

# 1. Einleitung

Leerverkäufe spielen seit jeher eine wichtige Rolle an den Kapitalmärkten. So finden sich Nachweise auf eine erste Regulierung von Leerverkäufen bereits Anfang des 17. Jahrhunderts. Damals hatte der holländische Kaufmann *Isaac Le Maire* im Jahr 1609 die ersten Leerverkäufe mit aktienähnlichen Beteiligungspapieren der *Niederländischen Ostindien-Kompanie*, der ältesten öffentlich gehandelten Aktiengesellschaft Europas, durchgeführt.<sup>1</sup> Bereits damals wurden Leerverkäufe für den Schaden anderer Anleger verantwortlich gemacht, wodurch sich die holländische Regierung im Jahr 1610 dazu gezwungen sah, ein Edikt zu erlassen, welches im Ergebnis ein Leerverkaufsverbot verfügte.<sup>2</sup>

Nach dieser ersten regulatorischen Maßnahme folgten weitere, wobei der letzte große Anlass für weltweite Regulierung die Finanzkrise der Jahre 2007 ff war.<sup>3</sup> Wiederum wurden Leerverkäufe von vielen (mit-)verantwortlich für das Entstehen der Finanzkrise gemacht. Stellvertretend sei auf die Aussagen einer Persönlichkeit hingewiesen, die wohl wie keine andere als Symbol für den Ausbruch der Finanzkrise steht. *Richard Fuld*, Vorstandsvorsitzender von *Lehman Brothers*, machte ungedeckte Leerverkäufe für den massiven Kursverlust seines Institutes (mit-)verantwortlich.<sup>4</sup> Als Reaktion auf die Finanzkrise wurden weltweit diverse Regulierungen bezüglich Leerverkäufen vorgenommen.<sup>5</sup>

- 
- 1 *Schlimbach*, Leerverkäufe – Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten Leerverkaufs in der Europäischen Union (2015) 1; *Lange*, Die Regulierung von Aktienleerverkäufen in der Europäischen Union und in den USA unter Berücksichtigung der ökonomischen Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Aktienmärkte sowie unter Einbeziehung rechtshistorischer Aspekte (2016, Dissertation Universität Berlin) 11, abrufbar unter: <https://edoc.hu-berlin.de/bitstream/handle/18452/18370/lange.pdf?sequence=1> (zuletzt abgerufen am 16.6.2016); *Mülbelt/Sajnovits* in *Assmann/Schneider*, *WphG*<sup>7</sup> (2019) Vor Art. 1 VO Nr. 236/2012 Rz 1.
  - 2 *Macey/Mitchell/Netter*, Restrictions on Short Sales: An Analysis of the Uptick Rule and its Role in View of the October 1987 Stock Market Crash, 74 *Cornell L. Rev.* (1989) 799 (801); *Klingenbrunn*, Produktverbote zur Gewährleistung von Finanzmarktstabilität-Legitimation und Dogmatik unter der Annahme adaptiver, evolutionärer Finanzmärkte (2018) 100; *Lange*, Regulierung 67; *Schlimbach*, Leerverkäufe 1.
  - 3 *Fleckner*, Regulating Trading Practices, in *Moloney/Ferran/Payne* (Hrsg), *The Oxford Handbook of Financial Regulation* (2015) 596 (624).
  - 4 *Fuld*, Statement before the United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, 6.10.2008, abrufbar unter: <http://online.wsj.com/public/resources/documents/fuldtestimony20081006.pdf> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019); *The Financial Crisis Inquiry Commission*, *The Financial Crisis Inquiry Report* (2011) 326 f, abrufbar unter: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).
  - 5 Vgl *Beber/Pagano*, Short-Selling Bans around the World: Evidence from 2007-09 Crisis, 68 *The Journal of Finance* (2013) 343.

## 1. Einleitung

---

Durch die dadurch eingetretene Zersplitterung<sup>6</sup> wurde die Leerverkaufsverordnung (*Short Selling Regulation* – SSR)<sup>7</sup> geschaffen,<sup>8</sup> welche seit 1. November 2012 gilt.<sup>9</sup> Diese ist, gemeinsam mit ihren konkretisierenden Rechtsakten, die bis heute gültige Regulierung von Leerverkäufen und *Credit Default Swaps*<sup>10</sup> in der Europäischen Union. Gleichwohl die SSR als Reaktion auf die Finanzkrise anzusehen ist, anerkennt sie, dass Leerverkäufe, unter normalen Marktbedingungen, positive Auswirkungen auf die Marktliquidität und eine effiziente Kursbildung haben.<sup>11</sup> Insofern zeigt sich bereits an dieser Stelle das Spannungsfeld, in dem sich die Regulierung von Leerverkäufen befindet.

Auch in den USA wurden Leerverkäufe während und nach der Finanzkrise neuen Regelungen unterworfen, wobei anders als in Europa man in den USA auf eine bereits bestehende und bis auf das Jahr 1938 zurückgehende Leerverkaufsregulierung aufbauen konnte, womit keine so grundlegende Neuschaffung einer Leerverkaufsregulierung vorgenommen werden musste.<sup>12</sup>

In den letzten Jahren sind Leerverkäufe, vor allem im deutschsprachigen Raum, wieder mehr in den Fokus der öffentlichen Wahrnehmung geraten. Dafür sind einige Fallkonstellationen aus der jüngeren Vergangenheit verantwortlich.

Der wohl größte öffentliche Aufschrei, in dessen Zusammenhang Leerverkäufe standen, erfolgte bezüglich sogenannter Cum-ex-Geschäfte in Deutschland.<sup>13</sup> Durch Cum-Ex-Konstruktionen wurde es Investoren, unter anderem durch den Einsatz von Leerverkäufen, ermöglicht, ungerechtfertigterweise mehrfache Bescheinigungen für die Rückerstattung der Kapitalertragsteuer zu erhalten.<sup>14</sup> Schätzungen zufolge sollen dem deutschen Staat dadurch fünf Milliarden € an Steuern entgangen sein.<sup>15</sup>

In den letzten Jahren hat auch ein Phänomen Einzug in die deutschen Kapitalmärkte gehalten, welches in dieser Form bisher nicht vorgekommen ist. Dabei

---

6 Vgl. bezüglich der Transparenzpflichten IOSCO, Final Report on Regulation of Short Selling, Juni 2009, 24 ff., Appendix IV, abrufbar unter: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

7 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 v 24.3.2012, 1.

8 1., 2. u 5. Erwägungsgrund SSR.

9 Art 48 SSR.

10 Anm: Die nachfolgende Untersuchung wird sich auf Leerverkäufe beziehen und daher auf Credit Default Swaps nicht näher eingehen.

11 5. Erwägungsgrund SSR.

12 Ausführlich zur Entwicklung der amerikanischen Leerverkaufsregulierung *Lange*, Regulierung 69 ff. Anm: Da es sich bei der vorliegenden Arbeit um eine kapitalmarktrechtliche Untersuchung handelt, wird dies nicht behandelt und insofern auf die einschlägige (steuerrechtliche) Literatur verwiesen.

13 Vgl. zum Thema etwa *Loritz*, Der Streit um Cum-Ex-Geschäfte, WM 2017, 309 (Teil 1) und 353 (Teil 2).

14 „Steuertricks von Banken und Börsenhändlern kosten Staat fünf Milliarden“, SpiegelOnline v 11.1.2018, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/cum-ex-tricks-kosteten-staat-fuenf-milliarden-euro-a-1187241.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

wurden von Leerverkäufern umfangreiche Research-Berichte veröffentlicht, in denen eine negative Bewertung des jeweiligen Emittenten vorgenommen wurde. Dabei wurden zuvor Short-Positionen bezüglich des angegriffenen Emittenten eingegangen, um vom im Research-Bericht vorhergesagten Kursverfall, der meist nicht lange auf sich warten ließ, zu profitieren.<sup>16</sup> Beginnend im Februar 2016 durch einen sich auf die *Wirecard AG* beziehenden Research-Bericht der bis dato unbekanntenen Research-Gesellschaft *Zatarra Research and Investigations LLC* bis zum letzten Fall *ProSiebensat.1 Media SE/Viceroy Research* im März 2018 wurde in mehreren Fällen in der geschilderten Weise vorgegangen.<sup>17</sup> Der öffentliche und mediale Widerhall war, vor allem ob der teils massiven Kursverluste, wiederum groß.<sup>18</sup> Gerade in diesem Zusammenhang wird immer wieder eine möglicherweise gegebene Marktmanipulation ins Treffen geführt, was laut Wirtschaftspresse auch zu behördlichen Ermittlungen dahingehend geführt hat.<sup>19</sup> Erstmals mit einem situativen Verbot auf Grundlage der SSR reagiert hat die BaFin bezüglich *Wirecard*. Am 18.2.2019 hat die BaFin eine Allgemeinverfügung erlassen, die die Begründung einer Netto-Leerverkaufsposition in Bezug auf die ausgegebenen Aktien der *Wirecard AG* verbot.<sup>20</sup>

Außerdem hat 2018 der größte Hedgefonds der Welt mittels großer Short-Positionen an europäischen, insbesondere deutschen Kapitalmärkten, für Furore gesorgt. Es wurde bekannt, dass *Bridgewater Associates, LP*, ein amerikanischer Hedgefonds mit einem verwalteten Vermögen von 160 Milliarden Dollar, Anfang

- 
- 16 *Schockenhoff/Culmann*, Rechtsschutz gegen Leerverkäufer? AG 2016, 517.
- 17 *Mülbert*, Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja, welche? ZHR 182 (2018) 105; *Möllers*, Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken und irreführende Finanzanalysen, NZG 2018, 649; *Wentz*, Shortseller-Attacken – ökonomische und juristische Bewertung eines ambivalenten Geschäftsmodells, WM 2019, 196; *Mülbert/Sajnovits*, Short-Seller-Attacken 2.0 der Fall Wirecard, BKR 2019, 313.
- 18 Vgl etwa „Wie gefährden aktivistische Investoren Unternehmen?“, FAZ v 10.11.2017, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktionaere-gefahrden-entwicklung-ihrer-unternehmen-15284993.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019); „Die Unruhestifter“, FAZ v 26.12.2017, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/kommentar-die-unruhestifter-15353519.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019); „Gotham City in München“, Handelsblatt v 28.3.2017, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/boerse-inside/hedgefonds-attacke-auf-aurelius-gotham-city-in-muenchen/19580822.html?ticket=ST-3254388-XCH26V2VQYKky667s5iq-ap6> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019); „Zweifelhafte Studien bewegen Kurse“ FAZ v 21.4.2016, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/zweifelhafte-studie-loest-kurssturz-der-stroerer-aktie-aus-14192032.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).
- 19 Vgl etwa „Staatsanwaltschaft untersucht Pro-Sieben-Kurssturz“, Handelsblatt v 15.3.2018, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/it-medien/verdacht-auf-marktmanipulation-staatsanwaltschaft-untersucht-pro-sieben-kurssturz/21074532.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019); „Ströer-Leerverkäufe: Staatsanwälte ermitteln“, Capital v 22.6.2017, abrufbar unter: <https://www.capital.de/geld-versicherungen/leerverkaufsattacke-auf-stroerer-wird-fall-fuer-staatsanwaelte> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).
- 20 *BaFin*, Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), GZ: WA 25-Wp 5700-2019/0002, 18.2.2019, abrufbar unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf\\_190218\\_leerverkaufsmassnahme.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_190218_leerverkaufsmassnahme.html) (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

2018 europäische Aktien im Wert von 14 Milliarden € leer verkauft hat bzw über eine entsprechende Short-Position verfügt hat.<sup>21</sup> Ebenfalls 2018 sorgten Hedgefonds mit Short-Positionen in Höhe von ca 1 Mrd € gegen die *Deutsche Bank* und die *Commerzbank* für Schlagzeilen.<sup>22</sup>

Es zeigt sich, dass Leerverkäufe seit jeher eine große Rolle an den Kapitalmärkten gespielt haben und auch in jüngster Zeit wieder für Aufsehen gesorgt haben. Die Einleitung bereitet den Weg für die weitere Untersuchung, als einerseits die derzeit geltende europäische und amerikanische Leerverkaufsregulierung und andererseits die Untersuchung von Leerverkäufen hinsichtlich Marktmanipulation bzw allgemein hinsichtlich Marktmissbrauchs die beiden Schwerpunkte dieser Arbeit bilden. Dabei wird aufgrund des vermehrten Auftretens der geschilderten Leerverkaufsattacken zusätzlich ein besonderes Augenmerk auf solche Fälle gelegt.

---

21 „Der weltgrößte Hedgefonds wettet auf Baisse“, FAZ v 15.2.2018, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/bridgewater-der-weltgroesste-hedgefonds-wettet-auf-baisse-15450244.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019); „Wie der größte Hedgefonds auf den DAX-Absturz wettet“, Handelsblatt v 6.2.2018, abrufbar unter: <http://www.handelsblatt.com/my/finanzen/anlagestrategie/trends/bridgewater-wie-der-weltgroesste-hedgefonds-auf-den-dax-absturz-wettet/20932048.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

22 „Hedgefonds wetten mehr als eine Milliarde Euro gegen Deutsche Bank und Commerzbank“, Handelsblatt v 11.7.2018, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/fonds-ettf/leerverkaeufe-hedgefonds-wetten-mehr-als-eine-milliarde-euro-gegen-deutsche-bank-und-commerzbank/22790006.html> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019); „Shortseller wetten 1 Milliarde Euro gegen Deutsche Bank“, Finance Magazin v 12.7.2018, abrufbar unter: <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/kapitalmarkt/shortseller-wetten-1-milliarde-euro-gegen-deutsche-bank-2021061/> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

## 2. Gang der Untersuchung, dabei verwendete Methoden und Zielsetzung

Die Arbeit wird thematisch in zwei große Bereiche (Abschnitt I und Abschnitt II) unterteilt. Der erste Teil beschäftigt sich allgemein mit Leerverkäufen und mit der hierfür gewählten speziellen Regulierung in der europäischen Union und in den USA. Diese beiden werden sodann einer (funktionalen) Rechtsvergleichung unterzogen.

Der zweite Teil der Arbeit beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit der Frage, wann Leerverkäufe unter das europäische Marktmissbrauchsregime<sup>23</sup> fallen. Dabei wird zunächst unter anderem konkret den Fragen nachgegangen, wann ein Insiderverstoß durch Leerverkäufe vorliegt, inwiefern Leerverkäufe unter die Directors'-Dealings-Bestimmungen (nunmehr Managers' Transactions) fallen und wann bei Leerverkäufen die Grenze zur Marktmanipulation überschritten wird. Zudem wird auch analysiert, in welchen Konstellationen Leerverkäufe eine Rolle bei Kursstabilisierungsmaßnahmen spielen. Sodann wird aus aktuellem Anlass ausführlich auf Leerverkaufsattacken/Short-Seller-Attacken eingegangen und nach Lösungsvorschlägen gesucht.

Dieser Zweiteilung liegt die grundsätzliche Wertung zugrunde, dass Leerverkäufe legitime Geschäfte sind und nur in Ausnahmefällen Marktmissbrauch durch Leerverkäufe begangen wird.<sup>24</sup> Auf diese Konstellationen von marktmissbräuchlichen Leerverkäufen wird ausführlich an gegebener Stelle gesondert eingegangen. Im Jahr 2009 wurde im Rahmen einer Konsultation zur Überarbeitung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003<sup>25</sup> ganz überwiegend richtigerweise ebenfalls die Ansicht vertreten, dass die Marktmissbrauchsrichtlinie nicht das geeignete Instrument für die Behandlung von Leerverkäufen ist, da Leerverkäufe in der Regel keinen Marktmissbrauch beinhalten.<sup>26</sup>

---

23 Insbesondere Kapitel 2 und 3 der Marktmissbrauchsverordnung VO (EU) 596/2014 vom 16.4.2014, ABl L 2014/173, 1.

24 Ebenfalls differenzierend IOSCO, Final Report on Regulation of Short Selling, Juni 2009, 22, abrufbar unter: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

25 RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Jänner 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl L 2003/96,16.

26 Vgl. Kommission, Verordnungsvorschlag SSR, C7-0264/10, 15.9.2010, 4, abrufbar unter: [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/com/com\\_com\(2010\)0482\\_/com\\_com\(2010\)0482\\_de.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2010)0482_/com_com(2010)0482_de.pdf) (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

### 2.1. Grober thematischer Ausblick

#### 2.1.1. Abschnitt I

Ausgangspunkt der Untersuchung in Abschnitt I ist eine definitorische Annäherung an den rechtswissenschaftlichen Begriff des Leerverkaufs. Dabei werden verschiedene Definitionen des Leerverkaufs miteinander verglichen, um am Ende eine allgemeingültige rechtswissenschaftliche Definition des Leerverkaufs herauszuarbeiten. Diese wird dann der weiteren Untersuchung zugrunde gelegt und grenzt sogleich die Reichweite der Untersuchung ein. Die Notwendigkeit dafür ergibt sich aus einem in der Rechtswissenschaft uneinheitlich definierten Begriff des Leerverkaufs.<sup>27</sup>

Danach wird eine Einordnung des zuvor definierten Leerverkaufs nach österreichischem Recht vorgenommen. Dabei werden unter anderem die für den Leerverkauf notwendigen Rechtsgeschäfte in das österreichische Zivilrecht richtig eingeordnet. Am Ende dieses Kapitels soll die Rechtsnatur eines Leerverkaufs nach österreichischem Recht geklärt sein.

Zum besseren Verständnis des Leerverkaufs als Handelsstrategie wird in weiterer Folge auf die verschiedenen Hintergründe für die Durchführung von Leerverkaufstransaktionen eingegangen. Leerverkäufe können nämlich unbestritten verschiedenen Zwecken dienen. Damit soll ein in der öffentlichen Meinung oft nicht zum Ausdruck kommender objektiver Blick auf Leerverkäufe an den Kapitalmärkten gewährleistet werden. Diese überwiegend negative Meinung zu Leerverkäufen wurde auch in der Wissenschaft bereits konstatiert. So meint *Lamont* etwa „*In addition to regulations, short sellers face hostility from society at large. Policy makers and the general public seem to have an instinctive reaction that short selling is wrong. Short selling is characterized as inhuman, un-American – and against God.*“<sup>28</sup> Die vorliegende Untersuchung soll daher einen weiteren Beitrag hin zu einem objektiveren Blick auf Leerverkäufe leisten.

Darauffolgend werden der Nutzen und die Gefahren durch Leerverkäufe, insbesondere auch auf Grundlage von empirischen Studien, dargestellt. Auch hiermit soll wiederum dem besseren Verständnis von Leerverkäufen gedient sein. Dabei wird die Wichtigkeit von Leerverkäufen für das Funktionieren der Kapitalmärkte<sup>29</sup> aufgezeigt und auf Basis der rechtswissenschaftlichen und wirtschaftswissenschaftlichen Literatur belegt werden. Die verschiedenen Nutzen und Gefahren von Leerverkäufen sind auch für den Gang der weiteren Untersuchung von großer Bedeutung, da sie die Notwendigkeit der Regulierung abgrenzen.

---

27 Vgl vorerst nur *Walla* in *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2014) § 15 Rz 2.

28 *Lamont*, Short Sale Constraints and Overpricing, in *Fabozzi* (Hrsg), Short Selling: Strategies, Risks and Rewards (2004) 179 (182).

29 Anm: Als neben dem Anlegerschutz größtem Regelungsziel des Kapitalmarktrechts vgl nur *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2015) § 1 Rz 17; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2017) § 1 Rz 6 ff.

Durch die bisherige Darstellung soll die Grundlage für den Schwerpunkt des Abschnitts I gelegt werden. Zunächst soll dabei eine Darstellung der derzeit gültigen europäischen Leerverkaufsregulierung, unter Einarbeitung der dazu veröffentlichten Literatur und der nach dem Lamfalussy-Verfahren<sup>30</sup> ergangenen Konkretisierungen, geboten werden. Eine derartige vollumfängliche Darstellung wurde bisher in Österreich nur von Gruber<sup>31</sup> im Jahr 2014 durchgeführt und diese soll nunmehr aktualisiert werden. Der Bedarf an Aktualisierung ergibt sich insbesondere aufgrund wesentlicher Neuerungen im europäischen Kapitalmarktrecht, wodurch auch ein neues BörseG 2018<sup>32</sup> geschaffen wurde, und der seither erschienenen deutschen Literatur, die zur Klärung vieler wichtiger Auslegungsfragen geführt hat. Ziel der Darstellung ist es, den Marktteilnehmern einen guten Durchblick bezüglich der europäischen Leerverkaufsregulierung zu verleihen und somit die Compliance mit den regulatorischen Vorgaben leichter zu gewährleisten. Zudem soll dort, wo noch strittige Auslegungsfragen bestehen, eine Lösung für diese Fragen gefunden werden.

Nachfolgend wird eine Darstellung der amerikanischen Regulierung als die gegenüber der europäischen historisch gewachseneren und praktisch bedeutenderen Leerverkaufsregulierung vorgenommen. Hierbei bleibt die Untersuchung nicht bei der bloßen Darstellung der amerikanischen Regulation SHO stehen, sondern vergleicht diese sogleich mit der zuvor dargestellten SSR. Dabei sollen Schwächen und Stärken der beiden Regulierungssysteme herausgearbeitet werden. Am Ende sollen konkrete Empfehlungen für eine Verbesserung der europäischen Leerverkaufsregulierung gegeben werden, die deren Optimierung *de lege ferenda* ermöglichen sollen.

### 2.1.2. Abschnitt II

In Abschnitt II der Arbeit soll der Fokus auf möglichen Marktmissbrauch durch Leerverkäufe gelegt werden. Seit 3.7.2016 gilt hierfür ein neues Regulierungsregime, bestehend auf Level 1 des Lamfalussy-Verfahrens<sup>33</sup> aus der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)<sup>34</sup> und der Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD)<sup>35</sup>. Nach einer kurzen Darstellung der

30 Vgl dazu bereits vorab 3.6.1.1.

31 Gruber, Leerverkäufe – EU-Leerverkaufs-Verordnung Level 2-Verordnungen der Kommission (2014); daneben bestehen noch kürzere Darstellungen der SSR bei Kalls/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 35 Rz 104 f; Strobl, Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (2012, Diplomarbeit Universität Salzburg) 65 ff; Macher, Eu-Leerverkaufsverordnung und Investmentfonds, ÖBA 2012, 633.

32 BGBl I 2017/107, abrufbar unter: [https://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/BgblAuth/BGBLA\\_2017\\_I\\_107/BGBLA\\_2017\\_I\\_107.pdf](https://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/BgblAuth/BGBLA_2017_I_107/BGBLA_2017_I_107.pdf) (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

33 Vgl dazu bereits vorab 3.6.1.1.

34 VO (EU) 596/2014 vom 16.4.2014, ABl L 2014/173, 1.

35 RL 2014/57/EU vom 16.4.2014, ABl L 2014/173, 179. In Abschnitt II der Arbeit soll der Fokus auf möglichen Marktmissbrauch durch Leerverkäufe gelegt werden. Seit 3.7.2016 gilt hierfür ein neues Regulierungsregime, bestehend auf Level 1 des Lamfalussy-Verfahrens aus der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) und der Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei

## 2. Gang der Untersuchung, dabei verwendete Methoden und Zielsetzung

Rechtsgrundlagen wird untersucht, unter welchen Umständen Leerverkäufe Insiderverstöße darstellen und wo die für die Beurteilung notwendigen Leitplanken zu sehen sind. Sodann wird der Frage nachgegangen, in welchen Fällen die Ausnahme von der SSR für Kursstabilisierungsmaßnahmen gemäß Art 5 MAR zur Anwendung gelangen kann. Danach wird die Beurteilung von Leerverkäufen hinsichtlich der Meldepflicht von Führungskräften nach Art 19 MAR (Managers' Transactions) thematisiert. Sodann wird auf die bereits angesprochene Gefahr von Leerverkäufen hinsichtlich Marktmanipulation in Fallgruppen eingegangen. Dabei werden aus der Vergangenheit bekannte Fallgruppen hinsichtlich des MAR-Marktmanipulationstatbestandes untersucht. Dabei werden wiederum die neuralgischen Punkte für die Subsumtion behandelt und gelöst. Die für diese Teilbereiche verwendete Methode ist die Auslegung des Verordnungstextes hinsichtlich bestimmter in der Praxis bereits vorgekommener bzw möglicher Fallgruppen (= Subsumtion).

Aufgrund der jüngsten großen Praxisrelevanz wird ein besonderes Augenmerk und ein Schwerpunkt der Untersuchung auf Leerverkaufsattacken gelegt, bei denen Leerverkäufer durch Veröffentlichungen über Emittenten erhebliche Kursverluste zu Lasten der Emittenten und deren Aktionären, jedoch zu ihren Gunsten, herbeigeführt haben.<sup>36</sup> Es wird hierbei zunächst auf das so im deutschsprachigen Raum bisher nicht bekannte Phänomen eingegangen. Zudem wird auch eine trennscharfe Abgrenzung zu bereits bekannten Phänomenen, wie dem klassischen Shareholder-Activism oder dem M&A-Aktivismus, vorgenommen. Sodann werden sämtliche Sachverhalte von jenen Fällen von Leerverkaufsattacken/Short-Seller-Aktivismus, die bis dato an den deutschen Kapitalmärkten aufgetreten sind, in gebotener Kürze geschildert. Als Nächstes wird das bereits abstrakt dargestellte Pflichtenregime der SSR anhand dieser Fälle anwendbar gemacht. Danach wird eine Prüfung von Leerverkaufsattacken hinsichtlich möglicher Insiderverstöße, wofür die Basis zuvor gelegt wurde, vorgenommen. In der öffentlichen Meinung, aber auch in Fachkreisen geht die erste Reaktion auf Leerverkaufsattacken meist dahin, dass Marktmanipulation vermutet wird.<sup>37</sup> Wiederum werden die entscheidenden Abgrenzungen zwischen erlaubter Handlung und verbotener Marktmanipulation in ihren verschiedenen Spielarten hinsichtlich der geschilderten Fälle, die sich an deutschen Kapitalmärkten ereignet haben, vorgenommen. Es sei bereits vorweggenommen, dass dies aufgrund des diffizilen Marktmanipulationstatbestands der MAR schwierig sein wird. Eine weitere Vorschrift der MAR, mit der Leerverkaufsattacken aufsichtsrechtlich potenziell erfasst werden könnten, ist der Tatbestand der Anlageempfehlung des Art 20 MAR. Auch hier wird eine

36 Anm: Woraus sich auch beginnend mit *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517 eine lebhaft entwickelte Diskussion in der Literatur entwickelt hat.

37 Vgl Interview mit *Alexander Rang (Hengeler Mueller)* „Man denkt sofort an Manipulation“, Handelsblatt v 31.3.2017, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/my/finanzen/anlagestrategie/fonds-etf/jurist-alexander-rang-ueber-hedgefonds-man-denkt-sofort-an-manipulation/19591484.html?ticket=ST-2185455-etv1hdudSb2ES7eLRaVn-ap1> (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

Subsumtion von Leerverkaufsattacken unter diesen Tatbestand versucht. Sodann wird die MAR verlassen und nach anderen öffentlich-rechtlichen Vorschriften gesucht, die eventuell auf Leerverkaufsattacken anwendbar gemacht werden können. Im Anschluss werden die bisher von Aufsichtsbehörden nicht ausgeloteten Möglichkeiten hinsichtlich einer Aussetzung bzw Beschränkung des Handels erörtert<sup>38</sup> und das sonstige aufsichtsrechtliche Instrumentarium für Leerverkaufsattacken analysiert. Darauffolgend werden mögliche Anspruchsgrundlagen für Schadenersatz von durch die Leerverkaufsattacke konkret geschädigten Anlegern und den attackierten Emittenten aufgespürt und sodann auf ihre Anwendbarkeit untersucht. Abschließend zum Themenkomplex der Leerverkaufsattacken sollen dem von einer solchen potenziell betroffenen Emittenten und den investierten Anlegern auch (außerrechtliche) Ratschläge im Umgang mit Leerverkaufsattacken gegeben werden. Hierbei ist das Ziel, diese auf derartige Vorgänge einerseits vorzubereiten und ihnen andererseits im Falle des Falles konkrete Handlungsanweisungen an die Hand zu geben.

### 2.1.3. Zusammenfassende Thesen

Den Abschluss der gesamten Untersuchung bilden die zusammenfassenden Thesen.<sup>39</sup> Dabei werden die wichtigsten konkreten Ergebnisse der Arbeit kurz dargestellt. Dies wird in Form kurzer Thesen erfolgen, wobei für die dahingehenden Belege auf die entsprechenden Stellen in der vorangegangenen Untersuchung selbst verwiesen wird.

---

38 Darauf hinweisend *Mülbert*, ZHR 182 (2018) 112 f.

39 Vgl dazu 5.

# Abschnitt I

## 3. Leerverkäufe, insbesondere eine Navigation durch die Regulierungen SSR und SHO

### 3.1. Leerverkauf – eine definitorische Annäherung

#### 3.1.1. Die Definition der SSR

Bisher wurden Leerverkäufe in der kapitalmarktrechtlichen Literatur teilweise uneinheitlich definiert.<sup>40</sup> Daher wird versucht durch die wichtigsten vorhandenen normativen Definitionen einen einheitlichen Begriff zu finden. Als Ausgangspunkt hierfür soll die Definition des Leerverkaufes in der SSR dienen.

Art 2 Abs 1 lit b SSR definiert:

Im Sinne dieser Verordnung bezeichnet der Ausdruck „Leerverkauf“ im Zusammenhang mit Aktien oder Schuldinstrumenten einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern.<sup>41</sup>

Damit werden erste wichtige Weichenstellungen vorgenommen. Entscheidend für die Beurteilung ist, ob der Verkäufer im Zeitpunkt der Verkaufsvereinbarung Eigentümer der verkauften Aktien ist, womit auf die Stellung des Leerverkäufers zu diesem Zeitpunkt abgestellt wird.<sup>42</sup> Für den relevanten Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung ist auf die Art des Handels abzustellen, so ist dies bei

---

40 Vgl *Walla* in *Veil*, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 15 Rz 2; *Lange*, Regulierung 17; *Tyrolt/Bingel*, Short Selling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen, BB 2010, 1419; *Trüg*, Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar? NJW 2009, 3202 f; *Tritschler*, Die Regulierung von Leerverkäufen als Folge der Finanzkrise – Übertriebener Aktionismus oder angemessene Maßnahme zur Stabilisierung des Finanzsystems? (2015) 28 f; *Mülbart/Sajnovits* in *Assmann/Schneider/Mülbart*, WpHG<sup>7</sup> (2019) Vor Art. 1 Art 1 VO Nr. 236/2012 Rz 1.

41 Anm: SSR-Grunddefinition des Leerverkaufs, der aber noch durch Ausnahmen und Präzisierungen näher ausgestaltet wird.

42 *Schlimbach*, Leerverkäufe 104; *Mülbart/Sajnovits*, Das künftige Regime für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ZBB 2012, 266 (269); *Weick-Ludewig/Sajnovits*, Der Leerverkaufsbegriff nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 (EU-LVVO), WM 2014, 1521; mit weiteren internationalen Nachweisen *Wansleben/Weick-Ludewig*, „Unvollkommene Deckung“ von Leerverkäufen nach der VO (EU) Nr. 236/2012, ZBB 2015, 395 (397); *Gruber*, Leerverkäufe 8; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 35 Rz 104; *Macher*, ÖBA 2012, 634.

außerbörslichen Handel zum Zeitpunkt des Zugangs der Annahmeerklärung der Fall und beim börslichem Handel zum Zeitpunkt des Zusammenführens der gegenläufigen Orders (*matching*).<sup>43</sup> Zudem ist eine wichtige Wertung hinsichtlich des Begriffs „Eigentum“ vorzunehmen, die sich ebenfalls bereits aus dieser Definition ableiten lässt. Art 2 Abs 1 lit b SSR statuiert nämlich, dass ein Leerverkauf auch dann vorliegt, wenn der Verkäufer sich die verkauften Wertpapiere im Verkaufszeitpunkt bereits geliehen hat. Die Wertpapierleihe ist dabei, wie später noch ausführlicher gezeigt wird, regelmäßig zivilrechtlich als Sachdarlehen anzusehen.<sup>44</sup> Da der Verkäufer aufgrund der Valutierung des Sachdarlehens das rechtliche Eigentum an den von ihm veräußerten Wertpapieren bereits innehat und das wirtschaftliche Eigentum beim Verleiher bleibt, wird ein Primat des wirtschaftlichen Eigentums festgelegt.<sup>45</sup> Dieses Verständnis wird auch durch Art 12 Abs 1 lit a, 1. HS SSR und Art 13 Abs 1 lit a 1. HS SSR bestätigt, da diese davon ausgehen, dass ein rechtlicher Eigentümer von Wertpapieren einen Leerverkauf tätigen kann, da ein Leerverkauf unter anderem nur dann erlaubt ist, wenn das entsprechende Finanzinstrument geliehen worden ist.<sup>46</sup>

Präzisiert wird der Begriff des Eigentums aber noch durch Art 3 Abs 1 Delegierte VO (EU) Nr 918/2012<sup>47</sup> (hinkünftig delVO 918/2012), erlassen gemäß Art 290 AEUV und Art 2 Abs 2 SSR iVm Art 42 SSR, worin zwischen wirtschaftlichem und rechtlichem Eigentum differenziert wird.<sup>48</sup> Gleichzeitig ergibt sich wohl aus der Bestimmung des Art 3 Abs 1 delVO 918/12 ebenfalls, dass ein Vorrang des wirtschaftlichen Eigentums anzunehmen ist.<sup>49</sup> Ausdrücklich bestätigt wurde dies durch den *technical advice* der ESMA, wo es unmissverständlich heißt: „*In cases of the beneficial ownership the relevant financial instrument is considered to be*

43 Schlimbach, Leerverkäufe 117.

44 Jeweils mwN Sajnovits/Weick-Ludewig, Die Europäische Leerverkaufsregulierung in der praktischen Anwendung, WM 2015, 2226 (2227); Tritschler, Regulierung 101; Müllbert/Sajnovits, ZBB 2012, 270; Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht<sup>3</sup> (2015) Rz 500; Hippeli, Wertpapierdarlehen bei öffentlichen Übernahmen, AG 2017, 771 (772). Ebenso auf internationaler Ebene vgl Ali/Ramsay/Saunders, The Legal Structure and Regulation of Securities Lending, CIFR Working Paper Nr 022/2014, Mai 2014, 2 ff, abrufbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2443239](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2443239) (zuletzt abgerufen am 16.6.2019).

45 Müllbert/Sajnovits, ZBB 2012, 270; Sajnovits/Weick-Ludewig, WM 2015, 2227; Weick-Ludewig/Sajnovits, WM 2014, 1522; Schlimbach, Leerverkäufe 108 ff; Klingenbrunn, Produktverbote 103.

46 Weick-Ludewig/Sajnovits, WM 2014, 1522.

47 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 v 9.10.2012, 1.

48 Wansleben/Weick-Ludewig, ZBB 2015, 397; Sajnovits/Weick-Ludewig, WM 2015, 2227; Gruber, Leerverkäufe 9; Weick-Ludewig/Sajnovits, WM 2014, 1521; Müllbert/Sajnovits, ZBB 2012, 269 f.

49 Riederer/Weick-Ludewig, Leerverkäufe durch die Parteien einer Wertpapierleihe, WM 2016, 1005 (1006); Sajnovits/Weick-Ludewig, WM 2015, 2227; Weick-Ludewig/Sajnovits, WM 2014, 1522; von einer Rechtsinhaberschaft (inhaltlich wohl gleichbedeutend mit der wirtschaftlichen Eigentümer-schaft) sprechen Gruber, Leerverkäufe 9; Müllbert/Sajnovits, ZBB 2012, 270.