

## 5. Kapitel: Thesenartige Zusammenfassung der Untersuchungsergebnisse

### § 16 Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer

#### *These 1: Leerverkaufsattacken werden zum Lackmustest des Manipulationsstatbestandes.*

- I. Das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer lässt sich in drei Schritte unterteilen: In einem ersten Schritt gehen sie eine Leerverkaufsposition ein, wobei sich der Leerverkauf durch die Veräußerung von Aktien kennzeichnet, die nicht im Eigentum des Verkäufers stehen. In einem zweiten Schritt verbreiten die Leerverkäufer einen sog. Research Report. Dieser zweite Schritt verleiht den Leerverkäufern das Attribut „aktivistisch“ und grenzt sie von anderen Leerverkäufern am Markt ab. Das Ziel der Veröffentlichung ist es, andere Aktionäre zum Verkauf ihrer Anteile zu bewegen, damit der Kurs schnell in eine Abwärtsspirale gerät. Ist der Kurs gefallen, kaufen die Leerverkäufer die Aktien in einem dritten Schritt zum gesunkenen Kurs auf und decken damit ihre offene Verbindlichkeit aus dem Leerverkaufsgeschäft. Die Differenz zwischen dem Verkaufskurs vor dem Angriff und dem niedrigeren Kaufkurs nach dem Angriff stellt abzüglich Transaktionskosten den Gewinn der Leerverkäufer dar.
- II. Das Phänomen ist in den USA seit Jahren bekannt und hält seit 2016 Einzug in den deutschen Kapitalmarkt. Die jeweiligen attackierten Unternehmen und die Vorwürfe in den Research Reports weisen eine ähnliche Struktur auf, sodass sich daraus ein Muster erkennen lässt. Das Zielunternehmen hat in der Zeit vor dem Angriff in der Regel einen längeren Kursanstieg verzeichnet und wird an der Börse von Aktionären und Analysten positiv bewertet. Inhalt der Reports sind Vorwürfe von Bilanzunregelmäßigkeiten, Kritik an einem undurchsichtigen Geschäftsmodell und weitere Corporate Governance-Themen.
- III. Die Leerverkaufsattacken stehen in einem Spannungsverhältnis, das es anhand rechtsökonomischer Überlegungen aufzulösen gilt. Die Grenze zwischen wertvollen negativen Informationen und Marktmanipulation ist fließend. Es gilt, diejenigen Leerverkaufsangriffe herauszufiltern, die durch falsche oder irreführende Informationen die Markteffizienz schädigen, ohne diejenigen Attacken zu beschränken, durch

die wertvolle Informationen in den Markt gelangen. Die rechtlichen Grenzen eines solchen Vorgehens sind bevorzugt im europäischen Marktmissbrauchsrecht zu suchen. Das Verbot der Marktmanipulation gerät in den Blickpunkt der Diskussion. Mit Blick auf das Verhältnis zum Insiderrecht ist festzustellen, dass es kaum plausibel wäre, wenn die Marktmissbrauchsverordnung ein Verhalten unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation ausdrücklich und nur unter zusätzlichen Voraussetzungen für unzulässig erkläre, welches unter dem Gesichtspunkt des Insiderrechts ohnehin verboten ist. Vor diesem Hintergrund werden die Leerverkaufsattacken zum Lackmustest des Manipulationstatbestandes.

## § 17 Ökonomische Grundlagen

### *These 2: Die Informationseffizienz ist wichtigste Bedingung für funktionsfähige Kapitalmärkte.*

- I. Kapitalmärkte haben als primäre Aufgabe, das zur Verfügung stehende Kapital effizient zu verteilen. Sie transformieren Sparkapital der Anleger in Investitionskapital und stellen es Unternehmen zur Verfügung. Eine Verteilung ist dann effizient, wenn das Kapital dorthin fließt, wo es ökonomisch am sinnvollsten verwendet werden kann. Die Börsenkurse dienen als Informations- und Bewertungsparameter für Anleger und ihre Anlageentscheidungen.<sup>1081</sup>
- II. Die Informationseffizienz stellt die wichtigste Bedingung für funktionsfähige Kapitalmärkte dar.<sup>1082</sup> Nach der halbstrengen Form der Informationseffizienz werden alle öffentlich bekannten Informationen unmittelbar durch Transaktionen von Informationshändlern in die Kurse eingepreist. Informationshändler sind die Anleger, die aktiv nach Informationen suchen und sie auswerten. Uninformierte Anleger können sich die Informationssuche ersparen und darauf vertrauen, dass der Preis alle öffentlichen Informationen enthält. Die unterbliebene Informationssuche ist rational. Reagieren die Anleger noch zutreffend auf neue Informationen, stimmt der Kurs mit dem Fundamentalwert überein (Fundamentaltwerteffizienz).
- III. Für einen funktionierenden Kapitalmarkt sind des Weiteren niedrige Transaktionskosten und Liquidität maßgeblich. Die Transaktionskos-

---

1081 Oben § 4 B. II. (S. 40 f.).

1082 Zu den Funktionsbedingungen s. oben § 4 B. III. (S. 41 ff.).

ten können durch Unregelmäßigkeiten wie eine Marktmanipulation steigen, denn die Anleger müssen sich zusätzliche Informationen einholen, die nur zu hohen Kosten erhältlich sind. Liquidität meint die Möglichkeit, zu jeder Zeit eine große Zahl Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dabei einen erheblichen Preiseffekt auszulösen. Ist ein Markt liquide, lockt dies neue Anleger an. Liquide Märkte haben einen Netzwerkeffekt. Eine größere Anzahl von Anlegern verringert die Informationsasymmetrie. Liquidität steht folglich in einer Wechselbeziehung zu informativen Preisen.

- IV. Neben die klassische Finanztheorie tritt die verhaltensorientierte Finanztheorie (Behavioral Finance), die durch ihre Erkenntnisse realitätsnähere Ergebnisse verspricht.<sup>1083</sup> Für die vorliegende Arbeit hat das Herdenverhalten eine besondere Bedeutung. Ein Herdenverhalten ist zu beobachten, wenn ein Marktakteur Informationssignale setzt und die anderen Anleger diese aufnehmen und daraufhin ihre eigenen Informationen vernachlässigen. Es entsteht eine Informationskaskade mit gleichgerichteten Informationen. Ist das erste Informationssignal falsch, z. B. weil es manipuliert wurde, treffen alle nachfolgenden Anleger eine falsche Entscheidung. Der Herde zu folgen, kann rational sein, nämlich dann, wenn man es als Anleger schafft, früh in die Kaskade einzusteigen und viele weitere Anleger nachfolgen. Bei den Leerverkaufsattacken ist das Ziel, möglichst schnell zu verkaufen, um größere Verluste zu vermeiden.

***These 3: Marktmanipulation lässt sich nicht definieren. Sie lässt sich am besten durch eine ökonomische Einteilung der Manipulationsformen beschreiben.***

- I. Marktmanipulationen sind so alt wie die Märkte selbst. Dennoch findet sich bis heute keine arbeitsfähige Definition für Marktmanipulation, da es schwierig bis unmöglich ist, die vielfältigen Lebenssachverhalte zu erfassen und zu beschreiben. Um die terminologischen Schwierigkeiten zu überwinden, erfolgt eine Orientierung an den Erscheinungsformen der Marktmanipulation.
- II. Zu unterscheiden ist zwischen informations-, handels- und handlungsgestützter Marktmanipulation.<sup>1084</sup>
1. Die informationsgestützte Marktmanipulation beruht auf der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen. Sie ist sehr ef-

---

1083 Oben § 4 C. (S. 48 ff.).

1084 Oben § 5 B. (S. 52 ff.).

fektiv, da im Rahmen der Informationseffizienz die Kapitalmärkte umgehend auf neue Informationen reagieren. Ihre Schädlichkeit wird nicht bezweifelt. Der Erfolg einer informationsgestützten Marktmanipulation hängt vom Inhalt, Verbreitungsweg (insbes. Internet) und der Person des Äußernden ab. Eine Form der informationsgestützten Marktmanipulation ist das Scalping.

2. Die handelsgestützte Marktmanipulation wirkt sich unmittelbar auf einen preisbeeinflussenden Parameter aus. Andere Marktteilnehmer nehmen die (falschen oder irreführenden) Handelssignale auf und handeln daraufhin. Handelsgestützte Praktiken sind geeignet, einen Trend auszulösen.
3. Die handlungsgestützte Marktmanipulation wirkt unmittelbar auf den inneren Wert des Unternehmens wie z. B. durch Zerstörung von Betriebsmitteln ein. Ein Beispiel ist der Anschlag auf den Mannschaftsbus von Borussia Dortmund. Es liegt kein Fall der Marktmanipulation im klassischen Sinne vor, weil keine Beeinträchtigung der Informationseffizienz erfolgt. Die handlungsgestützte Marktmanipulation spielt für die Leerverkaufsattacken keine Rolle.

***These 4: Leerverkäufen kommt ein positiver Nutzen für die Funktionsfähigkeit eines Kapitalmarktes zu.***

- I. Leerverkäufe haben einen ökonomischen Nutzen für die Liquidität und für eine effiziente Preisbildung.<sup>1085</sup> Empirische Studien zeigen, dass Leerverkäufer gut informiert sind und wertvolle negative Markterwartungen einbringen. Auch theoretische Modelle zeigen, dass die Abwesenheit von negativen Markterwartungen zu Überbewertungen führen kann. Diese positiven ökonomischen Erkenntnisse müssen bei der rechtlichen Bewertung von Leerverkäufen berücksichtigt werden.
- II. Leerverkäufe weisen aber auch Risiken auf. Leerverkäufe können ungerechtfertigte Abwärtsbewegungen auslösen oder zumindest verstärken.<sup>1086</sup> Durch das Verkaufssignal eines Leerverkaufs steigt der Verkaufsdruck und im schlimmsten Fall kann eine Verkaufspanik entstehen. Die Möglichkeit, durch Leerverkäufe eine Abwärtsspirale auszulösen, macht Leerverkäufe anfällig für manipulative Strategien. Werden Leerverkäufe manipulativ und massenhaft eingesetzt, spricht man von bear raids. Bei ungedeckten Leerverkäufen (naked short sales)

---

1085 Zu den positiven Effekten s. oben § 6 C. (S. 58 ff.).

1086 Zu den negativen Effekten s. oben § 6 D. (S. 62 ff.).

oder fehlender Eindeckungswilligkeit des Leerverkäufers (abusive naked short sales) können besondere Gefahren bestehen.

***These 5: Die positiven Eigenschaften von Leerverkäufen gelten auch für die aktivistischen Leerverkäufer.***

- I. Sind die von den aktivistischen Leerverkäufern verbreiteten Informationen zutreffend, tragen die aktivistischen Leerverkäufer zur Steigerung der Informationseffizienz bei. Die negative Markteinschätzung wird durch die Verbreitung des Research Reports lediglich beschleunigt. Der Leerverkauf stellt dann bloß ein Mittel zur Gewinnrealisierung dar. Durch die Verbreitung negativer Informationen tragen die Leerverkäufer das Attribut „aktivistisch“. Das Vorgehen der aktivistischen Leerverkäufer ist als Form eines negativen Aktivismus einzuordnen und wegen ihrer fehlenden Aktionärsstellung vom Aktionärsaktivismus abzugrenzen.<sup>1087</sup>
- II. Erste empirische Untersuchungen aus den USA beschäftigen sich mit Leerverkaufsattacken und bringen wichtige Erkenntnisse in die Diskussion ein.<sup>1088</sup> Die Veröffentlichung der Research Reports dient zur Überwindung von kapitalmarkttheoretischen Hindernissen. Aktionäre sollen zum Verkauf getrieben werden, denn nur wenn die Aktionäre ihre Positionen auflösen, kann der Kurs in kurzer Zeit (stark) fallen. Ohne Veröffentlichung des Reports besteht die Gefahr, dass andere Marktteilnehmer den Preis noch weiter vom Fundamentalwert entfernen (noise), weil sie Informationen nicht berücksichtigen oder falsch interpretieren.
- III. Die Digitalisierung der Kapitalmärkte ist ein entscheidender Erfolgsfaktor für die aktivistischen Leerverkäufer.<sup>1089</sup> Die mediale Aufmerksamkeit erreichen sie durch reißerische Darstellungen auf ihren Internetseiten und ihren Twitter-Profilen. Die sozialen Medien befördern das Geschäftsmodell der Leerverkäufer, denn die Kommunikation ist schnell und ohne Hürden wie bei traditionellen Medien möglich. Hinzu kommt der algorithmische Handel, der das Geschäftsmodell begünstigt. Algorithmen der institutionellen Investoren nehmen die Preisbewegungen wahr und lösen Stop-Loss-Orders aus. Zudem suchen Algorithmen nach negativen Schlagworten in den Berichten.

---

1087 Oben § 7 A. (S. 66 ff.).

1088 Oben § 7 B. I. (S. 69 ff.) und § 7 C. (S. 78 ff.).

1089 Oben § 7 B. II. (S. 71 ff.).

IV. Das Geschäftsmodell der aktivistischen Leerverkäufer setzt voraus, dass die Anleger diese als glaubwürdig einschätzen und die Research Reports Informationen enthalten, die eine Änderung der Bewertung des Fundamentalwerts rechtfertigen.<sup>1090</sup> Glaubwürdige Leerverkäufer haben einen größeren Markteinfluss und ihre Berichte führen nach der Veröffentlichung zu größeren Verlusten. Dass sie sich diese Reputation verdient haben, zeigen Studien, die zu dem Ergebnis kommen, dass viele der veröffentlichten Research Reports zutreffend sind. Das liegt unter anderen an dem Umstand, dass die Leerverkäufer bestens informiert sind. Die meisten Reports weisen neue bewertungserhebliche Informationen auf, die von anderen Marktteilnehmern, z. B. Analysten, zuvor nicht korrekt bewertet wurden.

## § 18 Rechtsrahmen für Leerverkaufsattacken im europäischen Kapitalmarktaufsichtsrecht

### *These 6: Die Research Reports der Leerverkäufer sind als Anlageempfehlungen im Sinne des Art. 20 MAR einzuordnen.*

Die aktivistischen Leerverkäufer müssen sich an die Regelungen zur Erstellung von Anlageempfehlungen gemäß Art. 20 MAR halten, denn die Research Reports sind als Anlageempfehlungen einzustufen.<sup>1091</sup> Die aktivistischen Leerverkäufer sind in den meisten Fällen als sonstige Personen, deren Haupttätigkeit in der Erstellung einer Anlageempfehlung besteht, einzuordnen. Die Verbreitung der Research Reports erzeugt beim verständigen Anleger den Eindruck einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Emittenten, da die Leerverkäufer die Informationen strukturiert darstellen. Zudem enthalten die Research Reports eine implizite Empfehlung zum Verkauf der Aktie. Auch wenn die aktivistischen Leerverkäufer oftmals gar nicht objektiv auftreten wollen, kommt ein abgesenkter Prüfungsmaßstab im Verhältnis zu Art. 20 MAR nicht in Betracht. Art. 20 MAR ist nicht dispositiv.

---

1090 Oben § 7 B. III. (S. 74 ff.).

1091 Oben § 9 A. (S. 85 ff.).

***These 7: Der Untersuchungsgegenstand der Arbeit verlangt nach einem systematischen Überblick über das Verbot der Marktmanipulation zur Orientierung.***

- I. Der europäische Gesetzgeber hat den Anwendungsbereich der Artt. 12, 15 MAR im Vergleich zur Marktmissbrauchsrichtlinie deutlich ausgeweitet. Art. 12 MAR soll einen lückenlosen Umgehungschutz gewährleisten (Catch'em all-Klauseln). Die Ausweitung und Offenheit des Tatbestandes gehen zu Lasten der Systematik. Dabei steht der Rechtsanwender vor der Aufgabe, die vielfältigen Manipulationsformen zu erfassen, sachgerecht zu strukturieren und in das bestehende System einzuordnen. Ziel muss es sein, manipulative von rechtmäßigen Handlungen rechtssicher abzugrenzen.
- II. Art. 12 Abs. 1 MAR nennt vier Basistatbestände. Zielführend ist es, unter dem neuen Marktmissbrauchsrecht an den ökonomischen Erscheinungsformen der Marktmanipulation festzuhalten. Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR stellt handelsgestützte Manipulationsformen dar und Art. 12 Abs. 1 lit. b MAR ist als Auffangtatbestand konzipiert. Art. 12 Abs. 1 lit. c und lit. d MAR sind als informationsgestützte Marktmanipulationsformen zu qualifizieren.
- III. Die Basistatbestände Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR sind objektiv ausgestaltet. Nur die Basistatbestände in Art. 12 Abs. 1 lit. c und lit. d MAR weisen einen subjektiven Tatbestand auf.
- IV. Die fünf Handlungen in Art. 12 Abs. 2 MAR sind als zwingende Beispiele einer Marktmanipulation einzuordnen. Aufgezählt werden etwa die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, bestimmte Formen des algorithmischen Handels und das Scalping.
- V. Die Indikatoren in Art. 12 Abs. 3 in Verbindung mit Anhang I MAR bieten eine Auslegungs- und Subsumtionshilfe bei der Bestimmung der effektenbasierten Tatbestandsmerkmale des Art. 12 Abs. 1 lit. a und lit. b MAR. Maßgeblich ist eine Würdigung sämtlicher Umstände im Einzelfall. Da die Indikatoren sehr unbestimmt sind, werden diese durch zahlreiche Manipulationspraktiken („präzisierende Beispiele“) in DelVO (EU) 2016/522 ausgestaltet. Eine tatbestandskonkretisierende und damit tatbestandsbegründende Wirkung ist den Indikatoren und präzisierenden Beispielen im Gegensatz zu den zwingenden Beispielen in Absatz 2 nicht zuzusprechen.

***These 8: Die Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes durch manipulative Praktiken ist die teleologische Rechtfertigung des Verbotes der Marktmanipulation.***

- I. Aus rechtlicher Sicht ist für die Subsumtion unter den Tatbestand des Art. 12 MAR entscheidend, ob eingesetzte Praktiken zu einer Funktionsbeeinträchtigung der Kapitalmärkte führen, denn das Primärziel des europäischen Kapitalmarktrechts ist der Funktionsschutz.<sup>1092</sup> Durch manipulative Praktiken können die Kurse ihre Informations- und Bewertungsfunktion nicht mehr wahrnehmen. Daraufhin treffen Anleger ihre Investitionsentscheidungen auf falscher Informationsgrundlage. Das kann zu einer fehlerhaften Kapitalallokation führen. Das Marktmanipulationsverbot stellt sicher, dass ein Marktteilnehmer die Preise nicht zu Lasten der Informationshändler vom Fundamentalwert wegbewegt. Der Gesetzgeber schützt damit in erster Linie die Informationshändler, die für informative Preise sorgen. Alle anderen Anleger können zu „richtigen“ Preisen handeln. Sie sind mittelbar geschützt. Sind die Märkte effizient, profitieren alle Anleger von Liquidität und niedrigen Transaktionskosten. Der Funktionsschutzgedanke spricht eindeutig für ein Verbot der Marktmanipulation.
- II. Zugleich trägt das Verbot der Marktmanipulation zur Vertrauensstärkung bei. Das Vertrauen in funktionsfähige und faire Märkte wird in der Rechtsprechung des EuGH und auch in der Literatur besonders betont, da es ohne Vertrauen zu einem Marktversagen kommt. Verlassen zu viele Anleger den Markt, leidet dessen Funktionsfähigkeit. Das Vertrauen der Anleger wird durch funktionsfähige Märkte sichergestellt.
- III. Als Regelungsziel der Verbotsvorschrift des Art. 12 MAR ist auch der Anlegerschutz als Teil des übergeordneten Funktionsschutzes auszu-machen.<sup>1093</sup> Dieser findet erstmalig ausdrückliche Stütze im Wortlaut von Art. 1 MAR. Durch einen funktionsfähigen Markt mit einer fairen Preisbildung werden die Anleger am besten geschützt.
- IV. Mit Blick auf das Rechtsgut des Funktionsschutzes und der negativen ökonomischen Auswirkungen von manipulativen Handlungen kann eine erste Ableitung zur Abgrenzung legitimer und illegitimer Praktiken gewonnen werden. Wünschenswert sind solche Praktiken, die den Kurs an den Fundamentalwert annähern, denn dann kann die Informations- und Bewertungsfunktion richtige Anreize zur Kapitalallokati-

---

1092 Oben § 10 C. I. (S. 102 ff.).

1093 Oben § 10 C. II. (S. 107 f.).

on setzen. In jedem Fall tatbestandsmäßig und somit verboten müssen hingegen Geschäfte mit falschem oder irreführendem Charakter sein, denn diese beeinträchtigen die Informations- und Bewertungsfunktion eines Kurses.

## § 19 Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken

**These 9: Die Leerverkaufstransaktion verwirklicht grundsätzlich nicht den Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR.**

- I. Als Anknüpfungspunkt im Tatbestand der *handelsgestützten* Marktmanipulation gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR kommt nur die Leerverkaufstransaktion in Betracht.<sup>1094</sup> Eine Anknüpfung an die Veröffentlichung der Research Reports als „andere Handlung“ in Form des informationsgestützten Trash and Cash scheidet entgegen teilweiser vertretener Ansicht im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR aus. Ein semantischer Vergleich mit den anderen Tathandlungen („Abschluss eines Geschäfts“ und „Erteilung eines Handelsauftrages“) spricht für eine Auffangfunktion der Variante „jede andere Handlung“ mit handelsgestütztem Element. Zudem sind Friktionen im subjektiven Tatbestand zu vermeiden, denn die informationsgestützte Marktmanipulation setzt in Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR einen subjektiven Tatbestand voraus. Eine Übertragung der subjektiven Anforderungen auf den objektiven Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR ist abzulehnen.
- II. Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR erfasst Handlungen, die falsche oder irreführende Signale aussenden. Eindeutig irreführende Signale hinsichtlich der tatsächlichen Marktgegebenheiten senden fiktive Geschäfte. Fiktiven Geschäften fehlt die wirtschaftliche Relevanz, weil zum Beispiel das Geschäft zwischen den Parteien abgesprochen war. Damit täuschen fiktive Geschäfte über Handelsaktivitäten, hinter denen kein berechtigtes Interesse steht. Sie täuschen Effizienz und Liquidität vor.
- III. Zur rechtlichen Erfassung von effektiven Geschäften, worunter auch Leerverkäufe fallen, unter den handelsgestützten Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR ist auf einen objektiven Ansatz zurückzugreifen.<sup>1095</sup> Eine Irreführung der Anleger ist nur aufgrund von äußeren Tatsachen möglich. In einem objektiven Ansatz muss Maß am Schutz-

---

1094 Oben § 11 A. I. 1. (S. 110 ff.).

1095 Oben § 11 A. II. 2. (S. 116 ff.).

zweck des Art. 12 MAR genommen und es dürfen nur diejenigen Praktiken dem Tatbestand unterworfen werden, die zu einer Beeinträchtigung der Informationseffizienz führen. Als finanzwirtschaftlicher Indikator zur Messung der Informationseffizienz dient in erster Linie die Liquidität eines Marktes. Ausgenommen sind damit grundsätzlich Geschäfte, die den Preis an den Fundamentalwert annähern oder solche, die informationsunabhängig Liquiditätsbedürfnisse befriedigen.

1. Leerverkäufe per se sind weder gedeckt noch ungedeckt ein Fall der handelsgestützten Marktmanipulation gemäß Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR.<sup>1096</sup> Das gilt auch für massenhafte Leerverkäufe (sog. bear raids).<sup>1097</sup> Durch die Transaktion werden keine falschen oder irreführenden Signale in den Markt gegeben. Auf die subjektive Motivation als innere Tatsache kommt es nicht an. Zudem haben Leerverkäufe einen positiven ökonomischen Nutzen, der bei der rechtlichen Bewertung im Marktmissbrauchsrecht zu beachten ist. Sie führen durch ihr Angebot dem Markt grundsätzlich liquide Mittel zu und steigern die Informationseffizienz. Eine wohlfahrts-schädigende Praktik ist damit nicht festzustellen.
  2. Im Ergebnis nicht anders zu beurteilen ist der Fall der fehlenden Eindeckungswilligkeit bei Leerverkäufen (abusive naked short sales).<sup>1098</sup> In diesen Fällen täuscht der Leerverkäufer nur über seinen fehlenden Eindeckungswillen als innere Tatsache. Diese Täuschung ist aber für sich genommen nicht tatbestandsmäßig im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR. Die Anleger nehmen bloß einen ungedeckten Leerverkauf wahr, der grundsätzlich nicht tatbestandsmäßig ist.
  3. Die von den aktivistischen Leerverkäufern eingesetzten Leerverkäufe im Rahmen einer Leerverkaufsattake erfüllen als solche folglich nicht den Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a i MAR. Etwas anderes kann nur dann gelten, wenn Leerverkäufe als austauschbares Mittel einer eindeutig manipulativen Strategie, etwa im Rahmen von Spam-and-Cancel-Praktiken, eingesetzt werden.
- IV. Art. 12 Abs. 1 lit. a ii MAR verbietet Handlungen, die ein künstliches Kursniveau herbeiführen. Abzulehnen ist die Ansicht, die ein künstliches Kursniveau annimmt, wenn die Handlung mit Preisbeein-

---

1096 Oben § 11 A. II. 3. a) (S. 127 ff.).

1097 Oben § 11 A. II. 3. b) (S. 129 ff.).

1098 Oben § 11 A. II. 3. c) (S. 132 ff.).

flussungsabsicht vorgenommen wurde. Zurückzugreifen ist auch bei diesem Tatbestandsmerkmal auf einen objektiven Maßstab, der am Schutzzweck des Art. 12 MAR ausgerichtet ist. Leerverkäufe führen aus den bereits genannten Gründen grundsätzlich nicht zu einem künstlichen Kursniveau.<sup>1099</sup>

- V. Der europäische Gesetzgeber hat den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a MAR mittels objektiver Kriterien beschrieben und auf ein subjektives Element im Tatbestand verzichtet.<sup>1100</sup> Ein Vorsatz- oder Absichtsmerkmal lässt sich nicht über die Indikatoren begründen, denn diese konkretisieren den Basistatbestand nicht, sondern sind bloße Auslegungshilfen.

***These 10: Falsche oder irreführende Informationen in den Research Reports können den Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR verwirklichen.***

- I. Um die Unrichtigkeit einer Information im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR zu bestimmen, ist zweistufig vorzugehen: In einem ersten Schritt ist die Information aus Sicht eines verständigen Anlegers auszulegen und deren Inhalt zu bestimmen. Im Rahmen des Informationsbegriffes ist zwischen Tatsachenbehauptungen, Gerüchten, reinen Werturteilen und Werturteilen mit Tatsachenbezug zu trennen. In einem zweiten Schritt ist der ermittelte Inhalt mit den tatsächlichen Gegebenheiten zu vergleichen.
1. Tatsachenbehauptungen beanspruchen für sich eine objektive Richtigkeit und sind einem Beweis zugängliche vergangene oder gegenwärtige Umstände. Tatsachenbehauptungen sind falsch, wenn vorhandene Umstände als nicht vorhanden oder nicht vorhandene Umstände als vorhanden dargestellt werden.<sup>1101</sup> Ob der Äußernde die Tatsache für richtig hält, ist im objektiven Tatbestand nicht relevant.
  2. Dieser Maßstab gilt auch für Gerüchte.<sup>1102</sup> Gerüchte weisen im Zeitpunkt ihrer Äußerung eine Ungewissheit über den Wahrheitsgehalt auf. Der Absender weiß grundsätzlich nicht, ob das gestreute Gerücht zutreffend ist, stützt sich aber auf (vermeintlich) vertrauenswürdige Quellen. Gerüchte können *ex post* auf ihre Richtigkeit überprüft werden. Stellt sich *ex post* die Unrichtigkeit des

---

1099 Oben § 11 A. III. (S. 136 ff.).

1100 Oben § 11 A. IV. (S. 138 ff.).

1101 Oben § 12 A. II. 1. a) (S. 148 f.).

1102 Oben § 12 A. II. 1. b) (S. 149 f.).

Gerüchts heraus, liegt im objektiven Tatbestand eine falsche Information vor.

3. Die meisten Aussagen in den Research Reports lassen sich als Werturteile oder Prognosen mit Tatsachenkern einordnen. Werturteile sind durch subjektive Elemente geprägt und einer Richtigkeitsprüfung nur eingeschränkt zugänglich. Eine Orientierung zur Einordnung von Werturteilen als unrichtig ist in der BuM-Entscheidung des Bundesgerichtshofs zum Prospektrecht zu finden.<sup>1103</sup> Herausgebildet hat sich ein zweigliedriger Maßstab: Zum einen kann der Tatsachenkern objektiv falsch und ein darauf gestütztes Werturteil dann nicht mehr vertretbar sein. Zum anderen können die aus dem richtigen Tatsachenkern gezogenen Schlussfolgerungen nicht mehr vertretbar erscheinen. Schlussfolgerungen sind dann nicht mehr vertretbar, wenn sie unlogisch sind, gegen Denkgesetze oder allgemeine Erfahrungssätze verstoßen oder kaufmännischen Erfahrungen widersprechen.
4. Erfolgt die Informationsverbreitung durch eine Anlageempfehlung im Sinne von Art. 20 MAR, sind die daran gestellten Anforderungen zu beachten.<sup>1104</sup> Art. 20 MAR will durch eine objektive Darstellungsweise der Anlageempfehlung falsche oder irreführende Informationen verhindern und dem marktmissbräuchlichen Potenzial von Anlageempfehlungen vorbeugen. Sind die Anforderungen an eine objektive Darstellung eingehalten, scheidet der Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR aus.
5. Die Kursziele sind als Punktprognose und damit als Werturteil mit Tatsachenbasis einzuordnen.<sup>1105</sup> Die Fehlerhaftigkeit kann sich nicht schon am Kursziel als Ergebnis messen lassen, denn es besteht bei einer Prognose keine Erfolgsgarantie. Eine falsche Prognose kann sich aber aus einer falschen oder unzureichenden Tatsachenbasis ergeben. Die ermittelte Tatsachenbasis muss richtig und vollständig sein. Fehler auf der Tatsachenebene können auf die Prognose durchschlagen, wenn wesentliche Angaben betroffen sind. Solche Fälle sind bei einer Leerverkaufsattacke selten. Die Unvertretbarkeit der Prognose kann sich auch aus einer fehlerhaften Herleitung ergeben. Die Prognose muss nachvollziehbar und plausibel sein. Maßstab ist ein fachmännisches Urteil. Dazu

---

1103 Oben § 12 A. II. 1. c) aa) (S. 153 f.).

1104 Oben § 12 A. II. 1. c) bb) (S. 154 ff.).

1105 Oben § 12 A. II. 1. d) (S. 156 ff.).

kann grundsätzlich ein Vergleich zu anderen Anlageempfehlungen erfolgen, wobei Bedenken gegen solche Vergleiche bestehen, wenn nur wenige Analystenempfehlungen existieren und es sich um Verkaufsempfehlungen handelt. Durch die geringe Anzahl an Verkaufsempfehlungen kann kein aussagekräftiger Durchschnitt gewonnen werden. Deshalb erscheint es vorzugswürdig, das Kursziel als Prognose stattdessen einer eingehenden Kennzeichnungs- und Begründungspflicht zu unterwerfen (vgl. Art. 3 Abs. 1 lit. d DelVO (EU) 2016/958). Fehlt eine solche Prognosekennzeichnung bzw. -erläuterung, sind die Sorgfaltsstandards nicht eingehalten und die Empfehlung ist unvertretbar und damit falsch im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR.

- II. Richtige Informationen können irreführend sein, wenn mit den verbreiteten Informationen in engem Zusammenhang stehende Informationen verschwiegen werden, sodass hinsichtlich des Gesamtbildes ein unzutreffender Eindruck entsteht (vgl. Erwägungsgrund 47 Satz 3 MAR). Des Weiteren kann sich eine Irreführung aus der Art und Weise der Darstellung der Informationen ergeben oder aus einer evident unsachgemäßen Gewichtung von Informationen.<sup>1106</sup>
1. Zu beachten ist bei einer Leerverkaufsattacke das Gebot zur Trennung von Tatsachen und wertenden Äußerungen (vgl. Art. 3 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958). Ein Verstoß gegen das Gebot zur Trennung von Tatsachen und wertenden Äußerungen liegt regelmäßig vor, wenn die Leerverkäufer eigene Schlussfolgerungen ziehen und dabei Tatsachen mit subjektiven Einschätzungen bewusst vermischen, damit die behauptete Überbewertung des Emittenten gerechtfertigt erscheint. Betreffen diese Schlussfolgerungen zentrale Aussagen, die einen wesentlichen Einfluss auf das Kursziel haben, liegt ein Verstoß gegen das Trennungsgebot vor und damit zugleich eine Irreführung im Sinne des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR.
  2. Der unrichtige Gesamteindruck bei einem Research Report kann sich auch daraus ergeben, dass nicht alle (relevanten) Informationen berücksichtigt und damit zusammenhängend nur einseitige Informationen präsentiert werden.<sup>1107</sup> Aufgrund des Geschäftsmodells, von sinkenden Kursen zu profitieren, enthalten die Berichte ausschließlich negative Informationen. Die einseitige Informati-

---

1106 Oben § 12 A. II. 2. (S. 164 ff.).

1107 Oben § 12 A. II. 2. c) bb) (S. 167 ff.).

onslage kann eine Überreaktion aufseiten der Anleger auslösen, weil diese die negative Information im Sinne der Verfügbarkeitsheuristik zu stark berücksichtigen. Gleichzeitig muss beachtet werden, dass Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR kein Anknüpfungspunkt für ein Vertrauen auf Vollständigkeit enthält.

- III. Eine Pflicht zur Anhörung des Zielunternehmens vor Veröffentlichung des Research Reports ist *de lege lata* nicht anzuerkennen.<sup>1108</sup> Nach Art. 4 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 ist eine Anhörung des zu analysierenden Emittenten zulässig, aber nicht geboten. Eine Pflicht zur Anhörung hätte eine abschreckende Wirkung und würde die Bekanntgabe von wertvollen Informationen durch die Leerverkäufer verhindern.
- IV. Im Ergebnis ist ebenso eine Pflicht zur Aktualisierung der Research Reports, wie sie in den USA diskutiert wird, abzulehnen.<sup>1109</sup> Veröffentlicht ein Leerverkäufer im Internet einen Research Report, in welchem er angibt, er sei „short“, und stellt er diese Position anschließend glatt, könnte eine Korrektur des Research Reports zu erfolgen haben, denn eine Position hält er nach der Attacke nicht mehr. Die Research Reports machen jedoch in ihren Hinweisen deutlich, auf welchen Zeitpunkt sich die Angaben beziehen. Die Anforderungen nach Art. 3 Abs. 1 lit. e DelVO (EU) 2016/958 sind eingehalten und eine Irreführung droht damit nicht.
- V. Zur Verwirklichung des informationsgestützten Tatbestandes bedarf es ausdrücklich eines subjektiven Elements. Die Leerverkäufer erfüllen den Tatbestand nur, wenn sie die Unrichtigkeit ihrer Äußerungen kannten oder kennen mussten.<sup>1110</sup> Für die Vorsatzform reicht *dolus eventualis* aus. Vorsatz liegt etwa vor, wenn Angaben „ins Blaue hinein“, also ohne vorherige Tatsachenprüfung, verbreitet werden. In diesen Fällen nimmt ein Leerverkäufer die Unrichtigkeit billigend in Kauf. Bei der Fahrlässigkeit ist zu fragen, was ein verständiger Dritter in der konkreten Situation hätte wissen müssen. Abgestellt wird demnach auf einfache Fahrlässigkeit. Fahrlässig handelt etwa der Leerverkäufer, der eine Quelle auf ihre Richtigkeit nicht sorgfältig prüft und daraufhin ein falsches Gerücht verbreitet.
- VI. Art. 21 MAR ordnet unter anderem für die informationsgestützte Marktmanipulation an, dass bei der Informationsverbreitung für jour-

---

1108 Oben § 12 A. II. 3. (S. 173 ff.).

1109 Oben § 12 A. II. 4. (S. 175 f.).

1110 Oben § 12 A. IV. (S. 179 f.).

nalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien die Meinungs- und Pressefreiheit zu berücksichtigen sind. Die Regelung ermöglicht einen interessengerechten Ausgleich zwischen der Presse- und Meinungsfreiheit sowie der Kapitalmarktintegrität. Ein Tatbestandsausschluss nach Art. 21 MAR kommt bei den Leerverkaufsattacken nicht in Betracht.<sup>1111</sup>

1. Ob eine Information zu journalistischen Zwecken verbreitet wurde, ist anhand einer funktionellen Betrachtungsweise zu bestimmen. Auf die formelle Stellung als Journalist kommt es nicht an. Das Tatbestandsmerkmal der journalistischen Zwecke scheidet bei den aktivistischen Leerverkäufern aber daran, dass sie keine klassischen, periodischen Presseerzeugnisse herstellen. Die Informationsverbreitung der Leerverkäufer unterfällt lediglich dem Auffangtatbestand der „Ausdrucksformen in den Medien“, da die Leerverkäufer Tatsachen und Meinungen über Massenmedien verbreiten.
2. Die Leerverkäufer handeln jedoch eigennützig im Sinne von Art. 21 lit. a MAR. Vor diesem Hintergrund ist ihnen die Privilegierung zu versagen. Kann man nachweisen, dass die Irreführung, insbesondere der unrichtige Gesamteindruck durch die einseitige Informationslage, beabsichtigt war, wird ihnen auch nach Art. 21 lit. b MAR die Privilegierung zu versagen sein.

***These 11: Ein Verstoß gegen die Offenlegungspflicht gemäß Art. 6 Abs. 1 LVVO begründet eine Marktmanipulation durch Unterlassen.***

- I. Entgegen der herrschenden Meinung kann Art. 12 Abs. 1 MAR durch ein Unterlassen verwirklicht werden.<sup>1112</sup> Als Tathandlung kommt nur eine unterlassene Informationsverbreitung im Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR in Frage, denn die informationsgestützte Marktmanipulation ist dort abschließend normiert. Eine handelsgestützte Marktmanipulation durch Unterlassen ist nicht denkbar.
- II. Die Tatbestandsmäßigkeit einer unterlassenen Handlung kann nicht mit dem Argument begründet werden, dass Art. 2 Abs. 4 MAR die Verbote „für Handlungen und Unterlassen“ für anwendbar erklärt. Die Norm regelt bloß den räumlichen Anwendungsbereich und trifft keine Aussage zum Unterlassen in anderen Tatbeständen der Marktmiss-

---

1111 Oben § 12 A. V. (S. 180 ff.).

1112 Oben § 13 A. (S. 192 ff.).

brauchsverordnung. Art. 2 Abs. 4 MAR setzt seinerseits voraus, dass die Marktmissbrauchsverordnung an anderer Stelle ein Unterlassen nennt.

- III. Für die Tatbestandsmäßigkeit einer unterlassenen Handlung sprechen teleologische Überlegungen: Das Zurückhalten von Informationen beeinträchtigt die Informationseffizienz, wenn eine geringere Anzahl an Informationen in den Markt fließt. Dadurch kann der Kurs seiner Informations- und Bewertungsfunktion nicht gerecht werden.
- IV. Die Leerverkäufer verwirklichen dann ein echtes Unterlassungsdelikt, wenn sie die Transparenzpflicht aus Art. 6 Abs. 1 LVVO verletzen, weil sie Netto-Leerverkaufspositionen nicht oder verspätet im Bundesanzeiger veröffentlichen.<sup>1113</sup> Diese Norm enthält eine Rechtspflicht, die ausweislich des Erwägungsgrundes 7 Satz 3 Hs. 2 LVVO einen Informationsnutzen für alle Anleger am Markt hat. Ein Verstoß gegen die Transparenzpflicht ist geeignet, die Anleger in die Irre zu führen.

***These 12: Die aktivistischen Leerverkäufer verstoßen regelmäßig gegen den Tatbestand des Scalpings gemäß Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.***

- I. Das Scalping ist in Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR als zwingendes Beispiel kodifiziert und stellt ein dreiaktiges Tatgeschehen dar. Im ersten Schritt muss eine Position eingegangen werden. Der Begriff der Position ist weit zu verstehen und umfasst auch Leerverkaufspositionen und Short-Derivate. Positionsinhaber muss nicht der Empfehlende sein, sondern es können auch ihm zurechenbare Dritte sein. In einem zweiten Schritt müssen die Leerverkäufer eine Stellungnahme abgeben. Stellungnahme meint jede Bewertung eines Emittenten oder eines Finanzinstruments. Das Tatbestandsmerkmal der Stellungnahme setzt ein wertendes Element voraus. Tatbestandsmäßig sind unter anderem Anlageempfehlungen nach Art. 20 MAR. Als Stellungnahme sind sowohl die Research Reports als auch die Tweets der Leerverkäufer einzuordnen.<sup>1114</sup> Die Leerverkäufer müssen die Stellungnahme durch Ausnutzen eines Medienzugangs abgeben, was bei ihnen problemlos zu bejahen ist. Im dritten Schritt schließen die Leerverkäufer ihre Position mit Gewinn.
- II. Um der Sanktion des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR zu entgehen, muss der Scalper den eigenbeteiligungsbedingten Interessenkonflikt „ordnungsgemäß und wirksam“ offenlegen. Es sind diejenigen Informationen offenzulegen, die ein Anleger benötigt, um eine freie, sachgerechte

---

1113 Oben § 13 B. (S. 200 ff.).

1114 Oben § 14 B. II. 1. (S. 207 ff.).

Anlageentscheidung zu treffen. Nur unter diesen Voraussetzungen ist die Informations- und Bewertungsfunktion des Preises gewährleistet.

1. Allgemeine Meinung ist, dass sich die Angaben auf den konkreten Interessenkonflikt beziehen müssen; pauschale Hinweise auf bloße Möglichkeiten reichen nicht aus (z. B. „könnte Aktien besitzen“).
  2. Es sind sowohl die Positionsart als auch die *konkrete* Positionshöhe offenzulegen.<sup>1115</sup> Nur dann kann ein Anleger das volle Gefährdungspotenzial einschätzen und die Glaubwürdigkeit der Empfehlung beurteilen. Fordert man die Angabe der konkreten Positionshöhe, kommt es auf die Übertragung der Schwellenwerte von Art. 6 Abs. 1 lit. a DelVO (EU) 2016/958 oder Art. 6 Abs. 1 LVVO nicht an. Diese fordern die Angabe erst ab einem Schwellenwert von 0,5 % Anteil am emittierten Aktienkapital.
  3. Des Weiteren ist eine Angabe zu fordern, ob die Absicht besteht, die aufgebaute Position nach der Stellungnahme zeitnah wieder zu schließen.<sup>1116</sup> Die Handelsabsicht nach der Stellungnahme ist wesentlicher Bestandteil des Interessenkonfliktes und besteht schon bei der Abgabe der Stellungnahme.
  4. Der Reputationsmechanismus gerät an seine Grenzen, wenn die Informationen anonym oder unter einem Pseudonym in den Markt gelangen. Legt der Scalper seine Identität offen, besteht für ihn weniger Anreiz zum opportunistischen Handeln. Unzweifelhaft müssen Angaben zur Identität des Stellungnehmenden sowie der zurechenbaren Positionsinhaber erfolgen.<sup>1117</sup> Liegt eine Anlageempfehlung vor, folgt die Pflicht zur Identitätsangabe bereits aus Art. 2 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/958. Anonyme Leerverkaufsat-tacken sind damit nach geltendem Marktmissbrauchsrecht nicht möglich.
  5. Die Offenlegung muss klar und verständlich erfolgen. Angaben sind widerspruchsfrei und präzise zu verfassen. Optisch muss der Interessenkonflikt leicht zur Kenntnis zu nehmen sein.
- III. Die in dieser Arbeit untersuchten Research Reports und die Offenlegungshinweise (Disclaimer) der aktivistischen Leerverkäufer halten den oben genannten Anforderungen nicht stand.<sup>1118</sup> Oftmals finden

---

1115 Oben § 14 B. IV. 2. a) dd) (S. 218 ff.).

1116 Oben § 14 B. IV. 2. b) (S. 221 ff.).

1117 Oben § 14 B. IV. 2. c) (S. 224 ff.).

1118 Oben § 14 B. IV. 4. (S. 226 ff.).

sich bloß abstrakte Hinweise, die alle Eventualitäten abdecken sollen, aber keine konkreten Hinweise, die für den verständigen Anleger bei seiner Anlageentscheidung hilfreich sind. In keinem Disclaimer fand sich der Hinweis auf die konkrete Positionshöhe und nur vereinzelt weisen die Leerverkäufer auf ihre Handelsabsicht hin. Damit verstoßen die aktivistischen Leerverkäufer regelmäßig gegen Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR.

***These 13: Durch das Handeln der Leerverkäufer kommt es in der Regel zu einer zurechenbaren Einwirkung auf den Börsenkurs und damit zu einer Strafbarkeit.***

- I. Handeln die Leerverkäufer vorsätzlich und kommt es infolge der Handlung zu einer kausalen und objektiv zurechenbaren Einwirkung auf den Börsenpreis, liegt eine Straftat gemäß § 119 Abs. 1 WpHG vor. Zur Bestimmung des Einwirkungserfolgs ist zwischen den verschiedenen Erscheinungsformen der Marktmanipulation – handels- und informationsgestützte Marktmanipulation – zu differenzieren. Treten die Leerverkäufer häufiger auf, erfüllen sie den Qualifikationstatbestand des gewerbsmäßigen Handels gemäß § 119 Abs. 5 Nr. 1 WpHG.
- II. Neben dem Ordnungswidrigkeitentatbestand des § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG können weitere Ordnungswidrigkeitentatbestände verwirklicht sein, wie z. B. ein Verstoß gegen das Verbot ungedeckte Leerverkäufe zu tätigen (§ 120 Abs. 6 Nr. 3 WpHG) oder ein Verstoß gegen Art. 20 MAR (§ 120 Abs. 15 Nr. 23 WpHG).

