion eines Kurses.

§ 19 Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken

These 9: Die Leerverkaufstransaktion verwirklicht grundsätzlich nicht den Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR.

I. Als Anknüpfungspunkt im Tatbestand der *handels*gestützten Marktmanipulation gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR kommt nur die Leerverkaufstransaktion in Betracht.[1094] Eine Anknüpfung an die Veröffentlichung der Research Reports als „andere Handlung" in Form des informationsgestützten Trash and Cash scheidet entgegen teilweiser vertretener Ansicht im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR aus. Ein semantischer Vergleich mit den anderen Tathandlungen („Abschluss eines Geschäfts" und „Erteilung eines Handelsauftrages") spricht für eine Auffangfunktion der Variante „jede andere Handlung" mit handelsgestütztem Element. Zudem sind Friktionen im subjektiven Tatbestand zu vermeiden, denn die informationsgestützte Marktmanipulation setzt in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR einen subjektiven Tatbestand voraus. Eine Übertragung der subjektiven Anforderungen auf den objektiven Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR ist abzulehnen.

II. Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR erfasst Handlungen, die falsche oder irreführende Signale aussenden. Eindeutig irreführende Signale hinsichtlich der tatsächlichen Marktgegebenheiten senden fiktive Geschäfte. Fiktiven Geschäften fehlt die wirtschaftliche Relevanz, weil zum Beispiel das Geschäft zwischen den Parteien abgesprochen war. Damit täuschen fiktive Geschäfte über Handelsaktivitäten, hinter denen kein berechtigtes Interesse steht. Sie täuschen Effizienz und Liquidität vor.

III. Zur rechtlichen Erfassung von effektiven Geschäften, worunter auch Leerverkäufe fallen, unter den handelsgestützten Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR ist auf einen objektiven Ansatz zurückzugreifen.[1095] Eine Irreführung der Anleger ist nur aufgrund von äußeren Tatsachen möglich. In einem objektiven Ansatz muss Maß am Schutz-

1094 Oben § 11 A. I. 1. (S. 110 ff.).
1095 Oben § 11 A. II. 2. (S. 116 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

zweck des Art. 12 MAR genommen und es dürfen nur diejenigen Praktiken dem Tatbestand unterworfen werden, die zu einer Beeinträchtigung der Informationseffizienz führen. Als finanzwirtschaftlicher Indikator zur Messung der Informationseffizienz dient in erster Linie die Liquidität eines Marktes. Ausgenommen sind damit grundsätzlich Geschäfte, die den Preis an den Fundamentalwert annähern oder solche, die informationsunabhängig Liquiditätsbedürfnisse befriedigen.

1. Leerverkäufe per se sind weder gedeckt noch ungedeckt ein Fall der handelsgestützten Marktmanipulation gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR.[1096] Das gilt auch für massenhafte Leerverkäufe (sog. bear raids).[1097] Durch die Transaktion werden keine falschen oder irreführenden Signale in den Markt gegeben. Auf die subjektive Motivation als innere Tatsache kommt es nicht an. Zudem haben Leerverkäufe einen positiven ökonomischen Nutzen, der bei der rechtlichen Bewertung im Marktmissbrauchsrecht zu beachten ist. Sie führen durch ihr Angebot dem Markt grundsätzlich liquide Mittel zu und steigern die Informationseffizienz. Eine wohlfahrtsschädigende Praktik ist damit nicht festzustellen.
2. Im Ergebnis nicht anders zu beurteilen ist der Fall der fehlenden Eindeckungswilligkeit bei Leerverkäufen (abusive naked short sales).[1098] In diesen Fällen täuscht der Leerverkäufer nur über seinen fehlenden Eindeckungswillen als innere Tatsache. Diese Täuschung ist aber für sich genommen nicht tatbestandsmäßig im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR. Die Anleger nehmen bloß einen ungedeckten Leerverkauf wahr, der grundsätzlich nicht tatbestandsmäßig ist.
3. Die von den aktivistischen Leerverkäufern eingesetzten Leerverkäufe im Rahmen einer Leerverkaufsattacke erfüllen als solche folglich nicht den Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR. Etwas anderes kann nur dann gelten, wenn Leerverkäufe als austauschbares Mittel einer eindeutig manipulativen Strategie, etwa im Rahmen von Spam-and-Cancel-Praktiken, eingesetzt werden.

IV. Art. 12 Abs. 1 lit. a ii MAR verbietet Handlungen, die ein künstliches Kursniveau herbeiführen. Abzulehnen ist die Ansicht, die ein künstliches Kursniveau annimmt, wenn die Handlung mit Preisbeein-

1096 Oben § 11 A. II. 3. a) (S. 127 ff.).
1097 Oben § 11 A. II. 3. b) (S. 129 ff.).
1098 Oben § 11 A. II. 3. c) (S. 132 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

flussungsabsicht vorgenommen wurde. Zurückzugreifen ist auch bei diesem Tatbestandsmerkmal auf einen objektiven Maßstab, der am Schutzzweck des Art. 12 MAR ausgerichtet ist. Leerverkäufe führen aus den bereits genannten Gründen grundsätzlich nicht zu einem künstlichen Kursniveau.[1099]

V. Der europäische Gesetzgeber hat den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR mittels objektiver Kriterien beschrieben und auf ein subjektives Element im Tatbestand verzichtet.[1100] Ein Vorsatz- oder Absichtsmerkmal lässt sich nicht über die Indikatoren begründen, denn diese konkretisieren den Basistatbestand nicht, sondern sind bloße Auslegungshilfen.

These 10: Falsche oder irreführende Informationen in den Research Reports können den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR verwirklichen.

I. Um die Unrichtigkeit einer Information im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zu bestimmen, ist zweistufig vorzugehen: In einem ersten Schritt ist die Information aus Sicht eines verständigen Anlegers auszulegen und deren Inhalt zu bestimmen. Im Rahmen des Informationsbegriffes ist zwischen Tatsachenbehauptungen, Gerüchten, reinen Werturteilen und Werturteilen mit Tatsachenbezug zu trennen. In einem zweiten Schritt ist der ermittelte Inhalt mit den tatsächlichen Gegebenheiten zu vergleichen.

1. Tatsachenbehauptungen beanspruchen für sich eine objektive Richtigkeit und sind einem Beweis zugängliche vergangene oder gegenwärtige Umstände. Tatsachenbehauptungen sind falsch, wenn vorhandene Umstände als nicht vorhanden oder nicht vorhandene Umstände als vorhanden dargestellt werden.[1101] Ob der Äußernde die Tatsache für richtig hält, ist im objektiven Tatbestand nicht relevant.

2. Dieser Maßstab gilt auch für Gerüchte.[1102] Gerüchte weisen im Zeitpunkt ihrer Äußerung eine Ungewissheit über den Wahrheitsgehalt auf. Der Absender weiß grundsätzlich nicht, ob das gestreute Gerücht zutreffend ist, stützt sich aber auf (vermeintlich) vertrauenswürdige Quellen. Gerüchte können *ex post* auf ihre Richtigkeit überprüft werden. Stellt sich *ex post* die Unrichtigkeit des

1099 Oben § 11 A. III. (S. 136 ff.).
1100 Oben § 11 A. IV. (S. 138 ff.).
1101 Oben § 12 A. II. 1. a) (S. 148 f.).
1102 Oben § 12 A. II. 1. b) (S. 149 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Gerüchts heraus, liegt im objektiven Tatbestand eine falsche Information vor.

3. Die meisten Aussagen in den Research Reports lassen sich als Werturteile oder Prognosen mit Tatsachenkern einordnen. Werturteile sind durch subjektive Elemente geprägt und einer Richtigkeitsprüfung nur eingeschränkt zugänglich. Eine Orientierung zur Einordnung von Werturteilen als unrichtig ist in der BuM-Entscheidung des Bundesgerichtshofs zum Prospektrecht zu finden.[1103] Herausgebildet hat sich ein zweigliedriger Maßstab: Zum einen kann der Tatsachenkern objektiv falsch und ein darauf gestütztes Werturteil dann nicht mehr vertretbar sein. Zum anderen können die aus dem richtigen Tatsachenkern gezogenen Schlussfolgerungen nicht mehr vertretbar erscheinen. Schlussfolgerungen sind dann nicht mehr vertretbar, wenn sie unlogisch sind, gegen Denkgesetze oder allgemeine Erfahrungssätze verstoßen oder kaufmännischen Erfahrungen widersprechen.

4. Erfolgt die Informationsverbreitung durch eine Anlageempfehlung im Sinne von Art. 20 MAR, sind die daran gestellten Anforderungen zu beachten.[1104] Art. 20 MAR will durch eine objektive Darstellungsweise der Anlageempfehlung falsche oder irreführende Informationen verhindern und dem marktmissbräuchlichen Potenzial von Anlageempfehlungen vorbeugen. Sind die Anforderungen an eine objektive Darstellung eingehalten, scheidet der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR aus.

5. Die Kursziele sind als Punktprognose und damit als Werturteil mit Tatsachenbasis einzuordnen.[1105] Die Fehlerhaftigkeit kann sich nicht schon am Kursziel als Ergebnis messen lassen, denn es besteht bei einer Prognose keine Erfolgsgarantie. Eine falsche Prognose kann sich aber aus einer falschen oder unzureichenden Tatsachenbasis ergeben. Die ermittelte Tatsachenbasis muss richtig und vollständig sein. Fehler auf der Tatsachenebene können auf die Prognose durchschlagen, wenn wesentliche Angaben betroffen sind. Solche Fälle sind bei einer Leerverkaufsattacke selten. Die Unvertretbarkeit der Prognose kann sich auch aus einer fehlerhaften Herleitung ergeben. Die Prognose muss nachvollziehbar und plausibel sein. Maßstab ist ein fachmännisches Urteil. Dazu

1103 Oben § 12 A. II. 1. c) aa) (S. 153 f.).
1104 Oben § 12 A. II. 1. c) bb) (S. 154 ff.).
1105 Oben § 12 A. II. 1. d) (S. 156 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

kann grundsätzlich ein Vergleich zu anderen Anlageempfehlungen erfolgen, wobei Bedenken gegen solche Vergleiche bestehen, wenn nur wenige Analystenempfehlungen existieren und es sich um Verkaufsempfehlungen handelt. Durch die geringe Anzahl an Verkaufsempfehlungen kann kein aussagekräftiger Durchschnitt gewonnen werden. Deshalb erscheint es vorzugswürdig, das Kursziel als Prognose stattdessen einer eingehenden Kennzeichnungs- und Begründungspflicht zu unterwerfen (vgl. Art. 3 Abs. 1 lit. d DelVO (EU) 2016/958). Fehlt eine solche Prognosekennzeichnung bzw. -erläuterung, sind die Sorgfaltsstandards nicht eingehalten und die Empfehlung ist unvertretbar und damit falsch im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR.

II. Richtige Informationen können irreführend sein, wenn mit den verbreiteten Informationen in engem Zusammenhang stehende Informationen verschwiegen werden, sodass hinsichtlich des Gesamtbildes ein unzutreffender Eindruck entsteht (vgl. Erwägungsgrund 47 Satz 3 MAR). Des Weiteren kann sich eine Irreführung aus der Art und Weise der Darstellung der Informationen ergeben oder aus einer evident unsachgemäßen Gewichtung von Informationen.[1106]

1. Zu beachten ist bei einer Leerverkaufsattacke das Gebot zur Trennung von Tatsachen und wertenden Äußerungen (vgl. Art. 3 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958). Ein Verstoß gegen das Gebot zur Trennung von Tatsachen und wertenden Äußerungen liegt regelmäßig vor, wenn die Leerverkäufer eigene Schlussfolgerungen ziehen und dabei Tatsachen mit subjektiven Einschätzungen bewusst vermischen, damit die behauptete Überbewertung des Emittenten gerechtfertigt erscheint. Betreffen diese Schlussfolgerungen zentrale Aussagen, die einen wesentlichen Einfluss auf das Kursziel haben, liegt ein Verstoß gegen das Trennungsgebot vor und damit zugleich eine Irreführung im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR.

2. Der unrichtige Gesamteindruck bei einem Research Report kann sich auch daraus ergeben, dass nicht alle (relevanten) Informationen berücksichtigt und damit zusammenhängend nur einseitige Informationen präsentiert werden.[1107] Aufgrund des Geschäftsmodells, von sinkenden Kursen zu profitieren, enthalten die Berichte ausschließlich negative Informationen. Die einseitige Informati-

1106 Oben § 12 A. II. 2. (S. 164 ff.).
1107 Oben § 12 A. II. 2. c) bb) (S. 167 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

onslage kann eine Überreaktion aufseiten der Anleger auslösen, weil diese die negative Information im Sinne der Verfügbarkeitsheuristik zu stark berücksichtigen. Gleichzeitig muss beachtet werden, dass Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR kein Anknüpfungspunkt für ein Vertrauen auf Vollständigkeit enthält.

III. Eine Pflicht zur Anhörung des Zielunternehmens vor Veröffentlichung des Research Reports ist *de lege lata* nicht anzuerkennen.[1108] Nach Art. 4 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 ist eine Anhörung des zu analysierenden Emittenten zulässig, aber nicht geboten. Eine Pflicht zur Anhörung hätte eine abschreckende Wirkung und würde die Bekanntgabe von wertvollen Informationen durch die Leerverkäufer verhindern.

IV. Im Ergebnis ist ebenso eine Pflicht zur Aktualisierung der Research Reports, wie sie in den USA diskutiert wird, abzulehnen.[1109] Veröffentlicht ein Leerverkäufer im Internet einen Research Report, in welchem er angibt, er sei „short", und stellt er diese Position anschließend glatt, könnte eine Korrektur des Research Reports zu erfolgen haben, denn eine Position hält er nach der Attacke nicht mehr. Die Research Reports machen jedoch in ihren Hinweisen deutlich, auf welchen Zeitpunkt sich die Angaben beziehen. Die Anforderungen nach Art. 3 Abs. 1 lit. e DelVO (EU) 2016/958 sind eingehalten und eine Irreführung droht damit nicht.

V. Zur Verwirklichung des informationsgestützten Tatbestandes bedarf es ausdrücklich eines subjektiven Elements. Die Leerverkäufer erfüllen den Tatbestand nur, wenn sie die Unrichtigkeit ihrer Äußerungen kannten oder kennen mussten.[1110] Für die Vorsatzform reicht *dolus eventualis* aus. Vorsatz liegt etwa vor, wenn Angaben „ins Blaue hinein", also ohne vorherige Tatsachenprüfung, verbreitet werden. In diesen Fällen nimmt ein Leerverkäufer die Unrichtigkeit billigend in Kauf. Bei der Fahrlässigkeit ist zu fragen, was ein verständiger Dritter in der konkreten Situation hätte wissen müssen. Abgestellt wird demnach auf einfache Fahrlässigkeit. Fahrlässig handelt etwa der Leerverkäufer, der eine Quelle auf ihre Richtigkeit nicht sorgfältig prüft und daraufhin ein falsches Gerücht verbreitet.

VI. Art. 21 MAR ordnet unter anderem für die informationsgestützte Marktmanipulation an, dass bei der Informationsverbreitung für jour-

---

1108 Oben § 12 A. II. 3. (S. 173 ff.).
1109 Oben § 12 A. II. 4. (S. 175 f.).
1110 Oben § 12 A. IV. (S. 179 f.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien die Meinungs- und Pressefreiheit zu berücksichtigen sind. Die Regelung ermöglicht einen interessengerechten Ausgleich zwischen der Presse- und Meinungsfreiheit sowie der Kapitalmarktintegrität. Ein Tatbestandsausschluss nach Art. 21 MAR kommt bei den Leerverkaufsattacken nicht in Betracht.[1111]

1. Ob eine Information zu journalistischen Zwecken verbreitet wurde, ist anhand einer funktionellen Betrachtungsweise zu bestimmen. Auf die formelle Stellung als Journalist kommt es nicht an. Das Tatbestandsmerkmal der journalistischen Zwecke scheitert bei den aktivistischen Leerverkäufern aber daran, dass sie keine klassischen, periodischen Presseerzeugnisse herstellen. Die Informationsverbreitung der Leerverkäufer unterfällt lediglich dem Auffangtatbestand der „Ausdrucksformen in den Medien", da die Leerverkäufer Tatsachen und Meinungen über Massenmedien verbreiten.
2. Die Leerverkäufer handeln jedoch eigennützig im Sinne von Art. 21 lit. a MAR. Vor diesem Hintergrund ist ihnen die Privilegierung zu versagen. Kann man nachweisen, dass die Irreführung, insbesondere der unrichtige Gesamteindruck durch die einseitige Informationslage, beabsichtigt war, wird ihnen auch nach Art. 21 lit. b MAR die Privilegierung zu versagen sein.

These 11: Ein Verstoß gegen die Offenlegungspflicht gemäß Art. 6 Abs. 1 LVVO begründet eine Marktmanipulation durch Unterlassen.

I. Entgegen der herrschenden Meinung kann Art. 12 Abs. 1 MAR durch ein Unterlassen verwirklicht werden.[1112] Als Tathandlung kommt nur eine unterlassene Informationsverbreitung im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR in Frage, denn die informationsgestützte Marktmanipulation ist dort abschließend normiert. Eine handelsgestützte Marktmanipulation durch Unterlassen ist nicht denkbar.

II. Die Tatbestandsmäßigkeit einer unterlassenen Handlung kann nicht mit dem Argument begründet werden, dass Art. 2 Abs. 4 MAR die Verbote „für Handlungen und Unterlassen" für anwendbar erklärt. Die Norm regelt bloß den räumlichen Anwendungsbereich und trifft keine Aussage zum Unterlassen in anderen Tatbeständen der Marktmiss-

1111 Oben § 12 A. V. (S. 180 ff.).
1112 Oben § 13 A. (S. 192 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

brauchsverordnung. Art. 2 Abs. 4 MAR setzt seinerseits voraus, dass die Marktmissbrauchsverordnung an anderer Stelle ein Unterlassen nennt.

III. Für die Tatbestandsmäßigkeit einer unterlassenen Handlung sprechen teleologische Überlegungen: Das Zurückhalten von Informationen beeinträchtigt die Informationseffizienz, wenn eine geringere Anzahl an Informationen in den Markt fließt. Dadurch kann der Kurs seiner Informations- und Bewertungsfunktion nicht gerecht werden.

IV. Die Leerverkäufer verwirklichen dann ein echtes Unterlassungsdelikt, wenn sie die Transparenzpflicht aus Art. 6 Abs. 1 LVVO verletzen, weil sie Netto-Leerverkaufspositionen nicht oder verspätet im Bundesanzeiger veröffentlichen.[1113] Diese Norm enthält eine Rechtspflicht, die ausweislich des Erwägungsgrundes 7 Satz 3 Hs. 2 LVVO einen Informationsnutzen für alle Anleger am Markt hat. Ein Verstoß gegen die Transparenzpflicht ist geeignet, die Anleger in die Irre zu führen.

These 12: Die aktivistischen Leerverkäufer verstoßen regelmäßig gegen den Tatbestand des Scalpings gemäß Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.

I. Das Scalping ist in Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR als zwingendes Beispiel kodifiziert und stellt ein dreiaktiges Tatgeschehen dar. Im ersten Schritt muss eine Position eingegangen werden. Der Begriff der Position ist weit zu verstehen und umfasst auch Leerverkaufspositionen und Short-Derivate. Positionsinhaber muss nicht der Empfehlende sein, sondern es können auch ihm zurechenbare Dritte sein. In einem zweiten Schritt müssen die Leerverkäufer eine Stellungnahme abgeben. Stellungnahme meint jede Bewertung eines Emittenten oder eines Finanzinstruments. Das Tatbestandsmerkmal der Stellungnahme setzt ein wertendes Element voraus. Tatbestandsmäßig sind unter anderem Anlageempfehlungen nach Art. 20 MAR. Als Stellungnahme sind sowohl die Research Reports als auch die Tweets der Leerverkäufer einzuordnen.[1114] Die Leerverkäufer müssen die Stellungnahme durch Ausnutzen eines Medienzugangs abgeben, was bei ihnen problemlos zu bejahen ist. Im dritten Schritt schließen die Leerverkäufer ihre Position mit Gewinn.

II. Um der Sanktion des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR zu entgehen, muss der Scalper den eigenbeteiligungsbedingten Interessenkonflikt „ordnungsgemäß und wirksam“ offenlegen. Es sind diejenigen Informationen offenzulegen, die ein Anleger benötigt, um eine freie, sachgerechte

1113 Oben § 13 B. (S. 200 ff.).
1114 Oben § 14 B. II. 1. (S. 207 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Anlageentscheidung zu treffen. Nur unter diesen Voraussetzungen ist die Informations- und Bewertungsfunktion des Preises gewährleistet.

1. Allgemeine Meinung ist, dass sich die Angaben auf den konkreten Interessenkonflikt beziehen müssen; pauschale Hinweise auf bloße Möglichkeiten reichen nicht aus (z. B. „könnte Aktien besitzen").
2. Es sind sowohl die Positionsart als auch die *konkrete* Positionshöhe offenzulegen.[1115] Nur dann kann ein Anleger das volle Gefährdungspotenzial einschätzen und die Glaubwürdigkeit der Empfehlung beurteilen. Fordert man die Angabe der konkreten Positionshöhe, kommt es auf die Übertragung der Schwellenwerte von Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 oder Art. 6 Abs. 1 LVVO nicht an. Diese fordern die Angabe erst ab einem Schwellenwert von 0,5 % Anteil am emittierten Aktienkapital.
3. Des Weiteren ist eine Angabe zu fordern, ob die Absicht besteht, die aufgebaute Position nach der Stellungnahme zeitnah wieder zu schließen.[1116] Die Handelsabsicht nach der Stellungnahme ist wesentlicher Bestandteil des Interessenkonfliktes und besteht schon bei der Abgabe der Stellungnahme.
4. Der Reputationsmechanismus gerät an seine Grenzen, wenn die Informationen anonym oder unter einem Pseudonym in den Markt gelangen. Legt der Scalper seine Identität offen, besteht für ihn weniger Anreiz zum opportunistischen Handeln. Unzweifelhaft müssen Angaben zur Identität des Stellungnehmenden sowie der zurechenbaren Positionsinhaber erfolgen.[1117] Liegt eine Anlageempfehlung vor, folgt die Pflicht zur Identitätsangabe bereits aus Art. 2 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958. Anonyme Leerverkaufsattacken sind damit nach geltendem Marktmissbrauchsrecht nicht möglich.
5. Die Offenlegung muss klar und verständlich erfolgen. Angaben sind widerspruchsfrei und präzise zu verfassen. Optisch muss der Interessenkonflikt leicht zur Kenntnis zu nehmen sein.

III. Die in dieser Arbeit untersuchten Research Reports und die Offenlegungshinweise (Disclaimer) der aktivistischen Leerverkäufer halten den oben genannten Anforderungen nicht stand.[1118] Oftmals finden

---

1115 Oben § 14 B. IV. 2. a) dd) (S. 218 ff.).
1116 Oben § 14 B. IV. 2. b) (S. 221 ff.).
1117 Oben § 14 B. IV. 2. c) (S. 224 ff.).
1118 Oben § 14 B. IV. 4. (S. 226 ff.).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sich bloß abstrakte Hinweise, die alle Eventualitäten abdecken sollen, aber keine konkreten Hinweise, die für den verständigen Anleger bei seiner Anlageentscheidung hilfreich sind. In keinem Disclaimer fand sich der Hinweis auf die konkrete Positionshöhe und nur vereinzelt weisen die Leerverkäufer auf ihre Handelsabsicht hin. Damit verstoßen die aktivistischen Leerverkäufer regelmäßig gegen Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.

These 13: Durch das Handeln der Leerverkäufer kommt es in der Regel zu einer zurechenbaren Einwirkung auf den Börsenkurs und damit zu einer Strafbarkeit.

I. Handeln die Leerverkäufer vorsätzlich und kommt es infolge der Handlung zu einer kausalen und objektiv zurechenbaren Einwirkung auf den Börsenpreis, liegt eine Straftat gemäß § 119 Abs. 1 WpHG vor. Zur Bestimmung des Einwirkungserfolgs ist zwischen den verschiedenen Erscheinungsformen der Marktmanipulation – handels- und informationsgestützte Marktmanipulation – zu differenzieren. Treten die Leerverkäufer häufiger auf, erfüllen sie den Qualifikationstatbestand des gewerbsmäßigen Handels gemäß § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG.

II. Neben dem Ordnungswidrigkeitentatbestand des § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG können weitere Ordnungswidrigkeitentatbestände verwirklicht sein, wie z. B. ein Verstoß gegen das Verbot ungedeckte Leerverkäufe zu tätigen (§ 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG) oder ein Verstoß gegen Art. 20 MAR (§ 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG).

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Literaturverzeichnis

Achenbach, Hans / Ransiek, Andreas / Rönnau, Thomas (Hrsg.), Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 5. Auflage, Heidelberg 2019

Aggarwal, Rajesh K. / Wu, Guojun, Stock Market Manipulations, 79 The Journal of Business (2006), 1915–1953

Akerlof, George A., The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 The Quarterly Journal of Economics (1970), 488–500

Allen, Franklin / Gale, Douglas, Stock-Price Manipulation, 5 The Review of Financial Studies (1992), 503–529

Altendorfer, Christian, Kursmanipulation am Wertpapiermarkt: Ein rechtsvergleichender Blick auf den Sanktionenbereich, Beitrag in: Grundfragen des neuen Börsenrechts, Aicher, Josef / Kalss, Susanne / Oppitz, Martin (Hrsg.), Wien 1998, S. 207–253

Altenhain, Karsten, Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BB 2002, 1874–1879

Annunziata, Filippo, Behavioral Finance and Markets Efficiency: Is there a dialogue? A preliminary reflection on Regulation 596/2014/EU, 5 Law and Economics Yearly Review (2016), 280–308

Appel, Ian / Bulka, Jordan / Fos, Vyacheslav, Public Short Selling by Activist Hedge Funds, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 1 October 2018, unter https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/01/public-short-selling-by-activist-hedge-funds/ abrufbar

Appel, Ian / Fos, Vyacheslav, Short Campaigns by Hedge Funds, ECGI Finance Working Paper No. 609/2019, June 2020, unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3242516# abrufbar

Arlt, Michael, Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation, Frankfurt am Main u. a. 2004 (zugl.: Würzburg, Univ., Diss., 2004)

Armour, John / Awrey, Dan / Davies, Paul / Enriques, Luca / Gordon, Jeffrey N. / Mayer, Colin / Payne, Jennifer, Principles of Financial Regulation, Oxford, 2016

Assmann, Heinz-Dieter, Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, ZBB 1989, 49–63

Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H. (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 6. Auflage, Köln 2012

Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe H. / Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht, Kommentar, 7. Auflage, Köln 2019

Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A. / Buck-Heeb, Petra (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage, München 2020

Avgouleas, Emilios E., The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis, Oxford 2005

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Avgouleas, Emilios E., A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient, 15 Stanford Journal of Law, Business and Finance (2010), 376–425

Bachmann, Gregor, Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, ZHR 170 (2006), 144–177

Bak, Jacek / Bigus, Jochen, Kapitalmarkteffizienz versus zwingender Anlegerschutz im Aktienrecht, ZBB 2006, 430–443

Banerjee, Abhijit V., A Simple Model of Herd Behavior, 107 The Quarterly Journal of Economics (1992), 797–817

Bator, Jakob, Die Marktmanipulation im Entwurf zum Finanzmarktnovellierungsgesetz – unionsrechtskonform?, BKR 2016, 1–7

Baums, Theodor, Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), 139–192

Bayram, Milan, Manipulative Handelspraktiken gem. Art. 12 MAR, Berlin 2020 (zugl.: Erlangen-Nürnberg, Univ., Diss., 2019)

Bayram, Milan / Meier, Dominik, Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken, BKR 2018, 55–61

Bayram, Milan / Meier, Dominik, Pinging, Front Running und Quote Matching – Verbotene Handelspraktiken nach der Marktmissbrauchsverordnung?, WM 2018, 1295–1302

Beber, Alessandro / Pagano, Marco, Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis, 68 The Journal of Finance (2013), 343–381

Beckemper, Katharina, Das Rechtsgut „Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Märkte", ZIS 2011, 318–323

Benabou, Roland / Laroque, Guy, Using Privileged Information To Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility, 107 The Quarterly Journal of Economics (1992), 921–958

Beneke, Moritz / Thelen, Martin, Die Schutzgesetzqualität des Insiderhandelsverbots gem. Art. 14 Marktmissbrauchsverordnung, BKR 2017, 12–20

Benicke, Christoph, Wertpapiervermögensverwaltung, Tübingen 2006

Berninger, Marc / Kiesel, Florian / Schiereck, Dirk, Marktmanipulation und Forensic Finance: Die Bedeutung von Faktorenmodellen für kurzfristige Bewertungshorizonte, BKR 2018, 408–412

Bikhchandani, Sushil / Hirshleifer, David / Welch, Ivo, A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades, 100 Journal of Political Economy (1992), 992–1026

Bitter, Georg / Jochum, Marcel, Kein Nachrang kapitalmarktrechtlicher Schadensersatzansprüche in der Insolvenz des Emittenten, ZIP 2021, 653–668

Blachnio-Parzych, Anna, The EU legislation on protection of financial markets against market manipulation and its implementation in Polish law, Beitrag in: EU Criminal Law and Policy, Banach-Gutierrez, Joanna Beata / Harding, Christopher (Eds.), Abingdon 2018, S. 233–244

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Black, Fischer, Noise, 41 The Journal of Finance (1986), 529–543

Blau, Benjamin M. / Van Ness, Bonnie F. / Van Ness, Robert A. / Wood, Robert A., Short Selling during Extreme Market Movements, 5 The Journal of Trading (2010), 14–27

Bliesener, Dirk H., Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel, Berlin/New York 1998 (zugl.: Hamburg, Univ., Diss. 1997/98)

Bliss, Barbara A. / Molk, Peter / Partnoy, Frank, Negative Activism, 97 Washington University Law Review (2020), 1333–1395

Boehmer, Ekkehart / Jones, Charles M. / Wu, Juan / Zhang, Xiaoyan, What Do Short Sellers Know?, 24 Review of Finance (2020), 1203–1235

Boehmer, Ekkehart / Jones, Charles M. / Zhang, Xiaoyan, Which Shorts Are Informed?, 63 The Journal of Finance (2008), 491–527

Boehmer, Ekkehart / Jones, Charles M. / Zhang, Xiaoyan, Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban, 26 The Review of Financial Studies (2013), 1363–1400

Boehmer, Ekkehart / Wu, Juan, Short Selling and the Price Discovery Process, 26 The Review of Financial Studies (2013), 287–322

Bolder, Daniel, Short Selling und Credit Default Swaps – welche neuen Regeln braucht der Markt?, EuZW 2011, 769–770

Böse, Martin, Marktmanipulation durch Unterlassen – ein Auslaufmodell?, wistra 2018, 22–26

Brammsen, Joerg, Marktmanipulation (§ 38 Abs. 2 WpHG) „über die Bande" – Das perfekte „Delikt"?, WM 2012, 2134–2142

Brand, Christian / Hotz, Dominik, Der „VW-Skandal" unter wirtschaftsstrafrechtlichen Vorzeichen, NZG 2017, 976–983

Brellochs, Michael, Leerverkaufsangriffe – Anmerkungen aus Sicht der Praxis – Responsio –, ZGR 2020, 319–331

Brendel, Janja / Ryans, James, Responding to Activist Short Sellers: Allegations, Firm Disclosure Responses, and Outcomes, 59 Journal of Accounting Research (2021), 487–528

Brenncke, Martin, Die Abgrenzung von Finanzanalysen und anderen Empfehlungen zur Werbemitteilung: Zur Europarechtswidrigkeit des deutschen Rechts, ZBB 2009, 361–376

Bris, Arturo / Goetzmann, William N. / Zhu, Ning, Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World, 62 The Journal of Finance (2007), 1029–1079

Buck-Heeb, Petra, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage, Heidelberg 2020

Buck-Heeb, Petra, Insiderrecht und soziale Medien, AG 2021, 42–48

Bunz, Thomas, Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism, NZG 2014, 1049–1053

Bürgers, Tobias, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424–432

Buttlar, Julia von / Hammermaier, Steffen, Non semper temeritas est felix: Was bedeutet Leichtfertigkeit im Kapitalmarktrecht?, ZBB 2017, 1–14

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Canaris, Claus-Wilhelm / Habersack, Mathias / Schäfer, Carsten (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Großkommentar, Band 11/1, Bankvertragsrecht Investment Banking I, 5. Auflage, Berlin/Boston 2017

Carstens, Philipp, Marktmanipulation und zivilrechtliche Haftung, Baden-Baden 2019 (zugl.: Leipzig, Univ., Diss., 2018)

Caspari, Karl-Burkhard, Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, NZG 2005, 98–103

Chakraborty, Archishman / Yilmaz, Bilge, Microstructure Bluffing with Nested Information, 98 The American Economic Review (2008), 280–284

Chen, Lei, The Informational Role of Short Sellers: The Evidence from Short Sellers' Reports on US-Listed Chinese Firms, 43 Journal of Business Finance & Accounting (2016), 1444–1482

Christie, Anna / Liptrap, J S, Muddying the Waters of Market Manipulation in the EU, Oxford Business Law Blog, 2 July 2020, unter https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/07/muddying-waters-market-manipulation-eu abrufbar

Claussen, Carsten P., Dem Neuen Markt eine zweite Chance, BB 2002, 105–112

Cless, Micha, Unionsrechtliche Vorgaben für eine zivilrechtliche Haftung bei Marktmissbrauch, Berlin 2018 (zugl.: Erlangen-Nürnberg, Univ., Diss., 2018)

Coffee, John C., Jr., Activist Short Selling Today: The Two Sides of the Coin, CLS Blue Sky Blog, 7 July 2020, unter https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/07/07/activist-short-selling-today-the-two-sides-of-the-coin/ abrufbar

Coffee, John C., Jr. / Mitts, Joshua / Cox, James D. / Molk, Peter / Greene, Edward / Thomas, Randall S. / Eisenberg, Meyer / Thompson, Robert B. / Honigsberg, Colleen / Verstein, Andrew / Langevoort, Donald C. & Whitehead, Charles K., Petition for Rulemaking on Short and Distort, 12 February 2020, unter https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2623 abrufbar

Commandeur, Marcus, Short-Attacken aktivistischer Leerverkäufer: Rechtliche Bewertung und Abwehrmöglichkeiten für betroffene Unternehmen, AG 2020, 575–583

Conring, Feyko, Zur Sittenwidrigkeit gemäß § 826 BGB bei einem außervertraglichen Informationsverhalten gegenüber Anlegern, BKR 2018, 489–494

Daniel, Kent / Hirshleifer, David / Subrahmanyam, Avandihar, Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, 53 The Journal of Finance (1998), 1839–1885

Daniel, Kent / Titman, Sheridan, Market Efficiency in an Irrational World, 55 Financial Analysts Journal (1999), 28–40

Degoutrie, Claus, "Scalping": Strafbedürftigkeit und Einordnung unter die tatbestandlichen Voraussetzungen der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG, Berlin 2007 (zugl.: Würzburg, Univ., Diss., 2007)

de Schmidt, Sebastian, Neufassung des Verbots der Marktmanipulation durch MAR und CRIM-MAD, RdF 2016, 4–12

Diamond, Douglas W. / Verrecchia, Robert E., Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information, 18 Journal of Financial Economics (1987), 277–311

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Dinter, Lasse / David, Daniel, Das Recht hat man zu kennen – Zum Vorsatz bei bußgeldbewehrten Verstößen im Kapitalmarktrecht, ZIP 2017, 893–900

Döding, Karl, Shareholder Activism in der Finanzbranche aus der Perspektive des Aufsichtsrechts, ZBB 2020, 168–177

Drinhausen, Florian / Eckstein, Hans-Martin (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG: Gesellschaftsrecht – Steuerrecht – Börsengang, 3. Auflage, München 2018

Easterbrook, Frank H. / Fischel, Daniel R., Mandatory Disclosure and the Protection of Investors, 70 Virginia Law Review (1984), 669–715

Ebenroth, Carsten T. / Boujong, Karlheinz / Joost, Detlev / Strohn, Lutz (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Kommentar, Band 2: §§ 343–475h, Transportrecht, Bank- und Börsenrecht, 4. Auflage, München 2020

Eggers, Tobias, Keine Strafbarkeitslücke bei Marktmanipulation und Insiderhandel: Anmerkung zu BGH, Beschl. v. 16.01.2017 – 5 StR 532/16, Entscheidungskommentar, WiJ 2017, 49–52

Eggers, Tobias, Marktmanipulation beim Einsatz von Algorithmen – am Beispiel eines Liquidity Providers, BKR 2019, 421–428

Eichelberger, Jan, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), Berlin 2006 (zugl.: Jena, Univ., Diss., 2006)

Eichelberger, Jan, Scalping – ein Insiderdelikt?, WM 2003, 2121–2126

Eichelberger, Jan, Manipulation ohne Absicht? Die subjektive Komponente bei dem Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), WM 2007, 2046–2053

Eidenmüller, Horst, Regulierung von Finanzinvestoren, DStR 2007, 2116–2121

Eidenmüller, Horst, Liberaler Paternalismus, JZ 2011, 814–821

Ekkenga, Jens, Kapitalmarktrechtliche Aspekte der „Investor Relations", NZG 2001, 1–8

Ekkenga, Jens, Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und künftigem Recht, WM 2002, 317–325

Engert, Andreas, Hedgefonds als aktivistische Aktionäre, ZIP 2006, 2105–2113

Erb, Volker / Schäfer, Jürgen (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Band 5, §§ 263–358 StGB, 3. Auflage, München 2019

Erb, Volker / Schäfer, Jürgen (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch, Band 7, Nebenstrafrecht II, 3. Auflage, München 2019

Esser, Robert / Rübenstahl, Markus / Saliger, Frank / Tsambikakis, Michael (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht, Kommentar mit Steuerstrafrecht und Verfahrensrecht, Köln 2017

Fama, Eugene F., The Behavior of Stock-Market Prices, 38 The Journal of Business (1965), 34–105

Fama, Eugene F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 The Journal of Finance (1970), 383–417

Fama, Eugene F., Efficient Capital Markets: II, 46 The Journal of Finance (1991), 1575–1617

Fama, Eugene F., Markets efficiency, long-term returns, and behavioral finance, 49 Journal of Financial Economics (1998), 283–306

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ferrarini, Guido A., The European Market Abuse Directive, 41 Common Market Law Review (2004), 711–741

Findeisen, Maximilian, Über die Regulierung und die Rechtsfolgen von Interessenkonflikten in der Aktienanalyse von Investmentbanken: Eine vergleichende Darstellung des US-amerikanischen und des deutschen Rechts, Baden-Baden 2007 (zugl.: Berlin, Humboldt-Univ., Diss., 2006)

Findeisen, Maximilian / Tönningsen, Gerrit, Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe – Regelungsgehalt und Reichweite des § 30h WpHG –, WM 2011, 1405–1412

Fischel, Daniel R. / Ross, David J., Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?, 105 Harvard Law Review (1991), 503–553

Fischer, Marius, Zur Regulierung dezentraler Sekundärmärkte, ZBB 2020, 158–167

Flaig, Carolin, Wirtschaftsjournalismus und Markt – Notwendigkeit und Ansätze einer Regulierung, Berlin 2009 (zugl.: Freiburg, Univ., Diss., 2009)

Fleischer, Holger, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F in: Verhandlungen des Vierundsechzigsten Deutschen Juristentages, Band I, Berlin 2002, Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), München 2002

Fleischer, Holger, *Behavioral Law and Economics* im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – ein Werkstattbericht, Beitrag in: Festschrift für Ulrich Immenga zum 70. Geburtstag, Wirtschafts- und Privatrecht im Spannungsfeld von Privatautonomie, Wettbewerb und Regulierung, Zimmer, Daniel / Schwintowski, Hans-Peter / Fuchs, Andreas (Hrsg.), München 2004, S. 575–587

Fleischer, Holger, Prognoseberichterstattung im Kapitalmarktrecht und Haftung für fehlerhafte Prognosen, AG 2006, 2–16

Fleischer, Holger, Stock-Spams – Anlegerschutz und Marktmanipulation, ZBB 2008, 137–147

Fleischer, Holger / Schmolke, Klaus Ulrich, Gerüchte im Kapitalmarktrecht: Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation, AG 2007, 841–854

Fletcher, Gina-Gail S., Legitimate yet manipulative: the conundrum of open-market manipulation, 68 Duke Law Journal (2018), 479–554

Flothen, Katrin, Marktmanipulation und Kurspflege: Eine Konkretisierung unter Berücksichtigung des § 20a WpHG und der MaKonV, Baden-Baden 2009 (zugl.: Mannheim, Univ., Diss., 2008)

Forst, Gerrit, Ist der Hochfrequenzhandel in der Europäischen Gemeinschaft gestattet?, BKR 2009, 454–456

Fotak, Veljko / Raman, Vikas / Yadav, Pradeep K., Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes? Working Paper, 6 January 2010, unter https://ypfs.som.yale.edu/node/4277 abrufbar

Fox, Merritt B. / Glosten, Lawrence R. / Tetlock, Paul C., Short Selling and the News: A Preliminary Report on an Empirical Study, 54 New York Law School Law Review (2009–2010), 645–686

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Fuchs, Andreas (Hrsg.), WpHG, Kommentar, 2. Auflage, München 2016

Gaede, Karsten / Mühlbauer, Tilo, Wirtschaftsstrafrecht zwischen europäischem Primärrecht, Verfassungsrecht und der richtlinienkonformen Auslegung am Beispiel des Scalping – zugleich Besprechung von BGH wistra 2004, 109 –, wistra 2005, 9–17

Gebauer, Martin / Teichmann, Christoph (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht, Band 6: Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, Baden-Baden u. a. 2016

Gehrmann, Philipp, Anmerkungen zum strafbewehrten Verbot der handelsgestützten Marktmanipulation, WM 2016, 542–548

Geier, Bernd / Hombach, Katharina / Schütt, Harm, Finanzanalysen in MiFID II und MAR, RdF 2017, 108–113

Gillert, Mark, Marktmanipulation: Short-Attacken – Wie Anleger und Emittenten ins Visier von Manipulatoren geraten, Fachartikel im BaFin Journal Mai 2017, S. 26–28

Gilson, Ronald J. / Kraakman, Reinier H., The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Virginia Law Review (1984), 549–644

Gilson, Ronald J. / Kraakman, Reinier H., The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, 28 The Journal of Corporation Law (2003), 715–742

Gilson, Ronald J. / Kraakman, Reinier H., Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs, 100 Virginia Law Review (2014), 313–376

Goldstein, Itay / Guembel, Alexander, Manipulation and the Allocational Role of Prices, 75 The Review of Economic Studies (2008), 133–164

Göres, Ulrich L., Die Interessenkonflikte von Wertpapierdienstleistern und -analysten bei der Wertpapieranalyse: Eine Darstellung und Würdigung der gesetzlichen und berufsständischen Regelungen in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland unter Einbeziehung der europäischen Ebene, Berlin 2004

Goshen, Zohar / Parchomovsky, Gideon, The Essential Role of Securities Regulation, 55 Duke Law Journal (2006), 711–782

Graf, Peter / Jäger, Markus / Wittig, Petra (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Auflage, München 2017

Graßl, Bernd, Die neue Marktmissbrauchsverordnung der EU – Neuregelung des gesamten europäischen Marktmissbrauchsrechts –, DB 2015, 2066–2072

Graßl, Bernd / Nikoleyczik, Tobias, Shareholder Activism und Investor Activism: Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, AG 2017, 49–60

Grossman, Sanford J. / Stiglitz, Joseph E., On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, 70 The American Economic Review (1980), 393–408

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Grundmann, Stefan, Vertrauen und (EU-)Kapitalmarkt – Theorie und Fallstudien zu einer neuen Mesotes im Wirtschaftsrecht, Beitrag in: Festschrift für Christine Windbichler zum 70. Geburtstag am 8. Dezember 2020, Bachmann, Gregor / Grundmann, Stefan / Mengel, Anja und Krolop, Kaspar (Hrsg.), Berlin/Bosten 2021, S. 67–96

Habersack, Mathias / Mülbert, Peter O. / Schlitt, Michael (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Auflage, München 2020

Hansen, Jesper Lau, Market Abuse Case Law – Where Do We Stand With MAR?, ECFR 2017, 367–390

Hansen, Jesper Lau, EFTA Court rules on market manipulation after MAD – emphasis on effect-doctrine, Oxford Business Law Blog, 28 February 2020, unter https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/02/efta-court-rules-market-manipulation-after-mad-emphasis-effect abrufbar

Harrer, Andreas, Regulierungskonzepte für Leerverkäufe und Credit Default Swaps: Eine ökonomische und rechtliche Untersuchung, Hamburg 2015

Harris, Larry, Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners, Oxford/New York 2003

Hasselbach, Kai / Peters, Karoline, Entwicklung des Übernahmerechts 2016/2017: Aktuelle Themen des Rechts der börsennotierten Unternehmen, einschließlich der Auseinandersetzung mit sog. „Activist Shareholders", BB 2017, 1347–1354

Hasselbach, Kai / Rauch, David, Entwicklung des Übernahmerechts 2017/2018: Aktuelle Themen des Rechts der börsennotierten Unternehmen, BB 2019, 194–201

Hax, Georg, Informationsintermediation durch Finanzanalysten: Eine ökonomische Analyse, Frankfurt am Main u. a. 1998 (zugl.: Frankfurt am Main, Univ., Diss., 1997)

Hayek, F. A., The Use of Knowledge in Society, 35 The American Economic Review (1945), 519–530

Hazen, Thomas Lee, The law of securities regulation, 5th Ed., St. Paul, MN Thomson/West 2006

Hefendehl, Roland, Neues vom Marktmissbrauchsrecht – oder auch: Zum aktuellen Stand des Strafrechts –, Beitrag in: Festschrift für Urs Kindhäuser zum 70. Geburtstag, Böse, Martin / Schumann, Kay H. / Toepel, Friedrich (Hrsg.), Baden-Baden 2019, S. 895–909

Heimann, Carsten, Marktpreismanipulation und Marktpreisstabilisierung während der Emission von Wertpapieren, Berlin 2012 (zugl.: Magdeburg, Univ., Diss., 2011)

Hellgardt, Alexander, Kapitalmarktdeliktsrecht: Haftung von Emittenten, Bietern, Organwaltern und Marktintermediären; Grundlagen, Systematik, Einzelfragen, Tübingen 2008 (zugl.: Hamburg, Univ., Diss., 2007/08)

Hellgardt, Alexander, Fehlerhafte Ad-hoc-Publizität als strafbare Marktmanipulation: Der Beweis von Taterfolg und Kausalität, ZIP 2005, 2000–2008

Hellmann, Uwe, Wirtschaftsstrafrecht, 5. Auflage, Stuttgart 2018

Helm, Leon, Der „Sachverständige" im persönlichen Anwendungsbereich von Art. 20 MAR, BKR 2018, 150–152

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Herring, Frank, Das 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz – Vom erfolgreichen Kampf gegen das Goldplating, DB 2016, M5

Hettermann, Kerstin / Althoff, Frank, Rechtliche Anforderungen an Finanzanalysen, WM 2006, 265–273

Hild, Thilo Lars, Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung des Kapitalmarktes: Eine kriminalrechtliche Untersuchung von Börsengängen und Aktienhandel in Deutschland und den USA, Frankfurt am Main u. a. 2005 (zugl.: Frankfurt am Main, Univ., Diss., 2003)

Hirshleifer, David, Investor Psychology and Asset Pricing, 56 The Journal of Finance (2001), 1533–1597

Hirte, Heribert / Möllers, Thomas M.J. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln 2014

Hopt, Klaus J. (Hrsg.), Handelsgesetzbuch mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Kapitalmarktrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 41. Auflage, München 2022

Hopt, Klaus J., Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken: Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, München 1975

Hopt, Klaus J., Interessenwahrung und Interessenkonflikte im Aktien-, Bank- und Berufsrecht: Zur Dogmatik des modernen Geschäftsbesorgungsrechts, ZGR 2004, 1–52

Hopt, Klaus J. / Voigt, Hans-Christoph, Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Beitrag in: Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, Hopt, Klaus J. / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.), Tübingen 2005, S. 9–160

Hu, Danqi, Detecting Opportunistic Behavior in Public Short Campaigns, Working Paper, 2018, unter https://www.aeaweb.org/conference/2019/preliminary/paper/i9z69HGN abrufbar

Jank, Stephan / Roling, Christoph / Smajlbegovic, Esad, Flying under the radar: the effects of short-sale disclosure rules on investor behavior and stock prices, Discussion Paper, Deutsche Bundesbank No 25/2016

Jarass, Hans D., Charta der Grundrechte der Europäischen Union, Kommentar, 4. Auflage, München 2021

Johann, Thomas / Theissen, Erik, Liquidity measures, Beitrag in: Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance, Bell, Adrian R. / Brooks, Chris / Prokopczuk, Marcel (Eds.), Cheltenham/Northampton 2013, S. 238–255

Jones, Charles M. / Reed, Adam V. / Waller, William, Revealing Shorts An Examination of Large Short Position Disclosures, 29 The Review of Financial Studies (2016), 3278–3320

Just, Clemens / Voß, Thorsten / Ritz, Corinna / Becker, Ralf (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, München 2015

Juurikkala, Oskari, Credit Default Swaps and the EU Short Selling Regulation: A Critical Analysis, ECFR 2012, 307–341

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Kahan, Marcel, Securities Law and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices, 41 Duke Law Journal (1992), 977–1044

Kaiser, Andreas, Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1557–1563

Kämmerer, Jörn Axel / Veil, Rüdiger, Analyse von Finanzinstrumenten (§ 34b WpHG) und journalistische Selbstregulierung, BKR 2005, 379–387

Karpoff, Jonathan M. / Lou, Xiaoxia, Short Sellers and Financial Misconduct, 65 The Journal of Finance (2010), 1879–1913

Karst, Björn, Das Marktmanipulationsverbot gem. § 20a WpHG: Unter besonderer Berücksichtigung der „Safe-Harbor"-Regelung, Frankfurt am Main u. a. 2011 (zugl.: Köln, Univ., Diss., 2011)

Kartapanis, Antonis, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, 2019 (zugl.: Austin, Univ., Diss., 2019), unter http://dx.doi.org/10.26153/tsw/2098 abrufbar

Kasiske, Peter, Marktmissbräuchliche Strategien im Hochfrequenzhandel, WM 2014, 1933–1940

Katz, Jeff / Hancock, Annie, Short Activism: The Rise in Anonymous Online Short Attacks, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 November 2017, unter https://corpgov.law.harvard.edu/2017/11/27/short-activism-the-rise-in-anonymous-online-short-attacks/ abrufbar

Kert, Robert, Vorschläge für neue EU-Instrumente zur (strafrechtlichen) Bekämpfung von Insiderhandel und Marktmanipulation, NZWiSt 2013, 252–261

Kiehling, Hartmut, Eine Einführung in die Kapitalmarkttheorien, DStR 1992, 476–482

Kiesel, Florian / Nohn, Yannic / Schiereck, Dirk, Werteffekte auf die Leerverkaufsrestriktion bei Finanztiteln in Deutschland, ZBB 2014, 314–323

Kiesewetter, Matthias / Parmentier, Miriam, Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts – ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, BB 2013, 2371–2379

Kindler, Peter, Finanzkrise und Finanzmarktregulierung – Ein Zwischenruf zum 68. Deutschen Juristentag, NJW 2010, 2465–2469

Kleinmanns, Hermann, *Shareholder Activism* – bedeutender Einfluss institutioneller Investoren auch in Deutschland? IRZ 2016, 341–345

Klingenbrunn, Daniel, Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität: Legitimation und Dogmatik unter der Annahme adaptiver, evolutionärer Finanzmärkte, Tübingen 2018 (zugl.: Hamburg, Bucerius Law School Univ., Diss., 2017)

Klöhn, Lars (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, Kommentar, München 2018

Klöhn, Lars, Kapitalmarkt, Spekulation und *Behavioral Finance*: Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2006 (zugl.: Göttingen, Univ., Diss., 2005)

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Klöhn, Lars, Optimistische Prognosen in der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung - Zugleich Besprechung von BGH WM 2009, 2303 -, WM 2010, 289–296

Klöhn, Lars, Der Beitrag der Verhaltensökonomik zum Kapitalmarktrecht, Beitrag in: Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Fleischer, Holger / Zimmer, Daniel (Hrsg.), Frankfurt am Main 2011, S. 83–99

Klöhn, Lars, Marktmanipulation auch bei kurzfristiger Kursbeeinflussung – das „IMC Securities"-Urteil des EuGH, Urteilsbesprechung, NZG 2011, 934–936

Klöhn, Lars, Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas – Am Beispiel des „verständigen Anlegers" im Sinne des deutschen und europäischen Insiderrechts –, ZHR 177 (2013), 349–387

Klöhn, Lars, Marktbetrug (Fraud on the Market): Voraussetzungen und Beweis der haftungsbegründenden Kausalität beim Anspruch auf Ersatz des Differenzschadens wegen fehlerhafter Information des Sekundärmarkts, ZHR 178 (2014), 671–714

Klöhn, Lars, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, 423–434

Klöhn, Lars, „Selbst geschaffene innere Tatsachen", Scalping und Stakebuilding im neuen Marktmissbrauchsrecht, ZIP 2016, Beilage zu Heft 22, S. 44–47

Klöhn, Lars, Eine neue Insiderfalle für Finanzanalysten? - Zweck, Bedeutung und Auslegung von Erwägungsgrund Nr. 28 MAR -, WM 2016, 1665–1673

Klöhn, Lars, War die BaFin wirklich nicht für die Kontrolle der Wirecard-Bilanzen zuständig?: Zur angeblichen Sperrwirkung der §§ 106 ff. WpHG gegenüber § 6 WpHG bei Untersuchungen wegen Marktmanipulation, ZIP 2021, 381–390

Klöhn, Lars / Bartmann, Niklas, Kapitalmarktkommunikation über soziale Medien: Verbreitung, ökonomischer Hintergrund und Rechtsrahmen in Deutschland, AG 2014, 737–748

Klöhn, Lars / Büttner, Siegfried, Finanzjournalismus und neues Marktmissbrauchsrecht - Hintergrund, Inhalt und praktische Bedeutung von Art. 21 MAR -, WM 2016, 2241–2248

Knauth, Oliver / Käsler, Corina, § 20a WpHG und die Verordnung zur Konkretisierung des Marktmanipulationsverbotes (MaKonV), WM 2006, 1041–1052

Kocher, Dirk, Strategien im Umgang mit aktivistischen Aktionären und Investoren in Deutschland, DB 2016, 2887–2892

Kogan, Shimon / Moskowitz, Tobias J. / Niessner, Marina, Social Media and Financial News Manipulation, 15 September 2021, Working Paper, unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3237763 abrufbar

Köpferl, Georg / Wegner, Kilian, Marktmissbrauch durch Sprengstoffanschlag? – Überlegungen zu Marktmanipulation und Insiderhandel am Beispiel des Anschlags auf den Mannschaftsbus von Borussia Dortmund –, WM 2017, 1924–1930

Kopp-Colomb, Wolf von, Die neuen Regelungen zur Wertpapieranalyse in Deutschland, WM 2003, 609–616

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Kozinn, Benjamin E., Great Copper Caper: Is Market Manipulation Really a Problem in the Wake of the Sumitomo Debacle, 69 Fordham Law Review (2000), 243–285

Krämer, Lutz, „Nach fest kommt ab" – Zur Kursrelevanz von Zwischenschritten, verständigen und irrationalen Anlegern (Zugleich eine kurze Zeitreise vom Beginn des Deutschen Kapitalmarktrechts zur Europäischen Regulierung), Beitrag in: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag, Grundmann, Stefan / Merkt, Hanno / Mülbert, Peter O. et al. (Hrsg.), Berlin/Bosten 2020, S. 585–598

Krause, Hartmut, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, CZZ 2014, 248–260

Kristen, Francois G. H., Integrity on European Financial Markets: Backgrounds, Objectives, Reasons, Overall Contents and Implications of the Market Abuse Directive, 1 European Company Law (2005), 13–21

Kudlich, Hans, Zur Frage des erforderlichen Einwirkungserfolgs bei handelsgestützten Marktpreismanipulationen, wistra 2011, 361–365

Kudlich, Hans, MADness Takes Its Toll – Ein Zeitsprung im Europäischen Strafecht?, AG 2016, 459–465

Kuhner, Christoph, Prognosen in der Betriebswirtschaftslehre, AG 2006, 713–720

Kumpan, Christoph, Der Interessenkonflikt im deutschen Privatrecht: Eine Untersuchung zur Fremdinteressenwahrung und Unabhängigkeit, Tübingen 2014

Kumpan, Christoph / Misterek, Robin, Der verständige Anleger in der Marktmissbrauchsverordnung: Zu den Eigenschaften der Maßstabsfigur für Insiderinformationen, ZHR 184 (2020), 180–221

Kumpan, Christoph / Misterek, Robin, Das Verbot von Leerverkäufen in Finanzmarktkrisen – Eine kritische Analyse der Short-Selling-Beschränkungen während der Covid-19-Pandemie und ihrer rechtlichen Grundlagen (Teil I) –, WM 2021, 365–375

Kumpan, Christoph / Misterek, Robin, Das Verbot von Leerverkäufen in Finanzmarktkrisen – Ökonomische Erforderlichkeit und notwendige Reichweite von Short-Selling-Beschränkungen im Spiegel ihres Rechtsrahmens (Teil II) –, WM 2021, 417–429

Kümpel, Siegfried / Mülbert, Peter O. / Früh, Andreas / Seyfried, Thorsten (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Handbuch, 6. Auflage, Köln 2022

Kuntz, Thilo, Digitale Kommunikation mit Aktionären und Investoren – Chancen und Herausforderungen durch Blockchain, Soziale Medien und „Big Data" –, ZHR 183 (2019), 190–244

Kutzner, Lars, Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG – Modernes Strafrecht?, WM 2005, 1401–1408

Kyle, Albert S., Continuous Actions and Insider Trading, 53 Econometrica (1985), 1315–1335

Kyle, Albert S. / Viswanathan, S., How to Define Illegal Price Manipulation, 98 The American Economic Review (2008), 274–279

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Lamont, Owen, A., Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms, 2 The Review of Asset Pricing Studies (2012), 1–30

Lange, Dirk-Fabian, Die Regulierung von Aktienleerverkäufen in der Europäischen Union und in den USA unter Berücksichtigung der ökonomischen Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Aktienmärkte sowie unter Einbeziehung rechtshistorischer Aspekte, 2016 (zugl.: Berlin, Humboldt-Univ., Diss., 2016), Open Access, unter DOI: 10.18452/17718 abrufbar

Langenbucher, Katja (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 5. Auflage, Baden-Baden 2022

Langenbucher, Katja, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage, München 2022

Langenbucher, Katja, In Brüssel nichts Neues? - Der „verständige Anleger" in der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2016, 417–422

Langenbucher, Katja, Kommunikation als Governance-Instrument in der börsennotierten Aktiengesellschaft, ZHR 185 (2021), 414–454

Langenbucher, Katja / Hau, Daniel / Wentz, Jasper, „Aktivistische Leerverkäufer" – eine Überlegung zur Markteffizienz und deren Grenzen im Kapitalmarktrecht, ZBB 2019, 307–316

Langenbucher, Katja / Pelizzon, Loriana, Short Selling – On Ethics, Politics, and Culture, ZBB 2021, 301–312

Langenbucher, Katja / Hasan, Fizza, GameStop – A Case for Empowering Retail Investors?: A Comparative Glance at the U.S. and the EU, Beitrag in: Selbstbestimmung: Freiheit und Grenzen, Festschrift für Reinhard Singer zum 70. Geburtstag, Tölle, Antje / Benedict, Jörg / Klawitter, Stephan / Koch, Harald / Paulus, Christoph G. / Preetz, Friedrich (Hrsg.), Berlin 2021, S. 399–413

Langevoort, Donald C., Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited, 140 University of Pennsylvania Law Review (1992), 851–920

Langevoort, Donald C., TAMING THE ANIMAL SPIRITS OF THE STOCK MARKETS: A Behavioral Approach to Securities Regulation, 97 Northwestern University Law Review (2000), 135–188

Ledgerwood, Shaun D. / Carpenter, Paul R., A Framework for the Analysis of Market Manipulation, 8 Review of Law and Economics (2012), 253–295

Lee, Joanna, Activist Short Sellers: Market Manipulators or Market Protectors?, 32 Review of Banking & Financial Law (2013), 274–285

Lehmann, Matthias / Kumpan, Christoph (Eds.), European Financial Services Law, Commentary, Baden-Baden 2019

Lenenbach, Markus, Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation?: Zugleich Besprechung LG Stuttgart, Urt. vom 30.8.2002, ZIP 2003, 259, ZIP 2003, 243–247

Lenzen, Ursula, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, Frankfurt am Main u. a. 2000, (zugl.: Osnabrück, Univ., Diss., 2000)

Lenzen, Ursula, Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation, WM 2000, 1131–1139

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Lenzen, Ursula, Das neue Recht der Kursmanipulation, ZBB 2002, 279–287

Leuschner, Lars / Sajnovits, Alexander / Wilhelm, Alexander, Fälle zum Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht, München 2021

Leyens, Patrick, C., Informationsintermediäre des Kapitalmarkts: Private Markzugangskontrolle durch Abschlussprüfung, Bonitätsrating und Finanzanalyse, Tübingen 2017

Leyh, Daniela, Probleme der Definition und Regulierung der handelsgestützten Marktmanipulation unter Berücksichtigung des deutschen und britischen Rechts, 2010 (zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 2010), Open Access, unter https://publikationen.uni-tuebingen.de/xmlui/handle/10900/43748 abrufbar

Liebscher, Thomas / Ott, Nicolas, Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick, NZG 2010, 841–846

Lin, Tom C. W., The New Market Manipulation, 66 Emory Law Journal (2017), 1253–1314

Linden, Klaus von der, Das neue Marktmissbrauchsrecht im Überblick, DStR 2016, 1036–1041

Link, Simon Patrick, Shareholder und Investor Activism – Rechtsfragen der aktuellen Praxis, ZGR 2021, 904–955

Lipton, Ann, A Terrible Injustice Has Been Corrected, Business Law Prof Blog, 10 October 2020, unter https://lawprofessors.typepad.com/business_law/2020/10/a-terrible-injustice-has-been-corrected.html abrufbar

Ljungqvist, Alexander / Qian, Wenlan, How Constraining Are Limits to Arbitrage?, 29 The Review of Financial Studies (2016), 1975–2028

Löffler, Gunter, Der Beitrag von Finanzanalysten zur Informationsverarbeitung: Eine empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt, Wiesbaden 1998 (zugl.: Mannheim, Univ., Diss., 1997)

Lomnicka, Eva, Preventing and Controlling the Manipulation of Financial Markets: Towards a Definition of 'Market Manipulation', 8 Journal of Financial Crime (2001), 297–304

Lutter, Marcus / Bayer, Walter / Schmidt, Jessica, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht: Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien, 6. Auflage, Berlin/Bosten 2017

Maile, Jörg, Der Straftatbestand der Kurs- und Marktpreismanipulation nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Berlin 2006 (zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 2005)

Malmendier, Ulrike / Shanthikumar, Devin, Are small investors naïve about incentives?, 85 Journal of Financial Economics (2007), 457–489

Markham, Jerry W., Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, Armonk/New York 2015

Markworth, David, Marktmissbrauchsverordnung und effet utile – Europarechtlich determinierte Zeitenwende im Kapitalmarktdeliktsrecht? –, ZHR 183 (2019), 46–72

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Markworth, David, Kapitalmarktinformationshaftung wegen Bilanzmanipulationen, BKR 2020, 438–447

Massa, Massimo / Zhang, Bohui / Zhang, Hong, The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Management?, 28 The Review of Financial Studies (2015), 1701–1736

Mattig, Daniel, Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht, Tübingen 2019 (zugl.: Hamburg, Bucerius Law School Univ., Diss., 2018)

Mazzacurati, Julien, The public disclosure of net short positions, Beitrag in: ESMA, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 1, 2018, S. 60–67

Merkt, Hanno, Unternehmenspublizität: Die Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen 2001

Merkt, Hanno, Cum/Ex- und Cum/Cum-Geschäfte als Marktmissbrauch, ZBB 2021, 162–177

Merkt, Hanno / Rossbach, Oliver, Zur Einführung: Kapitalmarktrecht, JuS 2003, 217–224

Merwald, Maximilian, Das Verbot der Marktmanipulation gem. Art. 15, 12 MAR – Eine Einführung, Jura 2022, 188–200

Merwald, Maximilian / Schauer, Pirmin, Marktmanipulation, Social Media und Noise Trader im Fall GameStop: Bewährungsprobe für den unionsrechtlichen Marktmanipulationstatbestand, BKR 2021, 280–287

Meyer, Andreas, Haftung für Research Reports und Wohlverhaltensregeln für Analysten, AG 2003, 610–622

Meyer, Andreas, Finanzanalysen in WpHG, MAR und MiFID II, Beitrag in: Festschrift 25 Jahre WpHG, Entwicklungen und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Klöhn, Lars / Mock, Sebastian (Hrsg.), Berlin/Boston, 2020, S. 939–974

Meyer, Andreas / Veil, Rüdiger / Rönnau, Thomas (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, München 2018

Michaelsen, Lars, Informationsintermediation für Privatanleger am Aktienmarkt unter besonderer Berücksichtigung des neuen Marktes, Lohmar 2001 (zugl.: Köln, Univ., Diss., 2001)

Miller, Edward M., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, 32 The Journal of Finance (1977), 1151–1168

Mittermeier, Martin, Grundlagen und Regulierungsperspektiven von Leerverkäufen, ZBB 2010, 139–149

Mitts, Joshua, A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution, Columbia Law and Economics Working Paper No. 615, 28 October 2019, unter https://ssrn.com/abstract=3447235 abrufbar

Mitts, Joshua, Short and Distort, Columbia Law and Economics Working Paper No. 592, 13 February 2020, unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3198384 abrufbar

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Mitts, Joshua, Short Sellers and Plaintiff's Firms: A Symbiotic Ecosystem, CLS Blue Sky Blog, 14 October 2020, unter https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/10/14/short-sellers-and-plaintiffs-firms-a-symbiotic-ecosystem/ abrufbar

Mock, Sebastian, Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, WM 2010, 2248–2256

Mock, Sebastian, Die verschobene Veröffentlichung von Finanzberichten im Marktmissbrauchsrecht, BKR 2021, 61–69

Mock, Sebastian, Anforderung an das Verbot der Marktmanipulation in illiquiden Märkten: Anmerkung zu EFTA-Gerichtshof v. 4.2.2020 – E-5/19, ZBB 2021, 258, ZBB 2021, 243–246

Möller, Andreas, Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2002, 309–317

Möllers, Thomas M.J., Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts: Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 208 (2008), 1–36

Möllers, Thomas M.J., Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken und irreführende Finanzanalysen, NZG 2018, 649–658

Möllers, Thomas M.J., Market Manipulation Through Short Selling Attacks and Misleading Financial Analyses, 53 The International Lawyer (2020), 91–126

Möllers, Thomas M.J. / Christ, Dominique / Harrer, Andreas, Nationale Alleingänge und die europäische Reaktion auf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe, NZG 2010, 1167–1170

Möllers, Thomas M.J. / Cyglakow, Kristina, Audiatur et altera pars – man höre die andere Seite – als Rechtspflicht von Finanzanalysten, JZ 2018, 1131–1138

Möllers, Thomas M.J. / Lebherz, Axel, Fehlerhafte Finanzanalysen – Die Konkretisierung inhaltlicher Standards, BKR 2007, 349–357

Möllers, Thomas M.J. / Schauer, Pirmin Jonas, Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts, NZG 2021, 1333–1340

Moloney, Niamh, EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, Oxford 2014

Moloney, Niamh / Ferran, Eilís / Payne, Jennifer (Eds.), The Oxford Handbook of Financial Regulation, Oxford 2015

Momsen, Carsten / Grützner, Thomas (Hrsg.), Wirtschafts- und Steuerstrafrecht: Handbuch für die Unternehmens- und Anwaltspraxis, 2. Auflage, München 2020

Mülbert, Peter O., Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen –, ZHR 177 (2013), 160–211

Mülbert, Peter O., Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja, welche?, ZHR 182 (2018), 105–113

Mülbert, Peter O., Wirecard 4.0, ZHR 185 (2020), 2–15

Mülbert, Peter O. / Sajnovits, Alexander, Vertrauen und Finanzmarktrecht, Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft (ZfPW) 2016, 1–51

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Mülbert, Peter O. / Sajnovits, Alexander, Short-Seller-Attacken 2.0: der Fall Wirecard, BKR 2019, 313–323

Mülbert, Peter O. / Sajnovits, Alexander, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität im anbrechenden ESG-Zeitalter – Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag –, WM 2020, 1557–1567

Mülbert, Peter O. / Sajnovits, Alexander, Eingriffsbefugnisse nach der Leerverkaufs-VO bei Bedrohung der Finanzstabilität und des Marktvertrauens: Das Wirecard-Leerverkaufsverbot nach dem Wirecard-Untersuchungsausschuss, ZBB 2021, 149–161

Mülbert, Peter O. / Sajnovits, Alexander, Cum/Ex- und Cum/Cum-Geschäfte – eine verbotene Marktmanipulation?, NJW 2022, 353–358

Nestler, Nina, Bank- und Kapitalmarktstrafrecht, Berlin/Heidelberg 2017

Neumann, Mathias, Gerüchte als Kapitalmarktinformation: Die kapitalmarktrechtliche Behandlung von Informationen mit unsicherem Wahrheitsgehalt, Frankfurt am Main u. a. 2010 (zugl.: Frankfurt am Main, Univ., Diss., 2010)

Neurath, Daniel, Stichtagsbezogene Marktmanipulation durch Investmentfonds am Beispiel des Portfolio Pumpings, ZBB 2019, 378–384

Nieding, Klaus / Nowotka, Jonas, Der „Fall" Wirecard: Zur Ad-hoc-Publizitätspflicht unternehmensinterner Untersuchungen, jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1

Nietsch, Michael, Kapitalmarkttransparenz und Marktmanipulation - Überlegungen zur Tatbestandsverwirklichung des § 119 Abs. 1 WpHG durch Nichterfüllung kapitalmarktrechtlicher Transparenzpflichten -, WM 2020, 717–726

Nossol, Babette, Marktmanipulation versus Pressefreiheit bei der alltäglichen journalistischen Berichterstattung: Der § 20a Abs. 6 WpHG, Hamburg 2010 (zugl.: Halle-Wittenberg, Univ., Diss., 2010)

Oechsler, Jürgen, Das Verbot der Marktmanipulation durch Aktienrückkauf im Licht der neueren Kritik an der klassischen Kapitalmarkttheorie, Beitrag in: Gedächtnisschrift für Manfred Wolf, Dammann, Jens / Grunsky, Wolfang / Pfeiffer, Thomas (Hrsg.), München 2011, S. 291–302

Ohler, Christoph, Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung zwischen Medienfreiheit und Regulierung, AfP 2010, 101–107

Pananis, Panos, Kurs- und Marktpreismanipulation durch „Scalping", Anmerkung zu BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, NStZ 2004, 287–289

Papachristou, Marialena, Die strafrechtliche Behandlung von Börsen- und Marktpreismanipulationen, Frankfurt am Main u. a. 2006 (zugl.: München, Univ., Diss., 2005)

Park, Tido (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, Handkommentar, 5. Auflage, Baden-Baden 2020

Park, Tido / Wagner, Sebastian, Strafbare Marktmanipulation durch unterlassene Ad-hoc-Meldung trotz Vorliegens der Selbstbefreiungsvoraussetzungen gem. § 15 Abs. 3 WpHG a.F. bzw. Art. 17 Abs. 4 S. 1 MAR?, wistra 2019, 306–313

Paugam, Luc / Stolowy, Hervé / Gendron, Yves, Deploying Narrative Economics to Understand Financial Market Dynamics: An Analysis of Activist Short Sellers' Rhetoric, 38 Contemporary Accounting Research (2021), 1809–1848

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Perdue, Wendy Collins, Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense, 56 Fordham Law Review (1987), 345–402

Pfüller, Markus / Wagner, Eike, Vom Interessenkonflikt zum Normenkonflikt – Überregulierung der Wertpapieranalyse?, WM 2004, 253–262

Piepenburg, Jannik / Schwarz, Moritz, Shortseller-Attacken und das „Phänomen GameStop" im Kontext des Kapitalmarktstrafrechts, BKR 2021, 760–766

Pirrong, Craig, Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed Alternative, 51 Washington & Lee Law Review (1994), 945–1014

Plagemann, Nikolaus / Rahlmeyer, Niklas, Vier Corporate Governance Trends für 2015, NZG 2015, 895–899

Poelzig, Dörte, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, München 2021

Poelzig, Dörte, Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht: Eine Untersuchung anhand des Marktmanipulationsverbots unter Berücksichtigung der Entwicklungen im europäischen Kartellrecht, ZGR 2015, 801–848

Poelzig, Dörte, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528–538

Poelzig, Dörte, Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2016, 761–773

Poelzig, Dörte, Shortseller-Attacken im Aufsichts- und Zivilrecht, ZHR 184 (2020), 697–760

Purnanandam, Amiyatosh / Seyhun, Nejat H., Do Short Sellers Trade on Private Information or False Information?, 53 Journal of Financial and Quantitative Analysis (2018), 997–1023

Putniņš, Tālis J., Market Manipulation: A Survey, 26 Journal of Economic Surveys (2012), 952–967

Renner, Moritz, Staatshaftungsrechtliche Implikationen des Wirecard-Skandals, ZBB 2021, 1–20

Renner, Moritz, Anleiherecht zwischen Vertrag und Markt, ZHR 185 (2021), 840–880

Renz, Hartmut T. / Leibold, Michael, Die neuen strafrechtlichen Sanktionsregelungen im Kapitalmarktrecht, CCZ 2016, 157–172

Richter, Hans, Straftat der Marktmanipulation durch Unterlassen - Das "Verschweigen bewertungsrelevanter Umstände" (§ 20a Abs. 1 Nr. 1 Alt. 2 WpHG a.F.) nach dem 1. FiMaNoG vom 30.6.2016 -, WM 2017, 1636–1639

Richter, Rudolf / Furubotn, Eirik G., Neue Institutionenökonomik, 4. Auflage, Tübingen 2010

Richter, Thomas, Die Strafbarkeit der Marktmanipulation unter dem europäischen Marktmissbrauchsregime, Baden-Baden 2022 (zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2022)

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Richter, Tim, Die Leistung von Aktienanalysten aus Anlegersicht: Empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt, Wiesbaden 2005 (zugl.: Hamburg, Univ., Diss., 2005)

Riesenhuber, Karl (Hrsg.), Europäische Methodenlehre: Handbuch für Ausbildung und Praxis, 4. Auflage, Berlin/Bosten 2021

Rinker, Carola, Bilanzskandal Wirecard – Erläuterungen zum KPMG-Bericht: Darstellung ausgewählter Kritikpunkte zur Bilanzierung bei der Wirecard AG, IRZ 2020, 405–408

Rückert, Christian, Marktmanipulation durch Unterlassen und Bestimmtheitsprinzip, NStZ 2020, 391–397

Rudolph, Bernd, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz - ist der Name Programm?, BB 2002, 1036–1041

Rudolph, Bernd / Röhrl, Heiner, Grundfragen der Börsenorganisation aus ökonomischer Sicht, Beitrag in: Börsenreform – Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Hopt, Klaus J. / Rudolph, Bernd / Baum, Harald (Hrsg.), Stuttgart 1997, S. 143–285

Säcker, Jürgen Franz / Rixecker, Roland / Oetker, Hartmut / Limperg, Bettina (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 7, §§ 705–853 BGB, PartGG, ProdHaftG, 8. Auflage, München 2020

Sajnovits, Alexander, GameStop im Lichte der MAR – Meme-Trading, soziale Medien und Handelsbeschränkungen durch Broker –, ZGR 2021, 804–845

Sajnovits, Alexander / Wagner, Sebastian, Marktmanipulation durch Unterlassen? – Untersuchung der Rechtslage unter MAR und FiMaNoG sowie deren Konsequenz für Alt-Taten –, WM 2017, 1189–1199

Saliger, Frank, Straflosigkeit unterlassener Ad-hoc-Veröffentlichungen nach dem 1. FiMaNoG? – Teil I –, WM 2017, 2329–2335

Schäfer, Frank A., Anmerkung zu BGH v. 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BKR 2004, 78–79

Schäfer, Hans-Bernd / Ott, Claus, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Auflage, Wiesbaden 2020

Scheible, Matthias / Kauffmann, Philipp K., Marktpreismanipulation im Rechtsvergleich zwischen Deutschland und den USA, NZWiSt 2014, 166–172

Schiessl, Maximilian, Empfehlungen an Publikumsgesellschaften für den Umgang mit Hedgefonds, ZIP 2009, 689–697

Schlimbach, Friedrich, Leerverkäufe: Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten Leerverkaufs in der Europäischen Union, Tübingen, 2015 (zugl.: Halle-Wittenberg, Univ., Diss., 2014)

Schlößer, Daniel, Verhaltenspflichten von Wertpapieranalysten nach der Bekanntmachung der BaFin zu § 34b WpHG, BKR 2003, 404–410

Schmies, Christian, Behavioral Finance und Finanzmarktregulierung, Beitrag in: Recht und Verhalten: Beiträge zu Behavioral Law and Economics, Engel, Christoph / Englerth, Markus / Lüdemann, Jörn / Spiecker gen. Döhmann, Indra (Hrsg.), Tübingen 2007, S. 165–188

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schmitz, Roland, BGH, 6.11.2003 – 1 StR 24/03: Zur Strafrechtlichen Einordnung des „Scalping", Anmerkung, JZ 2004, 526–528

Schmolke, Klaus Ulrich, Das Verbot der Marktmanipulation nach dem neuen Marktmissbrauchsregime: Ziele, Kennzeichen und Problemlagen der Neuregelung in Art. 12 f., 15 MAR, AG 2016, 434–445

Schmolke, Klaus Ulrich, Informationsgestützte Marktmanipulation, Beitrag in: Festschrift 25 Jahre WpHG, Entwicklungen und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Klöhn, Lars / Mock, Sebastian (Hrsg.), Berlin/Boston 2020, S. 653–668

Schmolke, Klaus Ulrich, „Leerverkaufsattacken" und Marktmissbrauch, ZGR 2020, 291–318

Schneider, Uwe H., Die Verantwortlichkeit der BaFin für die Bilanzkontrolle, NZG 2020, 1401–1406

Schneider, Uwe H. / Burgard, Ulrich, Scalping als Insiderstraftat: Ein Beitrag zur Abgrenzung von erlaubten zu unerlaubten Verhaltensweisen am Kapitalmarkt, ZIP 1999, 381–390

Schockenhoff, Martin, Schutzlos gegen Short-Seller-Attacken?, WM 2020, 1349–1356

Schockenhoff, Martin / Culmann, Johannes, Rechtsschutz gegen Leerverkäufer?: Überlegungen zur Schadenersatzhaftung von Leerverkäufern gegenüber Zielunternehmen und ihren Aktionären bei gezielter Herbeiführung eines Kurssturzes, AG 2016, 517–529

Schömann, Matthias, Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 38 Abs. 2 WpHG: Unter besonderer Berücksichtigung des Phänomens des Scalping, Frankfurt am Main u. a. 2010 (zugl.: Düsseldorf, Univ., Diss., 2010)

Schönhöft, Andreas M., Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG: Strafrechtlicher Schutz des Kapitalmarkts vor Marktmanipulation durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), Frankfurt am Main u. a. 2006 (zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2006)

Schönwälder, Yannick, Grund und Grenzen einer strafrechtlichen Regulierung der Marktmanipulation: Analyse unter besonderer Würdigung der Börsen- oder Marktpreiseinwirkung, Berlin 2011 (zugl.: München, Univ., Diss., 2009)

Schröder, Christian, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 4. Auflage, Köln 2020

Schroeter, Ulrich G., Ratings – Bonitätsbeurteilungen durch Dritte im System des Finanzmarkt-, Gesellschafts- und Vertragsrechts: Eine rechtsvergleichende Untersuchung, Tübingen 2014

Schultheiß, Tilman, Die Neuerungen im Hochfrequenzhandel, WM 2013, 596–602

Schulz, Christiane / Neelsen, Marten, Risiko „Desinformation": Das klassische Krisenmanagement bedarf eines Upgrades: Das Zeitalter der Digitalisierung stellt Krisenkommunikatoren vor große Herausforderungen, Beitrag in: Professionelle Krisenkommunikation – Basiswissen, Impulse und Handlungsempfehlungen für die Praxis, Meißner, Jana / Schach, Annika (Hrsg.), Wiesbaden 2019, S. 95–104

Schütt, Jan-Sebastian, Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz, Berlin 2019 (zugl.: Freiburg, Univ., Diss., 2018)

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schwalm, Julia, Die Erstellung von Finanzanalysen nach § 34b WpHG: Sorgfaltspflichten und Offenlegungspflichten nach §§ 2 - 4 FinAnV, Frankfurt am Main u. a. 2007 (zugl.: Regensburg, Univ., Diss., 2006)

Schwark, Eberhard, Kurs- und Marktpreismanipulation, Beitrag in: Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung: Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Ekkenga, Jens / Hadding, Walther / Hammen, Horst (Hrsg.), Berlin 2003, S. 485–499

Schwark, Eberhard / Zimmer, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrecht, Kommentar, 5. Auflage, München 2020

Seibt, Christoph H., Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2006, 501–539

Seibt, Christoph H. / Wollenschläger, Bernward, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, 593–608

Seier, Sebastian, Kartellrechtsrelevante Marktmanipulationen: Die Europäische Marktmissbrauchsverordnung und der Schutz des Wettbewerbs auf dem Kapitalmarkt, Baden-Baden 2018 (zugl.: Bayreuth, Univ., Diss., 2017)

Sester, Peter, Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarktrichtlinien und -standards, ZGR 2009, 310–345

Shahzad, Khurram / Mertens, Gerard, The European Market Abuse Directive: Has it Worked?, 28 Journal of International Financial Management & Accounting (2017), 27–69

Shiller, Robert J., Irrational Exuberance, Third Edition, Princeton 2016

Shkilko, Andriy / Van Ness, Bonnie F. / Van Ness, Robert A., Short Selling and Intraday Price Pressures, 41 Financial Management (2012), 345–370

Shleifer, Andrei, Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance, Oxford and others 2000

Shleifer, Andrei / Summers, Lawrence H., The Noise Trader Approach to Finance, 4 Journal of Economic Perspectives (1990), 19–33

Siciliano, Gianfranco / Ventoruzzo, Marco, Banning Cassandra from the Market? An Empirical Analysis of Short-Selling Bans during the Covid-19 Crisis, ECFR 2020, 386–417

Siebel, Ulf R. / Gebauer, Stefan, Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Lagebericht, Zwischenbericht, Verschmelzungsbericht, Prospekt usw. – (Teil II), WM 2001, 173–193

Sieder, Sebastian, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, Wien 2019 (zugl.: Wien, Univ., Diss., 2019)

Sieder, Sebastian, Anwendungsschwierigkeiten mit den Eingriffsbefugnissen der Short Selling Regulation (SSR), ZBB 2019, 179–189

Siering, Michael / Muntermann, Jan / Grčar, Miha, Design Principles for Robust Fraud Detection: The Case of Stock Market Manipulations, 22 Journal of the Association for Information Systems (2021), 156–178

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Spindler, Gerald, Finanzanalyse vs. Finanzberichterstattung: Journalisten und das AnSVG, NZG 2004, 1138–1147

Spindler, Gerald, Prognosen im Gesellschaftsrecht, AG 2006, 677–689

Splinter, Christopher / Gansmeier, Johannes, Leerverkaufsbeschränkungen nach der Leerverkaufs-Verordnung: Konkretisierung der Eingriffsvoraussetzungen *de lege lata*, ZHR 184 (2020), 761–792

Söbbing, Thomas, Der algorithmisch gesteuerte Wertpapierhandel und die gesetzlichen Schranken für künstliche Intelligenz im digitalen Banking, ZIP 2019, 1603–1609

Stage, Diana, Die Regulierung und strafrechtliche Relevanz von Leerverkäufen *de lege lata* und *de lege ferenda* – aus deutscher und europäischer Sicht, Beitrag in: EU-Recht im Spanungsverhältnis zu den Herausforderungen im Internationalen Wirtschaftsrecht, Tagungsband des 12. Graduiertentreffens im Internationen Wirtschaftsrecht in Graz 2011, Grimm, Judith Maria / Ladler, Mono Philomena (Hrsg.), Stuttgart u. a. 2012, S. 69–97

Staikouras, Panagiotis K., Four Years of MADness? – The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis, 19 European Business Law Review (2008), 775–809

Steiger, Max, Die Causa Wirecard: Compliance im Spannungsfeld zwischen der Finanz- und der Tech-Branche, CCZ 2021, 12–17

Stemper, Marthe-Marie, Marktmissbrauch durch Ratingagenturen, WM 2011, 1740–1747

Stotz, Olaf / von Nitzsch, Rüdiger, Warum sich Analysten überschätzen – Einfluss des Kontrollgefühls auf die Selbstüberschätzung, ZBB 2003, 106–113

Stout, Lynn A., Why the Law Hates Speculators: Regulation und Private Ordering in the Market for OTC Derivatives, 48 Duke Law Journal (1999), 701–786

Stout, Lynn A., The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance, 28 The Journal of Corporation Law (2003), 635–670

Sturm, Wolfgang, Die kapitalmarktrechtlichen Grenzen journalistischer Arbeit, ZBB 2010, 20–35

Suttner, Johannes / Kielholz, Verena, Leerverkäufe verbieten?: Eine ordnungstheoretische Sicht, ORDO 2011, 101–113

Szesny, André-M., Das Sanktionsregime im neuen Marktmissbrauchsrecht, DB 2016, 1420–1425

Szesny, André-M. / Kuthe, Thorsten (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2. Auflage, Heidelberg 2018

Teigelack, Lars, Finanzanalysen und Behavioral Finance, Baden-Baden 2009 (zugl.: Hamburg, Bucerius Law School, Diss., 2008)

Teigelack, Lars / Dolff, Christian, Kapitalmarktrechtliche Sanktionen nach dem Regierungsentwurf eines Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetzes – 1. FimanoG, BB 2016, 387–393

Thaeter, Ralf / Guski, Roman, Shareholder Activism: Gesellschaftsrechtliche Schranken aktiven Aktionärsverhaltens, AG 2007, 301–308

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Theissen, Erik, Market structure, informational efficiency and liquidity: An experimental comparison of auction and dealer markets, 3 Journal of Financial Markets (2000), 333–363

Thel, Steve, Regulation of Manipulation under Section 10(b): Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934, 1988 Columbia Business Law Review (1988), 359–440

Thel, Steve, $850.000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation, 79 Cornell Law Review (1994), 219–298

Thomale, Chris, Zum subjektiven Tatbestand der Unterlassungshaftung nach § 97 WpHG, AG 2019, 189–196

Tountopoulos, Vassilios D., Marking the Close nach Europäischem Kapitalmarktrecht, WM 2013, 351–357

Tröger, Tobias / Opitz, Peter, Sanktionen für die Verletzung von Verhaltenspflichten zwischen Aufsichts- und Zivilrecht, Beitrag in: Festschrift 25 Jahre WpHG, Entwicklungen und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Klöhn, Lars / Mock, Sebastian (Hrsg.), Berlin/Boston 2020, S. 1001–1019

Trüg, Gerson, Zur strafrechtlichen Relevanz von Leerverkäufen, Beitrag in: Festschrift für Volkmar Mehle zum 65. Geburtstag am 11.11.2009, Hiebl, Stefan / Kassebohm, Nils / Lilie, Hans (Hrsg.), Baden-Baden 2009, S. 637–664

Trüg, Gerson, Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?, NJW 2009, 3202–3206

Trüg, Gerson, Umfang und Grenzen des Scalping als strafbare Marktmanipulation, NStZ 2014, 558–562

Trüg, Gerson, Einziehung bei Marktmanipulation und Zugriff auf E-Mails beim Provider: Besprechung von BGH, Beschluss v. 14.10.2020 – 5 StR 229/19, JZ 2021, 560–565

Trüstedt, Anna, Das Verbot von Börsenkursmanipulationen, Frankfurt am Main u. a. 2004 (zugl.: München, Univ., Diss., 2004)

Tyrolt, Jochen / Bingel, Adrian, Short Selling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen, BB 2010, 1419–1426

Uhlmann, Christian, Interessenkonflikte bei Wirtschaftsprüfern und Ratingagenturen: Zugleich ein Beitrag zur Gatekeeper-liability de lege lata et ferenda, ZHR 185 (2021), 669–772

van Aaken, Anne, „Rational Choice" in der Rechtswissenschaft: Zum Stellenwert der ökonomischen Theorie im Recht, Baden-Baden 2003 (zugl.: Frankfurt/Oder, Univ., Diss., 2001)

van Bommel, Jos, Rumors, 58 The Journal of Finance (2003), 1499–1520

Varnholt, Burkhard, Kursmanipulation: Eine Typologie aus finanzmarkttheoretischer Sicht, Finanzmarkt und Portfolio Management 1993, 459–476

Vaupel, Christoph F. / Oppenauer, Li Alena, Zur Strafbarkeit eines unterlassenen, verspäteten oder verfrühten Aufschubs von der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht: Genauer Zeitpunkt des Entstehens der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht, AG 2019, 502–515

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Veil, Rüdiger (Ed.), European Capital Markets Law, 2nd Edition, Oxford and Portland/Oregon 2017

Veil, Rüdiger (Hrsg.), Europäisches und deutsches Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Tübingen 2022

Veil, Rüdiger, Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), 365–402

Veil, Rüdiger, Der Schutz des verständigen Anlegers durch Publizität und Haftung im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht, ZBB 2006, 162–171

Veil, Rüdiger, Prognosen im Kapitalmarktrecht, AG 2006, 690–698

Veil, Rüdiger, Europäische Kapitalmarktunion: Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook", ZGR 2014, 544–607

Veil, Rüdiger, Sanktionsrisiken für Emittenten und Geschäftsleiter im Kapitalmarktrecht, ZGR 2016, 305–328

Veil, Rüdiger / Koch, Philipp, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, WM 2011, 2297–2306

Veil, Rüdiger / Templer, Lena, GameStop, Reddit und die Hedgefonds - Betrachtungen aus der Perspektive des europäischen Kapitalmarktrechts, ZIP 2021, 981–989

Ventoruzzo, Marco / Mock, Sebastian (Eds.), Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide, 2nd Edition, Oxford 2022

Vogel, Joachim, Scalping als Kurs- und Marktpreismanipulation: Besprechung von BGH, Urteil vom 6.11.2003 – 1 StR 24/03, NStZ 2004, 252–256

Vogler, Heiko, Schadensersatzhaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens für fehlerhafte Aktienanalysen, Baden-Baden 2005 (zugl.: Heidelberg, Univ., Diss., 2005)

Vollmerhausen, Marcel, Finanzwirtschaftliche Grundkenntnisse – Überblick über Investitionsrechnung, Finanzierung und Bilanz –, AD LEGENDUM 2019, 366–371

Vollmerhausen, Marcel, Beteiligungsbedingte Interessenkonflikte bei Finanzanalysen am Beispiel von Leerverkaufsattacken – Ein Beitrag zum Scalping, wistra 2020, 486–493

Voß, Thorsten, Leerverkäufe, Beitrag in: Festschrift 25 Jahre WpHG, Entwicklungen und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Klöhn, Lars / Mock, Sebastian (Hrsg.), Berlin/Boston 2020, S. 715–756

Voß, Thorsten, Lessons to be learned?: Zur causa Wirecard und der aufsichtsrechtlichen Regulierung von FinTechs, RDi 2020, 11–24

Wabnitz, Heinz-Bernd / Janovsky, Thomas / Schmitt, Lothar (Hrsg.), Handbuch Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 5. Auflage, München 2020

Walker, Charles F. / Forbes, Colin D., SEC Enforcement Actions and Issuer Litigation in the Context of a "Short Attack", 68 The Business Lawyer (2013), 687–738

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Waschkeit, Indre, Marktmanipulation am Kapitalmarkt: Ein Beitrag zur Neuregelung des Verbots der Marktmanipulation unter Berücksichtigung amerikanischer Erfahrungen und europäischer Vorgaben, Baden-Baden 2007 (zugl.: Hamburg, Univ., Diss., 2005)

Watter, Rolf, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, SZW 1990, 193–206

Weber, Martin (Frankfurt a. M.), Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt, NZG 2000, 113–129

Weber, Martin (Frankfurt a. M.), Scalping - Erfindung und Folgen eines Insiderdelikts, NJW 2000, 562–564

Weber, Martin (Frankfurt a. M.), Das Verständnis des verständigen Anlegers, Beitrag in: Festschrift für Christine Windbichler zum 70. Geburtstag am 8. Dezember 2020, Bachmann, Gregor / Grundmann, Stefan / Mengel, Anja und Krolop, Kaspar (Hrsg.), Berlin/Bosten 2021, S. 1147–1162

Weber, Martin (Mannheim), Börsenkursbestimmung aus ökonomischer Perspektive, ZGR 2004, 280–300

Weber, Moritz, Die Haftung des Analysten für fehlerhafte Wertpapieranalysen, Köln 2006 (zugl.: Mannheim, Univ., Diss., 2006)

Wegner, Kilian, Das „GameStop"-Phänomen nach deutschem Marktmissbrauchsrecht: Marktmanipulation oder legitimes Anlegerverhalten?, BKR 2021, 181–185

Wegner, Kilian / Ladwig, Constantin, Einführung in das Marktmissbrauchsstrafrecht: Teil 2: Strafbare Marktmanipulation, JuS 2020, 1153–1160

Wegner, Kilian / Ladwig, Constantin, Einführung in das Marktmissbrauchsstrafrecht: Zusatzmaterial zu Teil 2: Strafbare Marktmanipulation, JuS 2020, 1153, Sonderfall: Marktmanipulation durch Unterlassen, JuS-Extra 2020, 9–12

Weiner, Pierre M. / Totino, Edward D. / Goodman, Aaron, SEC issues warning to analysts profiting from "short and distort" schemes, opens the door for civil claims, 20 Journal of Investment Compliance (2019), 34–38

Weiner, Pierre M. / Weber, Robert D. / Hsu, Kirby, The growing menace of 'short and distort' campaigns, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017

Wendrich, Lisa, Anlegervertrauen in die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als geschütztes Rechtsgut des Kapitalmarktstrafrechts, ZJS 2013, 238–248

Wentz, Jasper, Shortseller-Attacken - ökonomische und juristische Bewertung eines ambivalenten Geschäftsmodells, WM 2019, 196–204

Wilhelmi, Rüdiger, Entwicklungslinien des europäischen Kapitalmarktrechts: Vom Ende der Nachkriegszeit bis zu den Reaktionen auf die Finanzkrise 2007/08, JZ 2014, 693–703

Wilken, Oliver / Bertus, Jana, Professionelle Leerverkaufsattacken – rechtliche Grundlagen und Grenzen, BB 2019, 2754–2760

Wodsak, Johannes, Täuschung des Kapitalmarkts durch Unterlassen: Die Strafbarkeit der unterlassenen Mitteilung einer Verschlechterung der Geschäftsentwicklung bei börsennotierten Aktiengesellschaften, Baden-Baden 2006 (zugl.: Potsdam, Univ., Diss., 2004)

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Woerth, Éric / Dirx, Benjamin, Rapport d'Information, Déposé en application de l'article 145 du Règlement par la Commission des Finances, de l'économie générale et du contrôl budgétaire en conclusion des travaux d'une mission d'information relative à l'activisme actionnarial, 2 Octobre 2019, unter https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/l15b2287_rapport-information#_Toc256000000 abrufbar

Wohlers, Wolfgang / Mühlbauer, Tilo, Strafbarkeit des „Scalping": Zur Verantwortlichkeit von Finanzanalysten und (Wirtschafts-)Journalisten nach den Normen gegen Insiderhandel, Kursmanipulation und Betrug, Beitrag in: Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Crone, Hans Caspar von der / Weber, Rolf H. / Zäch, Roger (Hrsg.), Zürich 2003, S. 743–760

Wong, Yu Ting Forester / Zhao, Wuyang, Post-Apocalyptic: The Real Consequences of Activist Short-Selling, Marshall School of Business Working Paper No. 17-25, 26 March 2017, unter http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2941015 abrufbar

Woodtli, Reto M., Marktpreismanipulation durch abgesprochene Geschäfte: Einwirkung auf den Börsenpreis und Verfall, Besprechung von OLG Stuttgart, Urteil vom 4.10.2011 – zugleich Erwiderung zu Kudlich, wistra 2011, 361, NZWiSt 2012, 51–55

Zhao, Wuyang, Activist Short-Selling and Corporate Opacity, Working Paper, 24 May 2020, unter http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2852041 abrufbar

Zhu, Bingyu, Rationales Herdenverhalten und seine Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen – Eine Analyse des durch Informations- und Zahlungsexternalitäten verursachten Herdenverhaltens im Hinblick auf Investitionsentscheidungen, Wiesbaden 2009 (zugl.: Greifswald, Univ., Diss., 2009)

Zimmer, Daniel, Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?, Gutachten G in: Verhandlungen des Achtundsechzigsten Deutschen Juristentages, Band I, Berlin 2010, Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.), München 2010

Zimmer, Daniel / Beisken, Thomas A., Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda, WM 2010, 485–491

Ziouvas, Dimitris, Das neue Recht gegen Kurs- und Marktpreismanipulation im 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZGR 2003, 113–146

https://doi.org/10.5771/9783748933205 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY