

# Aktivistische Leerverkäufe

Grenzen der Zulässigkeit nach der Leerverkaufs-  
und der Marktmissbrauchsverordnung

Von

Alexander Brak



Duncker & Humblot · Berlin

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einführung</b> .....	17
<b>Ziel und Gang der Untersuchung</b> .....	21
<i>Kapitel 1</i>	
<b>Grundlagen</b>	
§ 1 Das Geschäftsmodell aktivistischer Leerverkäufer .....	23
A. Der klassische Leerverkauf .....	23
B. Der aktivistische Leerverkauf .....	26
C. Verortung des aktivistischen Leerverkaufs im Kontext von Shareholder und Investor Activism .....	27
D. Fallbeispiele .....	28
I. <i>Steinhoff/Viceroy</i> .....	29
II. <i>Aurelius/Gotham</i> .....	31
§ 2 Klassische Leerverkäufe aus ökonomischer Perspektive .....	33
A. Chancen .....	35
I. Liquidität .....	35
II. Informationsökonomischer Nutzen .....	37
III. Volatilität .....	38
B. Risiken .....	39
I. Lieferausfälle .....	39
II. Preisbeeinflussungs- und Destabilisierungspotenzial .....	39
III. Potenzial für Marktmissbrauch .....	41
§ 3 Aktivistische Leerverkäufe aus ökonomischer Perspektive .....	42
A. Auswirkungen auf den Kapitalmarkt und die Zielunternehmen .....	42
I. Kapitalmarktrechtliche Folgen .....	42
II. Realwirtschaftliche Folgen .....	43
B. Ökonomische Bewertung .....	45
C. Ergebnis .....	50

*Kapitel 2*

	<b>Die Regulierung nach der SSR</b>	51
§ 4	Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe und das Transparenzregime	51
	A. Anwendungsbereich	52
	B. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe	53
	C. Das Transparenzregime	55
	D. Rechtspolitische Bewertung	56
	E. Ergebnis	58

*Kapitel 3*

	<b>Die Regulierung nach der MAR</b>	59
§ 5	Die Anforderungen an den Research Report gem. Art. 20 I MAR	59
	A. Anwendungsbereich	60
	I. Sachlicher Anwendungsbereich	61
	II. Persönlicher Anwendungsbereich	63
	III. Räumlicher Anwendungsbereich	64
	B. Die inhaltlichen Anforderungen	65
	I. Möglichkeiten zur Konkretisierung des neuen Rechts	67
	II. Formale Kriterien	70
	III. Materielle Kriterien	72
	C. Die Offenlegung von Interessenkonflikten	76
	D. Organisations- und Anzeigepflicht	80
	E. Implikationen der Fallbeispiele zur Einhaltung der Pflichten	83
	F. Ergebnis	84
§ 6	Das Marktmanipulationsverbot	85
	A. Konzeptionelle Grundlagen	85
	I. Telos	85
	II. Regelungsgegenstand	86
	III. Auslegungsgrundsätze	89
	IV. Anwendungsbereich	90
	B. Relevante Tatbestände bei aktivistischen Leerverkäufen	91
	I. Der Inhalt des Research Reports als Ausgangspunkt	91
	II. Scalping, Art. 12 II d MAR	92
	1. Das tatbestandliche Erfordernis der Stellungnahme	94
	2. Abgabe unter Ausnutzung eines Medienzugangs	96

3. Das Eingehen von Positionen	97
4. Nutzziehung	98
5. Fehlende Mitteilung des Interessenkonflikts	100
a) Die ordnungsgemäße Offenlegung	101
b) Wirksamkeit	102
c) Gleichzeitigkeit und Öffentlichkeit	103
d) Anwendung auf die Fallbeispiele	104
6. Subjektive Voraussetzungen	104
7. Zwischenergebnis	104
III. Informationsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 I c MAR	105
1. Der Informationsbegriff	106
2. Das Verbreiten von Informationen	109
a) Der Begriff der Informationsverbreitung	109
b) Das Verschweigen entgegen bestehender Offenlegungsverpflichtung	111
3. Falsche und irreführende Informationen	115
4. Potenzieller Effekt	122
a) Falsche und irreführende Signale	123
b) Anormales oder künstliches Kursniveau	126
5. Subjektive Voraussetzungen	128
6. Zwischenergebnis	129
IV. Handels- und handlungsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 I a MAR	129
1. Tathandlung	130
a) Abschluss eines Geschäfts und Erteilung eines Handelsauftrags	130
b) Jede andere Handlung	130
c) Die Einbeziehung von Unterlassungen	132
d) Die Anknüpfungspunkte eines aktivistischen Leerverkaufs	134
2. Potenzieller Effekt	134
3. Ausnahmeregelung Art. 12 I a i. V. m. Art. 13 MAR	139
4. Subjektive Voraussetzungen	139
5. Zwischenergebnis	140
V. Der Auffangtatbestand der Marktmanipulation, Art. 12 I b MAR	141
1. Tathandlung	141
2. Täuschungselement	144
a) Täuschungshandlung und verschwiegene Leerverkaufspositionen	144
b) Verbreitung falscher oder irreführender Informationen	145
aa) Der Indikator B (a) Anhang I MAR	146
bb) Der Indikator B (b) Anhang I MAR	147
cc) Zeitlicher Zusammenhang der Indikatoren	148

c) Klassische Leerverkäufe .....	149
3. Beeinflussung und Eignung .....	149
a) Verbreitung falscher oder irreführender Informationen .....	150
b) Verstoß gegen Art. 6 I SSR sowie klassische Leerverkäufe .....	150
c) Verschweigen von Short-Positionen und Verbreitung zutreffender In- formationen .....	150
d) Anwendung auf die Fallbeispiele .....	151
4. Subjektive Voraussetzungen .....	151
5. Zwischenergebnis .....	152
VI. Die Besonderheiten des straf- und ordnungswidrigkeitrechtlichen Sanktions- regimes .....	152
1. Kausale Preiseinwirkung .....	153
2. Subjektive Anforderungen und das Verhältnis zur MAR .....	155
3. Anwendung auf <i>Aurelius/Gotham</i> .....	156
C. Ergebnis .....	157
§7 Das Insiderrecht als weitere Grenze? .....	158
A. Ausgangspunkt .....	158
B. Telos des Insiderrechts .....	159
C. Insiderinformation und Handelsverbot im Überblick .....	164
I. Der Begriff der Insiderinformation .....	164
1. Präzise Information .....	164
2. Fehlende öffentliche Bekanntheit .....	167
3. Emittenten- und Finanzinstrumentenbezug .....	168
4. Kursrelevanz .....	169
II. Insiderhandelsverbot .....	170
D. Die Einordnung aktivistischer Leerverkäufe .....	172
I. Der Research Report .....	172
1. Grundlagen .....	172
2. Research Reports auf Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen ..	173
a) Vorgängerregelung und Telos .....	173
b) Normgehalt der Erwägungsgründe .....	174
c) Inhalt und Voraussetzungen des Erwägungsgrunds Nr. 28 S. 1 MAR ..	175
d) Die Rückausnahme des Erwägungsgrunds Nr. 28 S. 2 MAR .....	176
e) Der Research Report unter diesen Voraussetzungen .....	180
f) Die Kursrelevanz als allgemeine Voraussetzung des Insiderinforma- tionsbegriffs .....	182
g) Zwischenergebnis und Bewertung der Neuregelung des Erwägungs- grunds Nr. 28 MAR .....	183

3. Research Reports auf Grundlage nicht öffentlich verfügbarer Informationen .....	185
a) Die öffentliche Bekanntgabe bei grenzüberschreitenden Sachverhalten .....	185
b) Kursrelevanz .....	186
c) Auswirkungen auf die Einordnung des Research Reports .....	187
II. Die Absicht zur Eingehung von Leerverkaufspositionen .....	189
III. Die Absicht der Veröffentlichung eines Research Reports .....	190
1. Fehlende Einschlägigkeit von Art. 9 V MAR .....	190
2. Anforderungen des Art. 7 I a MAR .....	190
3. Anforderungen an das Insidergeschäft gem. Art. 8 I i. V. m. Art. 9 MAR ..	193
a) Vorliegen der Tatbestandsmerkmale des Art. 8 I MAR .....	193
b) Nicht-Einschlägigkeit des Art. 9 V MAR .....	194
c) Eine ungeschriebene Ausnahme für seriöse aktivistische Leerverkäufe auf Grundlage der Spector-Grundsätze? .....	194
aa) Die Beurteilung anhand der Ursächlichkeit .....	195
bb) Der fehlende Verstoß gegen den Telos des Insiderrechts .....	197
cc) Die teleologische Überprüfung anhand von Sondervorteilen ....	198
d) Die Auswirkungen auf das Verhältnis des Insiderrechts zum Marktma- nipulationsverbot beim Scalping .....	199
E. Ergebnis .....	200
Schlussbetrachtung .....	203
Literaturverzeichnis .....	206
Sachwortverzeichnis .....	216