

## 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.

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.<sup>470</sup> 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.

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.<sup>471</sup> Durch die Ausweitung des Tatbestandes auf „jede andere Handlung“ im Vergleich zur Marktmissbrauchsrichtlinie würden nunmehr auch informationsgestützte Verhaltensweisen erfasst.<sup>472</sup> Des Weiteren weisen 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.<sup>473</sup> 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.<sup>474</sup> 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<sup>475</sup> der handelsgestützten Marktmanipulation.<sup>476</sup> 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, Kapitalmarktf-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.

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 Handelauftrages“) 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.<sup>477</sup> 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.<sup>478</sup> 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.<sup>479</sup> Dafür fehlt den Indikatoren und präzisierenden Beispielen – wie dargelegt<sup>480</sup> – 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.<sup>481</sup> 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 *Mülbart*, in Assmann/Schneider/Mülbart, 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 *Mülbart*, in Assmann/Schneider/Mülbart, Art. 12 MAR Rn. 50.

erscheint, dass man den – noch näher zu untersuchenden<sup>482</sup> – 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.<sup>483</sup> 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.<sup>484</sup> 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.<sup>485</sup>

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.<sup>486</sup> 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 Mosen/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.

## 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.<sup>487</sup> Ein Geschäft ist bereits dann abgeschlossen, wenn es schuldrechtlich zustande gekommen ist; einer Ausführung bedarf es nicht.<sup>488</sup>

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.<sup>489</sup> 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.<sup>490</sup> Auf eine Ausführung oder das Einstellen ins Orderbuch kommt es nicht an. Dafür, den Zeitpunkt früh anzusetzen, spricht der Wortsinn von „erteilen“.<sup>491</sup> Wird aus der einzelnen Order ein Geschäftsabschluss, ist der ersten Tatbestandsvariante der Vorrang einzuräumen.<sup>492</sup>

## 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.

nähergehende Begründung verneint.<sup>493</sup> 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)<sup>494</sup> ein Signal aussenden. Unter einem Signal ist jedes Erklärungszeichen zu verstehen, dem eine Bedeutung entnommen werden kann.<sup>495</sup> Die Tathandlungen in Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR stellen äußerlich neutrale Handlungen ohne kommunikative Erklärungszeichen dar.<sup>496</sup> 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.<sup>497</sup> Voraussetzung ist weiter eine sichtbare Außenwirkung des Signals.<sup>498</sup> 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-KapMStRAF, 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.

und mittels Decoding-Strategien die dahinterstehenden Informationen entschlüsseln.<sup>499</sup>

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.<sup>500</sup> Bei der Signalwirkung ist zu fragen, ob ein verständiger Anleger das (wahrscheinliche) Signal im Rahmen seiner Anlageentscheidung (wahrscheinlich) berücksichtigen würde, weil die Tat handlung (wahrscheinlich) das Angebots- oder das Nachfrageverhalten oder den Preis des betroffenen Finanzinstruments beeinflussen würde.<sup>501</sup>

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.<sup>502</sup> 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.<sup>503</sup> In Anbetracht der konkreten Handelsstrategie wird auch zu untersuchen sein, welche Signale Leerverkäufe senden.<sup>504</sup>

## 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; *Mülberr*, in Assmann/Schneider/Mülberr, Art. 12 MAR Rn. 65; *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 95; ferner zum – umstrittenen – Begriff des verständigen Anlegers *Langenbacher*, AG 2016, 417 ff.; *Kumpan/Misterec*, ZHR 184 (2020), 180 ff.; je m. w. N.

501 *Diversity/Köpferl*, in Graf/Jäger/Wittig, § 38 WpHG Rn. 64, 79; *Schmolke*, in Klöhn, Art. 12 Rn. 43; *Mülberr/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.).



Verhältnissen auf dem jeweiligen Markt entspricht.<sup>505</sup> Irreführend ist ein Signal, wenn es geeignet ist, beim verständigen Anleger eine Fehlvorstellung über die tatsächlichen Marktverhältnisse hervorzurufen.<sup>506</sup> Einen Irrtum muss der Manipulant beim verständigen Anleger nicht erzeugen. Es genügt die konkrete Gefahr, einen verständigen Anleger in die Irre zu führen.<sup>507</sup> Falsche Signale sind auch geeignet, Fehlvorstellungen hervorzurufen. Der Begriff des irreführenden Signals schließt folglich das falsche Signal ein<sup>508</sup> 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.<sup>509</sup> 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-KapMStRaF, Kap. 6.1 Rn.90; *Panaris*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 63; zum alten Recht *Gebmann*, WM 2016, 542, 543.

506 *Mülbert*, in Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 12 MAR Rn. 63; *Panaris*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 63; zum alten Recht *Gebmann*, 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.).

dität oder den Effizienzgrad eines Finanzinstruments, in die Irre.<sup>510</sup> 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.<sup>511</sup> 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.<sup>512</sup> In illiquiden Märkten herrscht keine oder nur wenig Transparenz, sodass die Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern besonders groß sind.<sup>513</sup> 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.<sup>514</sup> 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:<sup>515</sup> 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 *Langenbacher*, 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.).

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 Kursmanipulierenden Zwecken“ eingesetzt werden.<sup>516</sup>

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.<sup>517</sup> 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.<sup>518</sup> 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-

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.<sup>519</sup> 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.<sup>520</sup> 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.<sup>521</sup>

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.<sup>522</sup> 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.

nehmen, dass sich andere Marktteilnehmer über die subjektive Motivation des Handelnden irren können und dies tatbestandsmäßig ist.<sup>523</sup>

(2) Irreführung über die Motivation ist nicht tatbestandsmäßig

Richtigerweise kann das hinter einer Transaktion stehende Motiv den Irreführungscharakter allein nicht begründen.<sup>524</sup>

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.<sup>525</sup>

Eine schlüssige Erklärung über das Motiv der jeweiligen Transaktion erfolgt am anonymen Kapitalmarkt nicht.<sup>526</sup> 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; *Panaris*, 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.

Handlung auch konkludent, dass er rechtmäßig handelt.<sup>527</sup> 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:<sup>528</sup>

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 aner kennenswerte 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.

mations- und Bewertungsfunktion waren in erster Linie informationseffiziente Märkte.<sup>529</sup>

### (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.<sup>530</sup> 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.<sup>531</sup> Bei der Rückschau auf eine Handelsstrategie kommt es nicht auf die Intention des informierten Anlegers, sondern objektiv auf die wohlfahrtsfördernde Transaktion an.<sup>532</sup>

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.<sup>533</sup> 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 *Leyb*, 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.

von Marktteilnehmern geht die Liquidität zurück. Aus diesem Grund sind Insidergeschäfte verboten.<sup>534</sup>

Mit Blick auf die verschiedenen Anlegergruppen sind Geschäfte von Liquiditätshändlern, die rational uninformiert bleiben,<sup>535</sup> grundsätzlich nicht wohlfahrtsschädigend und als legitim anzusehen.<sup>536</sup> Diese Geschäfte erfolgen nämlich informationsunabhängig 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.<sup>537</sup> Das ist dem Umstand geschuldet, dass sich der Fundamentalwert eines Finanzinstruments nicht allein anhand von vorhandenen Marktinformationen messen lässt.<sup>538</sup> Es ist nur möglich, mithilfe des sog. Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>539</sup> 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<sup>540</sup> – 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 *Leyb*, 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.



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.<sup>541</sup> Die Identifizierung wohlfahrtsfördernder Handelspraktiken anhand der unmittelbaren Auswirkungen auf die Informationseffizienz wird demnach nur schwer gelingen.<sup>542</sup>

Vor dem Hintergrund der Schwächen des Modells ist auf finanzwirtschaftliche Indikatoren zurückzugreifen, die anzeigen, ob ein Geschäft die Informationseffizienz steigert oder senkt.<sup>543</sup> In erster Linie ist hier die Liquidität zu nennen. Wie bei den ökonomischen Grundlagen eingehend dargelegt,<sup>544</sup> 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 wohlfahrtschädigend,<sup>545</sup> 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).

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.<sup>546</sup> 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.<sup>547</sup> Die Wertung ist auch auf die Leerverkaufsangriffe zu übertragen. Das Eingehen einer gedeckten Leerverkaufsposition im Rahmen eines Leerverkaufsangriffs sendet kein falsches oder irreführendes Signal.<sup>548</sup>

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.

a) Ungedechte 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<sup>549</sup> 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.<sup>550</sup> 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.<sup>551</sup> Die Anleger müssten nicht damit rechnen, dass er verbotswidrig handle.<sup>552</sup>

Die herrschende Meinung lehnt mit guten Argumenten eine handelsgestützte Marktmanipulation bei ungedeckten Leerverkäufen ab.<sup>553</sup> 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.<sup>554</sup> 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.<sup>555</sup> Die Leerverkaufsverordnung und die Marktmissbrauchsverordnung sind grundsätzlich unabhängig voneinander, also nebeneinander, anwendbar.<sup>556</sup> 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 Venterozzo/Mock, A.3.09 und bereits zum alten Recht *Mock*, WM 2010, 2248, 2253; *Mock*, in KK-WpHG,

kaufsverordnung eine Marktmanipulation nicht ausschließt, andererseits, 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.<sup>557</sup> 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.<sup>558</sup> Dieses Ergebnis erfährt noch eine Bestätigung, wenn man erkennt, dass die Anleger nicht zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen unterscheiden können.<sup>559</sup> 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.<sup>560</sup> Die Transparenzpflicht spielt aber für den ungedeckten Leerverkauf keine Rolle, da sie nur für gedeckte Leerverkäufe gilt.<sup>561</sup>

---

§ 20a Rn. 82; § 30h WpHG als *lex specialis*; angedeutet bei *Saliger*, in HK-KapM-StrafR, 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.).

Gegen eine Eignung zur objektiven Irreführung von ungedeckten Leerverkäufen spricht darüber hinaus der positive ökonomische Nutzen von Leerverkäufen im Allgemeinen,<sup>562</sup> aber auch von ungedeckten Leerverkäufen im Speziellen.<sup>563</sup> 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<sup>564</sup> – 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“<sup>565</sup> einsetzte. Leerverkäufe sollten also dann manipulativ sein, wenn sie umfangreich und mit Preisbeeinflussungsabsicht vorgenommen wurden.<sup>566</sup>

---

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 *Augouleas*, 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.; *Floth*, 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.

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.<sup>567</sup> Im Gegensatz zu vereinzelt Leerverkäufen werde nicht mehr nur das Signal eines Verkaufs gesendet, sondern das Signal, man sei im Besitz von noch nicht eingepreisten Informationen.<sup>568</sup> 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.<sup>569</sup>

Ein anderer Teil der Literatur hält massenhafte Leerverkäufe demgegenüber nicht per se für tatbestandsmäßig.<sup>570</sup> 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, KapAnIR-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).

großvolumige Leerverkäufe deuteten ausnahmslos auf nicht eingepreiste Informationen hin, ist abzulehnen. Dieser Annahme liegt die bereits<sup>571</sup> 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.<sup>572</sup> 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.<sup>573</sup>

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,<sup>574</sup> 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 Kapitalmarktraferecht, 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.).

lich als informierte Anleger gelten und über fundamentalwertrelevante Informationen verfügen.<sup>575</sup> 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.<sup>576</sup> Im Gegensatz zu einem „normalen“ ungedeckten Leerverkauf, bei dem das Fehlen eines Deckungsgeschäfts nicht (konkudent) erklärt werde, erkläre der Leerverkäufer die Erfüllungswilligkeit konkudent mit.<sup>577</sup> Die verfolgte Absicht, sich nicht einzudecken, werde in diesen Fällen durch das objektive Verhalten indiziert.<sup>578</sup>

Dieser Ansicht tritt – soweit ersichtlich – niemand entgegen.<sup>579</sup> 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.



man die bei den ungedeckten Leerverkäufen angeführte Argumentation konsequent fort,<sup>580</sup> 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 handelsgerichtete 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.<sup>581</sup> Das kann zum Beispiel der Fall sein, wenn Leerverkäufe als fiktive Geschäfte durchgeführt werden.<sup>582</sup> 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.<sup>583</sup> 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.).

Marktrisiko durch entsprechende Vorkehrungen eliminierten, waren die sog. Cum/Ex-Geschäfte.<sup>584</sup>

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.<sup>585</sup> Am Tag des Kurssturzes – übrigens 60 % – sollen Verkauforders 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 (ungedechte) Leerverkauforders 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.<sup>586</sup> Ohne diese Strategien im Detail vorstellen zu wollen,<sup>587</sup> 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.

den Fällen darüber getäuscht, dass die zunächst eingegebenen Aufträge wieder annulliert werden sollen.<sup>588</sup> 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.<sup>589</sup> 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.

### 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)<sup>590</sup> 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.<sup>591</sup> 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.“<sup>592</sup> Der Bundesgerichtshof definierte einen künstlichen Preis als einen Preis, der gegen die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse am Markt erhöht, abgesenkt oder stabilisiert wird.<sup>593</sup> 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.<sup>594</sup>

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<sup>595</sup> und auch im neuen Recht wird daran teilweise<sup>596</sup> 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); *Langenbacher*, 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

Parallelvorschrift Art. 5 Abs. 2 lit. a ii CRIM-MAD.<sup>597</sup> 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.<sup>598</sup> 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.<sup>599</sup> 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.<sup>600</sup> Zudem muss aus teleologischer Sicht beachtet werden, dass auch ein Handeln ohne die erforderliche Preisbeeinflussungsabsicht nachteilige Auswirkungen auf die Informations- und Bewertungsfunktion haben kann.<sup>601</sup> Das schließt fahrlässiges Handeln ein. Im Ergebnis sprechen die besseren Gründe für eine objektive Auslegung des Tatbestandsmerkmals.<sup>602</sup>

---

2019, 421, 427; wohl auch *Saliger*, in HK-KapMStrafR, Kap. 6.1 Rn. 92, aber mit Bedenken.

597 *Panaris*, 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

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.<sup>603</sup> 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.<sup>604</sup>

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,<sup>605</sup> sofern nicht weitere Umstände, wie eine eindeutig manipulative Strategie, hinzutreten. Die oben dargestellten Wertungen bei der Frage, ob Leerverkäufe ein irreführendes Signal senden,<sup>606</sup> sind hierher zu übertragen. Insbesondere spricht keine Vermutung bei Überschreiten eines gewissen Umfangs bei Leerverkäufen für ein künstliches Kursniveau.<sup>607</sup> 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<sup>608</sup> und in § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG a. F.<sup>609</sup> 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; *Langenbacher*, 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.

rein objektiv formuliert.<sup>610</sup> Eine subjektive Komponente – sei es in Form eines Vorsatzes<sup>611</sup> 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.<sup>612</sup> Auch die Aufnahme von Absichtsmerkmalen in die präzisierenden Beispiele<sup>613</sup> 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.<sup>614</sup> Die ESMA bestätigt dieses Verständnis ausdrücklich:

„Where an example seems to require that a conduct [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 Vantoruzzo/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.).

intent, that conduct might not fall within the scope of the definition of market manipulation.”<sup>615</sup>

Zudem ist das Insiderhandelsverbot in Artt. 8, 14 MAR ebenfalls objektiv formuliert.<sup>616</sup> 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.<sup>617</sup> 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.<sup>618</sup> 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; *Panaris*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 65; *Worms*, in Assmann/Schütze/Buck-Heeb, KapAnIR-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.



Ausnahmetatbestandes ist gering, da nur wenige Praktiken von den Aufsichtsbehörden anerkannt sind.<sup>619</sup> 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.<sup>620</sup> 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.

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 künstliches Kursniveau herbeigeführt wurde, existiert nicht.

Vor diesem Hintergrund ist das Handeln der aktivistischen Leerverkäufer allein an der Transaktion gemessen nicht verboten.

## § 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.<sup>621</sup> 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.<sup>622</sup> 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.<sup>623</sup>

### 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<sup>624</sup> 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 *Langenbacher/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.

## 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.<sup>625</sup> 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.<sup>626</sup> Auf eine tatsächliche Kenntnisnahme komme es nicht an. Öffentlichkeit meine in diesem Zusammenhang eine *hinreichend große Anzahl von Personen*.<sup>627</sup> Für diese Sichtweise spreche der Wortsinn, der eine gewisse Streuung im Sinne einer Breitenwirkung fordere.<sup>628</sup> Mit Blick auf die englische Fassung des Erwägungsgrundes 47 Satz 2 MAR, wo von „spreading“ die Rede ist, werde diese Auslegung bestätigt.<sup>629</sup> 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.<sup>630</sup>

---

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 *Diversity/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-KapMStRAF, 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.

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.<sup>631</sup> 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.<sup>632</sup> 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.<sup>633</sup> 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.<sup>634</sup> Es kommt auf den tatsächlich großen Adressatenkreis des Mediums an.<sup>635</sup> 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; *Mülberr*, in Assmann/Schneider/Mülberr, 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

der durchschnittlichen Besucherzahlen ermitteln, bei sozialen Medien anhand der Follower-Anzahl.<sup>636</sup> So weist etwa der aktivistische Leerverkäufer Muddy Waters Research auf Twitter rund 205.000 Follower auf.<sup>637</sup>

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.<sup>638</sup> Zudem bieten Push-Dienste eine große Reichweite,<sup>639</sup> 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.<sup>640</sup> 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-leerverkaeufers-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.

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 Tatbestandsmerkmal 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.<sup>641</sup> Die Literatur begnügt sich aber oftmals mit dem Hinweis, dass kein falscher oder unrichtiger Gesamteindruck vermittelt werden dürfe.<sup>642</sup> Einzelheiten zum Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR sind für die Leerverkaufsszenarien noch weitgehend ungeklärt.<sup>643</sup> Das liegt auch an dem Umstand, dass die Marktmissbrauchsverordnung samt nachfolgender Rechtsakte keine Aussage trifft, wann Informationen falsch oder irreführend sind.<sup>644</sup>

---

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; *Brellocks*, 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.

## 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.<sup>645</sup> 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.<sup>646</sup>

### a) Tatsachenbehauptungen

In erster Linie bestimmen Tatsachen den Fundamentalwert<sup>647</sup> einer Aktie.<sup>648</sup> Tatsachenbehauptungen sind – nach allgemeiner Auffassung – vom Tatbestand erfasst.<sup>649</sup> Der Begriff der Tatsache beinhaltet konkrete vergangene oder gegenwärtige Umstände, die einem Beweis zugänglich sind.<sup>650</sup> Darunter fallen insbesondere Informationen über das Zielunternehmen selbst und seinen Geschäftslauf wie beispielsweise Umsatzzahlen, Gewinn oder Dividendenzahlungen.<sup>651</sup>

Tatsachen sind falsch, wenn sie nicht den objektiv wahren Umständen entsprechen.<sup>652</sup> 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. *Langenbacher/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.



Tatbestand ist erforderlich, dass der Leerverkäufer die Unrichtigkeit kennt oder sie zumindest hätte kennen müssen. Auf den subjektiven Tatbestand ist noch einzugehen.<sup>653</sup>

## 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.<sup>654</sup> Diese Art von Informationen sind in der Regel als Gerüchte einzuordnen.<sup>655</sup> Die Unverbürgtheit der Nachricht und damit die Ungewissheit über den Wahrheitsgehalt aus *ex ante*-Sicht ist konstitutives Merkmal eines Gerüchts.<sup>656</sup> Der Absender weiß grundsätzlich nicht, ob das gestreute Gerücht zutreffend ist, stützt sich aber auf (vermeintlich) vertrauenswürdige Quellen.<sup>657</sup>

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.<sup>658</sup> Ein (Übernahme-)Gerücht mit Tatsachenbasis liegt etwa vor, wenn ein Marktteilnehmer behauptet: „Die A-AG will angeblich die B-AG kaufen, habe ich gehört.“<sup>659</sup> Aber auch frei erfundene Gerüchte sind tatbestandlich, soweit sie mit dem Anspruch geäußert werden, für ernst genommen zu werden.<sup>660</sup> 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-Attacks, 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.

die Aussage: „Die A-AG könnte die B-AG kaufen wollen.“<sup>661</sup> 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.<sup>662</sup> Bekanntermaßen sind Gerüchte geeignet, Kurse an den Börsen zu beeinflussen<sup>663</sup> und ein Herdenverhalten auszulösen.<sup>664</sup> 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.<sup>665</sup> 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.<sup>666</sup> An diesem Maßstab müssen sich auch die aktivistischen Leerverkäufer messen lassen.<sup>667</sup>

### 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.

nens.<sup>668</sup> 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.<sup>669</sup> Die verschiedenen Informationsformen haben folglich unterschiedliche normative Auswirkungen auf die Anlageentscheidung des Anlegers.<sup>670</sup> 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.<sup>671</sup> Der europäische Gesetzgeber hat sowohl reine Werturteile als auch solche mit Tatsachenbasis dem Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR unterworfen.<sup>672</sup>

Im Zusammenhang mit den Leerverkaufsattacken ist es schwer vorstellbar, die negativen Bewertungen der Zielunternehmen als reine Werturteile einzuordnen.<sup>673</sup> 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.“<sup>674</sup>

---

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.

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.<sup>675</sup> 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 and free cash flow to be significantly lower than Ströer reports“.<sup>676</sup> 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.<sup>677</sup> Bedeutung erlangt in diesem Zusammenhang das Kursziel als implizite Anlageempfehlung,<sup>678</sup> denn dieses ist als Prognose und damit als Unterfall eines Werturteils zu qualifizieren.<sup>679</sup>

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-s hort-stroer/> 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.

aa) Ausgangspunkt der Prognosehaftung: BuM-Entscheidung des BGH

Als „Kristallisationspunkt der wissenschaftlichen Diskussion“<sup>680</sup> 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.<sup>681</sup> Der Bundesgerichtshof verlangte, dass eine Prognose auf einem *ausreichenden Tatsachenbezug* beruhe und die Äußerung *kaufmännisch vertretbar* sein müsse.<sup>682</sup> Diese Haftungsvoraussetzungen fanden in der Literatur Zustimmung.<sup>683</sup> In dem genannten Urteil verlangte der Bundesgerichtshof überdies bei der Äußerung von Prognosen in Prospekten eine Form der Zurückhaltung.<sup>684</sup> 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.<sup>685</sup>

---

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 *Woblers/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-*

Im BuM-Urteil hielt der Bundesgerichtshof ferner fest, dass Prognosen keine Erfolgsgarantie beinhalten.<sup>686</sup> 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.<sup>687</sup> 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,<sup>688</sup> 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.<sup>689</sup> Das kann auch der Fall sein, wenn der Erklärende relevante Faktoren erst gar nicht berücksichtigt hat.<sup>690</sup> 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 *Gebmann*, 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.

nosen „ins Blaue hinein“, also ohne jede Tatsachenprüfung, abgegeben hat und nach den Umständen erwartet werden durfte, dass eine solche Tatsachenprüfung stattgefunden hat.<sup>691</sup>

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.<sup>692</sup> Erwähnenswert sind hier die bereits vorgestellten Grundsätze der Richtigkeit und Vollständigkeit der Tatsachenbasis einer Anlageempfehlung.<sup>693</sup> 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.<sup>694</sup> 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.<sup>695</sup> 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.<sup>696</sup>

---

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-KapMStafR, 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-KapMStafR, Kap. 6.1 Rn. 190; Brellocks, 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).

Ein Werturteil oder eine Prognose ist auch dann unrichtig, wenn das Werturteil oder die Prognose unvertretbar ist.<sup>697</sup> 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.<sup>698</sup> 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.<sup>699</sup> Zweifel bei der Vertretbarkeit wirken sich zugunsten des Täters aus.<sup>700</sup>

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.<sup>701</sup> Die Kursziele der aktivistischen Leerverkäufer sind bemerkenswert, weil sie in der Regel eine sehr große Differenz zu dem aktuellen Kurs aufweisen.<sup>702</sup> 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; *Ekken-ga*, 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.



gewiesene Selbstüberschätzung der Anleger<sup>703</sup> 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.<sup>704</sup> Demnach reagieren Anleger überwiegend auf Empfehlungen, die erhebliche Abweichungen postulieren. Dies verursacht eine Überreaktion am Kapitalmarkt.<sup>705</sup> 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.<sup>706</sup> 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.<sup>707</sup> Dies wirft die Frage auf, wie diese Kursziele rechtlich zu bewerten sind.

Bei den Kurszielen einer Analyse handelt es sich um Prognosen.<sup>708</sup> Die Unvertretbarkeit einer Prognose kann sich – wie bereits herausgearbeitet<sup>709</sup> – 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<sup>710</sup> – 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.<sup>711</sup>

---

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/Hirsbleifer/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.).

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.<sup>712</sup> Entsprechend weisen die Dementierungen der betroffenen Unternehmen oftmals auf falsche Berechnungsmethoden bei der Ermittlung bestimmter Unternehmenskennzahlen hin.<sup>713</sup> Sind in den Research Reports verwendete Finanzkennzahlen falsch und wirken sie sich maßgeblich, also nicht nur unwesentlich,<sup>714</sup> 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.<sup>715</sup>

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,<sup>716</sup> welches bei der Richtigkeitsprüfung wie eine Tatsache zu behandeln ist. Das angeblich nicht existente Unternehmen konnte Aurelius wenig später veräußern.<sup>717</sup> 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.<sup>718</sup> 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 *Brellocks*, *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 *Brellocks*, *ZGR* 2020, 319, 322 bei Fn. 7: „kaum nachvollziehbare Behauptungen“.

Empfehlung maßgeblich auf dieses Gerücht stützte,<sup>719</sup> 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.<sup>720</sup>

#### 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.<sup>721</sup> Die Kriterien der Nachvollziehbarkeit und Plausibilität stellen keine hohen Anforderungen dar und sollen bloß Willkür und Angaben „ins Blaue hinein“ ausschließen.<sup>722</sup> Nicht nachvollziehbar ist eine Empfehlung, wenn ein fachkundiger Dritter von den verwerteten Daten in keiner Weise auf die Empfehlung schließen kann.<sup>723</sup> Die Empfehlung muss selbstklärend 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/newsp/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 *Kubner*, AG 2006, 713, 718.

723 *Möllers/Lebherz*, BKR 2007, 349, 356.

Methodik falsch anwendet<sup>724</sup> 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.<sup>725</sup>

Pauschale Aussagen aus der Literatur wie „un glaubwürdig“<sup>726</sup> oder „kaum nachvollziehbare Behauptungen“<sup>727</sup> helfen bei der Vertretbarkeitsprüfung nur bedingt weiter.<sup>728</sup> 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).<sup>729</sup> Für die Leerverkaufsattacken stellen sich zwei Sonderprobleme, die mit der Art der Empfehlung zusammenhängen:

Erstens lauten viele Empfehlungen im Markt auf „Kauf“ und deshalb ist ein verzerrtes Bild beim Vergleich mit einer Verkaufsempfehlung zu erwarten.<sup>730</sup> 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 *Brellocks*, 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 *Klöbn*, WM 2016, 1665, 1672.

730 Nach *Mahmender/Shanbikumar*, 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.

Wirecard deutlich mehr Kauf- als Verkaufsempfehlungen vor.<sup>731</sup> 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.<sup>732</sup> 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 Sorgfaltpflicht 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.<sup>733</sup> Solche Kennzeichnungen sind geeignet, den kognitiven Fehleinschätzungen der Anleger entgegenzuwirken und verursachen für den Pro-

---

731 *Dobms/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 *Panatis*, 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

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.<sup>734</sup>

Ein Verstoß gegen die Prognosekennzeichnung liegt etwa dann vor, wenn der Prognoseersteller unsichere Voraussagen als sichere Tatsachen hinstellt.<sup>735</sup> 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 [...]“)<sup>736</sup> oder im Fall Muddy Waters Research gegen Ströer („one reasonable conclusion“)<sup>737</sup>.

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.<sup>738</sup> Sie können eine Plausibilitätsprüfung vornehmen und die Glaubwürdigkeit der Prognose wenigstens in gewissem Umfang überprüfen. Die Prognoseerläuterung dient damit der Nachvollziehbarkeit des gefundenen Ergebnisses.<sup>739</sup>

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 Sachverständigen

---

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-stroer> (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.

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.<sup>740</sup> 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.<sup>741</sup> 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.

## 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.<sup>742</sup> 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.<sup>743</sup>

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<sup>744</sup> enthält Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR grundsätzlich keinen Anknüpfungspunkt für ein Vertrauen der Anleger auf Vollständigkeit der verbreiteten Informationen.<sup>745</sup> 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.



nikation auf einzelne, von ihm für relevant befundene Aspekte konzentrieren.<sup>746</sup>

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.<sup>747</sup> 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.<sup>748</sup>

Die Auslassung der Informationen muss zu einer Entstellung der verlaublichen Informationen führen, damit eine tatbestandsmäßige Irreführung in Betracht kommt.<sup>749</sup> Dies ist vor allem dann der Fall, wenn sich die Informationen fragmentarisch auf einen (wahren) Einzelaspekt eines Gesamtsachverhalts beziehen und weitere wichtige Aspekte ausblenden.<sup>750</sup> Die weggelassenen Informationen müssen für das Verständnis der Anleger notwendig sein.<sup>751</sup> 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.<sup>752</sup> 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.<sup>753</sup>

---

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.

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.<sup>754</sup> Erfasst sind beispielsweise Fälle, in denen der Erklärende wichtige Informationen unter einer Vielzahl anderer, weniger wichtiger Informationen „vergräbt“.<sup>755</sup> Ferner kann eine Irreführung vorliegen, wenn die falsche Vorstellung des Anlegers auf einer selektiven Darstellung oder evident unsachgemäßen Gewichtung der Informationen beruhen.<sup>756</sup> 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/Nikoloyczik*, 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.

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.<sup>757</sup> Die Trennung muss sich aus der Analyse ergeben, eine drucktechnische Separierung ist nicht erforderlich.<sup>758</sup>

Ein Verstoß gegen das Trennungsgebot liegt in den Fällen einer Leerverkaufsattacke nahe.<sup>759</sup> Wie schon bei der Prognosekennzeichnung angedeutet,<sup>760</sup> 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 [...]“)<sup>761</sup> oder im Fall Muddy Waters gegen Ströer („one reasonable conclusion“)<sup>762</sup>. 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-stroer> (dort S. 20); Beispiel bei *Möllers/Cyglakow*, JZ 2018, 1131, 1135 Fn. 87.

fen. Die Leerverkäufer stellen die wirtschaftliche Situation der betroffenen Unternehmen im Gesamtkontext zu negativ dar, lautet ein Fazit aus der Literatur.<sup>763</sup>

#### (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.<sup>764</sup> Mit diesen Grundsätzen ist es unvereinbar, einseitig zu recherchieren oder Informationen wegzulassen. Der Analyst darf wichtige Informationen nicht unterschlagen.<sup>765</sup> 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.<sup>766</sup> Der Gedanke wird durch Erwägungsgrund 47 Satz 3 MAR verstärkt.<sup>767</sup> 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/Lebberz*, 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.

„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.“<sup>768</sup>

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.“<sup>769</sup>

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.<sup>770</sup> 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.<sup>771</sup> Dieses evident ungleiche Verhältnis wird auch als Vorwurf an die Leerverkäufer von Teilen der Literatur formuliert.<sup>772</sup>

---

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

Bei der einseitigen Informationslage hat es ein Anleger als Informationsempfänger schwer, die erhaltenen Informationen richtig zu verarbeiten (begrenzte Rationalität).<sup>773</sup> Die einseitige Informationslage kann eine Überreaktion auslösen, da ein Anleger die negativen Informationen durch die einfache Verfügbarkeit zu stark berücksichtigt.<sup>774</sup> Um diesem negativen Effekt entgegenzuwirken, müsste der Erklärende ein Gleichgewicht zwischen positiven und negativen Informationen herstellen.<sup>775</sup> 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.<sup>776</sup> 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.<sup>777</sup> Ein Verstoß gegen das Irreführungsverbot kann vor diesem Hintergrund erst dann angenommen

---

negativen Ausdrücken 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.

werden, wenn eine massive Ungleichgewichtung von negativen zu positiven Informationen vorliegt.<sup>778</sup>

Bedenken bestehen beim Angriff von Viceroy Research auf den bekannten TV-Konzern ProSiebenSat.1.<sup>779</sup> Der TV-Konzern sei nur ein „Kartenthaus“ und „uninvestierbar“, stellte Viceroy Research in dem Bericht fest. Dem Emittenten wurden eine fragwürdige Bilanzierungspraxis, mangelnde Transparenz und eine unangemessene Dividendenpolitik vorgeworfen. Nach *Brellocks* hat der Leerverkäufer in diesem Bericht durch eine stark verzerrte Darstellungsform gegen den Grundsatz der Objektivität verstoßen.<sup>780</sup>

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.<sup>781</sup> 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.”<sup>782</sup>

---

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 *Brellocks*, 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 *Boff, 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.

Diese Beschränkung des Schutzzumfangs des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR ist indes nicht gerechtfertigt.<sup>783</sup> Zunächst ist Art. 20 MAR heranzuziehen, dessen Wertungen – wie bereits erläutert<sup>784</sup> – 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.<sup>785</sup> 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.<sup>786</sup>

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.<sup>787</sup> 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.<sup>788</sup>

#### 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.



### 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.<sup>789</sup> 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.<sup>790</sup> Eine Pflicht zur Anhörung sei dann zu erwägen, wenn es sich um unbewiesene Tatsachen, also Gerüchte, handle. Dann seien die Fälle mit der Verdachtsberichterstattung vergleichbar.<sup>791</sup> Ziel sei es, das Risiko einer Fehleinschätzung der aktivistischen Leerverkäufer zu minimieren sowie das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer durch Waffengleichheit und Verhältnismäßigkeit zu begrenzen.<sup>792</sup> Erfolge eine Anhörung, müssten sich die Leerverkäufer mit den Äußerungen des betroffenen Unternehmens auseinandersetzen.<sup>793</sup> Diese Meinung fordert eine Wiedergabe der Kernpunkte des Verteidigungsvorbringens.<sup>794</sup> 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-Kennntnis 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.

neutrale Analyse erforderlich.<sup>795</sup> 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.<sup>796</sup> *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.<sup>797</sup> 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,<sup>798</sup> eine solch national geprägte Pflicht wie die Anhörungspflicht aus dem Pressewesen im europäischen Marktmissbrauchsrecht anzuerkennen.<sup>799</sup>

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.<sup>800</sup> 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.

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.<sup>801</sup> 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.<sup>802</sup>

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.<sup>803</sup> 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.

zuvor objektiv pflichtwidriges Verhalten voraus.<sup>804</sup> 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.<sup>805</sup> 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.<sup>806</sup> Ist das Datum der Erstellung angegeben, ist die Anlageempfehlung objektiv erstellt und eine informationsgestützte Marktmanipulation muss ausscheiden. Die aktivistischen Leerverkäufer halten diese Anforderung ein.<sup>807</sup> 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/Mülbart, Art. 20 MAR Rn. 44.

807 Anders wohl – ohne nähere Begründung – *Frömel*, Short-Seller-Attacken, S. 91.

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.<sup>808</sup> 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.<sup>809</sup>

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.<sup>810</sup> 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; *Panaris*, 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.

Eine Signalwirkung haben in jedem Fall Insiderinformationen im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR.<sup>811</sup> 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.<sup>812</sup> Die Informationen der Leerverkäufer betreffen Kernanliegen der Unternehmensbewertung wie zum Beispiel Bilanzierungsunregelmäßigkeiten<sup>813</sup> oder Beteiligungsverhältnisse<sup>814</sup> und beeinflussen damit – ihre Richtigkeit unterstellt – den Fundamentalwert der Aktie.<sup>815</sup> Hinzu kommt, dass es sich bei den aktivistischen Leerverkäufern zumeist um renommierte Kapitalmarktakteure handelt, die eine gewisse Reputation aufweisen.<sup>816</sup> 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.<sup>817</sup> 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.

#### 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,<sup>818</sup> da der Tatbestand keine Hinweise auf eine strengere Form enthält. Ob Vorsatz vorliegt, hängt in erster Linie vom Informationsstand des Äußernden ab.<sup>819</sup> Vorsatz liegt etwa vor, wenn ein Leerverkäufer Angaben „ins Blaue hinein“ tätigt.<sup>820</sup> 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).<sup>821</sup> 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 *Brellocks*, 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.

zwischen grober und einfacher Fahrlässigkeit kennt.<sup>822</sup> 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<sup>823</sup> 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.“<sup>824</sup> 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.<sup>825</sup> 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.



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.<sup>826</sup>

## 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.<sup>827</sup> 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.<sup>828</sup>

### 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.).

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,<sup>829</sup> 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.<sup>830</sup> 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.<sup>831</sup> Solche Tätigkeiten nehmen die aktivistischen Leerverkäufer mit ihrer kritischen Analysearbeit wahr.<sup>832</sup>

Der persönliche Schutzbereich umfasst jeden, der in die Herstellung und Verbreitung periodischer Presseerzeugnisse eingebunden ist.<sup>833</sup> Das sind in erster Linie Journalisten, Verleger und Herausgeber. Dabei muss der Erklärende ein Mindestmaß an redaktioneller Bearbeitung der Informationen erreichen.<sup>834</sup> Einbezogen sind sowohl natürliche als auch juristische Personen.<sup>835</sup> 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; *Langenbacher/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 *Diversity/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.

ten Zwecken aus.<sup>836</sup> 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“.<sup>837</sup>

#### 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<sup>838</sup> 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,<sup>839</sup> also auch das Internet und soziale Netzwerke wie Twitter. Als Ausdrucksformen erfasst der Tatbestand Meinungs- und Tatsachenäußerungen oder sonstige Informationen.<sup>840</sup> 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 Leerverkaufsat-tacke eröffnet.<sup>841</sup>

---

836 Klöhn/Büttner, WM 2016, 2241, 2243; *Diversity/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; *Brellocks*, 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; *Brellocks*, ZGR 2020, 319, 321.

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.<sup>842</sup> Die Abwägungsentscheidung fällt in diesen Fällen zugunsten der Marktintegrität aus. Ein schützenswertes 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.<sup>843</sup> Mit den eingestrichenen Gewinnen erlangen die aktivistischen Leerverkäufer einen wirtschaftlichen Vorteil. Zwar reicht das alleinige Halten einer Position nicht aus,<sup>844</sup> 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.<sup>845</sup> Das zeigt auch die Kurzfristigkeit, mit der die Leerverkäufer agieren. Einer Absicht bedarf es dagegen nicht.<sup>846</sup> Die Rückausnahme nach Art. 21 lit. a MAR ist bei den aktivistischen Leerverkäufern erfüllt.<sup>847</sup> 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 *Brellocks*, ZGR 2020, 319, 321; *Spindler*, NZG 2004, 1138, 1143.

843 *Kumpen/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 *Brellocks*, 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.

Beziehung stehende Personen, sodass es bei der Ausnahme des Art. 21 lit. a MAR bleibt.<sup>848</sup>

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.<sup>849</sup> Kann man nachweisen, dass die Irreführung, insbesondere der unrichtige Gesamteindruck durch die evident einseitige Informationslage,<sup>850</sup> absichtlich war, ist den Leerverkäufern auch nach Art. 21 lit. b MAR die Privilegierung zu versagen.<sup>851</sup>

### 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.

*Müllbert* 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 *Klöbn/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.

Zusammenhang mit einer Transaktion steht.<sup>852</sup> 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.<sup>853</sup> 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.<sup>854</sup>

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)<sup>855</sup> Auffangtatbestand einzuordnen ist.<sup>856</sup> 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-KapMStfR, 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; Gehrman, in Wabnitz/Janovsky/Schmitt, WirtschaftsStrafR-HdB, Kap. 11 Rn. 132 (darauf beschränkt).

das Kriterium des unmittelbaren Zusammenhangs zu unbestimmt ist,<sup>857</sup> 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<sup>858</sup> als Abgrenzungskriterium völlig ungeeignet.<sup>859</sup> 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,<sup>860</sup> 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.<sup>861</sup> Zudem ist auch der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR objektiv ausgestaltet,<sup>862</sup> 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 berechnigte 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.

*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.<sup>863</sup> 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.<sup>864</sup> Das Risiko einer unwahren Aussage ist dem Äußernden nur dann anzulasten, wenn er Vorsatz hatte oder unter keinen Umständen auf die Richtigkeit vertrauen durfte.<sup>865</sup> 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.<sup>866</sup>

---

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. *Panaris*, in MüKoStGB, § 119 WpHG Rn. 106; *Diversity/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).



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.<sup>867</sup> 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

---

<sup>867</sup> Nur im Einzelfall und jedenfalls schwer möglich, so *Sieder*, Short-Selling-Regulierung, S. 264.

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-

on.<sup>868</sup> 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<sup>869</sup> 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.<sup>870</sup>

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.<sup>871</sup>

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.).

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.<sup>872</sup> 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.<sup>873</sup>

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.<sup>874</sup> 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 Kumpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 12.40; *Joost/Strohn*, in E/B/J/S, HGB,

„Handlung“ sei mit Blick auf die englische Fassung weit auszulegen. Die englische Fassung verwende nämlich den Begriff „behavior“, welcher auch ein Unterlassen erfasse.<sup>875</sup>

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.<sup>876</sup> 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.<sup>877</sup> Ein echtes Unterlassen scheidet damit aufgrund der aktiven Formulierungen aus.<sup>878</sup>

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.<sup>879</sup>

---

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; *Gebmann*, 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.

Diese Sichtweise scheint auch die ESMA in ihren Q&A zur Marktmissbrauchsverordnung anzunehmen, ohne dies ausdrücklich klarzustellen:<sup>880</sup>

„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.<sup>881</sup> 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.<sup>882</sup> Teilweise wird dem Wortlautargument entgegnet, der Wortlaut sei zwar durchaus positiv formuliert, stehe einer Begehung durch Unterlassen jedoch nicht entgegen.<sup>883</sup> Verwiesen wird auf zwei Beispiele aus dem deutschen Strafrecht, die ebenfalls positiv formuliert seien, jedoch nach herrschender Meinung auch ein Unterlassen erfassen.<sup>884</sup> Diesem letzten Argument ist die autonom-gemeinschaftsrechtliche Auslegung entgegenzuhalten.<sup>885</sup> 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.

gen.<sup>886</sup> In keinen Fall kann die Auslegung bereits beim Wortlaut stehen bleiben.<sup>887</sup> 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.<sup>888</sup> 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.<sup>889</sup> 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.<sup>890</sup> 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.

Unterlassen beziehen sich auch der deutsche Gesetzgeber<sup>891</sup> und die Aufsichtsbehörde BaFin<sup>892</sup> 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.<sup>893</sup>

Gegen die Schlussfolgerung aus Art. 2 Abs. 4 MAR hat sich zu Recht Widerstand gebildet.<sup>894</sup> Art. 2 Abs. 4 MAR regelt den räumlichen Anwendungsbereich<sup>895</sup> 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.<sup>896</sup>

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*, Wj 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.



## 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,<sup>897</sup> 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.<sup>898</sup> 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.<sup>899</sup> 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 beeinträchtigt das Vertrauen der Anleger stärker als das bloße Nichtversorgen mit Informationen.<sup>900</sup> 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.<sup>901</sup>

Nach anderer Auffassung streitet der Normzweck unzweifelhaft für eine Tatbestandsmäßigkeit der Begehung durch Unterlassen.<sup>902</sup> 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/Oppe- nauer*, AG 2019, 502, 512.

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,<sup>903</sup> 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.<sup>904</sup> 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:<sup>905</sup> 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*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 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.

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.<sup>906</sup> 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.<sup>907</sup> Die noch näher darzustellende<sup>908</sup> 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.<sup>909</sup> Liegen die zusätzlichen Voraussetzungen der strafrechtlichen Sanktion nach § 119 Abs. 1 WpHG vor,<sup>910</sup> 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.).

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.<sup>911</sup> Auf die von der Gegenansicht behauptete These vom geringeren Vertrauensverlust kommt es nur nachrangig an, denn das Marktvertrauen wird – wie dargelegt<sup>912</sup> – 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.<sup>913</sup> 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.).

Meldung der Netto-Leerverkaufsposition nach Art. 6 Abs. 1 LVVO ein Verstoß gegen Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR vorliegt.<sup>914</sup>

Die Leerverkaufsverordnung und die Marktmissbrauchsverordnung sind grundsätzlich unabhängig voneinander, also nebeneinander anwendbar.<sup>915</sup> 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.<sup>916</sup> 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.<sup>917</sup> Informierte Anleger nehmen die negativen Signale auf und können sie so schneller einpreisen.<sup>918</sup> Das fördert die Informationseffizienz. Der Gesetzgeber wahrt zudem mit der Offenlegungspflicht die Gleichbehandlung der Anleger.<sup>919</sup> Jeder Anleger soll die Chance haben, die gleichen Informationen zu beziehen. Anzumerken ist des Weiteren, dass die Leerverkaufsverordnung die Transparenzpflichten der Art. 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; *Langenbacher*, 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. 264f.; 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; *Langenbacher/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.

Verhaltens stellt.<sup>920</sup> 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.<sup>921</sup> 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.<sup>922</sup> 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.<sup>923</sup> 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.).

## § 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.<sup>924</sup> *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.

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.<sup>925</sup> Der Scalper gebe aus Sicht des verständigen Anlegers die Erklärung ab, dass kein Eigeninteresse die Stellungnahme beeinflusst habe.<sup>926</sup> 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.<sup>927</sup> Ausnahmsweise<sup>928</sup> handelt es sich beim Scalping um eine tatbestandsmäßige Täuschung über die subjektive Motivation des Handelnden.<sup>929</sup>

#### 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 *Panaris*, 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.



## 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.<sup>930</sup> 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.<sup>931</sup>

Eine Zurechnung des Verhaltens des Stellungnehmenden zum Positionsinhaber erfolgt über Täterschafts- und Teilnahmeregeln.<sup>932</sup> 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.<sup>933</sup> 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.<sup>934</sup> 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 Kumpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht,

den.<sup>935</sup> 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.<sup>936</sup> 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.<sup>937</sup> 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.<sup>938</sup> 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 Kapitalmarktdeliktet 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; *Langenbacher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 312; i. E. auch *Veil*, in Veil, KMR, § 15 Rn. 46.

## 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.<sup>939</sup> Eine Bewertung setzt ein wertendes Element voraus.<sup>940</sup> Für die Begrenzung auf Meinungsäußerungen spricht der englische Wortlaut („opinion“). Damit sind zwar keine reinen Tatsachenbehauptungen vom Tatbestand erfasst,<sup>941</sup> sehr wohl aber Werturteile und Prognosen mit Tatsachenkern.

Ein Unterfall der Stellungnahme ist die Anlageempfehlung im Sinne von Art. 20 MAR.<sup>942</sup> 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.<sup>943</sup> Vielmehr ist allein entscheidend, dass die Stellungnahme absichtlich zur Irreführung der Anleger wegen fehlender Offenlegung des Interessenkonfliktes abgegeben wird. In Fällen des „absichtlichen Scalping“<sup>944</sup> 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 Kapitalmarktrecht, 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. *Panaris*, 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.

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<sup>945</sup> – als Anlageempfehlung einzuordnen sind, sind sie in jedem Fall zugleich als eine Stellungnahme im Sinne von Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR anzusehen.<sup>946</sup> 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.<sup>947</sup> 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:<sup>948</sup>

„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 *Langenbacher/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.

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.<sup>949</sup> Da die Journalisten keine Positionen in Wirecard hielten, scheidet 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.<sup>950</sup>

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.<sup>951</sup>

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.<sup>952</sup> Dieses Mindestmaß ist erreicht, wenn die Stellungnahme *wenigen* Personen zugänglich ist.<sup>953</sup> 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 *Langenbacher/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.

„der Öffentlichkeit gleichzeitig der Interessenkonflikt“ mitgeteilt werden muss. Der Begriff der „Öffentlichkeit“ sei teleologisch zu reduzieren.<sup>954</sup>

Nach einer weiten Auffassung reicht auch die Empfehlung an eine einzelne Person aus.<sup>955</sup> 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<sup>956</sup> 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, zweifels- ohne einen Medienzugang aus.<sup>957</sup> 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.<sup>958</sup> 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.<sup>959</sup> 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; *Langenbacher*, 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.

durch weitere Marktentwicklungen partizipiert.<sup>960</sup> 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.<sup>961</sup> 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.<sup>962</sup>

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 Petition 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.

tet hier, dass die Mitteilung des Interessenkonfliktes in der Stellungnahme selbst enthalten sein muss. Eine Mitteilung vor oder nach der Stellungnahme reicht nicht aus.<sup>963</sup> 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.<sup>964</sup> 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.<sup>965</sup>

Ferner muss nach dem Wortlaut die Mitteilung des Interessenkonfliktes an die Öffentlichkeit erfolgen. Problematisch ist, dass – wie gezeigt<sup>966</sup> – 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.<sup>967</sup>

## 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.<sup>968</sup> 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 *Find-eisen*, Interessenkonflikte in der Aktienanalyse, S. 188.



Empfehlenden zu kontrollieren und zu überwachen.<sup>969</sup> Ein besonderes Augenmerk liegt auf Interessenkonflikten durch Eigenbeteiligungen,<sup>970</sup> 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.<sup>971</sup> Insoweit handelt es sich um „verschwiegene Leerverkäufer“.<sup>972</sup>

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.<sup>973</sup> Eine zuverlässige und wahre Preisbildung setzt die Kenntnis der vollen Wahrheit voraus und verlangt die möglichst genaue Offenlegung des Interessenkonfliktes.<sup>974</sup> 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.<sup>975</sup> 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/Röhrle*, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform, 1997, S. 143, 151 Fn. 18.

972 *Langenbacher/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).

fohlenen Aktien „könnte“ bestehen.<sup>976</sup> Derartige Hinweise auf bloße Möglichkeiten stellen eine Selbstverständlichkeit dar,<sup>977</sup> reichen aber nicht aus, um eine informierte Anlageentscheidung 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.<sup>978</sup> Die Literatur diskutiert verschiedene Offenlegungsangaben:<sup>979</sup> 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,<sup>980</sup> 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.).

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.<sup>981</sup> Ausreichend sei eine Angabe des konkreten Interessenkonfliktes mit dem Hinweis auf die Short- bzw. Long-Position.<sup>982</sup> 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.<sup>983</sup> Darüber hinaus habe die Offenlegung der konkreten Positionshöhe neben dem Hinweis auf die bestehende Position für die Anleger keinen weiteren Nutzen.<sup>984</sup> Die Anleger seien auch ohne einen exakten Hinweis auf die Beteiligungshöhe hinreichend über die Gefahren aufgeklärt.<sup>985</sup>

---

981 *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 521; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 108; *Commandeur*, AG 2020, 575 Rn. 16; *Oulds*, in Kumpel/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 *Langenbacher/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.

- 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.<sup>986</sup> Da die Stellungnahme – wie bereits dargelegt<sup>987</sup> – 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<sup>988</sup> 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 angeben, 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).“<sup>989</sup>

---

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

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.<sup>990</sup> 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.<sup>991</sup> 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.<sup>992</sup> Das soll zumindest dann der Fall sein, wenn es sich um Sachverständige im Sinne des Art. 1 DelVO (EU) 2016/958 handelt.<sup>993</sup> 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.<sup>994</sup> Diese Pflicht resultiere aus Art. 6 Abs. 1 LVVO. Danach sind Personen verpflichtet, Netto-Leerverkaufspositionen „bei einem Prozentsatz

---

2020, 486, 491; *Rothenböfer*, 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 *Rothenböfer*, 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; *Brellocks*, 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.

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.<sup>995</sup> 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.<sup>996</sup>

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.<sup>997</sup> 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.<sup>998</sup>

#### 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.<sup>999</sup>

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 Rn. 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.

eine rationale Entscheidungsfindung zu ermöglichen. Eine rationale Anlageentscheidung fördert die Preiswahrheit. Dazu muss ein Anleger mithilfe der Angaben, die Glaubwürdigkeit der Empfehlung überprüfen können.<sup>1000</sup> 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.<sup>1001</sup>

Der Einwand der Gegenansicht, solche konkreten Angaben wie die Positionshöhe hätten für den Anleger keinen Nutzen und würden dem Anleger nicht weiterhelfen,<sup>1002</sup> 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.<sup>1003</sup> Der Interessenkonflikt liegt allein im Verantwortungsbe-  
reich 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.

Geheimhaltungsinteressen des Empfehlenden gerechtfertigt ist.<sup>1004</sup> Beim Scalping wird nämlich die Grenze der „verkehrsüblichen Interessenverquickung“ überschritten.<sup>1005</sup> 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,<sup>1006</sup> so kann eine Offenlegung der konkreten Positionshöhe mit den bereits genannten teleologischen Argumenten aus Art. 5 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958 hergeleitet werden.<sup>1007</sup> 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 solche niedrige Schwelle. Die Meldepflichten für Netto-Leerverkaufspositionen sind deutlich niedriger als für Netto-Kaufpositionen.<sup>1008</sup> 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/Mülbart/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.



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“<sup>1009</sup>, 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.<sup>1010</sup> 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.<sup>1011</sup> Der Wortlaut des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR beschränke sich mit der Wendung „dieser Interessenkonflikt“ auf den Wortlautteil „Positionen eingegangen wurden“.<sup>1012</sup> 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.<sup>1013</sup> 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; *Langenbacher/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.

der Schließung der Position von der weiteren Kursentwicklung abhängen, sodass der Leerverkäufer den Zeitpunkt der Schließung im Vorhinein nicht präzise angeben könne.<sup>1014</sup>

Andere halten die Absicht, die Position zeitnah zu schließen, für eine wesentliche Information, die den Anlegern gegenüber offenzulegen ist.<sup>1015</sup> Der Wortlaut schränke diese Auslegung nicht ein.<sup>1016</sup> 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.<sup>1017</sup> 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.<sup>1018</sup>

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 ausgelöst<sup>1019</sup> – 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-KapMStfR, Kap. 6.1 Rn. 182 Fn. 580; *Panatis*, 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.).

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.<sup>1020</sup> 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.<sup>1021</sup> 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.<sup>1022</sup> Dabei könne ein abstrakter Hinweis nicht ausreichen. Das Petikum bezieht sich auf das Urteil *Zweig v. Hearst Corp.*<sup>1023</sup> 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.<sup>1024</sup>

---

1020 Darauf eingehend mit Bezug zu den Leerverkaufsattacken auch *Panaris*, 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 Petikum ebenfalls auf und verweist darauf, dass bisher nur Fälle von Kaufempfehlungen entschieden wurden und Leerverkaufsattacken noch nicht Gegenstand einer solchen Entscheidung waren.

Typisches Muster von aktivistischen Leerverkäufern ist das Schließen der Position innerhalb weniger Tage<sup>1025</sup> nach Veröffentlichung der negativen Gerüchte.<sup>1026</sup> 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,<sup>1027</sup> 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.<sup>1028</sup> In der Literatur wird die Frage nach der Offenlegung der Identität soweit ersichtlich im Zusammenhang mit dem Scalping kaum diskutiert.<sup>1029</sup> 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.<sup>1030</sup>

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.<sup>1031</sup> 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. *Brellocks*, 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 *Klöbn*, WM 2016, 1665, 1671 f.

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.<sup>1032</sup> 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.<sup>1033</sup> 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.<sup>1034</sup>

Stellt die Stellungnahme wie in unserem Fall zugleich eine Anlageempfehlung im Sinne von Art. 20 MAR dar,<sup>1035</sup> 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.).

der Qualifikation fördern.<sup>1036</sup> 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.<sup>1037</sup> 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.<sup>1038</sup> 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.<sup>1039</sup> 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 *Rotbenböfer*, 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.

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:<sup>1040</sup>

„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.

sie genauere Angaben machen müssen. Die BaFin stellte zu Recht einen Verstoß gegen die Anzeigepflicht aus § 86 WpHG fest.<sup>1041</sup>

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<sup>1042</sup> – 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)“)<sup>1043</sup>, 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:<sup>1044</sup>

„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/20/meldung\\_2020\\_02\\_04\\_-Ontake\\_Research.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/20/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.



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.“).<sup>1045</sup>

Im Fall Gotham City Research fand sich der Disclaimer auf Seite 2 des Research Reports und war optisch erkennbar.<sup>1046</sup> 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.<sup>1047</sup> 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.

„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.<sup>1048</sup> 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.<sup>1049</sup> 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.<sup>1050</sup> 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,<sup>1051</sup> 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.

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.<sup>1052</sup> 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<sup>1053</sup> – als Stellungnahme ein, reicht die dortige Offenlegung („MWC is short Ströer \$SAX GR“)<sup>1054</sup> 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.<sup>1055</sup> 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-*

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.<sup>1056</sup> 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, *Brellocks*, 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.

jekts.<sup>1057</sup> 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)<sup>1058</sup> 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.<sup>1059</sup> 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.<sup>1060</sup> Ausreichend ist demnach Mitursächlichkeit.<sup>1061</sup> Im Unterschied zu Zivilprozessen reicht es aus, dass sich ein anderer Preis gebildet hätte; die genaue Höhe muss dagegen nicht festgestellt werden.<sup>1062</sup> Zudem genügt jeder Einwirkungserfolg; die Preis- einwirkung muss nicht erheblich sein.<sup>1063</sup> Zur richterlichen Überzeugung reicht ein Vergleich von bisherigen Kursverläufen und Umsatz, die Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Wertpapiers am konkreten Tag sowie die Ordergröße.<sup>1064</sup> 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 Kapitalmarktrecht, 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.

der Aktie verneint werden; andernfalls liefe die Regelung des Scalping ins Leere.<sup>1065</sup>

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.<sup>1066</sup>

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.<sup>1067</sup>

Im Rahmen der informationsgestützten Marktmanipulation ist die Feststellung erforderlich, dass der Kurs bei ordnungsgemäßigem Informationsverhalten anders ausgefallen wäre, als er sich aufgrund der Fehlinformation tatsächlich darstellte.<sup>1068</sup> 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.<sup>1069</sup> Bei einer unterlassenen Informationspreisgabe ist auf die Preiseinwirkung bei tatsächlicher Bekanntgabe als Indiz abzustellen.<sup>1070</sup> 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-kga/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.

informationseffizienter Kapitalmärkte<sup>1071</sup> ist ein indizieller Rückschluss möglich, welchen Wert der Markt einer bestimmten veröffentlichten Information zugemessen hätte. Auf dieser Grundlage können Sachverständigenutachten nach dem Verfahren der sog. Ereignisstudien erstellt werden.<sup>1072</sup>

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.<sup>1073</sup> 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.<sup>1074</sup> Daneben kann ein Gericht ein Berufsverbot anordnen oder das durch die Marktmanipulation Erlangte einziehen.<sup>1075</sup>

## B. Bußgeldbewehrte Sanktionen nach § 120 WpHG

Neben der strafrechtlichen Sanktion sieht das WpHG in § 120 Abs. 15 Nr. 2 einen Ordnungswidrigkeitstatbestand vor. Dieser verlangt keinen Einwirkungserfolg (Eignungsdelikt) und der Manipulant kann den Tatbestand vorsätzlich<sup>1076</sup> oder auch leichtfertig<sup>1077</sup> 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.<sup>1078</sup> 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.

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<sup>1079</sup> 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.<sup>1080</sup> Die nicht erfolgte Anzeige ist nach § 120 Abs. 2 Nr. 14 WpHG bußgeldbewehrt. Dieser Verstoß steht gemäß § 20 OWiG in Tateinheit 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 Tateinheit (§ 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.).



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.