

Schriften des Augsburg Center for
Global Economic Law and Regulation

Arbeiten zum Internationalen Wirtschaftsrecht
und zur Wirtschaftsregulierung



Laura Frömel

Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken



Nomos

**Augsburg Center
for Global
Economic Law and Regulation**



Augsburger Zentrum
für Internationales Wirtschaftsrecht
und Wirtschaftsregulierung

Centre pour
le droit international et la régulation
économiques, Augsburg

Schriften des Augsburg Center for
Global Economic Law and Regulation

Arbeiten zum Internationalen Wirtschaftsrecht
und zur Wirtschaftsregulierung

herausgegeben von

Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers, Universität Augsburg
Prof. Dr. Matthias Rossi, Universität Augsburg

Band 80

Laura Frömel

Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken



Nomos



Onlineversion
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2020

ISBN 978-3-8487-6778-6 (Print)

ISBN 978-3-7489-0882-1 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2019/2020 von der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg als Dissertation angenommen. Text und Literatur sind im Wesentlichen auf dem Stand von September 2019.

Mein besonderer Dank gebührt zunächst meinem Doktorvater, Professor Dr. Thomas M. J. Möllers, für die Betreuung und Unterstützung der Arbeit. Er hat zu jeder Zeit den erfolgreichen Fortgang der Arbeit mit vielen wertvollen Hinweisen gefördert. Ihm und Herrn Professor Dr. Matthias Rossi danke ich auch für die Aufnahme in die Schriftenreihe des ACELR.

Herzlich danke ich auch Herrn Professor Dr. Wolfgang Wurmnest für die schnelle Erstellung des Zweitgutachtens und seine hilfreichen Anmerkungen.

Mein ganz besonderer Dank gilt meiner Familie, insbesondere meinen Eltern Marianne und Joachim Frömel sowie meinem Freund Alexander Ronert. Sie alle haben mich nicht nur tatkräftig und mit unglaublicher Energie während des Schreibens der Arbeit unterstützt, sondern standen mir auch während meines Studiums immer mit Rat und Tat zur Seite. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

München
März 2020

Laura Frömel

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	21
Einführung und Problemaufriss	29
§ 1 Entwicklung der Regulierung von Leerverkäufen	33
A. Bedeutung von Leerverkäufen	33
B. Historische Entwicklung	46
§ 2 Leerverkaufsattacken und Europäisches Marktmissbrauchsrecht	57
A. Marktmanipulation durch Veröffentlichung falscher und irreführender Research Reports	58
B. Leerverkaufsattacke als verbotenes Insidergeschäft gem. Art. 14 lit. a), Art. 8 MAR	84
C. Irreführende Finanzanalysen – Anlageberichterstattung in den Medien gem. Art. 20 MAR	89
§ 3 Öffentlicher Rechtsschutz in Deutschland gegen Short-Sell-Angriffe	103
A. Maßnahmen der BaFin als nationale Aufsichtsbehörde	104
B. Maßnahmen der Staatsanwaltschaft als Strafverfolgungsbehörde	116
C. Untersuchung von Vorschlägen für ein effektiveres staatliches Sanktionsregime	123
D. Stellungnahme	128
§ 4 Maßnahmen der Zielgesellschaft nach einer Leerverkaufsattacke	130
A. Maßnahmen zur Kurspflege	130
B. Rechtliche Schritte – Durchsetzung von zivilrechtlichen Ansprüchen	161

Inhaltsübersicht

§ 5 Effektive Präventivmaßnahmen	208
A. Transparente Unternehmenskommunikation	209
B. Beeinflussung der Aktionärsstruktur	257
C. Strukturierung der internen Unternehmensorganisation	265
D. Stellungnahme	267
§ 6 Zusammenfassung der Ergebnisse	270
Zusammenfassung der Thesen	274
Literaturverzeichnis	279
Rechtsprechungsverzeichnis	299
Anhang	301

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	21
Einführung und Problemaufriss	29
§ 1 Entwicklung der Regulierung von Leerverkäufen	33
A. Bedeutung von Leerverkäufen	33
I. Allgemein	33
II. Gedeckte Leerverkäufe	35
III. Ungedeckte Leerverkäufe	37
IV. Ökonomische Betrachtung	38
1. Positive Effekte von Leerverkäufen	38
2. Risiken der Short-Sales für die Funktionsfähigkeit des Marktes	39
3. Geschäftsmodell der Leerverkaufsaktivisten	41
4. Zwischenergebnis	45
B. Historische Entwicklung	46
I. Nationale Entwicklung	46
1. Allgemeinverfügungen der BaFin	46
2. Wertpapierhandelsgesetz	47
3. Kapitalanlagegesetzbuch	48
II. Europäische Entwicklung – Verordnung (EU) Nr. 236/2012	49
1. Wesentliche Regelungsziele	50
2. Regelungsgehalt	51
a) Anwendungsbereich	51
aa) Sachlicher Anwendungsbereich	51
bb) Persönlicher Anwendungsbereich	52
cc) Örtlicher Anwendungsbereich	53
b) Verbot ungedeckter Leerverkäufe	54
c) Transparenzvorschriften	54
d) Rechtsfolgen	55
e) Zwischenergebnis	56

§ 2 Leerverkaufsattacken und Europäisches Marktmissbrauchsrecht	57
A. Marktmanipulation durch Veröffentlichung falscher und irreführender Research Reports	58
I. Scalping gem. Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR	59
1. Abgabe einer Stellungnahme unter Ausnutzung des Medienzugangs	60
a) Abgabe einer Stellungnahme	60
b) Ausnutzen eines Medienzugangs	62
2. Vorheriges Eingehen von Positionen in einem Finanzinstrument	62
3. Eingebrachter Nutzen aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs	63
4. Unterlassen einer öffentlichen Mitteilung des Interessenkonflikts	64
a) Ordnungsgemäße und wirksame Meldung	64
b) Gleichzeitigkeit	66
c) Öffentlichkeit	66
5. Zwischenergebnis	67
II. Informationsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR	67
1. Verbreiten falscher oder irreführender Informationen bzgl. des Angebots oder des Kurses eines Finanzinstruments	68
a) Falsche oder irreführende Informationen	68
aa) Informationen	68
bb) Falsche Informationen	69
cc) Irreführende Informationen	70
b) Tathandlung des „Verbreitens“	72
2. Falsche oder irreführende Signale für Angebot, Nachfrage oder Kurs	73
3. Zwischenergebnis	74
III. Handels- und Handlungsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. a) (i), b) MAR	75
1. Art. 12 Abs. 1 lit. a) (i) MAR	75
a) Leerverkaufsattacke als „Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags oder jede andere Handlung“	75
b) Falsche oder irreführende Signale bzgl. Angebot, Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments	77
c) Bereichsausnahme gem. Art. 13 MAR	77

d) Zwischenergebnis	78
2. Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR	78
a) Vorspiegelung falscher Tatsachen	79
aa) Vorliegen einer tauglichen Täuschungshandlung	79
bb) Verhältnis zu Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR	79
b) Zwischenergebnis	80
IV. Marktmanipulation durch Verstoß gegen die Transparenzpflicht i.S.v. Art. 6 VO (EU) Nr. 236/2012	81
V. Vergleich zu § 20 a WpHG	82
VI. Ergebnis	83
B. Leerverkaufsattacke als verbotenes Insidergeschäft gem. Art. 14 lit. a), Art. 8 MAR	84
I. Insiderinformation gem. Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR	85
1. Erstellen einer Analyse über das Zielunternehmen	85
2. Absichtliche Verbreitung negativer Äußerungen über das Zielunternehmen	86
II. Ergebnis	88
C. Irreführende Finanzanalysen – Anlageberichterstattung in den Medien gem. Art. 20 MAR	89
I. Anlageempfehlung und Anlagestrategieempfehlung	90
II. Anzulegende Sorgfaltspflichten bei der Erstellung von Anlageempfehlungen	91
1. Objektive Darstellung	91
a) Sorgfaltspflichten nach der Delegierten VO (EU) Nr. 2016/958	91
b) Weitergehende Recherchepflicht für Finanzanalysten bei Verdachtsberichterstattungen	91
2. Offenlegung von Interessenkonflikten	96
III. Tatbestandseinschränkung gem. Art. 21 MAR	96
1. Erstellung der Berichte zu journalistischen Zwecken oder anderen Ausdrucksformen in den Medien	97
a) Journalistische Zwecke	97
b) Andere Ausdrucksformen in den Medien	98
2. Informationen/Empfehlungen geben, verbreiten oder offenlegen	99
3. Ausnahme nach Art. 21 MAR	100
a) Eigennütziger Zweck gem. Art. 21 lit. a) MAR	100
b) Manipulativer Zweck gem. Art. 21 lit. b) MAR	101

IV. Ergebnis	101
§ 3 Öffentlicher Rechtsschutz in Deutschland gegen Short-Sell-Angriffe	103
A. Maßnahmen der BaFin als nationale Aufsichtsbehörde	104
I. Handelsunterbrechung gem. § 6 Abs. 2 S. 4 WpHG	104
II. Erteilung von öffentlich-rechtlichen Warnungen gem. § 6 Abs. 2 S. 3 WpHG	108
III. Verhängung von Bußgeldern gem. § 121 WpHG	109
IV. Sachverhaltsaufklärung	110
V. Allgemeinverfügung gem. Art. 20 Abs. 1, 2 VO (EU) Nr. 236/2012	112
B. Maßnahmen der Staatsanwaltschaft als Strafverfolgungsbehörde	116
I. Ermittlungsarbeit	116
1. Einleitung eines Ermittlungsverfahrens	116
2. Zusammenarbeit mit der BaFin	118
II. Strafrechtliche Sanktionierungsmöglichkeiten gegen Marktmanipulationsverstöße	119
1. Verhängung einer Freiheitsstrafe oder einer Geldstrafe	119
2. Erschwerte Strafverfolgung	120
a) Nachweis der konkreten Täter	120
b) Nachweis des Vorsatzes	122
C. Untersuchung von Vorschlägen für ein effektiveres staatliches Sanktionsregime	123
I. Einrichtung einer bundesweit zuständigen Schwerpunktstaatsanwaltschaft	123
II. BaFin als „Nebenstaatsanwaltschaft“	124
III. Recht der BaFin zur selbstständigen Verhängung von Ordnungswidrigkeiten	125
IV. Aufbau einer „kapitalmarktrechtlichen“ Eingreiftruppe bei Marktmanipulation	126
D. Stellungnahme	128

§ 4 Maßnahmen der Zielgesellschaft nach einer Leerverkaufsattacke	130
A. Maßnahmen zur Kurspflege	130
I. Directors' Dealings – Aktienkäufe durch Führungsmglieder des Emittenten	130
1. Positive Signalwirkung für andere Marktteilnehmer	131
2. Meldepflichtige Personen	132
a) Führungskräfte des Emittenten	132
b) Mit Führungskräften eng verbundene Personen	134
3. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten	134
4. Periodisches Handelsverbot gem. Art. 19 Abs. 11 MAR	136
a) Erfasste Geschäftsarten	136
b) Verbotszeitraum	138
aa) Erfasste Veröffentlichungen	139
bb) Rückwirkung der Frist	141
c) Erlaubnistatbestand gem. Art. 19 Abs. 12 MAR	142
5. Ergebnis	142
II. Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms	143
1. Ökonomischer Hintergrund	144
2. Dogmatische Einordnung aktien- und kapitalmarktrechtlicher Regeln für Aktienrückkäufe	145
3. Aktienrechtliche Rechtsgrundlage gem. § 71 AktG	147
a) Erwerbsverbot eigener Aktien	148
b) Begrenzte Ausnahmen vom Erwerbsverbot	148
aa) Schadensabwehr gem. § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG	148
bb) Vorheriger Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung gem. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG	150
c) Allgemeine Erwerbsschranken gem. § 71 Abs. 2 AktG	151
d) Publizitätspflichten	152
aa) Aktienrechtliches Transparenzgebot gem. § 71 Abs. 3 AktG	152
bb) Kapitalmarktrechtliche Transparenzgebote	153
(i) Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. Art. 17 Abs. 1 MAR	153
(ii) Safe – Harbour Regelung gem. Art. 5 MAR i.V.m. Delegierte VO (EU) Nr. 2016/1052	154
4. Ergebnis	154
III. Kontaktaufnahme mit der BaFin	156

IV. Vorzeitige Veröffentlichung positiver Unternehmensnachrichten	157
V. Stellungnahme	160
B. Rechtliche Schritte – Durchsetzung von zivilrechtlichen Ansprüchen	161
I. Abmahnung als vorprozessuales Mittel	161
II. Klageverfahren	163
1. Internationale Rechtsdurchsetzung	163
2. Bestehen von Schadensersatzansprüche	165
a) § 117 Abs. 1 S. 1 AktG	165
b) § 824 BGB	166
c) § 826 BGB	168
aa) Sittenwidrigkeit	168
(i) Haftung für öffentliche Äußerung über die Bonität eines Unternehmens	168
(ii) Haftung für fehlerhafte Kapitalanlageberatung	169
(iii) Haftung für fehlerhafte Ratings	169
(iv) Frontrunning	170
(v) Leerverkaufsaktivismus	171
bb) Kausalität	173
cc) Schädigungsvorsatz	174
dd) Schaden	175
d) § 823 Abs. 1 BGB	176
aa) Eingerichteter und ausgeübter Gewerbebetrieb	176
bb) Unternehmenspersönlichkeitsrecht	178
cc) Rechtsfolgen	179
(i) Ersatz des Vermögensschadens	179
(ii) Wiederherstellung der Ehre	180
(iii) Geldentschädigung für immaterielle Beeinträchtigung	180
e) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 187 Var. 2 StGB	180
f) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. a), b), c), Abs. 2 lit. d), Art. 15 MAR	181
g) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Art. 14 lit. a), Art. 8 Abs. 1 S. 1 MAR	183
h) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Art. 20 MAR	184
i) § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Art. 5, 6 VO (EU) Nr. 236/2012	186

j) Kein vertraglicher Haftungsausschluss durch Hinweis im Disclaimer	186
3. Berichtigungsanspruch	187
a) Materielle Voraussetzungen	188
b) Art und Umfang	189
aa) Uneingeschränkter Widerruf	189
bb) Eingeschränkter Widerruf	190
cc) Zwischenergebnis	190
III. Verfahren im einstweiligen Rechtsschutz	191
1. Unterlassungsanspruch	193
a) Materielle Voraussetzungen	193
b) Art und Umfang	195
2. Beseitigungsanspruch	196
a) Materielle Voraussetzungen	197
b) Art und Umfang	197
3. Gegendarstellungsanspruch	199
a) Formelle Voraussetzungen	200
b) Materielle Voraussetzungen	200
aa) Allgemein	200
bb) Besonderheiten bei der Veröffentlichung einer Gegendarstellung im Internet	202
4. Berichtigungsanspruch	204
IV. Stellungnahme	205
§ 5 Effektive Präventivmaßnahmen	208
A. Transparente Unternehmenskommunikation	209
I. Art und Weise der Kommunikation	209
1. Offener Dialog ohne widersprüchliche Aussagen	209
2. Klagen als Krisenkommunikationsmittel	212
3. Befreiung der Wirtschaftsprüfer von ihrer Verschwiegenheitspflicht	214
II. Kapitalmarktkommunikation – Investor Relations	216
1. Regelmäßiger Kontakt mit Großaktionären	216
a) Weitergabe von unternehmensinternen Informationen an institutionelle Investoren in One-on-One-Meetings	216
aa) Aktienrechtliche Zulässigkeit	217
(i) Informationelle Gleichbehandlung	217
(ii) Verschwiegenheitspflicht	218
bb) Kapitalmarktrechtliche Zulässigkeit	219

b)	Investorenkommunikation durch den Aufsichtsratsvorsitzenden	220
c)	Gestaltung der kommunikativen Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	223
aa)	Erfordernis eines Aufsichtsratsbeschlusses als Zustimmung vor einem Investorengespräch?	224
bb)	Einführung einer internen Kommunikationsordnung	226
(i)	Kommunikationsordnung – freiwillige Unternehmensentscheidung oder gesetzliche Pflicht?	226
(ii)	Ausgestaltung in der Praxis	230
d)	Zwischenergebnis	233
2.	Veranstaltung von Roadshows	234
a)	Effektives Kommunikationsmittel gegenüber Investoren	234
b)	Richtiges Auftreten eines Unternehmens im Rahmen einer Roadshow	236
3.	Nutzung von Twitter durch den CEO	238
a)	Sinnvolles Kommunikationsinstrument oder Fluch der Technik?	239
b)	Strategische Herangehensweise statt voreiliger Aktivismus	240
c)	Rechtliche Risiken	242
aa)	Unterlassen der Ad-hoc-Pflicht infolge der Erstveröffentlichung kursrelevanter Informationen via Twitter	242
bb)	Marktmanipulation per Tweed	244
d)	Zwischenergebnis	245
III.	Finanzberichterstattung – Corporate Communication	246
1.	Unternehmenswebsite als Erstinformationsquelle für Anleger und ihre wesentlichen Transparenzbestandteile	246
a)	Inhaltliche Anforderungen	247
b)	Formelle Anforderungen	252
2.	Transparente Berichterstattung	253
a)	Ergänzung des Jahresfinanzberichts um weitere Kennzahlen	253
b)	Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen	255

B. Beeinflussung der Aktionärsstruktur	257
I. Beteiligung eines Ankeraktionärs zur Kursstabilisierung	257
1. Rechtliche Zulässigkeit	258
2. Risiko der negativen Beeinflussung der Gesellschaft durch Großinvestoren	259
3. Zwischenergebnis	261
II. Ausgabe von Mitarbeiteraktien	262
1. Wirksames Mittel zur Abwehr von feindlichen Übernahmen	263
2. Effektives Präventionsmittel zur Kursstabilisierung nach einer Leerverkaufsattacke?	264
C. Strukturierung der internen Unternehmensorganisation	265
I. Bildung eines Krisenmanagement-Teams	265
II. Erstellen eines Strategiehandbuchs	266
D. Stellungnahme	267
§ 6 Zusammenfassung der Ergebnisse	270
Zusammenfassung der Thesen	274
Literaturverzeichnis	279
Rechtsprechungsverzeichnis	299
Anhang	301

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AfP	Archiv für Presserecht (Zeitschrift)
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift); Aktiengesellschaft
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Funds Manager
Alt.	Alternative
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AO	Abgabenordnung
APAReG	Gesetz zur Umsetzung der aufsichts- und berufsrechtlichen Regelungen der Richtlinie 2014/56/EU sowie zur Ausführung der entsprechenden Vorgaben der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 im Hinblick auf die Abschlussprüfung bei Unternehmen von öffentlichem Interesse (Abschlussprüferaufsichtsreformgesetz) in der Fassung der Bekanntmachung v. 31.3.2016 (BGBl. I S. 518)
AR	Der Aufsichtsrat (Zeitschrift)
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BC	Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling (Zeitschrift)
Bd.	Band; Bände
BeckOK	Beck OnlineKommentar
BeckRS	Beck Rechtsprechung
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluss

Abkürzungsverzeichnis

BGB	Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 12. Juli 2018 (BGBl. I S. 1151) geändert worden ist
BGBL	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BörsO FWB	Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDS	Credit Default Swaps
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CNN	Cable News Network (US-amerikanischer Fernsehsender)
CRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
CRiFC	Center for Research in Financial Communication
CRIM-MAD	Criminal Sanctions for Market Abuse Directive
CSR	Corporate Social Responsibility
COM	Commission
COO	Chief Operating Officer
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCF	Discounted Cash Flow
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Delegierten VO	Delegierten Verordnung
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität mbH
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DurchführungsVO	Durchführungsverordnung

EBITDA	Earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECLI:EU:C	European Case Law Identifier
EGBG	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche in der Fassung der Bekanntmachung vom 21. September 1994 (BGBl. I S. 2494; 1997 I S. 1061), das zuletzt durch Artikel 2 des Gesetzes vom 18. Dezember 2018 (BGBl. I S. 2648) geändert worden ist
Einf. v.	Einführung von
EL	Ergänzungslieferung
EMMoU	Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding (concerning consultation and cooperation and the exchange of information)
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention vom 04.11.1950, zuletzt geändert durch Protokoll Nr. 14 vom 13.5.2004 m.W.v. 1.6.2010
endg.	endgültig
ESMA	European Securities and Markets Authority
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (Zeitschrift)
EY	Ernst & Young (Wirtschaftsprüfungsgesellschaft)
EZB	Europäische Zentralbank
f.	from
f.; ff.	folgende; fortfolgende
FATF	Financial Action Task Force
FAQ	Frequently Asked Questions
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinAnV	Finanzanalyseverordnung vom 17. Dezember 2004 (BGBl. I S. 3522), die zuletzt durch Artikel 25 G. vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) aufgehoben worden ist
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority

Abkürzungsverzeichnis

Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
GA	Goldammer's Archiv für Strafrecht (Zeitschrift)
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 13. Juli 2017 (BGBl. I S. 2347) geändert worden ist
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
HHL	Handelshochschule Leipzig
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
HS.	Halbsatz
HTML	Hypertext Markup Language (Website-Format)
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated (US-amerikanische Gesellschaftsform)
IntFinanzMarktR	Internationales Finanzmarktrecht
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IR	Investor Relations
IRZ	Internationale Rechnungslegung (Zeitschrift)
i.S.d.	im Sinne der
i.V.m.	in Verbindung mit
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das zuletzt durch Artikel 9 des Gesetzes vom 10. Juli 2018 (BGBl. I S. 1102) geändert worden ist
Kap.	Kapitel
KölnKomm	Kölner Kommentar

KWG	Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 8. Juli 2019 (BGBl. I S. 1002) geändert worden ist
LVVO	Leerverkaufsverordnung
LG	Landgericht
Ltd.	Limited
MAR	Market Abuse Regulation
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht (Zeitschrift)
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MMR	MultiMedia und Recht (Zeitschrift)
MTF	Multilateral Trading Facility
MünchKomm m. W. v.	Münchener Kommentar mit Wirkung vom
NAV	Net Asset Value
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report (Zeitschrift)
Nr.	Nummer
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OTF	Organised Trading Facility
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
p.	page
plc	public limited company
Q&A	Questions & Answers
Red.	Redakteur

Abkürzungsverzeichnis

RegE	Regierungsentwurf
Rev. of Fin. Studies	Review of Financial Studies
Rn.	Randnummer
RStV	Rundfunkstaatsvertrag in der Fassung der Bekanntmachung vom 27. Juli 2001 (GVBl. S. 502, 503, BayRS 02-16-S), der zuletzt durch Art. 1 des Abkommens vom 8. Dezember 2016 (GVBl. 2017 S. 86) geändert worden ist
S.	Seite; Satz
s.	siehe
SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannt
SZ	Süddeutsche Zeitung
TMG	Telemediengesetz vom 26. Februar 2007 (BGBl. I S. 179), das zuletzt durch Art. 1 des Gesetzes vom 28. September 2017 (BGBl. I S. 3530) geändert worden ist
TRL	Transparenzrichtlinie
UIGEA	Unlawful Internet Gambling Enforcement Act
UK	United Kingdom
Umsetzungsg	Umsetzungsgesetz
Unterabs.	Unterabsatz
urspr.	ursprünglich
Urt.	Urteil(e)
v.	vom
vgl.	vergleiche
VGH	Verwaltungsgerichtshof
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung
VO	Verordnung
Vorb. v.	Vorbemerkung von
VuR	Verbraucher und Recht (Zeitschrift)
WM	Wirtschafts- und Bankrecht (Zeitschrift)

WpAV	Wertpapierhandelsanzeigerordnung vom 13. Dezember 2004 (BGBl. I S. 3376), die durch Artikel 1 der Verordnung vom 19. Oktober 2018 (BGBl. I S. 1758) geändert worden ist
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 5 des Gesetzes vom 10. Juli 2018 (BGBl. I S. 1102) geändert worden ist
WpMiVoG	Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 21.07.2010 (BGBl. I S. 945 (Nr. 38)), das zuletzt durch Artikel 20 des Gesetzes vom 6.12.2011 (BGBl. I S. 2481) geändert worden ist
WPO	Wirtschaftsprüferordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 5. November 1975 (BGBl. I S. 2803), die zuletzt durch Gesetz vom 30.10.2017 (BGBl. I S. 3618) geändert worden ist
WRP	Wettbewerbsrecht in Recht und Praxis (Zeitschrift)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht

Einführung und Problemaufriss

*The investor of today does not
profit from yesterday's growth.*
- Warren Buffett -

Ein Verlust von mehreren Milliarden Euro Börsenwert ist das Resultat einer Serie von Leerverkaufsattacken auf größere börsennotierte Unternehmen (*Investor Activism*¹) in Deutschland. Im Jahre 2016 sind vor allem die Finanzdienstleistungsgesellschaft *Wirecard*² und das Außenwerkeunternehmen *Ströer*³ erstmals in das Visier der Angreifer geraten. Hinter diesen „Attacken“ stehen meist anonyme⁴ US-Hedgefonds bzw. Analysehäuser, welche in medienwirksamen *Research Reports* schwere Kritik unter anderem an der Bewertung der Aktien oder dem Geschäftsmodell des jeweiligen Unternehmens üben. Denn ihr Ziel ist es, den Aktienkurs der betroffenen Gesellschaft massiv einbrechen zu lassen, um hiervon selbst durch den Besitz von zuvor eingegangenen Leerverkaufspositionen zu profitieren. Aufgrund der voranschreitenden Digitalisierung der Kapitalmärkte und der Informationsverarbeitung durch Algorithmen gewinnt ihr profitables Geschäftsmodell mehr und mehr an Attraktivität, sodass jährlich weltweit über 100 solcher *Short-Attacken* stattfinden⁵. Ein Ende des Leerverkauf-

* Alle benutzten Internetquellen waren zum Zeitpunkt der Abgabe der Arbeit am 25.10.2019 abrufbar.

1 Unterschied zum sog. „Shareholder Activism“, bei welchem Minderheitsaktionäre durch Ausübung ihrer Beteiligungsrechte eine Kurssteigerung durch Einflussnahme auf die Unternehmensführung anstreben, ausführlich dazu *Bunz*, Vorbereitungs- und Reaktionsmöglichkeiten börsennotierter Unternehmen auf Shareholder Activism, NZG 2014, 1049, 1050.

2 *Dohms*, Angriff aus dem Hinterhalt, SZ v. 24.2.2016, abrufbar unter: www.sueddeutsche.de/wirtschaft/wirecard-angriff-aus-dem-hinterhalt-1.2878377.

3 *Kanning*, Zweifelhafte Studien bewegen Kurse, FAZ v. 21.4.2016, abrufbar unter: www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/zweifelhafte-studie-loest-kurssturz-der-stroeer-aktie-aus-14192032.html.

4 *Katz/Hancock*, Short Activism: The Rise in Anonymous Online Short Attacks f. 27.11.2017, abrufbar unter: www.corpgov.law.harvard.edu/2017/11/27/short-activism-the-rise-in-anonymous-online-short-attacks/.

5 *Activist Insight/Schulte Roth & Zabel*, The Activist Investing Annual Review 2019, p. 42, abrufbar unter: www.corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2019/02/AIAnnual_Review2019.pdf.

Trends ist somit noch lange nicht in Sicht⁶, was die jüngste Angriffsserie auf Wirecard zeigt⁷.

Die Erholungsphase für ein angegriffenes Unternehmen stellt sich oft als langwieriger Prozess dar, wobei ein ähnliches Kursniveau wie zuvor selten bzw. nur über Monate hinweg erreicht werden kann. Der verursachte Reputationsschaden der Unternehmen und der damit verbundene Vertrauensverlust ihrer Aktionäre überwiegen zunächst die Richtigstellung der falschen und irreführenden Berichte in den Medien.⁸ Zu schwer sitzt die Angst in den Köpfen der geschädigten Anleger und Investoren, ein solches Szenario könnte sich wiederholen.

In Anbetracht der steigenden Zahl von aktivistischen Investoren⁹ ist es nun für viele börsennotierte Unternehmen in Deutschland von enormer Bedeutung, wie sie sich künftig nach einer solchen Attacke effektiv und rechtmäßig zur Wehr setzen können. Ebenso muss geklärt werden, welche Vorkehrungen sie im Vorfeld treffen können, um vom Radar der Short-Seller zu verschwinden.

Für Juristen stellen sich somit folgende wesentliche Fragen: Ist das Verhalten der Leerverkaufsaktivisten rechtswidrig?¹⁰ Kann die betroffene Gesellschaft rechtliche Schritte gegen die Leerverkäufer unternehmen und wenn ja, welche? Wie gelingt es einem betroffenen Unternehmen den Aktienkurs nach einer Attacke schnellstmöglich zu stabilisieren? Welche Präventivmaßnahmen kann eine Gesellschaft ergreifen, um den Leerverkäufern keinen Anreiz für einen Angriff zu geben? Vor allem diese Fragen gilt es in der vorliegenden Dissertation, welche in sechs Teile gegliedert ist, zu beantworten.¹¹

6 So auch Portfoliomanager Ingo Speich von Union Investment, s. *Jahn/Köhler/Landgraf/Rickens*, Ruhestörung im Ruhrpott, Handelsblatt v. 7.9.2018, S. 45.

7 Insgesamt folgten drei Berichterstattungen mit Vorwürfen der Kontomanipulation, Dokumentenfälschung und Geldwäsche durch die Financial Times, *Schnell*, Kurseinbruch Nummer drei – Die wichtigsten Antworten zu den Turbulenzen bei Wirecard, Handelsblatt-Online v. 8.2.2019, abrufbar unter: www.handelsblatt.com.

8 *Schockenhoff/Culmann*, Rechtsschutz gegen Leerverkäufer?, AG 2016, 517, 518 f.

9 *Wachtell/Lipton/Rosen/Katz*, Dealing with Activist Hedge Funds, April 2018, p. 1, abrufbar unter: www.wlrk.com/files/2018/TakeoverResponseChecklist_DealingWithActivistHedgeFunds.pdf.

10 In dieser Arbeit wird sich ausschließlich auf die Strafbarkeit der Leerverkäufer, welche selbst umfangreiche Analyseberichte veröffentlicht haben, beschränkt.

11 Die Arbeit beschäftigt sich ausschließlich mit der Untersuchung der Leerverkaufsattacken auf die deutschen Unternehmen Wirecard AG, AURELIUS Equity Opportunities SE & Co. KGaA, Ströer SE & Co. KGaA und ProSieben-Sat.1 Media SE in den Jahren 2016 bis 2019.

Im ersten Teil dieser Arbeit werden die unterschiedlichen Erscheinungsformen von Leerverkäufen und deren jeweilige wirtschaftliche Folgen für den Kapitalmarkt aufgezeigt. Hierbei wird vor allem das Geschäftsmodell der Leerverkaufsaktivisten genauer untersucht. Des Weiteren erfolgt ein kurzer Überblick über die historische Entwicklung der Regulierung von Leerverkäufen, wobei genauer auf die bestehende europäische Gesetzgebungslage eingegangen wird und deren relevante Vorschriften zur Begegnung des Leerverkaufsaktivismus¹² praxisnah bewertet werden.

Im zweiten Teil wird der Frage nachgegangen, ob die Vorgehensweise der Leerverkaufsaktivisten rechtswidrig ist, indem Verstöße gegen die Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014¹² (MAR) vor allem im Hinblick auf die Marktmanipulation nach Art. 15, 12 MAR und die Anlageberichterstattung in den Medien nach Art. 20, 21 MAR untersucht werden.

Dieses Ergebnis ist für ein mögliches Einschreiten der BaFin und der Staatsanwaltschaft zugunsten der Unternehmen nach einer Leerverkaufsattacke relevant, welches den dritten Teil der Arbeit darstellt. Hierbei wird aufgezeigt, welche Maßnahmen die Behörden gegen die Short-Seller ergreifen können bzw. müssen, damit die Täter schnellstmöglich gefasst und verurteilt werden. Die Ursachen der in diesem Zusammenhang auftretenden Verfolgungs- und Verurteilungsdefizite werden zunächst analysiert, worauf in einem zweiten Schritt Lösungen für ein effektiveres staatliches Sanktionsregime im Kampf gegen den Leerverkaufsaktivismus diskutiert werden.

Anschließend wird auf mögliche Verteidigungsmaßnahmen eines Unternehmens als Opfer einer Short-Sell-Attacke eingegangen. Zunächst kommt der Erwerb eigener Aktien durch das Management des Unternehmens (*Directors' Dealings*) und im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms zur Stabilisierung des fallenden Börsenkurses in Betracht. Auch die Veröffentlichung positiver Unternehmensnachrichten kann ein wirksames Mittel sein, das Vertrauen der Aktionäre langfristig zurückzugewinnen. Stellt sich heraus, dass das Handeln der Leerverkäufer rechtswidrig war, ist auch an die Einleitung rechtlicher Schritte in Form der gerichtlichen Durchsetzung zivilrechtlicher Ansprüche zur Geltendmachung des

12 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. Nr. L 173/1 v. 12.6.2014.

Kurseinbruchs- und Reputationsschadens zu denken. Hierbei werden nicht nur die einzelnen Ansprüche rechtlich geprüft, sondern auch untersucht, wie diese am effektivsten und schnellsten in der Praxis durchgesetzt werden können.

Zuletzt wird der Fokus auf präventive Strategien zum Schutz vor Leerverkaufsaktivisten gelegt. Eine besonders wichtige Rolle spielt hierbei eine transparente und offene Unternehmenskommunikation gegenüber den Anlegern. Wie ein Unternehmen vor und nach einer Leerverkaufsattacke kommunizieren sollte und wie die Verkündung einer Klage vom Kapitalmarkt aufgefasst wird, sind unter anderem wesentliche zu untersuchende Fragen. Es wird ebenso geklärt, ob der Aufsichtsratsvorsitzende unter Einhaltung der aktien- und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften Einzelgespräche mit Investoren (*Investor-Relations*) führen darf, und wenn ja, welche internen Regelungen ein Unternehmen einführen sollte, um ein einheitliches kommunikatives Auftreten des Unternehmens nach außen zu gewährleisten. Angesichts des digitalen Zeitalters nutzen immer mehr Unternehmen Social-Media-Kanäle, um wichtige Informationen möglichst öffentlichkeitswirksam zu verbreiten. Fraglich ist daher, ob die Tweets eines CEOs überhaupt reputationsfördernd sind und welche rechtlichen Aspekte hierbei zu beachten sind. Ein besonderes Augenmerk wird ebenso auf eine transparente Finanzberichterstattung (*Corporate Communication*) und ihre Anforderungen gelegt, welche anhand eines Vergleichs mit der Berichterstattung anderer börsennotierter Unternehmen bestimmt werden. Ebenfalls wird als Präventivmaßnahme die mögliche Beeinflussung der Aktionärsstruktur mit dem Ziel der Kursstabilisierung nach einer Leerverkaufsattacke untersucht, indem zuvor Ankeraktionäre oder Mitarbeiter an dem Unternehmen beteiligt werden.

Abschließend wird eine hilfreiche Strukturierung der Unternehmensorganisation durch die vorherige Bildung eines Krisenmanagement-Teams und das Erstellen eines Strategiehandbuchs (*Defense Manual*) für den Ernstfall aufgezeigt.

Schließlich ist das Ziel dieser Arbeit, eigenständige, effektive sowie rechtmäßige Verteidigungsmöglichkeiten für künftig betroffene Unternehmen nach einer Leerverkaufsattacke darzustellen und nützliche Vorkehrungen aufzuzeigen, die einem Unternehmen einen größeren Schutz vor Leerverkaufsaktivisten garantieren.