

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 219

Reformbedarf bei Short-Attacken

Von

Daniel Krafft



Duncker & Humblot · Berlin

DANIEL KRAFFT

Reformbedarf bei Short-Attacken

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 219

Reformbedarf bei Short-Attacken

Von

Daniel Krafft



Duncker & Humblot · Berlin

Die Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hohenheim
hat diese Arbeit im Jahr 2022 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

D100

Alle Rechte vorbehalten
© 2023 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf
Druck: CPI Books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-18874-1(Print)
ISBN 978-3-428-58874-9 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handels-, Wirtschafts- und Agrarrecht der Universität Hohenheim. Sie wurde von der Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hohenheim im Wintersemester 2021/2022 als Dissertation angenommen. Literatur, Rechtsprechung sowie sonstige aktuelle Entwicklungen konnten weitgehend bis November 2022 berücksichtigt werden.

Die Auswirkungen der Kapitalmarktökonomie auf unser aller Leben können gar nicht hoch genug eingestuft werden. Entsprechend mannigfaltig gestalten sich auch die diesbezüglichen Sichtweisen und Bewertungen. Aufgrund dessen gilt mein Dank zunächst meiner Doktormutter Frau Professor Dr. Christina Escher-Weingart für die stets offene inhaltliche Diskussion und die wertvollen Anregungen. Ihr kritisches Nachhaken sowie der konstruktive Meinungs austausch waren stets ergiebig und trugen maßgeblich zum Gelingen der Arbeit bei. Dank gebührt ferner Frau Professor Dr. Gehde-Trapp für die Erstellung des Zweitgutachtens sowie Herrn Professor Dr. Hans-Peter Burghof für seinen Vorsitz in der anregenden mündlichen Prüfung.

Für die Unterstützung und zahlreichen persönlichen Erfahrungen danke ich meinen Kolleginnen und Kollegen, insbesondere Sabine Weber, Jürgen Schneider, Dr. Anja Götzte und Manuel Moschella. Weiterhin bin ich den Bibliotheksbediensteten der Universität Hohenheim für die tadellose Bereitstellung der notwendigen Literatur zu Dank verpflichtet. Von tiefstem Herzen bedanke ich mich bei Clara, meinem Fels in der Brandung auch in stürmischen Zeiten. Dein zuverlässiges und gewissenhaftes Korrekturlesen war nicht nur eine große Hilfe, sondern Grundvoraussetzung für die Dissertation in ihrer jetzigen Form. Dank sagen möchte ich abschließend meinen Eltern Annette und Eberhard Krafft. Euer Vertrauen und die liebevolle Unterstützung in jeder erdenklichen Lebenslage sind für mich von unermesslichem Wert.

Ditzingen, im März 2023

Daniel Krafft

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	37
A. Leerverkäufe	41
I. Begriffsbestimmungen und Rechtsnatur	41
1. Deckungsgeschäft	43
a) Ökonomische Betrachtung	45
b) Juristische Betrachtung	45
c) Interdisziplinäre Betrachtung	46
2. Leerverkauf	48
a) Ökonomische Betrachtung	48
b) Juristische Betrachtung	49
c) Interdisziplinäre Betrachtung	50
3. Eindeckungsgeschäft	51
a) Ökonomische Betrachtung	52
b) Juristische Betrachtung	52
c) Interdisziplinäre Betrachtung	53
4. Zwischenergebnis	53
II. Einsatzgebiete von Leerverkäufen – Chancen und Risiken	54
1. Spekulation	54
a) Chancen	56
b) Risiken	56
aa) Unbegrenzes Verlustrisiko	57
bb) Wertpapierleihe als Deckungsgeschäft	58
cc) Gesetzliche Rahmenbedingungen	59
dd) Sonstige Risiken	59
c) Zwischenergebnis	60
2. Arbitrage	60
3. Hedging und Kursstabilisierungsmaßnahmen	61
a) Hedging	61
b) Kursstabilisierungsmaßnahmen	62
4. Sekundärmarktliquidität	63
5. Weitere Einsatzgebiete von Leerverkäufen	64
6. Zwischenergebnis	65

III. Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Aktienmärkte	65
1. Liquidität	65
2. Kapitalmarkteffizienz	66
a) Theoretische Vorüberlegungen	67
aa) Leerverkäufe als Korrekturmechanismus	67
bb) Leerverkäufe und Bewertungsblasen	68
cc) Leerverkäufe und die Gefahr einer Unterbewertung	68
dd) Leerverkäufe als Nullsummenspiel	69
ee) Zwischenergebnis	70
b) Empirische Befunde	71
3. Volatilität	71
4. Zwischenergebnis	72
IV. Ökonomische Bewertung von Leerverkäufen	73
1. Funktionsschutz	74
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit	76
b) Operationale Funktionsfähigkeit	76
c) Allokative Funktionsfähigkeit	77
2. Anlegerschutz	78
3. Finanzmarktstabilität	80
a) Fehlende Definition	81
b) Lösungsvorschlag	81
c) Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Finanzmarktstabilität	82
aa) Abwärtsspirale	83
bb) Eigentliche Ursache der Abwärtsspirale	84
cc) Leerverkäufe und Marktmacht	85
dd) Schlussfolgerung	86
4. Zwischenergebnis	87
V. Konklusion	88
B. Short-Attacken	90
I. Begriffsdefinition	90
1. Einengende Definition der BaFin	91
2. Unterschiedliche Arten von Short-Attacken	92
3. Definition	92
4. Abgrenzung zum Begriff der Leerverkaufsattacken	93
5. Short-Attacken als Form des Investor Activism	94
II. Short-Attacken in der Praxis	95
1. Enron	97

2.	Herbalife	98
	a) Vorwürfe von Pershing Square Capital Management	98
	b) Reaktion von Herbalife	100
	c) Verhalten von anderen Investoren	101
	d) Auswirkungen der Short-Attacke	102
3.	Wirecard	104
	a) 2008	105
	aa) Reaktion von Wirecard	106
	bb) Auswirkungen der Short-Attacke	106
	cc) Strafverfahren	107
	b) 2016	107
	aa) Vorwürfe von Zatarra Research & Investigations	108
	bb) Auswirkungen der Short-Attacke	109
	cc) Strafverfahren	110
	c) 2019	110
	aa) Berichterstattung der Financial Times Anfang 2019	111
	bb) Auswirkungen der Berichterstattung Anfang 2019	112
	cc) Leerverkaufsverbot durch die BaFin am 18.02.2019	112
	dd) Veröffentlichung der Ergebnisse der externen Untersuchung am 26.03.2019	113
	ee) Die Rolle der Financial Times und der Hedgefonds	114
	(1) Die Rolle der Financial Times	114
	(2) Die Rolle der Hedgefonds	115
	ff) Berichterstattung der Financial Times Ende 2019	117
	gg) Veröffentlichung des Sondergutachtens am 28.04.2020	117
	hh) Die Insolvenz der Wirecard AG	118
4.	Ströer	119
	a) Vorwürfe von Muddy Waters Capital	120
	b) Reaktion von Ströer	120
	c) Auswirkungen der Short-Attacke	121
5.	Aurelius	121
	a) Short-Attacke durch Gotham City	122
	b) Short-Attacke durch Ontake Research	123
6.	Steinhoff	124
	a) Vorwürfe von Viceroy	124
	b) Auswirkungen der Short-Attacke	125
7.	ProSiebenSat.1 Media	126
	a) Reaktion von ProSiebenSat.1 Media	127
	b) Auswirkungen der Short-Attacke	128

8. Grenze	128
a) Reaktion von Grenze	129
b) Auswirkungen der Short-Attacke	130
9. Adler Group	132
a) 2021	133
b) 2022	134
10. Zwischenergebnis	136
III. Faktoren für eine erfolgreiche Short-Attacke	138
1. Zielunternehmen	141
a) Geschäftsmodell	141
b) Reputation	142
c) Compliance und Corporate Governance	143
d) Kursentwicklung	143
e) Marktkapitalisierung und Aktionärsstruktur	145
aa) Marktkapitalisierung	146
bb) Aktionärsstruktur	146
cc) Zwischenergebnis	147
f) Zwischenergebnis	147
2. Initiator einer Short-Attacke	148
a) Reputation	148
b) Informationsbeschaffung	149
c) Informationsgestaltung und -verbreitung	150
d) Veröffentlichungszeitpunkt	151
e) Zwischenergebnis	152
3. Rolle der Medien sowie der Banken und Börsen	152
a) Medien	153
b) Banken	154
c) Börsen	155
d) Zwischenergebnis	155
4. Behavioral Finance	155
a) Informationswahrnehmung und -verarbeitung	156
aa) Verfügbarkeitsheuristik	156
bb) Anwendung auf Short-Attacken	157
b) Ambiguitätsaversion	159
c) Herdenverhalten	160
aa) Leerverkäufe und Herdenverhalten	161
bb) Short-Attacken und Herdenverhalten	162
(1) Informationsasymmetrie durch Informationsveröffentlichung	162
(2) Opportunistisches Herdenverhalten	163
(3) Schlussfolgerung	163

d) Selbsterfüllende Prophezeiung	164
aa) Operatives Geschäft der Zielgesellschaft	164
bb) Aktienkurs	165
(1) Beschränkte Dauer der konkreten Verkaufsmöglichkeit	166
(2) Verstärkung der Verkaufspanik durch Stop-Loss-Order	166
(3) Absicherung durch Put-Optionen	167
(4) Schlussfolgerung	167
e) Zwischenergebnis	168
5. Globalisierung und Digitalisierung	169
a) Globalisierung	169
b) Digitalisierung	170
c) Zwischenergebnis	171
6. Zwischenergebnis	171
IV. Rechtliche Rahmenbedingungen	172
1. Leerverkaufsverordnung	174
a) Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe gem. Art. 12 LVVO	176
aa) Leerverkäufe und Short-Attacks	176
bb) Derivate und Short-Attacks	177
cc) Exkurs: Leerverkauf von Unternehmensanleihen, Kreditderivate und Volatilitätsprodukte	178
(1) Kreditderivate und Leerverkauf von Unternehmensanleihen	178
(2) Volatilitätsprodukte	179
(3) Schlussfolgerung	180
dd) Zwischenergebnis	180
b) Transparenzpflichten gem. Art. 5 ff. LVVO	180
aa) Auswirkungen auf Short-Attacks	181
(1) Copycat Investing	182
(2) Regulatorische Maßnahmen, Vertrauensentzug und weitere Ri- siken	183
bb) Bisherige Praxis	184
2. Marktmissbrauchsverordnung	185
a) Weitergabe oder Verbreitung von Informationen in den Medien gem. Art. 21 MMVO	185
b) Anforderungen an Anlageempfehlungen gem. Art. 20 MMVO	186
aa) Anwendungsbereich	187
(1) Sachlicher Anwendungsbereich	188
(2) Persönlicher Anwendungsbereich	189
(3) Zwischenergebnis	190

bb) Rechtsfolgen	191
(1) Offenlegungspflichten	191
(a) Identitätsangaben	191
(b) Offenlegung von Interessenkonflikten	193
(aa) Positionsbezogene Offenlegungspflichten	193
(α) Umfang der Position	193
(β) Beabsichtigte Schließung der Position	194
(γ) Zeitpunkt und Umfang der beabsichtigten Positionsschließung	195
(δ) Separate Mitteilung nach Schließung der Position	195
(bb) Zusammenarbeit mit anderen Personen	196
(2) Objektive Darstellung	196
(3) Anhörungspflicht	197
(a) Einwände der Literatur	198
(b) Fehlende Vergleichbarkeit von Verdachtsberichterstattung und -kündigung	198
cc) Zwischenergebnis	199
c) Verbot der Marktmanipulation nach Art. 15 in Verbindung mit Art. 12 MMVO	200
aa) Systematik	200
bb) Handels-, handlungs- und informationsgestützte Marktmanipulation	201
cc) Anknüpfungspunkte für eine Marktmanipulation	202
(1) Leerverkauf	203
(2) Nichtveröffentlichung von veröffentlichungspflichtigen Informationen	203
(3) Verbreitung von negativen Informationen beziehungsweise Eingriff in das operative Geschäft eines Emittenten	204
dd) Informationsbasierte Short-Attacken	205
(1) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. a) MMVO	205
(2) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 2 lit. d) MMVO	207
(a) Vorbemerkungen	208
(b) Ausnutzung eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu den traditionellen oder elektronischen Medien durch die Abgabe einer Stellungnahme zu einem Finanzinstrument	209
(aa) Gelegentlicher oder regelmäßiger Zugang zu den traditionellen oder elektronischen Medien	209
(bb) Ausnutzung durch Abgabe einer Stellungnahme	209
(c) Vorheriges Eingehen einer Position	210
(d) Ordnungsgemäße und wirksame Mitteilung des Interessenkonflikts	212
(e) Wertungen des Art. 20 MMVO	213

(f) Nutzenziehung	214
(g) Zwischenergebnis	215
(3) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. b) MMVO	215
(a) Tathandlung	215
(b) Vorspiegelung falscher Tatsachen oder Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung	216
(aa) Negativ informationsbasierte Short-Attacken	216
(bb) Positiv informationsbasierte Short-Attacken	217
(c) Kursbeeinflussung oder Eignung zu dieser	218
(d) Zwischenergebnis	219
(4) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MMVO	220
(a) Tathandlung	220
(b) Signalwirkung der Informationen	221
(c) Falsche oder irreführende Informationen	222
(aa) Negativ informationsbasierte Short-Attacken	222
(bb) Positiv informationsbasierte Short-Attacken	222
(α) Unvertretbare Werturteile und Prognosen	223
(β) Irreführung	225
(γ) Zwischenergebnis	226
(d) Subjektives Element	227
(e) Zwischenergebnis	227
ee) Operative Short-Attacken	227
ff) Zwischenergebnis und Konkurrenzen	229
d) Verbot von Insiderhandel gem. Art. 14 lit. a) MMVO	230
aa) Informationsbasierte Short-Attacken	232
(1) Insiderinformation	233
(a) Information	233
(aa) Negative Informationen	234
(bb) Kenntnis der Analyse	235
(cc) Veröffentlichungsabsicht	235
(dd) Zwischenergebnis	236
(b) Nicht öffentlich bekannt	237
(c) Präzise Informationen	238
(aa) Existenz oder Eintrittswahrscheinlichkeit	238
(bb) Kursspezifität	239
(cc) Zwischenergebnis	239
(d) Emittenten- oder Finanzinstrument-Bezug	240
(e) Kurserheblichkeit	241
(aa) Positiv informationsbasierte Short-Attacken	242

(bb) Negativ informationsbasierte Short-Attacken	243
(α) Der verständige Anleger im Gesamtgefüge des Kapitalmarkts	243
(β) Voraussetzungen	245
(cc) Zwischenergebnis	246
(f) Bereichsausnahme gem. ErwG 28 MMVO	247
(aa) Anwendungsbereich	248
(α) Öffentlich verfügbare Angaben als unabhängiger Begriff	248
(β) Anwendung auf Short-Attacken	250
(bb) Rückausnahme	251
(α) Marktkommentator oder Institution	251
(β) Preisbeeinflussungsmöglichkeit	252
(γ) Veröffentlichung oder Verbreitung	253
(δ) Einschränkungende Auslegung	254
(cc) Zwischenergebnis	256
(g) Zwischenergebnis	256
(2) Ausnutzen	257
(a) Fehlende Kausalität	258
(b) Zwischenergebnis	259
(3) Zwischenergebnis	260
bb) Operative Short-Attacken	260
cc) Zwischenergebnis	262
3. Zwischenergebnis	263
V. Auswirkungen von Short-Attacken auf die Aktie	264
1. Liquidität	265
2. Kapitalmarkteffizienz	266
a) Informationsbasierte Short-Attacken	267
b) Operative Short-Attacken	268
c) Zwischenergebnis	268
3. Volatilität	269
a) Veröffentlichung von unbekanntem firmenbezogenen Informationen	269
b) Auswirkungen von Short-Attacken auf den Aktienkurs	269
c) Zwischenergebnis	270
4. Zwischenergebnis	270
VI. Ökonomische Bewertung von Short-Attacken	271
1. Funktionsfähigkeit	271
a) Institutionelle und operationale Funktionsfähigkeit	271

b) Allokative Funktionsfähigkeit	272
aa) Vertrauen in den Kapitalmarkt	272
(1) Negativ informationsbasierte Short-Attacken	273
(2) Positiv informationsbasierte Short-Attacken	273
(3) Schlussfolgerung	273
bb) Allokationseffizienz	274
cc) Zwischenergebnis	275
2. Anlegerschutz	275
a) Positive Auswirkungen auf den Anlegerschutz	275
b) Negative Auswirkungen auf den Anlegerschutz	276
c) Zwischenergebnis	277
3. Finanzmarktstabilität	277
4. Zwischenergebnis	278
a) Informationsbasierte Short-Attacken	278
b) Operative Short-Attacken	279
c) Zwischenergebnis	279
d) Auswirkungen auf die Realwirtschaft	280
VII. Rechtspolitische Würdigung	280
1. Rechtspolitische Grundlagen	281
2. Anreizmechanismen	282
a) Finanzinstrumente als anreizauslösende Konstruktion	283
b) Abwägung	284
c) Zwischenergebnis	285
3. Ungleichverteilung von Verlusten und Mindestmaß an Objektivität	285
4. Weitere Anforderungen an Short-Attacken	287
a) Negativ informationsbasierte Short-Attacken	288
b) Operative Short-Attacken	288
c) Positiv informationsbasierte Short-Attacken	289
d) Zwischenergebnis	289
5. Zwischenergebnis	290
VIII. Schlussfolgerung	291
C. Unbefriedigender Rechtszustand	293
I. Praxistaugliche Verhaltensweisen von Aktionären und der Zielgesellschaft ...	294
1. Aktionäre	295
a) Theorie und Praxis	296
b) Stop-Loss-Order	296

2.	Zielgesellschaft	297
	a) Ex ante Maßnahmen	297
	aa) Corporate Governance und Compliance	298
	bb) Umgang mit unternehmensinternem Fehlverhalten	299
	cc) Marktbeobachtung	299
	b) Ex post Maßnahmen	300
	aa) Abgabe einer Stellungnahme	301
	(1) Ignoranz der Short-Attacke	301
	(2) Anforderungen an eine Stellungnahme	302
	bb) Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern	303
	cc) Maßnahmen im Hinblick auf die Initiatoren einer Short-Attacke	304
	dd) Weitere vertrauensschaffende Maßnahmen	305
	(1) Gute operative Ergebnisse	305
	(2) Beauftragung eines unabhängigen Sonderprüfers, Geltendmachung von rechtlichen Ansprüchen und Einschaltung der Aufsichts- sowie Strafverfolgungsbehörden	306
	(3) Ankerinvestor	306
	(4) Director's Dealings und Aktienrückkaufprogramm	307
	(5) Erhöhung der Dividende	307
	(6) Auswirkungen	308
	ee) Zwischenergebnis	310
3.	Evaluation und Praxisbeispiel GameStop	311
II.	Zivilrechtlich	314
1.	Aktionäre	315
	a) § 823 Abs. 2 BGB	316
	aa) Nationale Betrachtungsweise und alte Rechtslage	317
	bb) Europäische Betrachtungsweise und neue Rechtslage	318
	b) § 826 BGB	320
	aa) Sittenwidrigkeit	320
	(1) Positive Kursgestaltung durch eine falsche Ad-hoc-Meldung	321
	(2) Anwendung auf Short-Attacken	322
	bb) Vorsatz	323
	cc) Zwischenergebnis	324
	c) Zwischenergebnis und sonstige Schadensersatzansprüche	325
2.	Zielgesellschaft	325
	a) Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht	326
	aa) Mitgliedschaftliche Treuepflicht	327
	bb) Vorvertragliche Treuepflicht	328
	(1) Anwendungsbereich einer möglichen vorvertraglichen Treuepflicht	328

(2) Short-Attacken als Ausnahmefall	329
(3) Zwischenergebnis	329
b) § 823 Abs. 1 BGB	330
aa) Vorbemerkungen	330
bb) Recht am Unternehmen	331
cc) Anwendungsbereich	332
dd) Betriebsbezogener Eingriff	332
ee) Rechtswidrigkeit des Eingriffs	333
(1) Short-Attacken als rechtmäßiger Eingriff	334
(2) Ausnahmefälle	335
ff) Zwischenergebnis	336
c) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit §§ 185 ff. StGB	337
aa) §§ 185, 186, 187 Var. 1, 2 StGB	337
bb) § 187 Var. 3 StGB	338
cc) Zwischenergebnis	339
d) § 824 BGB	339
aa) Vorbemerkungen	340
bb) Tatsachenbehauptung	340
cc) Unwahre Tatsachen	342
(1) Einseitige Darstellung	342
(2) Übertriebene Darstellung	343
(3) Ungenaue Darstellung	343
(4) Zwischenergebnis	344
dd) Behaupten oder Verbreiten einer geeigneten unwahren Tatsache	344
ee) Unmittelbare Beziehung, Rechtswidrigkeit und Schuld	345
ff) Zwischenergebnis	345
e) Zwischenergebnis und sonstige Schadensersatzansprüche	346
3. Evaluation	347
a) Tatbestandsprobleme	347
b) Durchsetzungsprobleme	348
c) Bisherige Praxis	348
d) Zwischenergebnis	349
e) Schlussfolgerung	349
4. Ökonomische Analyse des Zivilrechts	350
a) Schadensersatzanspruch	351
aa) Short-Attacken als Kontrollinstanz	352
(1) Reaktion der Kapitalmarktteilnehmer	354
(2) Reputation	354
(3) Schadensersatzanspruch bei negativ informationsbasierten Short-Attacken	355

bb)	Auswirkungen auf die Geschädigten	356
(1)	Asymmetrische Anreizstruktur	357
(2)	Cheapest cost avoider	357
cc)	Bestätigung durch die Praxis	358
dd)	Zwischenergebnis und Ausblick	358
b)	Prozessuales	359
aa)	Streu- und Massenschäden	360
(1)	Ursachen des rationalen Desinteresses bei Short-Attacks	360
(2)	Exkurs: Emittenten mit wenig Streubesitz	361
bb)	Schlussfolgerung	361
(1)	Abkehr von der Naturalrestitution	362
(2)	Kostenminimierung	363
(a)	Kollektive Rechtsdurchsetzung	363
(b)	Beweiserleichterungen	364
(aa)	Wahrheitsgehalt der Informationen als Anknüpfungspunkt	364
(bb)	Kausalität und Schaden als Anknüpfungspunkte	365
(cc)	Zwischenergebnis	365
(3)	Zwischenergebnis	365
c)	Zwischenergebnis	366
5.	Juristische Umsetzung	366
a)	Schadensersatzansprüche	367
aa)	Deliktsrecht	367
bb)	Spezialgesetzlicher Haftungstatbestand	368
(1)	Kohärenz	368
(2)	Beweiserleichterungen	369
(a)	Erfordernis von Beweiserleichterungen	369
(b)	Umsetzung	369
(3)	Schlussfolgerung	370
b)	Kollektive Rechtsdurchsetzung	371
c)	Zwischenergebnis	373
III.	Öffentlich-rechtlich	373
1.	Aufsichtsrechtliche Maßnahmen	374
a)	Warnung gem. § 6 Abs. 2 S. 3, Abs. 9 WpHG	374
aa)	Anwendungsbereich	374
bb)	Bisherige Praxis	375
b)	Volatilitätsunterbrechung und Handelsaussetzung	376
c)	Beschränkungen von Leerverkäufen	376
aa)	Eintritt ungünstiger Ereignisse oder Entwicklungen	377
(1)	Art. 24 Abs. 1 DelegierteVO (EU) 918/2012	378

(2) Art. 24 Abs. 1 DelegierteVO (EU) 918/2012 als nicht abschließende Regelung	379
(3) Ernstzunehmende Bedrohung für das Marktvertrauen	380
(a) Störung der formalen Rahmenbedingungen	380
(b) Erheblichkeit	381
(c) Zwischenergebnis	382
(4) Anwendung auf Short-Attacken	382
(5) Zwischenergebnis	383
bb) Signifikanter Kursverlust	383
(1) Tatbestandsmerkmale	384
(2) Anwendung auf Short-Attacken	385
2. Repressive Maßnahmen	386
a) Leerverkaufsverordnung	387
b) Marktmissbrauchsverordnung	387
aa) Art. 20 MMVO	387
bb) Art. 12 und 14 lit. a) MMVO	388
cc) Gesellschaften als Initiatoren von Short-Attacken	389
3. Naming and Shaming gem. § 125 Abs. 1 S. 1 WpHG	390
4. Evaluation	390
a) Aufsichtsrechtliche Maßnahmen	391
aa) Begrenzte Wirksamkeit	391
(1) Kurzfristige Auswirkungen	392
(2) Längerfristige Auswirkungen	392
(3) Zwischenergebnis	393
bb) Umgehungsmöglichkeiten	393
(1) Handelsaussetzung	393
(2) Beschränkung von Leerverkäufen gem. Art. 23 LVVO	394
cc) Weitere Problemfelder	394
dd) Zwischenergebnis	395
b) Anlageempfehlungen gem. Art. 20 MMVO	396
aa) Identitätsangaben	396
bb) Umgehungsmöglichkeiten	396
c) Repressive Maßnahmen	397
aa) Komplexität des Kapitalmarktrechts	398
bb) Praxisuntauglichkeit der Marktmissbrauchsverordnung	399
cc) Auslandsbezug und digitale Durchführung	400
dd) Zwischenschaltung von Gesellschaften	401
d) Naming and Shaming und öffentliche Warnung	401
e) Zwischenergebnis	402
f) Schlussfolgerung	402

5. Ökonomische Analyse des öffentlichen Rechts	403
a) Präventive Maßnahmen	403
aa) Ausweichverhalten	404
(1) Short-Position als Anknüpfungspunkt	404
(2) Zentralisierung der Befugnisse	404
bb) Praxistaugliche Normen	405
cc) Automatisierung von Vorgängen	405
(1) Vorteile	405
(2) Nachteile	406
(3) Anwendung auf Short-Attacken	406
dd) Einbeziehung der Zielgesellschaft	406
(1) Bisherige Vorschläge	406
(2) Kritik	407
ee) Ordnungsgemäße Preisfindung	408
(1) Unbeeinflusste Preisfindung durch die Kapitalmarktteilnehmer	409
(a) Objektivität und Transparenz	409
(b) Sensibilisierung für Short-Attacken	410
(c) Zwischenergebnis	410
(2) Ausblick	410
b) Repressive Maßnahmen	411
aa) Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden	412
(1) Organisatorisches und finanziell-personelles Manko	412
(2) Fehlende Aufmerksamkeit	413
bb) Der Initiator einer Short-Attacke als Straftäter	414
(1) Entdeckungswahrscheinlichkeit und Strafhöhe	415
(2) Verurteilungswahrscheinlichkeit	415
cc) Zwischenergebnis	416
c) Zwischenergebnis	417
6. Juristische Umsetzung	417
a) Grundsatz der Verhältnismäßigkeit	418
b) Gesetzgebungskompetenz	418
c) Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden	419
d) Automatisierung und Zentralisierung	420
aa) Automatisierung	420
bb) Zentralisierung	421
e) Ordnungsgemäße Preisfindung	421
aa) Öffentliche Warnung und Schwarze Liste	422
bb) Angemessenheitsprüfung gem. § 63 Abs. 10 WpHG	422
cc) Naming and Shaming gem. § 125 Abs. 1 S. 1 WpHG	423
f) Zwischenergebnis	423

IV. Zwischenkonklusion	424
V. Schlussfolgerung	425
1. Juristische Umsetzung	426
a) Zivilrechtlich	426
b) Öffentlich-rechtlich	426
2. Begrenzte Effektivität der vorgeschlagenen Regelungen bei Short-Attacken	427
3. Weitergehender Regulierungsbedarf	428
4. Anforderungen an eine Regulierung	429
VI. Temporäres Handelsverbot und Handelsbeschränkung	429
1. Charakteristik von temporärem Handelsverbot und Handelsbeschränkung	430
2. Ökonomische Rahmenbedingungen	431
a) Gefahr einer Unterbewertung	431
b) Gefahr einer relativen Überbewertung bei positiv informationsbasierten Short-Attacken	432
c) Schlussfolgerung	433
aa) Anforderungen	433
bb) Verbleibende Gefahr einer Überbewertung	433
cc) Zwischenergebnis	434
3. Temporäres Handelsverbot	434
a) Rechtfertigung des temporären Handelsverbotes anhand eines Praxisbeispiels	435
b) Kritik	436
aa) Zeitspanne	436
bb) Gefahr eines Short-Squeeze	437
cc) Derivate	438
(1) Laufzeit	438
(2) Abwicklung	439
(3) Zwischenergebnis	439
dd) Zwischenergebnis	439
4. Handelsbeschränkung	440
a) Rechtfertigung der Handelsbeschränkung anhand eines Praxisbeispiels	440
b) Kritik	441
aa) Zeitspanne	441
bb) Gefahr einer Überbewertung	442
cc) Zwischenergebnis	442
5. Handelsbeschränkung als Ausnahme vom temporären Handelsverbot ...	442
a) Vorteile eines temporären Handelsverbotes	442
b) Vorteile einer Handelsbeschränkung	443
c) Zwischenergebnis	443

6. Rechtliche Ausgestaltung	444
a) Gesetzgebungskompetenz	444
b) Temporäres Handelsverbot als Grundrechtseingriff	445
c) Art. 20 MMVO als Anknüpfungspunkt	445
d) Zeitspanne	446
e) Fehlertoleranz	447
f) Netto-Leerverkaufsposition als Short-Position	448
g) Rechtsfolgen	448
aa) Orientierungshilfen	449
bb) Schlussfolgerung	449
cc) Ausblick	450
7. Kontrolle	450
a) Leerverkaufsverordnung	451
b) MiFIR	451
c) Wertpapierhandelsgesetz	452
d) Verpflichtende Offenlegung der Positionsschließung	452
8. Formulierungsvorschlag	453
VII. Fazit	453
D. Zusammenfassung	457
I. Leerverkäufe	457
II. Arten von Short-Attacken	457
III. Short-Attacken in der Praxis	458
1. Zielunternehmen	458
2. Initiatoren von Short-Attacken	458
3. Informationsverbreitung, -wahrnehmung und -verarbeitung	459
IV. Ökonomische Bewertung von Short-Attacken	459
V. Rechtspolitische Würdigung	460
VI. Beurteilung der Rechtslage de lege lata	460
VII. Optimierung der bestehenden Vorschriften und temporäres Handelsverbot	461
VIII. Praktische Umsetzung	462
Literaturverzeichnis	463
Sachwortverzeichnis	533

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Account. Bus. Res.	Accounting and Business Research
Account. Rev.	The Accounting Review
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AfP	Zeitschrift für Medien- und Kommunikationsrecht
AG	Die Aktiengesellschaft, Aktiengesellschaft
AJFA	Asian Journal of Finance & Accounting
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
Anal. und Krit.	Analyse und Kritik
Annu. Rev. Financ. Econ.	Annual Review of Financial Economics
Antioch Rev.	The Antioch Review
Art.	Artikel
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
ASX	Australian Securities Exchange
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayLT-Drs.	Bayerischer Landtag Drucksache
BB	Betriebs-Berater
Beschl.	Beschluss
Begr.	Begründer
BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofes
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Boston Univ. Law Rev.	Boston University Law Review
Brit. J. Phil. Sci.	The British Journal for the Philosophy of Science
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
Bus. Lawyer	The Business Lawyer
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts

BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Camb. Law J.	The Cambridge Law Journal
Cap. Mark. Law J.	Capital Markets Law Journal
CB	Comppliance Berater
CCZ	Corporate Complicance Zeitschrift
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CF	Corporate Finance
CFO	Chief Financial Officer
Cogn. Psychol.	Cognitive Psychology
Columbia Bus. Law Rev.	Columbia Business Law Review
Contemp. Account. Res.	Contemporary Accounting Research
Cornell Law Rev.	Cornell Law Review
Corp.	Corporation
CSA	Canadian Securities Administrators
DAV	Deutscher Anwaltverein
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DelegierteVO	Delegierte Verordnung
DIA	Deutsches Institut für Altersvorsorge
DK	Der Konzern
DRiZ	Deutsche Richterzeitung
DStR	Deutsches Steuerrecht
Duke Law J.	Duke Law Journal
DurchfVO	Durchführungsverordnung
EBITDA	Earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECLI	European Case Law Identifier
Econ. J.	The Economic Journal
Econ. Lett.	Economic Letters
ErwG	Erwägungsgrund
ESG	Environmental Social Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Eur. Econ. Rev.	European Economic Review
Eur. Financ. Manag.	European Financial Management
Eur. J. Crim. Policy. Res.	European Journal on Criminal Policy and Research
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
f.	folgende
FAQ	Frequently Asked Questions
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
Financ. Manag.	Financial Management

Financ. Rev.	The Financial Review
Finance Res. Lett.	Finance Research Letters
Fn.	Fußnote
FTC	Federal Trade Commission
gem.	gemäß
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. Bus. Law Rev.	Harvard Business Law Review
HRRS	Höchstrichterliche Rechtsprechung im Strafrecht
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i. S. d.	im Sinne des, im Sinne der
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
Inc.	Incorporated
INF	Die Information für Steuerberater und Wirtschaftsprüfer
Int. J. Forecast	International Journal of Forecasting
Int. J. Managerial Finance	International Journal of Managerial Finance
Int. Rev. Financ. Anal.	International Review of Financial Analysis
InTeR	Zeitschrift zum Innovations- und Technikrecht
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
J. Account. Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Account. Res.	Journal of Accounting Research
J. Bank. Finance	Journal of Banking & Finance
J. Behav. Finance	The Journal of Behavioral Finance
J. Bus.	The Journal of Business
J. Bus. Econ.	Journal of Business Economics
J. Bus. Ethics	Journal of Business Ethics
J. Bus. Finance Account.	Journal of Business Finance & Accounting
J. Bus. Finance Account. Perspect.	Journal of Business Accounting and Finance Perspectives
J. Corp. Law	The Journal of Corporation Law
J. Corp. Law Stud.	The Journal of Corporate Law Studies
J. Econ. Perspect.	The Journal of Economic Perspectives
J. Econ. Theory	Journal of Economic Theory
J. Empir. Finance	Journal of Empirical Finance
J. Exp. Psychol. L. M. C.	Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Financ. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Financ. Regul.	Journal of Financial Regulation
J. Finance	The Journal of Finance
J. Journal Data Sci.	The Journal of Finance and Data Science
J. Law Econ. Organ.	The Journal of Law, Economics & Organization
J. Legal Stud.	The Journal of Legal Studies
j. m. w. N.	jeweils mit weiteren Nachweisen

J. Manag.	Journal of Management
J. Manag. Account. Res.	Journal of Management Accounting Research
J. Mech. Institution Des.	Journal of Mechanism and Institution Design
J. Polit. Econ.	Journal of Political Economy
J. Risk Financ. Manag.	Journal of Risk and Financial Management
JA	Juristische Arbeitsblätter
Journal. Mass Commun. Q.	Journalism & Mass Communication Quarterly
jurisPR-BKR	Juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
jurisPR-Compl.	Juris PraxisReport Compliance & Investigations
JuS	Juristische Schulung
JZ	JuristenZeitung
Kap.	Kapitel
KG	Kammergericht
KoR	Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KritV	Kritische Vierteljahresschrift für Gesetzgebung und Rechtswissenschaft
LG	Landgericht
lit.	littera
Ltd.	Limited
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
mbH	mit beschränkter Haftung
N. Y. Law Rev.	New York Law School Law Review
NIRI	National Investor Relations Institute
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-Beil.	Neue Juristische Wochenschrift – Beilage
North Am. J. Econ. Finance	The North American Journal of Economics and Finance
Northwest. Univ. Law Rev.	Northwestern University Law Review
NSZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
o. A.	ohne Autor
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
OTC	Over the counter
Plc	Public limited company
Q. J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
Quant. Finance	Quantitative Finance
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rand J. Econ.	The RAND Journal of Economics
Ration. Soc.	Rationality and Society
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RDigital	Recht Digital
Rev. Account. Stud.	Review of Accounting Studies
Rev. Ass. Pric. Stud.	The Review of Asset Pricing Studies

Rev. Bank. Financ. Law	Review of Banking and Financial Law
Rev. Econ. Stud.	The Review of Economic Studies
Rev. Finance	Review of Finance
Rev. Financ. Stud.	The Review of Financial Studies
RG	Reichsgericht
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
Rspr.	Rechtsprechung
RTDF	Revue de Droit Financier – Corporate Finance and Capital Markets Law Review
S.	Seite, Satz
SA	Société Anonyme
Scient. Rep.	Scientific Reports
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannt(e)
SozW	Soziale Welt
StB	Der Steuerberater
Strateg. Manag. J.	Strategic Management Journal
StuB	Unternehmenssteuern und Bilanzen
u. a.	unter anderem
Univ. Pa. Law Rev.	University of Pennsylvania Law Review
UnterAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
v.	vom
VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht
VGH	Verwaltungsgerichtshof
vgl.	vergleiche
vs.	versus
Wash. Univ. Law Rev.	Washington University Law Review
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
XETRA	exchange electronic trading
Yale J. Regul.	Yale Journal on Regulation
Yale Law J.	The Yale Law Journal
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfBf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZfWE	Zeitschrift für Marktwirtschaft und Ethik
ZfWU	Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik

ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Verzeichnis der Gesetze

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union Fassung aufgrund des am 1. Dezember 2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon, ABl. EG Nr. C 115 S. 47; zuletzt geändert durch die Akte über die Bedingungen des Beitritts der Republik Kroatien und die Anpassungen des Vertrags über die Europäische Union, des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft, ABl. L 112 S. 21.
AktG	Aktengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 22. Februar 2023 (BGBl. 2023 I Nr. 51) geändert worden ist.
AO	Abgabenordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 1. Oktober 2002 (BGBl. I S. 3866; 1003 I S. 61), die zuletzt durch Art. 28 des Gesetzes vom 21. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3096) geändert worden ist.
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Art. 2 des Gesetzes vom 16. Oktober 2020 (BGBl. I S. 2187, 2194) geändert worden ist.
BörsG	Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 61 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.
BörsO FWP	Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 12.04. 2021.
BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 303–8, veröffentlichten bereinigten Fassung, die zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3320) geändert worden ist.
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. L 173, S. 179.

DelegierteVO (EU) 826/2012	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 826/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Melde- und Offenlegungspflichten in Bezug auf Netto-Leerverkaufspositionen, die Einzelheiten der in Bezug auf Netto-Leerverkaufspositionen an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zu übermittelnden Informationen und die Methode zur Berechnung des Umsatzes zwecks Ermittlung der unter die Ausnahmeregelung fallenden Aktien, ABl. L 251 S. 1.
DelegierteVO (EU) 918/2012	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 918/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, die Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen, gedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel, Meldeschwellen, Liquiditätsschwellen für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen, signifikante Wertminderungen bei Finanzinstrumenten und ungünstige Ereignisse, ABl. L 274 S. 1.
DelegierteVO (EU) 919/2012	Delegierte Verordnung (EU) Nr. 919/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Methode zur Berechnung der Wertminderung bei liquiden Aktien und anderen Finanzinstrumenten, ABl. L 274 S. 16.
DelegierteVO (EU) 2016/522	Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17. Dezember 2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, ABl. L 88 S. 1.
DelegierteVO (EU) 2016/958	Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die technischen Regulierungsstandards für die technischen Modalitäten für die objektive Darstellung von Anlageempfehlungen oder anderen Informationen mit Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien sowie für die Offenlegung bestimmter Interessen oder Anzeichen für Interessenkonflikte, ABl. L 160 S. 15.

DurchfVO (EU) 827/2012	Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 zur Festlegung vom 29. Juni zur Festlegung technischer Durchführungsstandards in Bezug auf die Verfahren für die Offenlegung von Nettopositionen in Aktien gegenüber der Öffentlichkeit, das Format, in dem der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde Informationen zu Netto-Leerverkaufpositionen zu übermitteln sind, die Arten von Vereinbarungen, Zusagen und Maßnahmen, die angemessen gewährleisten, dass Aktien oder öffentliche Schuldtitel für die Abwicklung des Geschäfts verfügbar sind, und die Daten, zu denen die Ermittlung des Haupthandelsplatzes einer Aktie erfolgt, sowie den Zeitraum, auf den sich die betreffende Berechnung bezieht, gemäß der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. L 251 S. 11.
EU-Ratingverordnung	Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. L 146 S. 1.
EUV	EU-Vertrag Fassung aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon, ABl. EG Nr. C 115 S. 13; zuletzt geändert durch die Akte über die Bedingungen des Beitritts der Republik Kroatien und den Anpassungen des Vertrags über die europäische Union, des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft, ABl. L 112 S. 21.
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz vom 22. April 2002 (BGBl. I S. 1310), das zuletzt durch Artikel 21 des Gesetzes vom 3. Juni 2021 (BGBl. I S. 1568) geändert worden ist.
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 100–1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 1 und 2 Satz 2 des Gesetzes vom 29. September 2020 (BGBl. I. S. 2048) geändert worden ist.
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union ABl. C 83 S. 389.
HGB	Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100–1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 14 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 (BGBl. I S. 3256) geändert worden ist.
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das zuletzt durch Artikel 5 des Gesetzes vom 19. März 2020 (BGBl. I S. 529) geändert worden ist.
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz vom 19. Oktober 2012 (BGBl. I S. 2182), das zuletzt durch Art. 1 des Gesetzes vom 16. Oktober 2020 (BGB. I S. 2186) geändert worden ist.

KWG	Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 4 Absatz 7 des Gesetzes vom 10. Juli 2020 (BGBl. I S. 1633) geändert worden ist.
LVVO	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. L 86 S. 1.
MiFID II	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, 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. L 173 S. 349.
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173 S. 84.
MMVO	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 S. 179.
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten in der Fassung der Bekanntmachung vom 19. Februar 1987 (BGBl. I S. 602), das zuletzt durch Artikel 185 der Verordnung vom 19. Juni 2020 (BGBl. I S. 1328) geändert worden ist.
SGB III	Das Dritte Buch Sozialgesetzbuch – Arbeitsförderung – (Artikel 1 des Gesetzes vom 24. März 1997, BGBl. I S. 594, 595), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 18. Januar 2021 (BGBl. I S. 2) geändert worden ist.
SGB V	Das Fünfte Buch Sozialgesetzbuch – Gesetzliche Krankenversicherung – (Artikel 1 des Gesetzes vom 20. Dezember 1988, BGBl. I S. 2477, 2482), das zuletzt durch Artikel 12d des Gesetzes vom 11. Februar 2021 (BGBl. I S. 154) geändert worden ist.
SGB XI	Das Elfte Buch Sozialgesetzbuch – Soziale Pflegeversicherung – (Artikel 1 des Gesetzes vom 26. Mai 1994, BGBl. I S. 1014, 1015), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 15. Februar 2021 (BGBl. I S. 239) geändert worden ist.
StGB	Strafgesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 13. November 1998 (BGBl. I S. 3322), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 9. Oktober 2020 (BGBl. I S. 2075) geändert worden ist.

- StPO Straßprozeßordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 7. April 1987 (BGBl. I S. 1074, 1319), die zuletzt durch Artikel 15 des Gesetzes vom 7. Juli 2021 (BGBl. I S. 2363) geändert worden ist.
- VO (EG) Nr. 1287/2006 Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. L 241 S. 1.
- WpHG Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 12. August 2020 (BGBl. I S. 1874) geändert worden ist.
- ZPO Zivilprozessordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 5. Dezember 2005 (BGBl. I S. 3202; 2006 I S. 431; 2007 I S. 1781), die zuletzt durch Artikel 13 des Gesetzes vom 7. Juli 2021 (BGBl. I S. 2363) geändert worden ist.

Einleitung

Über ein Jahrzehnt lang war die Wirecard AG Gegenstand von unterschiedlichen, teils schwerwiegenden Vorwürfen durch diverse Kapitalmarktteilnehmer. Dennoch schaffte es das inzwischen insolvente Unternehmen im September 2018 in den größten deutschen Leitindex DAX. Mit einer Marktkapitalisierung von über 21 Milliarden Euro hatte die Wirecard AG zur damaligen Zeit einen höheren Börsenwert als etwa die Deutsche Bank AG.

Bereits 2008 äußerte sich der damalige Vorstandsvorsitzende einer deutschen Anlegervereinigung auf der Hauptversammlung von Wirecard kritisch über das Unternehmen. Unter anderem seien Ungereimtheiten in der Bilanz aufgetreten und die Ertragslage intransparent. Wenige Tage später wurde bekannt, dass der seinerzeit stellvertretende Vorstandsvorsitzende desselben Vereins seit Mitte Mai eine Short-Position in Aktien der Wirecard AG aufgebaut hatte. Trotz der relativ geringen Positionsgröße ergab sich Schätzungen zufolge ein Gewinn von knapp einer Million Euro. Auch bei dem zwei Jahre später veröffentlichten Bericht eines Internetdienstes über einen in den USA wegen illegalen Online-Glücksspiels verhafteten Deutschen, der in seinem Geständnis Wirecard belastet habe, drängen sich spekulative Motive und ökonomische Interessen geradezu auf. Freiwillig offen gelegt wurden derartige Interessenkonflikte aber einzig und allein von dem Akteur „Zatarra Research & Investigations“. Dieser veröffentlichte 2016 einen mehr als 100 Seiten fassenden Bericht über Wirecard auf einer Homepage. In der Analyse wurden der Wirecard AG neben zumindest zweifelhaften Bilanzierungsmethoden und Geldwäsche unter anderem auch Betrug und Bestechung angelastet. Dabei gab Zatarra für die Aktie ein Kursziel von null Euro aus. Bei der Erstellung des Berichts wurde Zatarra von einem britischen Unternehmen unterstützt, welches zugleich eine Analyse über verschiedene Aspekte von Wirecards Strategie und Unternehmensführung für einen amerikanischen Hedgefonds anfertigte. Bis dahin war die Zahl der insgesamt vorhandenen Short-Positionen signifikant angestiegen. Die veröffentlichte Analyse wurde unter anderem von einer renommierten Wirtschaftszeitung aufgegriffen, in der bereits zuvor eine kritische Artikelserie über Wirecard erschienen war. Ausgangspunkt der Berichterstattung waren insbesondere Hinweise eines Leerverkäufers. Intensiviert wurde die Berichterstattung aber erst wieder ab 2019.

Der Rest ist wortwörtlich Geschichte: Im Juni 2020 gab Wirecard bekannt, dass der bereits mehrfach verschobene Jahres- und Konzernabschluss 2019 wegen Hinweisen auf unrichtige Saldenbestätigung erneut verschoben werde. Am Tag darauf trat der Vorstandsvorsitzende Markus Braun als Mitglied des Vorstands zurück. Zuvor war ein weiteres Vorstandsmitglied von seiner Tätigkeit als Vorstand der

Wirecard AG freigestellt worden und wurde kurz nach dem Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden entlassen. Wenig später veröffentlichte die Wirecard AG eine Ad-hoc-Meldung mit dem Inhalt, dass davon ausgegangen werden müsse, dass die bisher zugunsten von Wirecard ausgewiesenen Bankguthaben auf Treuhandkonten in Höhe von insgesamt 1,9 Milliarden Euro mit überwiegender Wahrscheinlichkeit nicht bestehen. Am 25.06.2020 stellte die Wirecard AG beim Amtsgericht München einen Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens wegen drohender Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung.

Auch wenn oder gerade weil der Kasus Wirecard in den Details als außergewöhnlich erscheint, zeigt er die enorme Bandbreite von sogenannten Short-Attacken auf. Sowohl das Vorgehen der Anlegervereinigung als auch das des Internetdienstes und das von Zatarra können retrospektiv als Short-Attacken gewertet werden. Dabei wird zunächst eine Short-Position begründet – häufig durch gedeckte Leerverkäufe. Anschließend versuchen die Spekulanten, den entsprechenden (Aktien-)Kurs negativ zu beeinflussen. Üblicherweise veröffentlichen sie hierzu einen kritischen Bericht über den Emittenten, wie etwa Zatarra im Fall Wirecard. Sodann wird die durch den Kursverlust im Wert gestiegene Short-Position gewinnbringend geschlossen. Obwohl derartige Short-Attacken maßgeblich zum Einsturz des „Wirecard-Kartenhauses“ beigetragen haben, fanden sie als Handelsstrategie bei der Aufarbeitung des geschichtsträchtigen Skandals wenig Beachtung. Dies gilt sowohl für die diesbezügliche öffentliche und politische als auch für die akademische Diskussion.

Nicht nur im Hinblick auf die Wirecard AG hatten Short-Attacken häufig drastische Reaktionen der Marktteilnehmer und somit auch des Marktes zur Konsequenz. Dementsprechend sank der Börsenwert des angegriffenen Unternehmens erheblich, sodass sich Milliarden Euro in kürzester Zeit in Luft auflösten. Gemessen an dem in der Intensität mit anderen kapitalmarktrechtlichen Sachverhalten kaum vergleichbaren Einfluss von Short-Attacken auf Teile der Kapitalmärkte, steckt die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit ebenjenen noch in den Kinderschuhen. Trotz inzwischen dreier Monographien und einer deutlich zweistelligen Anzahl an entsprechenden Aufsätzen sind grundlegende Fragen im Umgang mit Short-Attacken ungeklärt. Dies gilt zwar in Teilen auch für dogmatisch juristische Fragen, insbesondere aber die ökonomische und rechtstatsächliche Einordnung des Phänomens bedarf einer tiefergehenden Erörterung.

Mithin steht die diesbezüglich rudimentäre Aufarbeitung des Wirecard-Skandals pars pro toto für den Umgang mit Short-Attacken insgesamt. Losgelöst vom Fall Wirecard waren bereits zuvor die Ströer SE & Co. KGaA, die AURELIUS Equity Opportunities SE & Co. KGaA, die ProSiebenSat.1 Media SE sowie die Steinhoff International Holdings NV Ziele von Short-Attacken. Die rein bilanziellen Ausmaße des letztgenannten Falles übersteigen sogar noch die des milliardenschweren Wirecard-Skandals. Nach der Insolvenz von Wirecard Mitte 2019 folgten unter anderem Short-Attacken auf die Grenke AG und die Adler Group SA. Nicht selten

handelte es sich dabei um spektakuläre „Wirtschaftskrimis“ wie etwa auch im Fall der Adler Group. All dies zeigt: Short-Attacks haben sich inzwischen auch an den deutschen Aktienmärkten etabliert.

Dabei treffen die unterschiedlichen Partikularinteressen bestimmter Kapitalmarktteilnehmer aufeinander. Einerseits haben die Initiatoren einer Short-Attacke ein Interesse, ihren vermeintlichen Informationsvorsprung in einen Gewinn umwandeln zu können. Andererseits ist das betroffene Unternehmen daran interessiert, derartige Short-Attacks zu verhindern und gegebenenfalls zu korrigieren. Nicht zu vernachlässigen sind die Aktionäre des Unternehmens, welche neben dem Interesse an dem wahren Wert der Aktie in erster Linie Verluste vermeiden beziehungsweise ihre Gewinne maximieren wollen. Die Dissertation gewichtet die teils gegenläufigen Interessen unter ökonomischen und rechtlichen Gesichtspunkten. Nach einer Abwägung wird ein sachgerechter Ausgleich durch eine neue rechtliche Regelung sowie eine Optimierung der bereits bestehenden Normen konzipiert. Aufgrund des höheren Erkenntnispotenzials wird dafür eine interdisziplinäre Herangehensweise gewählt. Zunächst werden auf Basis ökonomischer wissenschaftlicher Erkenntnisse vorhandene Interessen abgeleitet und daran anknüpfend die relevanten Akteure identifiziert, deren Interessen zu berücksichtigen sind. Dass sich diese Interessen de lege lata nur unzureichend in den gesetzlichen Regelungen widerspiegeln, klärt eine ökonomische Analyse der relevanten Vorschriften. Auch wenn Short-Attacks zumindest auf den ersten Blick nicht in einem „rechtsfreien Raum“ stattfinden, besteht diesbezüglich also offensichtliches Entwicklungspotenzial. Dieses schöpft die Dissertation aus, indem sie nicht nur deskriptiv auf die unzureichende Rechtslage eingeht, sondern konstruktiv Vorschläge zu deren Verbesserung unterbreitet. Dabei kommen die Perspektive und die Methoden der Jurisprudenz zum Tragen. Die unterbreiteten Vorschläge sind gleichermaßen von Bedeutung für die Legislative, in Form von nationalen und internationalen Gesetzgebern, sowie für die Exekutive, in Gestalt der kapitalmarktrechtlichen Regulierungsbehörden. Schließlich stellen Short-Attacks eine sophistische Handelsstrategie dar, deren Bedeutung zumindest im professionellen Bereich stetig wächst. Selbiges gilt auch für die Bedeutung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte insgesamt im Hinblick auf die europäische und nationale gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

Der methodisch interdisziplinäre Ansatz gibt die Struktur der nachfolgenden Bearbeitung vor. Im ersten Kapitel erfolgt die Darstellung von Leerverkäufen im Allgemeinen sowohl aus ökonomischer als auch aus rechtlicher Sicht. Im Rahmen dessen werden die Wirkungsweise, Einsatzgebiete und die zivilrechtliche Einordnung von Leerverkäufen erläutert. Dem schließt sich eine ökonomische Bewertung von Leerverkäufen an, bevor eine Konklusion das Kapitel beschließt.

Darauf aufbauend widmet sich das zweite Kapitel den Short-Attacks. Dabei erfolgt zunächst eine einleitende Begriffsdefinition, ehe vergangene Short-Attacks näher beleuchtet werden. Die erarbeitete Definition dient als Basis für eine Betrachtung der europarechtlichen Anforderungen, die Short-Attacks einhalten