

1. Kapitel: Einführung

§ 1 Problemaufriss

Als eine der drei Säulen des Marktmisbrauchsrechts 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 Betrachtung² als auch in der juristischen Diskussion dem Insiderrecht hinterher. Rechtsprechung³ und Literatur⁴ 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 Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173/1 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 *Putnins*, 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 CJEU on what constitutes market manipulation according to Art 12 MAR.“

4 Vgl. *Teigelack*, in Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmisbrauchsrecht, § 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 Marktmisbrauchsrecht, § 12 Rn. 26.

7 BaFin, Jahresbericht 2015, S. 232.

US-amerikanischen Gesetzgeber in Bezug auf das Marktmisbrauchsrecht erst spät regulativ tätig geworden. Die Insider-Richtlinie stammt aus dem Jahr 1989⁸ 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 Marktmisbrauchsrichtlinie.¹⁰

Die Entwicklungen auf europäischer Ebene blieben aber bei der Marktmisbrauchsrichtlinie nicht stehen. Unter der Erkenntnis, dass das bisher geschaffene Marktmisbrauchsrecht 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 Marktmisbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation – MAR) geboren, die seit dem 3. Juli 2016 anzuwenden ist. Für das Sanktionsregime hat der europäische Gesetzgeber neben der Marktmisbrauchsverordnung 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, BGBI. 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 (Marktmisbrauch), 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 ff.

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

che Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD)¹³ erlassen. Das Ergebnis dieser Reform soll ein „Single Rulebook on Market Abuse“ sein¹⁴ und die Marktmisbrauchsverordnung 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 (Marktmisbrauchsrichtlinie), 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.

sche Leerverkäufer, welche mit ihrer Vorgehensweise ein seit geraumer Zeit „aus London und den USA in den deutschen Kapitalmarkt hineindifundierende[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 Geschäftsfeld¹⁹ 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 Brelochs, ZGR 2020, 319, 320; Graßl/Nikolejczik, AG 2017, 49, 51; Weiner/Weber/Hsu, Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation, 31 August 2017, S. 1; Ljungquist/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.

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 Vofß, in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 716.

23 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517 ff.; *Kocher*, DB 2016, 2887 ff.; *Graßl/Nikolejczik*, AG 2017, 49, 55 ff.; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55 ff.; *Müllbert*, ZHR 182 (2018), 105 ff.; *Möllers*, NZG 2018, 649 ff.; *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131 ff.; *Wentz*, WM 2019, 196 ff.; *Müllbert/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.; Vofß, 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.

1. Kapitel: Einführung

Als erster Untersuchungsgegenstand kommt die Leerverkaufstransaktion in Betracht. Nicht nur die ökonomische Bewertung von Leerverkäufen ist ambivalent, sondern auch deren rechtliche Bewertung im Marktmisbrauchsrecht. 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 Marktmisbrauchsverordnung 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.

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 Marktmisbrauchsverordnung ein Verhalten unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation ausdrücklich und nur unter zusätzlichen Voraussetzungen für unzulässig erklären würde, 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).

„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 Spurte 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 Vgl. in FS 25 Jahre WpHG, 2020, S. 715, 717. Nachgebildet ist der Fall bei *Leuschners/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; Vgl. RDi 2020, 11 Rn. 31; zu anderen Vorfällen rund um Wirecard s. *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 214 f. Zu diesem Zeitpunkt war die Marktmisbrauchsverordnung 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“); Vgl. 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.

sogleich erläuterten Entwicklungen – als milder 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.; *Bösch/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-55caca453eb8> 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); *Bösch/Schwarzer*, Einsturzgefahr, Manager Magazin, Heft 12/2019, S. 38; s. auch *Voß*, RDi 2020, 11 Rn. 25; *Klöhn*, ZIP 2021, 381, 383.

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 Finanzberichtes⁵⁰ 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 Anleger⁵¹ 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=bf> 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 *Müllbert*, ZHR 185 (2021), 2 ff. Zu Fragen staatshaftrichtlicher 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.

III. Im Anschluss an die erste Attacke auf Wirecard traf ein anderer Angriff im April 2016⁵³ 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-Leerverkaufposition 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-stroerer/> abrufbar; *Böschens, 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/stroerer-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/m/y/unternehmen/mittelstand/die-zahlendreher-das-merkwuerdige-finanzgebaren-d>

1. Kapitel: Einführung

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 veräusserlt 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-MR NbcecesXeQ4IeS-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.

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 Research⁶³ 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 Research⁶⁶ 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 unglaublich.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-bd31-46bdd3adddda8> 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.

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 Bericht⁷⁰ erinnern an die Vorwürfe gegen Wirecard. Das Geschäftsmodell von Grenke begünstigte 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 erholt 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).

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 *Leerverkaufstransaktion* in den Blick zu nehmen und

1. Kapitel: Einführung

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

§ 3 Gang der Untersuchung

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

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