

2. Kapitel: Grundlagen

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

§ 4 Ökonomische Grundlagen des Kapitalmarktes

Eine rechtswissenschaftliche Untersuchung im Bereich des Kapitalmarktrechts kommt nicht ohne die ökonomischen Rahmenbedingungen eines Kapitalmarktes aus. Die Notwendigkeit einer ökonomischen Untersuchung kann man daran festmachen, dass die Normen des Kapitalmarktrechts – wie noch näher zu zeigen ist⁷⁴ – die Funktionsvoraussetzungen eines Marktprozesses adressieren.⁷⁵ Deshalb stellt der kommende Abschnitt die ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktes dar, soweit ihnen Relevanz für das vorliegende Thema zukommt. Ausgangspunkt ist der Kapitalmarkt als eine besondere Marktform (A.). Anschließend werden die Aufgaben und Funktionen eines Kapitalmarktes aus Sicht der klassischen Kapitalmarkttheorie wiedergegeben (B.) sowie die zunehmende Bedeutung der Behavioral Finance hervorgehoben (C.).

A. Der Kapitalmarkt und seine Strukturen

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

74 Unten § 10 C. I. (S. 102 ff.).

75 Vgl. auch *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 10.

I. Begriff des Kapitalmarktes

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

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

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

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

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

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

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

II. Primär- und Sekundärmarkt

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

III. Organisationsstrukturen

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

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

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

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

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

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

Die durch Intermediationsketten herkömmlich geprägte Marktinfrastruktur soll einen grenzüberschreitenden und zugleich kostengünstigen Handel erlauben. Der Handel an sich, also das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage an einem Handelsplatz, welcher einen Preis zur Verfügung stellt, ist ein von dieser herkömmlichen Marktinfrastruktur getrennt zu betrachtender Vorgang.⁸⁵ Für den Handel stehen den Anlegern mehrere alternative Infrastrukturen zur Verfügung, die jeweils verschiedene Anforderungen aufstellen und andere Bedürfnisse befriedigen. Für die vorliegende Arbeit reicht ein Blick auf den offenen, multilateralen Handel.⁸⁶ Auf der Seite des multilateralen Handels sieht Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II drei Formen von Handelsplätzen vor: den geregelten Markt,⁸⁷ das multilaterale Handelssystem⁸⁸ und das organisierte Handelssystem⁸⁹. Diese Begrifflichkeiten finden sich leider nicht eins zu eins im deutschen Recht wieder. § 2 Abs. 11 WpHG spricht vom *organisierten* und § 32 BörsG vom *regulierten* Markt. Beide Vorschriften meinen damit den *geregelten* Markt im Sinne der MiFID II.⁹⁰ Dabei verwendet die MiFID II den Begriff des geregelten Marktes sowohl für den Handelsplatz im Sinne eines *Systems* als auch für den *Betreiber* eines solchen Systems. Nach deutschem Verständnis ist Betreiber einer Börse eine teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts⁹¹ und der organisierte (§ 2 Abs. 11 WpHG) bzw.

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

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

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

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

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

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

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

91 Vgl. § 2 Abs. 1 BörsG.

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

IV. Marktakteure

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

Grossman/Stiglitz unterscheiden nach ihrem Informationsarbitrage-Modell⁹⁴ zwischen informierten und uninformierten Anlegern.⁹⁵ Informierte Anleger suchen selbstständig nach verwertbaren (öffentlich bekannten)⁹⁶ Informationen, um dann mit diesem Informationsvorsprung einen Gewinn am Markt zu erzielen. Diese Profitmöglichkeit gibt ihnen den entscheidenden Anreiz, Informationen zu suchen. Die von informierten Anlegern bevorzugten Handelsstrategien können vielfältig sein und brauchen hier nicht im Detail erläutert werden. Festzuhalten ist nur, dass diese Gruppe von Anlegern aktiv nach Informationen sucht und informations-

92 *Klöbn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 49.

93 Vgl. § 48 Abs. 3 Satz 2 BörsG.

94 So bezeichnet bei *Stout*, 48 Duke L.J. 701, 737 (1999) m. w. N. in Fn. 151.

95 Grundlegend *Grossman/Stiglitz*, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980).

96 Zur Abgrenzung zum Insider, s. *Avgouleas*, Regulation of Market Abuse, S. 83.

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Kapitel: Grundlagen

tet¹⁰² – keine Preisbeeinflussungswirkung zugeschrieben;¹⁰³ sie können aber für informierte Anleger gefährlich sein, weil diese nicht erkennen können, warum sich ein Kurs bewegt.¹⁰⁴ Informierte Anleger könnten durch das „Rauschen“ der Noise Trader abgeschreckt werden und müssten im schlimmsten Fall, also wenn die Fehlbewertung zu lange andauert, ihre Anlagen verlusthaft auflösen.¹⁰⁵ Noch größere Auswirkungen kann Noise Trading dann haben, wenn informierte und rational uninformierte Anleger *bewusst* den rauschenden Signalen folgen und dadurch ein Herdenverhalten auslösen.¹⁰⁶ Da das Herdenverhalten und der Noise-Trader-Ansatz in engem Zusammenhang mit der Forschungsrichtung der Behavioral Finance stehen, werden sie dort besprochen.¹⁰⁷

B. Aufgaben und Funktionen von Kapitalmärkten

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

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

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

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

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

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

107 Unten § 4 C. I. (S. 49 f.).

I. Allokationsfunktion

Primäraufgabe des Kapitalmarktes ist die Allokation des zur Verfügung stehenden Kapitals.¹⁰⁸ Diese wichtige Funktion vollzieht sich auf dem Primärmarkt und gibt Unternehmen die Möglichkeit, Kapital aufzunehmen und den Anlegern, Kapital anzulegen. Die Allokation stellt sich damit als Ergebnis eines Verteilungsprozesses dar. Nach der volkswirtschaftlichen Allokationstheorie ist effiziente¹⁰⁹ Allokation die Verteilung knapper Ressourcen anhand eines Wohlfahrtskriteriums.¹¹⁰ Dieses Wohlfahrtskriteriums bedarf es, um die vorgenommene Verteilung als gut oder schlecht zu bewerten und sie in eine Rangfolge zu bringen. Übersetzt für die Kapitalallokation bedeutet dies, dass eine Verteilung dann effizient ist, wenn die Mittel, über die am Kapitalmarkt verfügt werden, zu den Marktakteuren fließen, die mit den Mitteln den höchsten Nutzen erzielen. Im Kapitalmarkt fließt das Kapital dorthin, wo bei gegebener Sicherheit die höchste Rendite gezahlt wird.¹¹¹ Der Kapitalmarkt wird als ein Markt angesehen, der dem Vorbild eines effizienten Marktes am nächsten kommt.¹¹²

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

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

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

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

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

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

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

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

II. Informations- und Bewertungsfunktion

Damit das Kapital auf dem Primärmarkt effizient allokiert werden kann, müssen Anleger lohnende Investitionen identifizieren können. Diese Identifizierung findet auf dem Sekundärmarkt statt, was die Verbindung zwischen Sekundär- und Primärmarkt nochmals unterstreicht.¹¹⁷ Die Kurse auf dem Sekundärmarkt dienen als Signal für lohnende Investitionen. Damit kommt den Kursen eine Informations- und Bewertungsrolle zu.¹¹⁸ Der Börsenkurs reiht sich in die moderne Markttheorie¹¹⁹ ein und dient als Informationsträger für Investitionsentscheidungen.

113 Vgl. dazu *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 53 ff.; *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 5. Teil Rn. 21.

114 *Zimmer*, Gutachten G zum 68. DJT, 2010, G 14.

115 *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 5. Teil Rn. 10 m. N. zur ökonomischen Forschung; zur Wachstumsfunktion ferner *Sester*, ZGR 2009, 310, 317 ff.

116 *Brammsen*, WM 2012, 2134, 2136.

117 Oben § 4 A. II. (S. 34).

118 Vgl. *Grundmann*, in Großkomm. HGB, Band 11/1, 5. Teil Rn. 14.

119 *Hayek*, 35 Am. Econ. Rev. 519 (1945).

III. Funktionsbedingungen

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

1. Informationseffizienz

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

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

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

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

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

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

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

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

a) Die drei Formen der Effizienz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b) Annahmen der neoklassischen Finanzökonomie

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

I. Die Anleger handeln im Aggregat rational¹³⁰ und bewerten die Informationen zutreffend. Fehleinschätzungen sind zufällig verteilt und gleichen sich bei einer großen Anzahl an Anlegern auf dem Markt aus (Gesetz der großen Zahlen).¹³¹ Für den Kapitalmarkt heben sich damit Über- oder Unterreaktionen auf neue Informationen langfristig durch Preiskorrekturen auf.¹³²

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

137 Unten § 10 C. I. 2. (S. 104 ff.).

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

seiner bereits dargestellten Informationsfunktion für werthaltige Anlagen entsprechen.¹³⁹

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

2. Fundamentalwerteffizienz

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

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

139 Oben § 4 B. II. (S. 40).

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

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

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

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

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

2. Kapitel: Grundlagen

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

3. Institutionelle und operationale Effizienz

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

4. Niedrige Transaktionskosten und Liquidität

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

145 *Klöhn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 8.

146 *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 300 m. w. N.

147 *Klöhn*, in Langenbucher, Europ. Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 8.

148 Dazu *Sester*, ZGR 2009, 310, 331 f.

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

Neben die niedrigen Transaktionskosten tritt als wichtiges Merkmal eine hohe Marktliquidität. Liquidität meint in erster Linie die Möglichkeit, zu jeder Zeit eine große Zahl Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, ohne dabei einen erheblichen Preiseffekt auszulösen.¹⁵⁰ Lohnenswert erscheint es, die Verbindung zwischen liquiden Märkten und der Informationseffizienz herzustellen. Man kann die These aufstellen, dass je informativer die Preise, also je mehr Informationen in einem Preis enthalten sind, desto weniger besteht das Risiko für uninformierte Anleger, mit informierten Anlegern ins Geschäft zu kommen und dabei Geld zu verlieren. Das lockt weitere Anleger an, welche ihrerseits die Liquidität steigern. In Märkten mit geringen Informationsasymmetrien steigt daher die Liquidität. Oder man formuliert die These um und stellt fest, dass eine steigende Liquidität zu einer Abnahme der Informationsasymmetrie führt, denn mit zunehmender Liquidität treten viele Anleger auf den Markt (sog. Netzwerkeffekt der Liquidität¹⁵¹) und wenn viele Anleger auf dem Markt sind, nimmt die Kapazität der Anleger zur Informationsverarbeitung zu.¹⁵² Dadurch werden die Preise informativer. Im Ergebnis ist die Liquidität als Messgröße für Veränderungen der Informationseffizienz geeignet.¹⁵³

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

149 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 63.

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

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

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

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

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

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

C. Behavioral Finance

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

155 Sester, ZGR 2009, 310, 343 f.; Theissen, 3 J. Fin. Marktes 333, 352 f. (2000); s. auch Bayram, Manipulative Handelspraktiken, S. 101, 105.

156 Vgl. Bayram, Manipulative Handelspraktiken, S. 105.

157 Vgl. Bayram, Manipulative Handelspraktiken, S. 106.

158 Unten § 11 A. II. 2. b) bb) (2) (S. 124 f.).

159 Vgl. allgemein zum „early momentum game“ Langevoort, 97 Nw. U. L. Rev. 135, 158 f. (2002); Langevoort, 140 U. Pa. L. Rev. 851, 870 (1992); Fleischer, ZBB 2008, 137, 139.

160 Allgemein zum Scalping Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 633; Hacker, Verhaltensökonomik und Normativität, S. 104.

161 Vgl. Fleischer, ZBB 2008, 137, 139 zum Hochreden von Kursen.

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

I. Noise-Trader-Ansatz und Herdenverhalten

Die Forschungsrichtung der Behavioral Finance kritisiert die im Rahmen der Efficient Capital Markets Hypothesis vorgebrachte Annahme, dass ausschließlich rational agierende Marktteilnehmer handeln und durch ihre Arbitragegeschäfte Über- und Unterbewertungen korrigieren.¹⁶³ Nach der Behavioral Finance wird die Preisbildung – wie schon bei der Beschreibung der Marktakteure angedeutet¹⁶⁴ – auch von irrationalen Akteuren, den sog. Noise Trader, beeinflusst. Noise Trader handeln aufgrund von Vermutungen, Gerüchten oder fehlerhaften Informationen und verursachen damit eine wertlose Informationsstruktur auf dem Markt.

Für informierte Anleger¹⁶⁵ sind nach der Behavioral Finance die durch den Handel der Noise Trader ergebenden Informationen gefährlich. Entfernt sich aufgrund der Noise Trader der Kurs vom Fundamentalwert und dauert die Fehlbewertung zu lange an, können informierte Anleger gezwungen sein, ihre Anlagen verlusthaft aufzulösen.¹⁶⁶ Die informierten Anleger passen sich dem Marktgeschehen an und handeln ihrerseits unabhängig von Fundamentaldaten. Sie schwimmen mit dem Strom, weil es profitabler ist, als gegen ihn zu schwimmen. Das Verhalten der informierten Anleger ist in diesem Fall rational, weil es sich nicht lohnt, eine abweichende Entscheidung zu treffen.¹⁶⁷ Dabei ignorieren sie die eigene Informationslage und folgen den Informationen der anderen Anleger. Das beschriebene Phänomen wird als Herdenverhalten bezeichnet. Die Spitze des Herdenverhaltens sind Spekulationsblasen.¹⁶⁸ Ist das Ende einer Spekulationsblase erreicht, erfolgt eine Trendumkehr und die Blase platzt.

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

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

164 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

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

166 Vgl. schon die Nachweise in Fn. 105.

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

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

Erschöpft sich ein Verhalten allein in Spekulation, muss das Marktmissbrauchsrecht mit Zurückhaltung agieren. Erst wenn Marktteilnehmer Sondervorteile für sich generieren, stellt sich die Frage nach einer möglichen Marktmanipulation.¹⁶⁹ Der Sondervorteil kann beispielsweise darin liegen, dass der Marktteilnehmer durch bewusst falsche oder irreführende Informationen eine Informationskaskade¹⁷⁰ in Gang setzt und alle Anleger daraufhin auf einer falschen Informationsgrundlage handeln.¹⁷¹ Ein solches Verhalten beeinträchtigt die Informationseffizienz.

II. Grenzen der Arbitragemöglichkeiten

Außerdem bescheinigt die Behavioral Finance dem Kapitalmarkt Grenzen der Arbitragemöglichkeiten (limits of arbitrage).¹⁷² Eine Arbitragemöglichkeit besteht dann, wenn sich der Kurs vom Fundamentalwert entfernt hat. Als Ursache für die begrenzte Möglichkeit Arbitragegeschäfte durchzuführen, sind etwa Transaktionskosten oder Handelsbeschränkungen, wie zum Beispiel Leerverkaufsverbote, zu nennen. Arbitragegeschäfte sind demnach nicht kostenlos¹⁷³ und nicht immer in jedem Fall möglich. Liegen solche Hindernisse vor, wird bezweifelt, ob informierte Anleger den Preis an den Fundamentalwert zurückführen können. Diese Hindernisse müssen auch die aktivistischen Leerverkäufer überwinden. Wie ihnen dies gelingt, ist bei den ökonomischen Grundlagen einer Leerverkaufsattacke zu untersuchen.¹⁷⁴

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

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

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

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

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

174 Unten § 7 B. I. (S. 69 ff.).

§ 5 Marktmanipulation

Nachdem die Grundlagen der Funktionsweise eines Kapitalmarktes vorgestellt wurden, behandelt dieses Kapitel die ökonomischen Grundlagen der Marktmanipulation. Manipulative Praktiken greifen – wie noch beim Telos des Verbotes näher dargelegt wird¹⁷⁵ – in den Preisbildungsprozess ein und verursachen dadurch Ineffizienzen. Da die manipulativen Praktiken vielfältige Formen annehmen können, kann dieses Kapitel nicht jede Fallgruppe darstellen. Es konzentriert sich zum einen auf das terminologische Problem der Marktmanipulation; zum anderen werden die gängigen Erscheinungsformen der Marktmanipulation beschrieben.

A. Terminologie

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

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

175 Unten § 10 C. I. (S. 102 ff.).

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

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

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

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

B. Erscheinungsformen

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

I. Informationsgestützte Marktmanipulation

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

179 *Klöhn*, Spekulation, S. 23; *Lenzen*, WM 2000, 1131.

180 *Lenzen*, WM 2000, 1131; *Schönhöft*, Strafbarkeit der Marktmanipulation, S. 2.

181 Zu den positiven Aspekten der Spekulation ausführlich *Klöhn*, Spekulation, S. 61 ff.

182 Oben § 4 A. IV. (S. 36 ff.).

183 *Allen/Gale*, 5 Rev. Financ. Stud. 503, 505 (1992).

184 *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 84.

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

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

Bekannt ist die informationsgestützte Marktmanipulation in Zusammenhang mit Anlageempfehlungen¹⁸⁸ oder bloßen Empfehlungen zum Kauf einer Aktie mittels E-Mail (sog. Stock-Spams).¹⁸⁹ Eine besondere Form der informationsgestützten Marktmanipulation ist das sog. Scalping. Scalping ist – vereinfacht gesagt – das Handeln von Finanzinstrumenten in Kenntnis einer bevorstehenden empfehlenden Äußerung, um die dadurch verursachte Kursänderung für sich auszunutzen.¹⁹⁰ Der Scalper ist meist eine Person mit angesehener Reputation im Markt. Durch seinen statusbedingten Einfluss ist er in der Lage, den Kurs durch seine Empfehlung zu beeinflussen.¹⁹¹ Dieses System funktioniert immer wieder, denn die Prognose einer Kursänderung bewahrheitet sich stets selbst („self-fulfilling prophecy“).¹⁹² Das Scalping nutzt den Herdeneffekt aus, indem der Scalper eine Informationskaskade in Gang setzt.¹⁹³

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

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

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

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

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

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

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

192 *Eichelberger*, WM 2003, 2121.

193 *Karst*, Marktmanipulationsverbot, S. 44.

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

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

II. Handelsgestützte Marktmanipulation

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

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

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

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

197 Unten § 12 (S. 143 ff.).

198 Unten § 14 (S. 203 ff.).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

III. Handlungsgestützte Marktmanipulation

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

208 Ähnlich *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 25; *Schönwälder*, Strafbare Marktmanipulation, S. 143; *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 499 (2018).

209 Unten § 11 A. II. 2. a) (S. 117 f.).

210 *Eichelberger*, Marktmanipulation, S. 28; *Fletcher*, 68 Duke L.J. 479, 501 (2018).

211 Unten § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).

212 *Fleischer*, in Fuchs, vor § 20a Rn. 4.

213 Dazu *Köpferl/Wegner*, WM 2017, 1924 ff., insbes. S. 1929. In dem Strafverfahren spielte das Verbot der Marktmanipulation keine Rolle, vgl. LG Dortmund v. 27.11.2018 – 39 Ks-400 Js 2016/17-15/17, juris.

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

§ 6 Leerverkäufe

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

A. Der Begriff des Leerverkaufs

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

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

214 Statt vieler *Ziouvas*, ZGR 2003, 113, 131.

215 Unten § 11 A. II. 3. (S. 125 ff.).

216 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 8; *Harrer*, Leerverkäufe, S. 13; Art. 2 Abs. 1 lit. b LVVO.

217 *Findeisen/Tönningsen*, WM 2011, 1405.

218 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 8.

219 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 9; Art. 2 Abs. 1 lit. b ii LVVO.

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

B. Der Zweck von Leerverkäufen

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

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

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

C. Der Nutzen von Leerverkäufen

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

220 Vgl. dazu *Suttner/Kielholz*, ORDO 2011, 101, 103; *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 11 ff.

221 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 16; *Trüg*, in FS Mehle, 2009, S. 637, 649 f.

222 *Harrer*, Leerverkäufe, S. 14.

223 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 17.

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

I. Liquidität und Volatilität

Leerverkäufe erhöhen nach empirischen Erkenntnissen die Liquidität auf Märkten, auf denen sie zugelassen sind.²²⁵ Leerverkäufer versorgen den Markt mit Aktien und schaffen ein zusätzliches Angebot. Dadurch werden die Kurse stabilisiert. Zunehmende Liquidität führt – wie bei den ökonomischen Grundlagen des Kapitalmarktes dargelegt²²⁶ – zu niedrigen Transaktionskosten, weil sich die Geld-Brief-Spanne verringert. Niedrige Transaktionskosten locken weitere Anleger an und lassen einen Markt attraktiv werden.

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

224 Erwägungsgrund 5 Satz 3 LVVO.

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

226 Oben § 4 B. III. 4. (S. 46 ff.).

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

228 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 42.

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

II. Preiseffizienz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

238 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 41.

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

D. Die Risiken von Leerverkäufen

Leerverkäufe ziehen einen Schatten nach sich, weil ihnen angelastet wird, Auslöser oder zumindest Verstärker der großen Wirtschaftskrisen zu sein. Zuletzt fanden Leerverkäufe durch die Finanzkrise 2008²⁴⁰ und durch die Corona-Pandemie²⁴¹ Eingang in die Diskussion und Krisenbewältigung.

I. Leerverkäufe als Krisenverstärker

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

248 Unten § 8 B. (S. 84).

249 *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 46.

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

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

II. Manipulationsgefahr

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

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

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

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

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

254 Schlimbach, Leerverkäufe, S. 48.

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

tionsbasierten Marktmanipulation kommt durch ein ausdrückliches kommunikatives Element entscheidende Bedeutung zu.²⁵⁶ Der unzulässige Eingriff in den Preisbildungsprozess entsteht nicht durch den Leerverkauf als Transaktion, sondern durch die falsche oder irreführende Informationsverbreitung. Gegen die pauschale Verurteilung im Zusammenhang mit negativen Gerüchten wird zu Recht betont, auch bei Kaufpositionen bestehe ein Anreiz, Gerüchte zu streuen.²⁵⁷ Zudem sind Leerverkäufe überhaupt nicht notwendig, um Gewinne im Zusammenhang mit falschen Gerüchten zu realisieren. Ein Manipulant könnte nämlich zunächst erst negative Gerüchte streuen und dann die Aktien billiger einkaufen.²⁵⁸ Eines Leerverkaufs bedarf es dann nicht. Damit kann für die weitere Arbeit festgehalten werden, dass massenhafte Leerverkäufe (bear raids) als bloße handelsbasierte Marktmanipulation zu untersuchen sind²⁵⁹ und die Leerverkaufsattacken mit der Verbreitung von negativen Informationen in den Research Reports (zusätzlich) als informationsgestützte Marktmanipulation.²⁶⁰

§ 7 Leerverkaufsattacken

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

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

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

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

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

260 Unten § 12 (S. 143 ff.).

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

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

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

A. Negativer Aktivismus

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

270 Langenbacher, ZHR 185 (2021), 414, 417.

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

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

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

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

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

B. Veröffentlichung des Research Reports

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

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

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

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

I. Überwindung bestehender Arbitrage-Hindernisse

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

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

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

277 Oben § 4 C. (S. 48 ff.).

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

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

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

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

Damit ist der Veröffentlichungsakt erst einmal nichts Ungewöhnliches. Sind die Informationen nämlich zutreffend und der Aktientitel damit tatsächlich überbewertet, beschleunigt die zusätzliche Veröffentlichung bloß den Preisanpassungsprozess.²⁸³ Ohne die zusätzliche Veröffentlichung des Berichtes würde es längere Zeit dauern, bis andere Marktteilnehmer die von den Leerverkäufen ausgehenden Handelssignale mittels dem bereits vorgestellten Decoding²⁸⁴ entdecken und ihre eigenen Informationen neu bewerten würden. Die Gefahr besteht nicht darin, dass der Kurs die unter Umständen notwendige und fundamentalwertberechtigte Anpassung vollzieht, sondern dass der Markt bei Leerverkaufsattacken unabhängig vom Wahrheitsgehalt überreagiert und ein Herdenverhalten die Folge ist.²⁸⁵ Ein „nervöser“ Kapitalmarkt verstärkt den Herdeneffekt. Fraglich ist, ob dieses Momentum²⁸⁶ den Leerverkäufern anzulasten ist. Schließlich ist der Verkauf im Anschluss an einen veröffentlichten Report rational, um einem Kurssturz zuvorzukommen. Wer als Erstes verkauft, erleidet geringere Verluste als die anderen Aktionäre. Zudem kann ein glaubwürdiges

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

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

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

284 Dazu oben § 5 B. II. (S. 54 ff.).

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

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

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

II. Digitalisiertes Geschäftsmodell

Der heutige Handel professioneller Marktteilnehmer ist automatisiert und wird durch Algorithmen gesteuert. Die algorithmischen Systeme sind in der Lage, komplexe Handelstransaktionen vorzunehmen. Die Algorithmen erfassen negative Informationen einerseits durch die Preisbewegungen²⁸⁸ und lösen ihrerseits Verkaufsaufträge aus. Dadurch entstehen Kaskadeneffekte. Andererseits erfasst der algorithmische Handel negative Informationen durch Schlüsselbegriffe in den Research Reports.²⁸⁹ Selbst professionelle Händler reagieren auf die Reports, wenn dort bestimmte Reizwörter mehrfach vorkommen. Dies führt zu habituellen panikartigen Verkäufen und zu einer Beschleunigung des Kursverfalls.²⁹⁰

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

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

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

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

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

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

die Leerverkäufer kündigen über Twitter²⁹² und andere soziale Medien die Attacke an. Die sozialen Medien erlauben es prominenten Leerverkäufern, ihre Analysen zu bewerben und ihre Thesen stehen einem breiten Publikum kostenlos zur Verfügung. Anleger und weitere Medien können Kurznachrichten in den sozialen Medien problemlos aufgreifen und erlauben eine direkte Anschlusskommunikation, beispielsweise durch Liken, Teilen oder Retweeten. Dadurch werden Informationen in einer einfachen Art und Weise anderen Personen zugänglich gemacht und die Reichweite erhöht sich durch einen einfachen Klick.²⁹³ Zudem stehen heutzutage Informationen durch Push-Nachrichten nach ihrer Veröffentlichung innerhalb von Sekunden einem breiten Anlegerpublikum zur Verfügung.²⁹⁴ Den digitalen Kommunikationsformen kann man aufgrund ihrer breiten Marktwirkung die Eigenschaft zuschreiben, schneller eine Preisbeeinflussungseignung aufzuweisen als traditionelle Kanäle.²⁹⁵

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

III. Glaubhaftigkeit und Informationsgehalt der Reports

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Schadensersatz verklagen³²⁰ oder die Aufsichtsbehörden gegen sie wegen Marktmanipulation ermitteln. Diese Gefahren sollen die aktivistischen Leerverkäufer davon abhalten, unsubstantiierte Analysen zu erstellen.³²¹ Ob das Verbot der Marktmanipulation tatsächlich ein abschreckendes Instrument sein kann, ist im Laufe der Arbeit näher zu untersuchen.³²²

C. Empirische Ergebnisse – Signifikanter Markteinfluss

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

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

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

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

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

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

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

die in den USA gelistet sind.³²⁵ In dieser Untersuchung konnte ebenfalls ein signifikanter Einfluss festgestellt werden. So betrug die durchschnittliche kumulative abnormale³²⁶ Rendite -6,4%.³²⁷ 2018 erfolgte eine Untersuchung von *Wuyang Zhao*, der rund 6.000 negative Research Reports der Plattform Seeking Alpha und eines Newsletters (Activist Shorts Research) ausgewertet hat.³²⁸ In dieser Untersuchung konnte *Zhao* eine signifikante Marktreaktion auf diese Reports nachweisen. Die Marktreaktion falle wesentlich größer aus als bei der Veröffentlichung einer Leerverkaufsposition nach dem Transparenzregime der Leerverkaufsverordnung.³²⁹ Des Weiteren seien im Schnitt die Angriffe auf „undurchsichtige“ Unternehmen eher informativ als manipulativ.³³⁰ In einer Anschlussuntersuchung konnte *Zhao* zusammen mit *Wong* zeigen, dass betroffene Unternehmen mit Rückgängen bei Investitionen, Finanzierung und Ausschüttungen zu kämpfen haben.³³¹ Dies indiziert die nachhaltigen Auswirkungen der Leerverkaufsattacken.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

341 *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 *Wash. U. L. Rev.* 1333, 1354 f. (2020).

342 *Bliss/Molk/Partnoy*, 97 *Wash. U. L. Rev.* 1333, 1351 ff. (2020).

343 Canadian Securities Administrators (CSA), Consultation Paper – Activist Short Selling, 3 December 2020, S. 7 ff.

344 *Paugam/Stolowy/Gendron*, 38 *Contemporary Accounting Research* 1809 ff. (2021).