



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Short and Report
Eine ökonomisch-rechtsvergleichende Untersuchung zur
kapitalmarktrechtlichen Bewertung von Leerverkaufsangriffen
zwischen Marktmanipulation und Insiderhandel“**

Dissertation vorgelegt von Jan Lukas Werner

Erstgutachter: Prof. Dr. Marc-Philippe Weller

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Hommelhoff

Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht

Short and Report
*Eine ökonomisch-rechtsvergleichende Untersuchung
zur kapitalmarktrechtlichen Bewertung von Leerverkaufsangriffen
zwischen Marktmanipulation und Insiderhandel*

Jan Lukas Werner, LL.M. (Cambridge)

Schriftenreihe „Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und
Wirtschaftsrecht“, Wolters Kluwer

A. Einführung

Die Arbeit untersucht Leerverkaufsangriffe nach dem Muster des titelgebenden *Short and Report* und ordnet sie ökonomisch sowie kapitalmarktrechtlich ein. Ausgangspunkt ist die Beobachtung, dass Leerverkaufsangriffe in der öffentlichen und rechtlichen Diskussion häufig primär als Bedrohung für Marktintegrität und Emittenteninteressen wahrgenommen werden, während ihre mögliche Funktion für Informations- und Markteffizienz sowie für die Aufdeckung kapitalmarktbezogener Missstände in der deutschen Literatur weniger diskutiert und bislang auch nicht hinreichend systematisch aufgearbeitet worden ist.

Charakteristisch für das Short and Report-Vorgehen, von dem in den letzten zehn Jahren einige deutsche börsennotierte Gesellschaften (etwa *Wirecard AG*, *ProSiebenSat.1 Media SE*, *Grenke AG*, *Adler Group S.A.*) betroffen gewesen sind, ist, dass ein Marktakteur nach eigener Recherche zu der Einschätzung gelangt, ein Finanzinstrument sei überbewertet, sodann – entweder mittels klassischer Leerverkäufe oder Derivate – eine *Short*-Position aufbaut und im Anschluss seine Erkenntnisse in einem sog. *research report* veröffentlicht. Ziel ist es, andere Marktteilnehmer von der negativen Bewertung zu überzeugen, einen Kursrückgang auszulösen und die Position anschließend mit Gewinn zu schließen. Das prägende Abgrenzungsmerkmal gegenüber dem bloßen Leerverkauf liegt in der Veröffentlichung des *research reports*.

Vor diesem Hintergrund verfolgt die Arbeit zwei zentrale Anliegen: Zum einen soll die ökonomische Funktion von Leerverkaufsangriffen für Kapitalmarkt und Corporate Governance herausgearbeitet werden. Zum anderen soll geklärt werden, wie das geltende Recht, insbesondere die EU-Marktmissbrauchsverordnung (MAR), auf *Short and Report*-Konstellationen anzuwenden ist.

B. Gang und wesentliche Ergebnisse der Untersuchung

I. Ökonomische Grundlagen

Die Untersuchung zeigt zunächst, dass die *Ökonomische Analyse des Rechts* weiterhin ein tragfähiges Instrument für Verständnis, Auslegung und Fortbildung des Kapitalmarktrechts darstellt. Die jüngere, insbesondere von Vertretern des „*Law and Political Economy*“-Ansatzes formulierte Kritik vermag daran für das Kapitalmarktrecht und *Short and Report* nichts Grundsätzliches zu ändern. Gerade für ein Rechtsgebiet, das in besonderem Maße auf Informationsverarbeitung, Anreizstrukturen und institutionelle Marktmechanismen angewiesen ist, bleibt die Ökonomische Analyse des Rechts eine unverzichtbare Erkenntnisquelle.

Auf dieser Grundlage wird sodann die Funktion von Leerverkaufsangriffen untersucht. Die Arbeit gelangt zu dem Ergebnis, dass *Short and Report* geeignet ist, die bekannten *short sale constraints* teilweise zu überwinden: Zwar ist die wohlfahrtsfördernde Funktion regulierter Leerverkäufe grundsätzlich anerkannt; gleichwohl unterliegen Leerverkäufer spezifischen Beschränkungen. Diese ergeben sich *erstens* aus der Konstruktion der *Short*-Position, namentlich aus Regulierung, Deckungskosten und der Möglichkeit von temporären Leerverkaufsverboten. *Zweitens* bestehen verhaltensbedingte Grenzen, etwa infolge von *positive feedback trading*, *noise-trader*-Risiken, *agency*-Problemen, *synchronization risk* und Fehleinschätzungen der Leerverkäufer selbst. *Drittens* treten institutionsbedingte Limitierungen der *Short*-Position hinzu, insbesondere das asymmetrische Gewinn-Verlust-Profil, die Marktrisikoprämie und Risiken aus konkurrierenden Märkten.

Leerverkaufsangriffe können diese Beschränkungen dadurch teilweise neutralisieren, dass der *research report* eine unmittelbare Marktreaktion auslöst und Informationen schneller in den Preis einspeist. Zugleich soll die Veröffentlichung gerade solche *Long*-Investoren zum Verkauf veranlassen, die selbst nicht den *short sale constraints* unterliegen. Leerverkaufsangreifer leisten damit einen Beitrag zur Markt- und Informationseffizienz.

Zudem zeigt die Arbeit, dass die Veröffentlichung des *research reports* das Risikoprofil der Strategie erhöht. Leerverkaufsangreifer sind einem gesteigerten *short-squeeze*-Risiko, einer erhöhten Verfolgungswahrscheinlichkeit und dem *disposition effect* auf Investorenseite ausgesetzt. Gerade daraus erwachsen jedoch marktinhärente Richtigkeitsanreize: Langfristig erfolgreich kann nur sein, wer inhaltlich zutreffende *research reports* veröffentlicht und hierdurch Reputation aufbaut. Diese Struktur spricht dagegen, Leerverkaufsangriffe pauschal mit Manipulation gleichzusetzen.

Weiterhin arbeitet die Untersuchung heraus, dass Leerverkaufsangreifer eine institutionelle Korrekturfunktion gegenüber strukturell tendenziell optimistischen Finanzanalysten und gegenüber potenziell opportunistischem Management übernehmen können. Sie können damit *agency*-Kosten auf dem Kapitalmarkt senken und einen ergänzenden Baustein externer Corporate Governance darstellen. Das für Leerverkaufsangriffe typische Hauptrisiko liegt denn auch weniger in den klassischen Leerverkaufsrisiken als vielmehr in der Gefahr des *short and distort*, also der Verbreitung falscher oder irreführender negativer Informationen. Die hierzu ausgewerteten empirischen Erkenntnisse und eine Untersuchung der bisher in Deutschland durchgeführten Leerverkaufsangriffe legen jedoch nahe, dass bislang seriöse Leerverkaufsangriffe überwiegen.

Schließlich zeigt die Arbeit, dass Leerverkaufsangreifer auch eine wichtige Rolle beim Aufdecken von Finanzskandalen und Kapitalmarktbetrug spielen können. Trotz Ad-hoc-Publizität, staatlicher Aufsicht und jüngeren Entwicklungen zum Hinweisgeberschutz bestehen Anhaltspunkte für Vollzugs- und Compliance-Defizite. Leerverkaufsangreifer können insoweit eine Form privaten *Enforcements* übernehmen. Die Untersuchung legt daher nahe, dass Leerverkaufsangreifer unter bestimmten Umständen die *most efficient negative information providers* für den Kapitalmarkt sein können.

II. Rechtsvergleich mit den USA

Im rechtsvergleichenden Teil wird zunächst gezeigt, dass eine Auseinandersetzung mit dem US-Kapitalmarktrecht schon wegen der Größe und Bedeutung des US-Kapitalmarkts und des

dortigen Erfahrungsvorsprungs mit Leerverkaufsangriffen geboten ist. Die US-Leerverkaufsregulierung ist der unionsrechtlichen Regelung im Grundsatz vergleichbar, auch wenn etwa die Transparenzschwellen der europäischen Leerverkaufsregulierung niedriger ausfallen.

Zugleich verdeutlicht die Untersuchung, dass das US-Recht Marktmanipulation und Insiderhandel dogmatisch über das allgemeine sekundärmarktrechtliche Betrugsverbot des § 10(b) SEA und der Rule 10b-5 erfasst, dessen Konkretisierung wesentlich der Rechtsprechung überlassen bleibt. Für *Short and Report* besonders aufschlussreich ist die Linie der *Supreme Court*-Rechtsprechung zum *Scalping*. In *Zweig v. Hearst* wurde anerkannt, dass der Interessenkonflikt eines Marktakteurs offengelegt werden muss, wenn dieser eine Kaufempfehlung ausspricht und hiervon profitieren will. *Short and Report* stellt hierzu das funktionale Gegenstück auf der Verkaufsseite dar.

Von besonderer Bedeutung ist außerdem der in den USA traditionell weitgehende Schutz von Meinungsäußerungen. Die Rechtsprechung des *U.S. Supreme Court*, insbesondere in der Rechtssache *Omnicare*, zeigt, dass eingebettete Tatsachenbehauptungen und das Verschweigen relevanter Umstände zwar rechtlich angreifbar sein können, Investoren aber keinen schrankenlosen Schutz vor wertenden Einschätzungen genießen. Es wird gezeigt, dass sich diese Überlegungen prinzipiell auf *research reports* von Leerverkaufsangreifern übertragen lassen.

Im Bereich des Insiderrechts zeichnet die Arbeit die insbesondere an Einzelfällen entwickelte Rechtsentwicklung von *Cady, Roberts* über *Texas Gulf Sulphur* bis hin zu *Chiarella*, *Dirks* und *O'Hagan* nach. Der von der EU-Insiderregulierung grundsätzlich verschiedene US-amerikanische Ansatz ist dabei für die Untersuchung namentlich deshalb aufschlussreich, weil er der Rolle von Analysten und privaten Marktakteuren bei der Betrugsaufklärung Raum lässt und Insiderrecht nicht unterschiedslos auf jede Form informierten Handelns erstreckt. Dementsprechend betont die überwiegende US-Literatur die informationseffizienzsteigernde Funktion von *Short and Report* und spricht sich in jüngerer Zeit mehrheitlich gegen eine undifferenzierte Verschärfung der Regulierung von *Short and Report* aus.

III. Marktmanipulation nach der MAR

Im unionsrechtlichen Teil zeigt die Untersuchung zunächst, dass *research reports* im Rahmen von Leerverkaufsangriffen regelmäßig unter Art. 20 MAR fallen. Damit greifen die dort vorgesehenen Anforderungen an Identität, Beruf, Interessenkonflikte sowie an die Darstellung und Offenlegung der Informationen.

Im Zentrum der marktmanipulationsrechtlichen Analyse steht sodann Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR. Diese Vorschrift erfasst die informationsgestützte Marktmanipulation und ist deshalb für die Abgrenzung von legitimen *Short and Report*-Konstellationen gegenüber unzulässigem *short and distort* entscheidend. Der Informationsbegriff ist im Ausgangspunkt weit zu verstehen. Daher können auch im *research report* enthaltene falsche oder irreführende Meinungen, Tatsachen, Gerüchte oder Verdachtsmitteilungen tatbestandlich relevant sein, sofern sie geeignet sind, den Kurs des jeweiligen Finanzinstruments zu beeinflussen. Für die subjektive Seite genügt nach der Untersuchung bereits Fahrlässigkeit, wobei ein strenger Maßstab gilt. Verdachtsmitteilungen und Gerüchte sind nicht per se unzulässig, setzen aber voraus, dass bestehende Unsicherheiten offengelegt werden. Eine vorgängige Anhörung des

Emittenten ist demgegenüber nach den Ausführungen in der Untersuchung rechtlich nicht geboten. Bei erfolglosen Angriffen ohne vorsätzliches Handeln ist zugunsten des Angreifers zudem Art. 21 MAR und damit die Meinungsfreiheit in die Abwägung einzustellen.

Ferner geht die Arbeit auf den *Scalping*-Tatbestand des Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR ein, der auf typische *Short and Report*-Sachverhalte anwendbar sein kann. Problematisch ist hier vor allem das Merkmal des „anschließenden Nutzenziehens aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs“. Die Untersuchung arbeitet heraus, dass bloße Buchgewinne nicht genügen, sondern ein tatsächliches Glattstellen der Position erforderlich ist. Zugleich sind Art. 20 Abs. 1 MAR und Art. 12 Abs. 2 lit. d MAR bei der Offenlegung des Interessenkonflikts parallel und widerspruchsfrei auszulegen. Daraus folgt, dass weder die exakte Positionshöhe noch eine Schließungsabsicht über den Normwortlaut hinaus offengelegt werden müssen.

IV. Insiderrecht nach der MAR

Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit liegt auf dem Insiderhandelsverbot (Art. 14 lit. a MAR i.V.m. Art. 8 MAR). Dieses dient nach herrschender Auffassung dem Schutz von Marktintegrität und Investorenvertrauen, insbesondere im Hinblick auf Outsider-Informationshändler, die für die Informationseffizienz des Kapitalmarkts unverzichtbar sind. Gerade weil das Insiderrecht zugleich erhebliche Kosten verursacht, kann es nicht grenzenlos angewendet werden. In der MAR sowie in der Rechtsprechung des EuGH sind dementsprechend Ausnahmen vom Insiderhandelsverbot dem Grunde nach angelegt.

Die Untersuchung gelangt zu dem Ergebnis, dass Leerverkaufsangreifer im Rahmen von *Short and Report* in der Regel nicht dem eigentlichen Regelungszweck des Insiderhandelsverbots unterfallen. Sie sind den schutzwürdigen Outsider-Informationshändlern vielmehr häufig funktional vergleichbar. Zwar können zutreffende Informationen im *research report* wegen des engen unionsrechtlichen Begriffs öffentlicher Bekanntheit durchaus Insiderinformationen im Sinne von Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR sein. Das Insiderhandelsverbot ist nach den Ausführungen der Untersuchung insoweit jedoch unter gewissen Umständen teleologisch einzuschränken:

Die erste teleologische Einschränkung ergibt sich aus Erwägungsgrund 28 MAR. Danach sind Leerverkaufsangriffe, die auf *research reports* beruhen, welche aus öffentlich verfügbaren Angaben gewonnen wurden, vom Insiderhandelsverbot auszunehmen. Der Begriff der „öffentlich verfügbaren Angaben“ (Erwägungsgrund 28 MAR) ist dabei weiter als derjenige der öffentlich bekannten Information (Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR) und umfasst nach der Untersuchung alle Informationen, die rechtmäßig – wenn auch nur unter erheblichem Aufwand – zugänglich sind.

Eine zweite teleologische Einschränkung schlägt die Arbeit für Fälle vor, in denen Leerverkaufsangreifer solche negativen Informationen verbreiten, die „öffentlich bekannt im normativen Sinne“ sind, weil sie eigentlich Gegenstand einer Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR hätten sein müssen, deren Veröffentlichung pflichtwidrig unterblieben ist. Hier leisten Leerverkaufsangreifer einen Beitrag zur Informationseffizienz, zur Ad-hoc-Compliance und zur externen Corporate Governance. Der Zweck des Insiderrechts greift nach der Untersuchung in dieser Konstellation nicht: Es bestehen Anhaltspunkte dafür, dass Outsider-Informationshändler keine strukturellen Verluste erleiden, eine Geheimhaltung der Information nicht droht und die Publikation überdies die Rechtsverfolgung unseriöser Angriffe erleichtert. Die Arbeit entwickelt insoweit das Konzept eines rechtlich zulässigen *Short and Report*, das

voraussetzt, dass ein Leerverkaufsangreifer als Outsider eine negative, normativ öffentlich bekannte Information im Rahmen seines Geschäftsmodells effektiv veröffentlicht.

Schließlich zeigt die Untersuchung, dass die bloße Kenntnis der eigenen Veröffentlichungsabsicht hinsichtlich des *research reports* keine Nutzung einer Insiderinformation darstellt. Zwar kann die ältere, noch zu §§ 13, 14 und 20a WpHG a.F. ergangene BGH-Rechtsprechung zum *Scalping* unter der Geltung der MAR nicht unverändert fortgeführt werden. Ihre konkurrenzrechtliche Grundintuition bleibt jedoch nach der Untersuchung zutreffend: In *Short and Report*-Konstellationen ist das Marktmanipulationsverbot der sachnähere und speziellere Regelungsrahmen.

C. Schluss

Die Arbeit gelangt zu dem Ergebnis, dass Leerverkaufsangriffe nicht pauschal als marktstörendes Verhalten verstanden werden dürfen. Das *Short and Report*-Modell kann vielmehr einen erheblichen Beitrag zur Markt- und Informationseffizienz, zur Aufdeckung unternehmensseitiger Missstände sowie zur externen Corporate Governance leisten. Gerade weil Leerverkaufsangreifer typischerweise unter erheblichen Reputations-, Verfolgungs- und Marktreaktionsrisiken handeln, bestehen substanzielle marktinhärente Anreize zur inhaltlichen Richtigkeit der *research reports*.

Rechtlich ist deshalb zwischen legitimen, informationsverarbeitenden Leerverkaufsangriffen und manipulativen *short and distort*-Konstellationen zu unterscheiden. Das unionsrechtliche Marktmanipulationsrecht, insbesondere Art. 12 Abs. 1 lit. c MAR, bietet hierfür grundsätzlich einen geeigneten Rahmen. Dagegen würde eine undifferenzierte Anwendung des Insiderhandelsverbots auf *Short and Report* dem ökonomischen und normativen Gehalt dieser Praxis nicht gerecht. Das Insiderrecht ist daher in den herausgearbeiteten Fallgruppen teleologisch einschränkend auszulegen.