
Aufdeckung von Bilanzbetrug: Sind Leerverkäufer besser als Wirtschaftsprüfer?



Dieter Pfaff und Patricia Ruffing-Straube

Zusammenfassung: Spektakuläre Bilanzskandale werfen die Frage auf, wie es trotz aller Prüfungs- und Aufsichtsanstrengungen zu schweren Betrugsfällen kommen kann. Der Beitrag zeigt, dass Massnahmen gegen Bilanzbetrug nicht einseitig auf eine Stärkung der Kontrolle und Haftung der Abschlussprüfer setzen sollten. Zu vielfältig ist die Anreizstruktur, die auf die Entscheidungsträger in Unternehmen und deren Aufsichten einwirkt. Wichtig ist vielmehr auch, die Marktkräfte zu stärken, um Bilanzbetrug entgegenzuwirken. Dazu gehört es, Leerverkäufern einen Rahmen zu bieten, um ihre Anschuldigungen vorbringen zu können. Gleichzeitig geht es darum, die Anreize von Leerverkäufern, die mit ungerechtfertigten Vorwürfen oder unzulässigem rechtlichem Vorgehen Geld verdienen wollen, zu beschränken.



Stichworte: Bilanzbetrug, Bilanzpolitik, Leerverkäufer, Wirtschaftsprüfer, Regulierung, Kapitalmarkt

Detecting accounting fraud: Do short sellers outperform auditors?

Summary: Recent corporate fraud cases question why they still occur despite substantial efforts in auditing and regulation. This essay points out that corporate fraud should not be countered one-sidedly with stricter control and liability for auditors. The incentives faced by corporate executives and their regulators are too diverse for such one-sided actions against auditors. Instead, it is crucial to strengthen market forces in order to fight corporate fraud. This includes providing a set-up for short-sellers to put their accusations forward. Simultaneously, incentives of manipulative short-sellers or short-sellers using illegal measures must be constrained.

Key words: accounting fraud, earnings management, short sellers, auditors, regulation, capital market

1. Einleitung

Spektakuläre Bilanzskandale wie z.B. Enron und Worldcom oder in jüngerer Zeit Let's GOWEX und Wirecard werfen regelmässig die Frage auf, wie es trotz aller Prüfungs- und Aufsichtsanstrengungen zu schweren Betrugsfällen kommen kann, in denen Investoren und Gläubiger häufig Milliardenverluste hinnehmen müssen und Angestellte ihren Job verlieren. Eines der jüngsten Anschauungsbeispiele ist der Fall Wirecard AG.

Die Firma Wire Card (heute Wirecard) AG wurde Ende der 1990er Jahre auf dem Höhepunkt der New-Economy-Phase als Ausgliederung aus der Münchner Securitas Internet

Systems GmbH gegründet.¹ Der Aktienkurs bewegt sich die ersten zehn Jahre nahezu seitwärts. Erste Vorbehalte von Wallstreet online und in dem Zusammenhang auch der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. gegen das Geschäftsmodell gibt es 2008. Der Marktwert des Unternehmens bricht aber nur kurzfristig ein, wächst dann kontinuierlich. Auch eine Serie von Berichten der Financial Times (unter dem Titel «House of Wirecard») ab April 2015, die Fragen zu bilanziellen Praktiken der Wirecard AG sowie zu den Geschäften im Mittleren Osten und Asien aufwirft, bleibt ohne grössere Konsequenzen. Danach entwickelt sich der Aktienkurs exponentiell, was 2018 zu einer Aufnahme in den deutschen Aktienindex (DAX) führt. Im Januar 2019 erhebt die Financial Times erneut schwere Vorwürfe, diesmal zu Geldwäsche und Kontenfälschung im asiatischen Raum durch die Wirecard AG. Aber auch Leerverkäufer werden auf das Unternehmen aufmerksam und schicken den Aktienkurs auf Talfahrt. Im Frühjahr 2020 wird eine von Wirecard selbst in Auftrag gegebene Sonderprüfung durch die KPMG veröffentlicht, welche die Vorwürfe der Financial Times gegenüber Wirecard AG nicht vollständig entkräften kann. Schliesslich stellt der langjährige Abschlussprüfer EY Mitte Juni 2020 fest, dass für das Milliardenkonto in Singapur ausreichende Prüfungsnachweise fehlen, sodass die Wirecard AG die Veröffentlichung des Finanzberichts für das Geschäftsjahr 2019 verschieben muss. Der Aktienkurs der Wirecard AG bricht ein und am 25. Juni 2020 muss die Wirecard AG einen Insolvenzantrag stellen.

Welche Lehren lassen sich aus dem beschriebenen Fall ziehen? Abgesehen davon, dass der Betrugsfall Wirecard erhebliche «kriminelle Energie» (*Leibfried* 2020, 6) voraussetzt,² stellt sich die Frage nach der Rolle der Abschlussprüfer und der Regulierungsbehörden sowie weiterer Marktteilnehmer und der interessierten Öffentlichkeit bei der Aufdeckung von Bilanzbetrugsfällen. Im Fall der Wirecard AG sind neben den Aufsichtsbehörden vor allem auch die Wirtschaftsprüfer ins Visier der Regulierung geraten, wie dem Aktionsplan der Bundesregierung vom 6. Oktober 2020 zu entnehmen ist (*Bundesministerium der Finanzen* 2020). Ähnlich wie beim Bilanzskandal der Firma Enron in den USA wird also auch in Deutschland die Regulierung der Abschlussprüfer im Nachgang zu einem Bilanzskandal verschärft.

Im Gegensatz zur Verantwortung der Wirtschaftsprüfer wird in der Politik die Rolle von Leerverkäufern bei der Aufdeckung von Bilanzbetrugsfällen bislang wenig oder gar nicht diskutiert. In den vergangenen Jahren waren Leerverkäufer jedoch zunehmend in der Lage, Fälle von Bilanzbetrug aufzudecken, wie bei Let's Gowex oder bei Luckin Coffee. In diesen Fällen publizierten die Leerverkäufer nach dem Aufbau ihrer «Short» Position einen Report mit Anschuldigungen gegen das Unternehmen, was zum Einbruch von deren Aktienkursen führte. Auch im Fall von Wirecard wurden die Leerverkäufer relativ früh aktiv, was zu starken Kursrückgängen der Wirecard Aktie führte. Als Reaktion erliess die Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin) Anfang 2019 ein Leerverkaufsverbot für die Aktien der Wirecard AG.

1 Vgl. zu einem informativen Überblick über den Fall Wirecard sowie die Geschichte hinter dem Bilanzbetrug den Artikel von *Rasch/Triebe* (2020), S. 18 f., in der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ) vom 7.8.2020. Eine ausführliche Chronologie des Skandals um die Wirecard AG findet sich zudem im Peer Review Report der European Securities and Markets Authority, ESMA (2020).

2 Auch im Aktionsplan der Bundesregierung zur Bekämpfung von Bilanzbetrug und zur Stärkung der Kontrolle über Kapital- und Finanzmärkte vom 6.10.2020 wird „kriminelles Verhalten“ (Bundesministerium der Finanzen 2020, 1) im Zusammenhang mit dem Bilanzbetrug der Wirecard AG genannt.

Aus rein ökonomischer Sicht stellt sich vor dem Hintergrund dieser Bilanzskandale die grundsätzliche Frage nach der Rolle und den Anreizen von Abschlussprüfern und Leerverkäufern. Interessant ist die Frage gerade deshalb, weil die Abschlussprüfer (und ihre Aufsichten) als Sinnbild von Regulierungskräften zur Bekämpfung von Marktversagen stehen; demgegenüber werden Leerverkäufer als Marktkräfte angesehen, deren Möglichkeiten und Anreize durch Regulierung beschnitten werden können. Das Spannungsfeld zwischen umfassender Regulierung und freien Marktmechanismen soll daher vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen bei der Aufdeckung von Bilanzskandalen näher beleuchtet werden.

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Abschnitt 2 behandelt zunächst die wichtigsten theoretischen Grundlagen. Insbesondere wird kurz dargestellt, was jeweils Auftrag oder Vorgehen der beiden Akteure Abschlussprüfer und Leerverkäufer ist und worin deren Anreize liegen, Bilanzbetrug aufzudecken. In Abschnitt 3 werden die empirischen Ergebnisse zur Rolle von Leerverkäufern bei der Aufdeckung von Bilanzskandalen dargestellt. Dabei stützt sich der Beitrag ausschliesslich auf einschlägige wissenschaftliche Erkenntnisse zum Thema. Einschränkend muss vermerkt werden, dass sich die Untersuchungen bislang stark auf Unternehmen in den USA beziehen. Darauf basierend wird in Abschnitt 4 die mögliche Rolle der Regulierung bei der Aufdeckung von Bilanzskandalen aufgezeigt. Abschnitt 5 fasst die Erkenntnisse zusammen.

2. Abschlussprüfer versus Leerverkäufer: Geschäftsmodell und Anreize

2.1 Abschlussprüfer

Asymmetrische Informationsverteilung zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern einerseits sowie dem Management eines Unternehmens andererseits führt typischerweise zu Agency Kosten. Diese zeigen sich darin, dass die schlechter informierten Investoren lediglich zu einem tieferen (höheren) Preis bereit sind, in einen Titel zu investieren (einen Titel zu verkaufen), um sich gegen eine Übervorteilung durch die besser informierte Gegenseite abzusichern. So kommt es zu erhöhten Risikoprämien und einer geringeren Liquidität an den Finanzmärkten. Im Extremfall stellen die externen Kapitalgeber keine Mittel mehr zur Verfügung (Kreditrationierung) und der Handel mit den Wertschriften eines Unternehmens kommt zum Erliegen (z.B. *Hail/Pfaff* 2009, 18, m.w.N.).

Die finanzielle Berichterstattung zielt darauf ab, diese Informationsasymmetrie zu reduzieren und somit die Risikoprämien am Markt zu senken sowie die Liquidität zu erhöhen. Um die Glaubwürdigkeit der publizierten Informationen zu erhöhen, prüfen Wirtschaftsprüfer die Rechnungslegung grosser Konzerne wie auch von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) darauf, ob die Rechnungslegungsstandards eingehalten wurden oder ob wesentliche Verstösse gegen die Regeln festzustellen sind. Mit ihren Testaten liefern sie Investoren, Gläubigern und anderen Stakeholdern Hinweise darüber, ob die geprüften Unternehmen sich an die Rechnungslegungsstandards halten (zur asymmetrischen Information als Motivation von Wirtschaftsprüferleistungen vgl. stellvertretend *Marten et al.* 2020, 99–112, m.w.N.). Als Konsequenz und weil Investoren jetzt weniger Sorge haben, von der Gegenpartei übervorteilt zu werden, nimmt das Vertrauen der Kapitalgeber in das Unternehmen zu und die Liquidität der Kapitalmärkte steigt (z.B. *Hail/Pfaff* 2009, 19, m.w.N.).

Auch wenn der Abschlussprüfer als Kontrollorgan (neben der internen Kontrolle) die Ordnungsmässigkeit der Jahres- oder Konzernabschlüsse prüft, ist es nicht dessen Aufgabe, die Sorgsamkeit und Gewissenhaftigkeit der Geschäftsführung zu prüfen. Dieser Irrglaube führt zur sog. Erwartungslücke (*Expectation Gap*), wonach geschädigte Kapitalgeber im Nachgang zu Unternehmenszusammenbrüchen auf den uneingeschränkten Bestätigungsvermerk der Abschlussprüfer verweisen und Prüfungsversagen unterstellen (z.B. *Marten et al.* 2020, 60). Ähnliche Erwartungen bestehen im Zusammenhang mit Bilanzbetrug. Zwar ist der Abschlussprüfer dafür verantwortlich, dass sein Testat auf ausreichend geeigneten Prüfnachweisen beruht – im Fall Wirecard muss EY z.B. nachweisen können, dass ihr alle notwendigen Informationen über die Bankbeziehung in Singapur vorlagen und diese sorgfältig geprüft wurden; kurz gesagt wird vom Abschlussprüfer «professionelle Skepsis», aber keine «kriminalistische Vorgehensweise» verlangt (*Leibfried* 2020, 6).

Zudem stellt sich die Frage, wie es um die Anreize des Abschlussprüfers bestellt ist, Bilanzfälschung aufzudecken. Da Erfolgshonorare, also Verträge, die die Vergütung von Performanceindikatoren abhängig machen, typischerweise unzulässig sind, hängt die Prüfungsanstrengung (*Effort*) vom Berufsethos, vom Risiko, verklagt zu werden (*Litigation Risk*), sowie vom Reputationsrisiko ab (*Hope et al.* 2017, 482, m.w.N.). Wie der Fall Enron zeigt, kann das Prozessrisiko die Existenz einer Prüfungsgesellschaft ernsthaft gefährden. Um dieses Risiko zu adressieren, können Prüfungsgesellschaften ihre Anstrengungen intensivieren, die Risikoprämie, also das Prüfungshonorar, erhöhen, das Risiko ganz vermeiden, indem (zu) riskante Mandate abgelehnt werden, oder Risiken dadurch abmildern, dass der Berufsstand für ein geringeres Prozessrisiko lobbyiert (z.B. *Hope et al.* 2017, 482, m.w.N.). Dieselben Strategien wirken auch auf die Reduktion des Reputationsrisikos. Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass es weniger die Prüfungsanstrengungen als vielmehr die Prüfungshonorare sind, mit denen die Prüfungsgesellschaften auf höhere Prüfungsrisiken in Form von verstärkten Aktivitäten von Leerverkäufern reagieren (*Cassell et al.* 2011, 1280–1281, m.w.N.). Alles in allem legen die Ergebnisse nahe, dass der Anreiz, Bilanzbetrug aufzudecken, nicht das primäre Ziel der Abschlussprüfer sein kann.

2.2 Leerverkäufer

Leerverkäufer sind – ähnlich wie Aktionäre – zunächst auf die publizierten Informationen der Unternehmen und die daraus entstehende Liquidität an den Finanzmärkten angewiesen. Im Gegensatz zu den Aktionären eines Unternehmens gehen Leerverkäufer jedoch von sinkenden Aktienkursen aus. Indem sie die Aktien eines Unternehmens ausleihen und verkaufen, profitieren sie im Fall eines Preisverfalls der Aktie von einem niedrigeren Preis beim Rückkauf der Aktien, um die geliehenen Aktien der Gegenpartei zurückzugeben (z.B. *Karpoff/Lou* 2010, 1879 f., m.w.N.). Der Gewinn für den Leerverkäufer resultiert aus der Differenz zwischen dem ursprünglichen Preis der Aktie und demjenigen nach dem Preisverfall. Aus Sicht der Markteffizienz führen Leerverkäufer zu einem effizienteren Preis, sofern sie basierend auf zusätzlichen (privaten) Informationen handeln, die somit im Preis der Aktie berücksichtigt werden. Andererseits bergen Leerverkäufe die Gefahr, Abwärtsspiralen zu forcieren und so den Preisverfall an Märkten prozyklisch zu verstärken (z.B. *Karpoff/Lou* 2010, 1879 f., m.w.N.). Aufgrund dieses Arguments sprechen Regulierungsbehörden in aller Welt immer wieder temporäre Verbote von Leerverkäufen für Gruppen von Wertpapieren oder auch auf einzelne Titel aus, so z.B. in der Finanzkrise von 2008.

In dem Bereich der informationsbasierten Leerverkäufe hat sich in den letzten Jahren ein neues Geschäftsmodell entwickelt – das der sogenannten aktivistischen³ Leerverkäufer (*Activist Short Seller*). Dabei werden gezielt negative Informationen über das Targetunternehmen gesammelt und zu einem Report aggregiert, in dem dann häufig diverse Anschuldigungen (z.B. Bilanzbetrug) gegen das Unternehmen vorgebracht werden. Im Gegensatz zu passiven Leerverkäufern publizieren aktivistische Leerverkäufer diese Reports. Bevor dies erfolgt, verkaufen aktivistische Leerverkäufer Aktien des Unternehmens leer, um nach der Veröffentlichung des Reports den Gewinn aus dem Preisverfall zu vereinnahmen (*Ljungqvist/Qian* 2016).

Oftmals wird in den veröffentlichten Reports der aktivistischen Leerverkäufer auf Fehler in der Rechnungslegung bis hin zum Bilanzbetrug hingewiesen (*Ljungqvist/Qian* 2016, 1990; *Brendel/Ryans* 2020; *Kartapanis* 2019). Je schwerwiegender die Anschuldigung des Leerverkäufers ausfällt, desto grösser dürfte die Kapitalmarktreaktion und damit der Gewinn des Leerverkäufers sein. Auf der Seite der Leerverkäufer besteht daher ein deutlicher Anreiz, diejenigen Unternehmen zu identifizieren, bei denen ein Bilanzbetrug oder andere Missstände wahrscheinlich sind oder vermutet werden können. Einige Leerverkäufer wie Muddy Waters oder Citron Research haben sich bereits eine gewisse Reputation für die Aufdeckung von Bilanzbetrugsfällen aufgebaut, sodass ihren Kampagnen in Zukunft noch mehr Beachtung beigemessen werden dürfte (z.B. *Appel/Fos* 2020). Insgesamt ist in den vergangenen Jahren ein deutlicher Anstieg von Kampagnen aktivistischer Leerverkäufer zu verzeichnen (*Zhao* 2020; *Kartapanis* 2019; *Brendel/Ryans* 2020). Obwohl aktivistische Leerverkäufer fallweise dem Risiko ausgesetzt sind, gegen rechtliche Regeln zur Marktmanipulation und zum Insiderhandel⁴ zu verstossen, scheinen die möglichen Gewinne auszureichen, um einen Anreiz zur Aufdeckung von Bilanzbetrug zu begründen.

3. Empirische Evidenz zur Rolle der Leerverkäufer bei der Aufdeckung von Bilanzbetrug

Aus Sicht der empirischen Forschung stellt sich die Frage, inwieweit die Rolle der Leerverkäufer bei der Aufdeckung von Bilanzbetrug bisher bestätigt werden konnte. In einer Studie über 216 Betrugsfälle in den USA im Zeitraum von 1996–2004 zur Frage, wer die meisten Betrugsfälle in Unternehmen aufdeckt, zeigen *Dyck et al.* (2010), dass externe Governance Mechanismen für die Aufdeckung von rund 70% der Betrugsfälle ihres Datensatzes⁵ verantwortlich sind. Als externe Governance Mechanismen werden Analysten, Wirtschaftsprüfer, Kunden oder Wettbewerber, Mitarbeitende, Aktionäre, Regulierungsbehörden, Medien, die Börsenaufsicht und Leerverkäufer eingeordnet. Innerhalb dieser Gruppe entfallen nur ca. 10% der Fälle auf Wirtschaftsprüfer und etwa 14% auf Leerverkäufer. Neuere Studien weisen aber darauf hin, dass die Aktivität von aktivistischen Leerverkäufern gerade in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat (*Brendel/Ryans* 2020; *Kartapanis* 2019). Die unten beschriebenen Studien verwenden für ihre Analysen Daten aus den USA.

3 Der Name ist an aktivistische Investoren angelehnt, die als Minderheitsaktionäre versuchen, direkten Einfluss auf die Leitung eines Unternehmens zu nehmen.

4 Der Verstoß gegen das Insiderhandelsrecht begründet sich aus den Informationsquellen der aktivistischen Leerverkäufer und der zeitlichen Abfolge ihrer Kampagnen – Aufbau der Short Position und anschliessendes Veröffentlichen des Reports (*Langenbacher et al.* 2019).

5 Der Datensatz enthält sowohl rechnungslegungsbezogene als auch andere Betrugsfälle; (*Dyck et al.* 2010, 2224-2226).

Betrachtet man zunächst das Verhalten von sogenannten passiven Leerverkäufern (die nicht aktivistisch tätig werden), so deutet sich an, dass geringere Leerverkaufsrestriktionen aus Sicht des Kapitalmarkts unerwünschte Bilanzpolitik (*Earnings Management*) reduzieren und zudem zu einer häufigeren Aufdeckung von Bilanzbetrug führen können (Fang *et al.* 2016). Dies rührt daher, dass Unternehmen mit unerwünschter Bilanzpolitik oder sogar Bilanzbetrug einer grösseren Gefahr ausgesetzt sind, von Leerverkäufen betroffen zu sein. Fang *et al.* (2016) zeigen die Zusammenhänge am Beispiel eines (kontrollierten) Experiments der SEC, bei dem ein zufällig ausgewählter Anteil der Unternehmen im Russell 3000 Index weniger strengen Leerverkaufsrestriktionen unterworfen wurde.

Auch die Ergebnisse von Karpoff/Lou (2010) deuten darauf hin, dass Leerverkäufer Fehlverhalten finanzieller Art transparent machen können. Die Aktivitäten von Leerverkäufern haben zudem einen positiven Effekt auf die anderen Marktteilnehmer, weil sich die Preise rascher hin zum fundamentalen Wert bewegen und das Fehlverhalten schneller aufgedeckt wird (Karpoff/Lou 2010).

Das Verhalten von aktivistischen Leerverkäufern hingegen, deren Anreiz, Bilanzbetrug aufzudecken, deutlich ausgeprägter sein sollte als bei passiven Leerverkäufern, wird erst seit einigen Jahren in der Wissenschaft diskutiert. Viele Beiträge liegen daher bislang lediglich als Arbeitspapiere vor. Ljungqvist/Qian (2016) nutzen das Geschäftsmodell aktivistischer Investoren, um zu zeigen, dass informierte Leerverkäufer die Preiseffizienz verbessern können. Daneben ist der deskriptiven Analyse zu entnehmen, dass die Aufdeckung von Unregelmässigkeiten bei der Rechnungslegung durchaus ein wichtiger Ansatzpunkt der aktivistischen Leerverkäufer ist (Ljungqvist/Qian 2016, 1989–1991). Ähnliche deskriptive Ergebnisse liefert die aktuelle Studie von Brendel/Ryans (2020), in der die Unternehmensreaktion auf die Kampagnen der aktivistischen Investoren analysiert wird. Auch in dieser Studie zeigt sich, dass ein Fokus der Leerverkäufer rechnungslegungsbezogene Themen sind.

Die Vorgehensweise aktivistischer Leerverkäufer findet mittlerweile auch bei Hedge Fonds Anwendung wie Appel/Fos (2020) zeigen. Ähnlich wie andere aktivistische Leerverkäufer machen aktivistische Hedge Fonds die Gründe für ihre Short Position öffentlich. Sie bedienen sich dafür häufig der Medien. Allerdings beziehen sich nur 13.5% der veröffentlichten Fälle auf Rechnungslegung und Betrug (Fraud) (Appel/Fos 2020, 34).

Geht man der Frage nach, ob aktivistische Leerverkäufer Bilanzbetrug aufdecken können, so liefert das Arbeitspapier von Zhao (2020) empirische Evidenz dafür, dass weniger transparente Unternehmen einer grösseren Gefahr ausgesetzt sind, das Ziel von aktivistischen Leerverkäufern zu sein. Um zu unterscheiden, ob eher informationsbasierte oder manipulative Kampagnen von den Leerverkäufern gestartet werden, analysiert der Autor die abnormalen Renditen der Unternehmen über einen langen Zeitraum. Für viele Unternehmen bleiben die negativen abnormalen Renditen relativ lange bestehen. Dies deutet daraufhin, dass die Kampagnen aktivistischer Leerverkäufer eher informationsbasiert sind und so auch von anderen Marktteilnehmern berücksichtigt werden. Nichtsdestotrotz scheinen sich bestimmte Kampagnen auch als manipulativ herauszustellen, was sich in einer langfristigen Umkehr der negativen abnormalen Renditen zeigt (Zhao 2020).

Das Arbeitspapier von Kartapanis (2019) untersucht im Gegensatz zu Zhao (2020) explizit die Möglichkeit zur Entdeckung von Bilanzbetrug durch aktivistische Leerverkäufer. Der Autor kann zeigen, dass sich die Anschuldigungen der aktivistischen Investoren in 30% der Fälle als korrekt erweisen. Die Kosten, die durch falsche Anschuldigungen für

die Unternehmen entstehen, sind gemäss den Analysen von *Kartapanis* (2019) vorwiegend vorübergehender Natur.

Auch wenn die Anreize von aktivistischen Leerverkäufern zur Aufdeckung von Bilanzbetrug auf der Hand liegen, basieren nicht alle Anschuldigungen aktivistischer Leerverkäufer auf wahren Sachverhalten (z.B. *Kartapanis* 2019; *Zhao* 2020). Weiterhin ist die Ausgestaltung der Kampagnen aktivistischer Leerverkäufer entscheidend, damit diese nicht ihrerseits durch Fehlverhalten unter die juristischen Regeln zur Marktmanipulation und zum Insiderhandel fallen (*Langenbacher et al.* 2019).

Insgesamt sind daher weitere Forschungsarbeiten notwendig, um besser zu verstehen, welche Arten von aktivistischen Leerverkaufskampagnen letztendlich zu einer erfolgreichen Identifikation von Betrugsfällen führen und welche nicht. Die Frage der Regulierung von derartigen Kampagnen muss vor dem Hintergrund dieser weiteren Forschungsarbeiten beleuchtet werden.

4. Mehr Regulierung oder Marktkräfte stärken?

Im Zusammenhang mit den Fällen von Bilanzbetrug stellt sich die Frage nach der Rolle einer gesetzlichen Regulierung. In der Regel werden verschärfte Vorschriften z.B. bei der Aufsicht der Wirtschaftsprüfer oder der internen Kontrolle mit einem zumindest partiellen Marktversagen begründet. Dieses liegt in den meisten Fällen von Bilanzbetrug scheinbar vor, da Investoren und Kreditgeber Mühe bekunden, die Manipulationen des Managements zu durchschauen. Die Gesetzgeber können dann versuchen, mit neuen Regeln und Standards zur finanziellen Berichterstattung, Prüfung und Aufsicht Abhilfe zu schaffen. Dadurch soll die Überprüfbarkeit der Informationen des Managements ebenso erhöht werden, wie die Kosten für eine Irreführung von Investoren gesenkt werden sollen. In den Augen der Investoren gewinnt die Information dann an Glaubwürdigkeit.

Dennoch bleibt die Frage, inwiefern eine schärfere Regulierung allein tatsächlich zu einer Verminderung von Bilanzbetrug und damit zur Steigerung der Liquidität und Senkung der Kapitalkosten beitragen kann (vgl. zu den folgenden Überlegungen auch *Hail/Pfaff* (2009), 19–21). Im Rechnungswesen wird versucht, ökonomische Transaktionen und Ereignisse nachvollziehbar, überprüfbar und entscheidungsgerecht abzubilden. Aufgrund asymmetrischer Information bleiben immer wieder Möglichkeiten für Bilanzbetrug. Dieses Mass an Möglichkeiten kann auch durch eine perfekte Überwachung oder Einhaltung der Rechnungslegungsstandards nicht vollständig eliminiert werden (und beinhaltet damit die Möglichkeit zur bewussten Manipulation der publizierten Zahlen). Zu vielfältig ist die Anreizstruktur, die auf die Entscheidungsträger in Unternehmen einwirkt. Daraus folgt, dass – solange sich die Anreize der involvierten Akteure nicht massgeblich ändern – die zunehmende Überwachung von Management und Prüfern den nächsten Bilanzskandal nicht verhindern kann.

Zudem ist unklar, ob Marktversagen tatsächlich vorliegt, so dass Regulierung notwendig wird. Wenn, wie gezeigt, bestimmte Gruppen von Marktteilnehmern wie aktivistische Leerverkäufer starke Anreize haben, Bilanzbetrug zu erkennen und aufzudecken, muss die Frage gestellt werden, wie die Kosten von Leerverkäufern sinnvoll gesenkt werden können. Ein Leerverkaufsverbot auf einzelne Aktien scheint hier nicht der richtige Weg zu sein. Gleichzeitig geht es darum, die Anreize von Leerverkäufern, mit ungerechtfertigten Anschuldigungen oder juristischem Fehlverhalten Geld zu verdienen, zu beschränken.

5. Thesenförmige Zusammenfassung

- Spektakuläre Bilanzskandale werfen regelmässig die Frage auf, wie es trotz aller Prüfungs- und Aufsichtsanstrengungen zu schweren Betrugsfällen kommen kann.
- Die Anreize der Wirtschaftsprüfer, Bilanzbetrug aufzudecken, hängen vor allem vom Berufsethos, vom Risiko, verklagt zu werden, sowie vom Reputationsrisiko ab. Im Unterschied zu Wirtschaftsprüfern können Leerverkäufer bei Hinweisen auf Fehler in der Rechnungslegung bis hin zum Bilanzbetrug erhebliche Gewinne erzielen: Je schwerwiegender die Anschuldigung der Leerverkäufer ausfällt – unter der Bedingung, dass die Leerverkäufer und ihre Anschuldigungen als glaubwürdig empfunden werden –, desto grösser dürften ceteris paribus die Kapitalmarktreaktion und damit der Gewinn der Leerverkäufer sein.
- Obwohl aktivistische Leerverkäufer fallweise dem Risiko ausgesetzt sind, gegen rechtliche Regeln zur Marktmanipulation und zum Insiderhandel zu verstossen, scheinen die möglichen Gewinne auszureichen, um einen Anreiz zur Aufdeckung von Bilanzbetrug zu begründen.
- Massnahmen gegen Bilanzbetrug dürfen daher nicht einseitig auf eine Reform der Corporate Governance und der Wirtschaftsprüfung setzen. Zu vielfältig ist die Anreizstruktur, die auf die Entscheidungsträger in Unternehmen und deren Aufsichten einwirkt.
- Wichtig ist vielmehr auch, die Marktkräfte zu stärken, um Bilanzbetrug entgegenzuwirken. Dazu gehört es, Leerverkäufern einen Rahmen zu bieten, um ihre Anschuldigungen vorbringen zu können. Gleichzeitig geht es darum, die Anreize von Leerverkäufern, die mit ungerechtfertigten Vorwürfen oder unzulässigem rechtlichem Vorgehen Geld verdienen wollen, zu beschränken: eine Gratwanderung!

Literaturverzeichnis

- Appel, Ian/Fos, Vyacheslav* (2020): Active short selling by hedge funds, ECGI Finance working paper No. 609/2019, Boston College, http://ssrn.com/abstract_id=3242516, abgerufen am 13.12.2020.
- Brendel, Janja/Ryans, James* (2020): Responding to activist short sellers: Allegations, firm disclosure choices, and outcomes, Working paper, Humboldt-University Berlin and London Business School, <https://ssrn.com/abstract=3636236>, abgerufen am 13.12.2020.
- Bundesministerium der Finanzen* (2020): Aktionsplan der Bundesregierung zur Bekämpfung von Bilanzbetrug und zur Stärkung der Kontrolle über Kapital- und Finanzmärkte, https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/2020-10-08-aktionsplan-bekaempfung-bilanzbetrug.pdf?__blob=publicationFile&v=2, abgerufen am 13.12.2020.
- Cassell, Cory A./Drake, Michael S./Rasmussen, Stephanie J.* (2011): Short interest as a signal of audit risk, in: *Contemporary Accounting Research*, Vol. 28, No. 2, S. 1278–1297.
- Dyck, Alexander/Morse, Adair/Zingales, Luigi* (2010): Who blows the whistle on corporate fraud?, in: *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 6, S. 2213–2253.
- European Securities and Markets Authority (ESMA)* (2020): Fast track peer review on the application of the guidelines on the enforcement of financial information (ESMA/2014/1293) by Bafin and Frep in the context of Wirecard, Peer Review Report, 3.11.2020, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-111-5349_fast_track_peer_review_report_-_wirecard.pdf, abgerufen am 27.11.2020.

- Fang, Vivian W./Huang, Allen H./Karpoff, Jonathan M.* (2016): Short selling and earnings management: a controlled experiment, in: *The Journal of Finance*, Vol. 71, No. 3, S. 1251–1293.
- Hail, Luzi/Pfaff, Dieter* (2009): Gesetzliche Regulierung der finanziellen Berichterstattung – Empirische Erkenntnisse und Folgerungen für die Schweiz, in: Hail, Luzi/Pfaff, Dieter (Hrsg.): *Rechnungslegung und Revision in der Schweiz: Erkenntnisse aus Theorie und Praxis*, Zürich, S. 15–37.
- Hope, Ole-Kristian/Hu, Danqi/Zhao, Wuyang* (2017): Third-party consequences of short-selling threats: The case of auditor behavior, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 63, S. 479–498.
- Karpoff, Jonathan M./Lou, Xiaoxia* (2010): Short sellers and financial misconduct, in: *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, S. 1879–1913.
- Kartapanis, Antonis* (2019): Activist short-sellers and accounting fraud allegations, Working paper, McCombs School of Business, University of Texas at Austin, <https://som.yale.edu/sites/default/files/files/JMP.pdf>, abgerufen am 13.12.2020.
- Langenbacher, Katja/Hau, Daniel/Wentz, Jasper* (2019): „Aktivistische Leerverkäufer“ – eine Überlegung zur Markteffizienz und deren Grenzen im Kapitalmarktrecht, in: *ZBB/JBB 5/19*, S. 307–316.
- Leibfried, Peter* (2020): «So ein Betrug braucht Komplizen», in: *Finanz und Wirtschaft*, 04.07.2020, S. 6.
- Ljungqvist, Alexander/Qian, Wenlan* (2016): How constraining are limits to arbitrage?, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 8, S. 1975–2028.
- Marten, Kai-Uwe/Quick, Reiner/Ruhnke, Klaus* (2020): *Wirtschaftsprüfung: Grundlagen des betriebswirtschaftlichen Prüfungswesens nach nationalen und internationalen Normen*, 6. Aufl., Stuttgart.
- Rasch, Michael/Triebe, Benjamin* (2020): Die Geschichte hinter dem grossen Wirecard-Bluff, in: *Neue Zürcher Zeitung*, 07.08.2020, S. 18.
- Zhao, Wuyang* (2020): Activist short-selling and corporate opacity, Working paper, McCombs School of Business, University of Texas at Austin, <https://ssrn.com/abstract=2852041>, abgerufen am 13.12.2020.

Danksagung

Wir danken Katrin Hummel und Martin Wallmeier für wertvolle Hinweise. Emira Jasari und Fretto Pulikkottil danken wir für ihre wertvolle Unterstützung.

Dieter Pfaff, Prof. Dr., ist ordentlicher Professor am Lehrstuhl für Accounting der Universität Zürich.

Anschrift: Universität Zürich, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Accounting, Plattenstrasse 14, 8032 Zürich, Tel.: +41 44 634 29 71, E-Mail: dieter.pfaff@business.uzh.ch

Patricia Ruffing-Straube, Dr., ist Oberassistentin am Lehrstuhl für Accounting der Universität Zürich.

Anschrift: Universität Zürich, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Accounting, Plattenstrasse 14, 8032 Zürich, Tel.: +41 44 634 19 83, E-Mail: patricia.ruffing-straube@business.uzh.ch