

Dr. Oliver Wilken, RA, und Dr. Jana Bertus

Professionelle Leerverkaufsattacken – rechtliche Grundlagen und Grenzen

Börsennotierte Unternehmen wie jüngst Wirecard geraten immer wieder in das Fadenkreuz von Leerverkaufsaktivisten. Leerverkäufer leihen sich Aktien eines Unternehmens und verkaufen diese Aktien unmittelbar an der Börse. Dabei befeuern sie – regelmäßig durch die Veröffentlichung einer negativen Finanzanalyse – einen Kurseinbruch. Fallen die Kurse tatsächlich, können sie erhebliche Gewinne einstreichen. Das alles ist geeignet, das Vertrauen in das Zielunternehmen, aber auch in die Preisbildung am Kapitalmarkt zu erschüttern. Der Beitrag analysiert und vergegenwärtigt die rechtlichen Grundlagen und Grenzen von professionellen Leerverkaufsattacken.

I. Einleitung

Großvolumige Leerverkäufe – wie in jüngerer Vergangenheit bei der Wirecard AG – sorgen für Furore am Kapitalmarkt. Dies beruht zum einem darauf, dass bei solchen Leerverkaufsattacken regelmäßig Investitionsbeträge in Rede stehen, die mittlere dreistellige Millionenbeträge erreichen oder sogar überschreiten. Zudem winken – auch für Trittbrettfahrer – erhebliche Gewinnchancen. Zum anderen beruht die Furore von Leerverkaufsattacken darauf, dass die Finanzgeschäfte meist im Verborgenen stattfinden. Leerverkäufe sind für den allgemeinen Kapitalmarkt relativ intransparent, ist doch schon der Zugang zu dieser Spekulationsmöglichkeit nur einem ausgewählten Investorenkreis eröffnet und den einfachen Privatanlegern regelmäßig versperrt.

Dies alles bringt es mit sich, dass Leerverkäufe gesellschaftlich stigmatisiert sind. Die Intransparenz der Transaktionen und die Unkenntnis des allgemeinen Kapitalanlegers führt zu weiteren Vorbehalten: Leerverkäufen haftet nicht selten ein „Geruch des Illegalen“ an.¹ Bereits vor diesem Hintergrund ist das Geschäftsmodell umstritten.

Professionelle Leerverkäufer agieren aber auf einer noch weit höheren Stufe – das zugrundeliegende Prinzip ist gleichwohl simpel und seit langem erprobt: Erst sondiert ein Investorenkreis eine „geeignete“ Aktie, die im Idealfall einen nennenswerten Kursanstieg hinter sich hat und „überkauft“ erscheint. Sodann überprüft er das Geschäftsmodell des Zielunternehmens, insbesondere die Transparenz und Glaubwürdigkeit. Er erstellt eine Finanzanalyse, um anschließend – oder ggf. auch bereits parallel zur Erstellung der Analyse – eine Leerverkaufsposition in der Aktie aufzubauen. Dann kommt es, wie es kommen „muss“: Die Finanzanalyse wird veröffentlicht und bewirkt (erwartungsgemäß) einen erheblichen Kursverfall der Zielaktie. Diesen Kursverfall nutzt der Leerverkäufer, um die Positionen zu dem nunmehr gefallen Kurs zu schließen und den Gewinn in Höhe des Differenzbetrages zu realisieren.²

Beide Elemente einer Leerverkaufsattacke – die Eingehung von Leerverkaufspositionen und die Veröffentlichung einer Finanzanalyse – sind aus rechtlicher Perspektive für sich genommen grundsätzlich unproblematisch. Erfolgen die Leerverkäufe in Kombination mit einer sich unmittelbar anschließenden Veröffentlichung einer negativen Finanzanalyse, wird hingegen die Frage einer Marktmanipulation aufgeworfen. Daneben stellt sich isoliert für die Finanzanalyse (auf der Grundlage öffentlich bekannter Informationen) die Frage, ob diese als Insiderinformation im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) zu bewerten und insofern den insiderrechtlichen Verbotstatbeständen unterwor-

fen ist. Es ist zu klären, bis zu welchen Grenzen das Geschäftsmodell – noch – zulässig ist und ab welcher Schwelle eine Marktmanipulation und/oder ein – rechtswidriger – Insiderhandel vorliegen. Die rechtlichen Grundlagen dieses Vorgehens sind weitgehend ungeklärt.

Generell stellt sich naturgemäß für die Beratungspraxis die wichtige Frage, wie gut beratene Protagonisten bestehende Gefahren vermeiden können. In diesem Zusammenhang stellen sich insbesondere Fragen des Zusammenhangs: Wenn eine mehrstufige Transaktion nicht „aus einer Hand“ umgesetzt wird, sondern mehrere Stakeholder – zumindest äußerlich – selbständig beteiligt sind, ergeben sich neben materiell-rechtlichen Themen auch Fragen der Darlegungs- und Beweislast. Zur Beantwortung dieser Fragen werden im Folgenden zunächst die rechtlichen Rahmenbedingungen von Leerverkäufen (unter II.) und Finanzanalysen (unter III.) beleuchtet. Daran anknüpfend wird die Zulässigkeit der Verbindung von beiden Komponenten untersucht (unter IV.). Sodann wird ein kurzer Blick auf die strafrechtliche Relevanz von Leerverkaufsattacken gerichtet (unter V.).

II. Leerverkäufe: Grundsätzlich zulässig, aber bestimmten Regularien unterworfen

Der erste Schritt einer Leerverkaufsattacke ist das Eingehen einer Leerverkaufsposition. Solche Leerverkäufe sind zulässig, aber bestimmten Regeln unterworfen:

1. Es dürfen nur gedeckte Leerverkäufe getätigt werden;
2. Leerverkäufer müssen bestimmte Meldepflichten beachten und
3. Leerverkäufe können von der BaFin und anderen Aufsichtsbehörden untersagt werden.

Im Einzelnen:

1. Rechtlicher Rahmen

Leerverkäufe werden weitgehend durch die VO (EU) Nr. 236/2012 (LVVO) geregelt. Art. 2 Abs. 1 lit. b) LVVO definiert den Begriff des Leerverkaufs als einen Verkauf von Aktien oder Schuldsinstrumenten, 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 Schuldsinstrumente geliehen oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern. Im Kern werden Leerverkäufe daher durch das fehlende Eigentum des Verkäufers an der Aktie definiert.

2. Nur gedeckte Leerverkäufe zulässig

Nach Art. 12 LVVO sind sogenannte ungedeckte Leerverkäufe verboten. Nach der gesetzlichen Regelung ist ein Leerverkauf daher nur zu-

¹ Dieser Umstand wird bestätigt und genährt durch die Diskussion um sog. Cum-Ex-Geschäfte. Deren Wesenskern ist es, dass eine doppelte Dividendengutschrift erzielt wird, indem Aktienbestände um einen Dividendenstichtag leerverkauft werden – und möglicherweise eine Kapitalertragsteuer-Erstattung zweifach, seitens des wirtschaftlichen und seitens des rechtlichen Aktieninhabers, geltend gemacht werden könne. Gegen die Rechtmäßigkeit einer derartigen doppelten Geltendmachung vehement und mit bestechender Argumentation insbesondere FG Köln, 19.7.2019 – 2 K 2672/17.

² Vgl. Mülbert/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, 7. Aufl. 2019, Vor Art. 1 VO Nr. 236/2012, Rn. 70; Mülbert/Sajnovits, BKR 2019, 313, 315; Mülbert, ZHR 181 (2018), 105.

lässig, wenn entweder (1) die Aktie geliehen oder eine alternative Vorkehrung mit gleichem rechtlichen Ergebnis getroffen wurde oder (2) bezüglich der Aktie eine Leihvereinbarung getroffen wurde oder ein vertragsrechtlicher oder eigentumsrechtlich unbedingt durchsetzbarer Anspruch auf Übertragung des Eigentums an einer entsprechenden Anzahl von Aktien derselben Gattung besteht, sodass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann, oder (3) der Leerverkäufer von einem Dritten die Zusage erhalten hat, dass die Aktie lokalisiert wurde, und dass dieser Dritte die Maßnahmen gegenüber anderen Dritten ergriffen hat, die notwendig sind, damit der Leerverkäufer berechtigterweise erwarten kann, dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann. Mithin muss der Leerverkäufer Vorkehrungen treffen, um die Erfüllung im Fälligkeitszeitpunkt sicherzustellen.

3. Meldepflichten

Leerverkäufe unterliegen darüber hinaus bei Überschreiten einer bestimmten Schwelle Meldepflichten gegenüber der zuständigen Behörde und dem Kapitalmarkt. Die Grundmeldeschwelle für die Mitteilung von Netto-Leerverkaufspositionen an die zuständigen Behörden liegt nach Art. 5 Abs. 2 LVVO bei 0,2% des ausgegebenen Aktienkapitals des betreffenden Unternehmens; und dann jeweils in Schritten von 0,1%.³

Für die Unterrichtung des Kapitalmarktes bestimmt Art. 6 Abs. 2 LVVO eine Offenlegungsschwelle von 0,5%; und dann jeweils in Schritten von 0,1%.⁴ Bleibt der Leerverkäufer unterhalb dieser Schwelle, garantiert ihm dies nicht zuletzt Anonymität und die Geheimhaltung seiner Investmentstrategie; denn die Offenlegung von Leerverkaufspositionen erfolgt nicht anonymisiert.⁵

4. Möglichkeit der Untersagung

Die BaFin hat im Februar 2019 – ebenfalls in der Wirecard-Thematik – erstmals gezielt für ein einzelnes Unternehmen ein zeitlich befristetes Leerverkaufsverbot erlassen. Dies mit der Begründung, das Funktionieren des Kapitalmarktes sei gefährdet. Aufgrund der wirtschaftlichen Bedeutung der Wirecard AG als DAX-Wert seien exzessive Preisbewegungen der Aktie zu erwarten, die durch die trendverstärkende Wirkung von Leerverkäufen zu einem Verlust des Marktvertrauens, insbesondere in die Preisbildung, bewirken könne.⁶ Die ESMA geht noch weiter und lässt für eine Gefährdung des Marktvertrauens bereits die Möglichkeit, dass hohe Leerverkaufspositionen und ein starker Preisverfall mit manipulativen Praktiken in Verbindung stehen können, genügen – so ihrer Einschätzung nach im Fall der Wirecard AG.⁷ Ob dies ein hinreichender Grund sein kann, mag dahingestellt bleiben.

Die gesetzliche Legitimation für dieses Vorgehen findet sich in Art. 20 LVVO. Die Verhängung von Leerverkaufsverböten dient nach Erwägungsgrund Nr. 27 der LVVO dazu, „im Falle ungünstiger Entwicklungen, die eine ernstzunehmende Bedrohung für die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen in einem Mitgliedstaat oder in der Union darstellen, [...] einen ungeordneten Kursverfall zu verhindern“. Dem liegt die Erwägung zugrunde, dass Leerverkäufe in Form von gezielten Leerverkaufsattacken in Ausnahmesituationen einen ungeordneten Kursverfall bewirken oder weiter verstärken und so gezielt zur Kursmanipulation missbraucht werden können.⁸ Daneben dient die Notfallkompetenz nach Erwägungsgrund Nr. 7 und 8 der LVVO auch zur Verhinderung von Marktmanipulation.⁹

Formell handelt es sich hierbei um Verwaltungshandeln in Form der Allgemeinverfügung nach § 35 S. 2 VwVfG.¹⁰ Diese steht im pflichtgemäßen Ermessen der BaFin und darf nach Art. 20 Abs. 1 lit. b) LVVO erlassen werden, wenn „die Maßnahme erforderlich ist, um der Bedrohung zu begegnen, und die Effizienz der Finanzmärkte im Ver-

gleich zum Nutzen der Maßnahme nicht unverhältnismäßig beeinträchtigt wird“. Dem ist die Wertung immanent, dass die BaFin ihre Notfallkompetenz restriktiv auszuüben hat.¹¹

Vor Erlass der Verfügung sind ferner nach Art. 26 Abs. 1 LVVO die ESMA und die zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten zu informieren.¹² Die ESMA gibt dann innerhalb von 24 Stunden nach Art. 27 Abs. 2 LVVO eine – für die BaFin nicht bindende –¹³ Stellungnahme ab.¹⁴

Gegen ein solches Leerverkaufsverbot steht der Verwaltungsrechtsweg im Wege der Anfechtungsklage nach § 42 Abs. 1 Alt. 1 VwGO oder des vorläufigen Rechtsschutzes nach § 80 Abs. 5 VwGO offen,¹⁵ soweit der Kläger geltend macht, durch das Leerverkaufsverbot in seinen Rechten verletzt zu sein.

5. Zwischenergebnis

Im Ergebnis sind gedeckte Leerverkäufe weitgehend unproblematisch. Insbesondere wenn die Meldeschwellen nicht überschritten werden, treffen den Leerverkäufer keine besonderen Pflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden oder dem Kapitalmarkt – und der Leerverkäufer sowie seine Strategie bleiben anonym.

In Ausnahmefällen kann die BaFin im Wege ihrer Notfallkompetenz in das Geschäftsmodell eingreifen und ein zeitlich befristetes Leerverkaufsverbot in Form einer Allgemeinverfügung verhängen. Obgleich diese Kompetenz jüngst ein gesteigertes Interesse auf sich gezogen hat, hat die BaFin in ihrer Geschichte erst zwei Mal ein Leerverkaufsverbot verhängt. Größere Einschränkungen für das Geschäftsmodell sind daher nicht zu erwarten.

III. Zulässigkeit der Finanzanalyse

Der zweite Schritt der Leerverkaufsattacke ist die – für den Emittenten negative – Finanzanalyse. Dabei sind zwei Fallgruppen zu unterscheiden: die Finanzanalyse, die auf öffentlich verfügbaren Informationen basiert, und die Finanzanalyse unter Verwendung bislang nicht bekannter Informationen (der Fall des sog. Whistleblowing).

1. Allgemeine Anforderungen an Finanzanalysen

Finanzanalysen im Rahmen von Leerverkaufsattacken werden regelmäßig als Anlageempfehlung i. S. v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR¹⁶ oder

3 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 5–10 VO Nr. 236/2012, Rn. 25 ff. u. 38 ff.; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316.

4 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 5–10 VO Nr. 236/2012, Rn. 25 ff. u. 50 ff.; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316.

5 Vgl. Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316.

6 Vgl. BaFin, Allgemeinverfügung v. 18.2.2019, abrufbar unter https://www.bafin.de/Sha redDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2019/meldung_190218_Allg_Vfg_Wirecard_Verbot_Leerverkaufspositionen.html (Abruf: 5.11.2019).

7 Vgl. ESMA, Stellungnahme zur Allgemeinverfügung der BaFin v. 18.2.2019, abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-positive-opinion-short-selling-ban-bafin> (Abruf: 5.11.2019).

8 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Vor Art. 1 ff. VO Nr. 236/2012, Rn. 56; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 318.

9 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Vor Art. 1 ff. VO Nr. 236/2012, Rn. 57; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 318 f.

10 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 18–26 VO Nr. 236/2012, Rn. 14 ff. u. 16 f.; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 319.

11 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 18–26 VO Nr. 236/2012, Rn. 20; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 321.

12 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 18–26 VO Nr. 236/2012, Rn. 63; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 319.

13 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 27–31 VO Nr. 236/2012, Rn. 18 ff.; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 319.

14 Vgl. Mülberr/Sajnovits, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 27–31 VO Nr. 236/2012, Rn. 17; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 319.

15 Vgl. Stelkens, in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, 9. Aufl. 2018, § 35, Rn. 274 f.

16 Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 3 VO Nr. 596/2014, Rn. 50; Koller, in: Assmann/Schneider/Mülberr, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 20 VO Nr. 596/2014, Rn. 2 ff.; Mülberr/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316.

als Anlagestrategieempfehlung i.S. v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 MAR¹⁷ auftreten. Als solche dürfen sie grundsätzlich negative Informationen, Aussagen und Wertungen zur Geschäftstätigkeit und Lage der Gesellschaft enthalten.¹⁸

Anforderungen stellt die Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 (DelVO (EU) 2016/958) auf. Dies sind insbesondere: Nach Art. 20 Abs. 1 MAR i.V.m. Art. 3 u. 4 DelVO (EU) 2016/958 müssen die Informationen jedenfalls objektiv dargestellt und nach Art. 2 DelVO (EU) 2016/958 die Identität des Urhebers der Empfehlung offengelegt werden.¹⁹ Ferner sind sämtliche Interessenkonflikte in Bezug auf die Finanzinstrumente, auf die sich die Analyse bezieht – und insofern insbesondere auch Leerverkaufspositionen –, nach Art. 20 Abs. 1 MAR i.V.m. Art. 5 u. 6 DelVO (EU) 2016/958 offenzulegen.²⁰

Daneben können Finanzanalysen – so im Fall der Wirecard AG – als Artikel in einer Wirtschaftszeitung veröffentlicht werden. Eine geringere Aufmerksamkeit und/oder ein schwächerer Effekt der Leerverkaufsattake sind damit nicht zwingend verbunden. Vorteilhaft für den Leerverkäufer kann es vielmehr sein, dass ein Zeitungsartikel nicht als Anlageempfehlung oder Anlagestrategieempfehlung i.S.d. MAR einzuordnen ist und daher auch nicht den oben genannten Anforderungen unterliegt.²¹ Zusätzlich gilt nach Art. 21 MAR im Hinblick auf die weiteren Bestimmungen der MAR das sog. Journalistenprivileg.^{22,23} Dieses trägt die Regeln der Presse- und Meinungsfreiheit sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln für Informationen, die zu journalistischen Zwecken verbreitet wurden, in die Anwendung der MAR – insbesondere in das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 10 MAR und das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR – hinein.²⁴ Hierzu zählt gleichwohl auch, dass dem Emittenten vor Veröffentlichung Gelegenheit zur Stellungnahme gegeben wird.²⁵ So entspricht es der Praxis von Leerverkaufsaktivisten, dem Emittenten die Finanzanalyse 24 bis 48 Stunden vor ihrer Veröffentlichung zuzuleiten.

Dieses Privileg gelangt im Zuge von Leerverkaufsattaken gleichwohl an seine Grenzen. So entfällt es nach Art. 21 a) MAR, wenn dem Verfasser oder mit diesem in enger Beziehung stehende Personen unmittelbar oder mittelbar ein Vorteil oder Gewinn aus der Offenlegung oder Verbreitung der betreffenden Information erwächst – mithin bei Halten einer Leerverkaufsposition an den betroffenen Finanzinstrumenten.

2. Zulässigkeit und besondere Anforderungen an das Whistleblowing

Mit einem verstärkten Interesse an Leerverkäufen steigt auch die Relevanz von internem Wissen über Verstöße und Missstände innerhalb des Emittenten und ihre Weitergabe nach Außen – das sog. Whistleblowing. So wird es sich bei der essentiellen Information einer Leerverkaufsattake regelmäßig um eine Information handeln, die auch im Rahmen des Whistleblowings relevant sein kann. Erhält der Emittent diese Information frühzeitig, kann er sich vorsorglich gegen eine Veröffentlichung der Information im Rahmen einer Leerverkaufsattake wappnen. Gleichzeitig kann eine Leerverkaufsattake gerade auf dieser – nicht öffentlich bekannten – Information aufbauen.

Wird diese (Insider-)Information zur Grundlage einer Finanzanalyse und wird sie im Zuge einer Leerverkaufsattake öffentlich gemacht, stellen die insiderrechtlichen Verbotstatbestände besondere Anforderungen:

Insbesondere wird das Offenlegungsverbot nach Art. 10 i.V.m. 14 c) MAR für den Verfasser vermeintlich relevant. Wird die Insiderinformation im Rahmen einer Finanzanalyse öffentlich bekannt, liegt hingegen keine unbefugte Offenlegung im Sinne des Tatbestands vor. Mit der öffentlichen Bekanntgabe wird die Qualität als Insiderinformation aufgehoben. Die Veröffentlichung entspricht daher gerade dem Ziel

der insiderrechtlichen Verbotstatbestände, einen gleichberechtigten Informationszugang zu schaffen.²⁶ Ferner verstößt der Analyst durch die bloße Veröffentlichung auch nicht gegen das Insiderhandelsverbot nach Art. 14 i.V.m. 8 Abs. 2 MAR.²⁷

Gleiches gilt für eine Veröffentlichung der Information in einer Wirtschaftszeitung. Entscheidend ist, dass die öffentliche Bekanntmachung den Anforderungen des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR genügt, mithin die breite Kapitalmarktöffentlichkeit herstellt.²⁸ In diesem Fall verliert die Information im Moment ihrer Bekanntmachung ihre Insiderqualität, sodass bereits der Tatbestand der unrechtmäßigen Offenlegung nicht erfüllt ist;²⁹ jedenfalls ist die Offenlegung befugt.³⁰

Im Ergebnis stehen die insiderrechtlichen Verbotstatbestände – sofern keine Transaktion getätigt wird – einer Verwertung der (Insider-)Information für eine Finanzanalyse daher nicht entgegen.

IV. Zulässigkeit der Verbindung von Leerverkauf und Finanzanalyse

Kerngehalt der sog. Leerverkaufsattake ist die Verbindung von Leerverkauf und Finanzanalyse. Der Fokus lag – bisher – auf Emittenten mit einer geringen Kapitalisierung. Dies scheint sich im Hinblick auf die Wirecard-Thematik zu ändern. So werden zunehmend hochkapitalisierte Emittenten Ziel von Leerverkaufsattaken; auch die Wahrnehmung am Markt und das Interesse der Aufsichtsbehörden haben sich verschoben. Dies führt bei internationalen Finanzinvestoren – insbesondere im Hinblick auf das aktive Eingreifen von hoheitlicher Seite in ihr erprobtes Geschäftsmodell – zu Verwirrung und Unsicherheiten.

Die Zulässigkeit beider Elemente isoliert voneinander ist – wie ausgeführt – unproblematisch. Werden sie miteinander verbunden, sind weitere Anforderungen zu beachten. Im Einzelnen:

1. Marktmanipulation durch „Scalping“

Ein grundsätzlich zulässiger Leerverkauf kann in Kombination mit einer grundsätzlich zulässigen Veröffentlichung einer Finanzanalyse den Tatbestand der Marktmanipulation i.S. v. Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR erfüllen. Dieser normiert seit Inkrafttreten der MAR das sog. „Scalping“ – das im Wesentlichen das Prinzip einer Leerverkaufsattake beschreibt – ausdrücklich als gesetzlich zwingendes Beispiel der Marktmanipulation.

17 Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 3 VO Nr. 596/2014, Rn. 49; Koller, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 20 VO Nr. 596/2014, Rn. 2 ff.; Mülbert/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316.

18 Vgl. Mülbert/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316.

19 Vgl. Koller, in: Assmann/Schneider/Mülbert, WpHG, 7. Aufl. 2019, Art. 20 VO Nr. 596/2014, Rn. 40 ff.; Mülbert/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316; Möllers, NZG 2018, 649, 651.

20 Vgl. zu den formalen Sorgfaltspflichten Möllers, NZG 2018, 649, 651.

21 Vgl. Mülbert/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316.

22 Ebenfalls §§ 20a Abs. 6, 34b Abs. 5 WpHG a.F.

23 Vgl. Poelzig, NZG 2016, 528, 531.

24 Vgl. Möllers, NZG 2018, 649, 651; Cloppenburg/Kruse, WM 2007, 1109, 1114 f.; Schröder, NJW 2009, 465, 466 f.; Sturm, ZBB 2010, 20, 31, wenn das Medium Gesellschafter der Deutschen Presseagentur oder einer vergleichbaren Einrichtung ist; einschränkend: Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 10, Rn. 214; Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 14, Rn. 102. Anders Mennicke, in: Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 14, Rn. 271.

25 Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 21, Rn. 54; Poelzig, NZG 2016, 528, 531.

26 Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 10, Rn. 20; Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, 5. Aufl. 2017, § 107, Rn. 102; zum alten Recht: Klöhn, WM 2010, 1869, 1876; Schneider, NZG 2005, 702, 703. Anders Zetzsche, NZG 2015, 817, 818 (der die Veröffentlichung gem. Art. 17 als befugte Weitergabe einer Insiderinformation ansieht); zum alten Recht: Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2015, § 14, Rn. 67; Schwark/Kruse, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. 2010, § 14, Rn. 43. Ggf. anders zu beurteilen ist die Frage der Weitergabe der Insiderinformation an den Analysten, vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 10, Rn. 187 ff.

27 Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 10, Rn. 193.

28 Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 10, Rn. 209.

29 Vgl. Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 10, Rn. 210.

30 Vgl. zum bisherigen Recht Schwark/Kruse, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. 2010, § 14, Rn. 61; Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2015, § 14, Rn. 102; Cloppenburg/Kruse, WM 2007, 1109, 1113; Sturm, ZBB 2010, 20, 30; Sethe, ZBB 2006, 243, 252 f.

Ein Scalping liegt vor, wenn eine – im Regelfall negative – Analyse veröffentlicht wird und dabei der Eindruck entsteht, dass diese objektiv und frei von wirtschaftlichem Eigeninteresse ist. Erfolgt die Analyse zu dem Zweck, eine negative Kursentwicklung herbeizuführen und damit die Erzielung von Gewinnen aus einer zuvor eingegangenen Leerverkaufsposition zu ermöglichen, so muss dies offengelegt werden. In der Praxis geschieht dies durch eine hinreichend deutliche Offenlegung des Interessenkonfliktes in Form eines vorangestellten „Disclaimer“. ³¹ Im Einzelnen:

Zur Erfüllung des Tatbestandes muss der Leerverkäufer durch die Analyse zunächst eine Stellungnahme in Form einer Meinungsäußerung getätigt haben. Dies wird regelmäßig eine Anlageempfehlung sein. ³² Nicht erfasst ist die reine Tatsachenmitteilung, die jedoch Grundlage einer Meinungsäußerung sein kann. Dies ergibt sich aus Art. 3 Nr. 1 lit. a) DelVO (EU) Nr. 2016/958, der ausdrücklich zwischen Stellungnahme und Tatsache unterscheidet. ³³ Der Tatbestand ist gleichwohl weit auszulegen, sodass ausreichend ist, dass ein verständiger Anleger eine Handlungsempfehlung aus der Äußerung ableiten kann oder sich durch sie in seiner Anlageentscheidung beeinflussen lässt. Nicht entscheidend ist hierfür, ob die Äußerung der Sache nach zutrifft. ³⁴

Zweitens muss die Meinungsäußerung unter Ausnutzung eines Zugangs zu den Medien gegenüber einem Mindestmaß an Öffentlichkeit getätigt werden. ³⁵ Teilweise wird bereits angenommen, dass eine Weitergabe des Berichts an einzelne Anleger ausreichend sei. ³⁶ Der Tatbestand ist hingegen nur dann erfüllt, wenn der Interessenkonflikt – die Absicht der Kapitalisierung der Leerverkäufe – der Öffentlichkeit nicht gleichzeitig mit der Stellungnahme ordnungsgemäß mitgeteilt wird. ³⁷ Eine solche Mitteilung allein im Bundesanzeiger i. S. d. LVVO ist nicht ausreichend. Dem wohnt das aus dem US-amerikanischen Recht stammende Prinzip „disclose or abstain“ inne. ³⁸ Die Form der Mitteilung wird durch den Verordnungsgeber nicht definiert. Es ist jedenfalls eine klar verständliche Formulierung zu erwarten, die den verständigen Anleger in die Lage versetzt, von der Mitteilung ernsthaft Kenntnis zu nehmen. ³⁹ Ferner müssen Art und Ausmaß des Interessenkonfliktes hinreichend deutlich sein, sodass der Anleger diesen bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen kann. ⁴⁰

Strengere Anforderungen gelten für Anlageempfehlungen i. S. v. Art. 20 MAR. Für diese sieht Art. 5 DelVO (EU) 2016/958 vor, dass alle Umstände, die die Objektivität der Empfehlung beeinträchtigen können, offenzulegen sind. Sachverständige – insbesondere auch unabhängige Analysten – müssen darüber hinaus nach Art. 6 Abs. 1 lit. a) DelVO (EU) 2016/958 eine Leerverkaufsposition von mehr als 0,5% des Aktienkapitals des Emittenten offenlegen. Von dieser Anforderung wird im Zweifel auch bei sonstigen Empfehlungen auszugehen sein. ⁴¹

2. Marktmanipulation durch Behauptung unwahrer Tatsachen

Bei Finanzanalysen sind zudem weitere Anforderungen und Grenzen zu beachten. So wird die Verbreitung falscher Tatsachen – auch bei Offenlegung des Interessenkonfliktes – gegebenenfalls durch Art. 12 Abs. 1 MAR erfasst. ⁴² Insbesondere nennt der Unionsgesetzgeber in Anh. II Abschn. 1 Nr. 4 Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 (DelVO (EU) 2016/522) die Praxis des sog. „trash and cash“ ausdrücklich als Indiz für Marktmanipulation nach Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR, dem das Prinzip von Leerverkaufsattacken als klassischer Fall angehört. ⁴³

Eine Analyse darf in diesem Zusammenhang keine offensichtlich unwahren Informationen enthalten und auch keine Bewertung, die offenkundig unvertretbar ist. Hier gilt der Maßstab, dass die Informationen, die in der Analyse enthalten sind, zutreffend sein müssen und die enthaltenen Wertungen (insbesondere eine negative Bewertung

des Unternehmenswerts) im Verhältnis zum derzeitigen Aktienkurs zumindest nachvollziehbar und plausibel sein müssen.

Daneben wird auch die Unterlassung der Veröffentlichung der Netto-Leerverkaufsposition im Bundesanzeiger nach der LVVO regelmäßig als Marktmanipulation i. S. v. Art. 12 Abs. 1 lit. a) i) MAR zu bewerten sein. ⁴⁴ Zu beachten ist auch, dass das sog. Journalistenprivileg ⁴⁵ im Rahmen des Scalping-Tatbestandes nicht gilt.

Im Ergebnis steht der Tatbestand der Marktmanipulation bei Verwendung eines Disclaimers der Praxis von Leerverkaufsaktivisten – sofern die Analyse wahrheitsgemäß ist – daher nicht entgegen.

3. Verbot von Insidergeschäften

Wie die Praxis zeigt, ist das Erfordernis des Disclaimers für Leerverkaufsattacken offenbar nicht hinderlich. Anders wäre es aber, wenn die negative Finanzanalyse als solche bzw. ihr Inhalt eine Insiderinformation und der Leerverkauf als solcher ein verbotenes Insidergeschäft wäre.

a) Finanzanalyse als Insiderinformation?

Das Verbot von Insidergeschäften nach Art. 14 lit. a) i.V.m. 8 Abs. 1 S. 1 MAR steht Leerverkäufen im Vorfeld der Veröffentlichung einer eigenen Finanzanalyse grundsätzlich nicht entgegen. Gleichwohl ist zu beachten, dass auch die Analyse auf der Basis öffentlich bekannter Informationen im Einzelfall eine den Verbotstatbeständen unterliegende Insiderinformation sein kann. ⁴⁶ In diesem Zusammenhang ist insbesondere die Rechtslage zu Erwägungsgrund Nr. 28 der MAR, der solche Analysen grundsätzlich von der Insiderqualität ausnimmt, ⁴⁷ ungeklärt. Der Begriff der Insiderinformation ist gesetzlich in Art. 7 MAR definiert. Kernelemente sind, dass die Information präzise, nicht öffentlich bekannt und geeignet ist, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens erhebliches Kurspotential zu entfalten. Eine gesetzliche Regelung zu Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Informationen erstellt wurden, enthält die MAR in ihrem Normtext nicht. Erwägungsgrund Nr. 28 bestimmt jedoch, dass Analysen auf der Basis öffentlich verfügbarer Informationen grundsätzlich nicht als Insiderinformation angesehen werden sollen. Ebenso sollen Geschäfte, die auf der Grundlage dieser Analysen getätigt werden, nicht als Nutzung einer Insiderinformation gelten und daher nicht dem Verbot nach Art. 14 Abs. 1 lit. a) i.V.m. 8 Abs. 1 S. 1 MAR unterfallen. Ausdrücklich normiert ist dies in Art. 9 Abs. 5 MAR – dies jedoch nur für die Eigennutzung. ⁴⁸ Die Vorschrift stellt insoweit klar, dass der ausschließlich eigene Handel in (notwendiger) Kenntnis der eigenen Handelsabsicht keine

31 Vgl. Möllers, NZG 2018, 649, 653.

32 Vgl. Wentz, WM 2019, 196, 198.

33 Vgl. Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 12, Rn. 365; Wentz, WM 2019, 196, 198; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 57.

34 Vgl. Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 12, Rn. 360; Wentz, WM 2019, 196, 198; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 57; Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49, 55.

35 Vgl. Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 12, Rn. 367; Wentz, WM 2019, 196, 199; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 57.

36 Vgl. Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 12, Rn. 367; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 58; Wentz, WM 2019, 196, 198.

37 Vgl. Wentz, WM 2019, 196, 199; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 57.

38 Vgl. Möllers, NZG 2018, 649, 651; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 57; Trüg, NZStZ 2014, 558, 559.

39 Vgl. Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 12, Rn. 376; Wentz, WM 2019, 196, 199f.; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 57; Graßl/Nikoleyczik, AG 2016, 49, 55.

40 Vgl. BGH, 6.11.2003 – 1 StR 24/03, BB 2004, 11 m. BB-Komm. Widder, NZG 2004, 91, 93 unter Bezugnahme auf Mennicke, Sanktionen gegen Insiderhandel, 1996, S. 253; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 58; Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 12, Rn. 367; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 58; Wentz, WM 2019, 196, 198; Möllers, NZG 2018, 649, 653.

41 Vgl. Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 58; Wentz, WM 2019, 196, 198.

42 Vgl. Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 12, Rn. 15 ff.; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 58.

43 Vgl. Möllers, NZG 2018, 649, 651; Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 60.

44 Vgl. Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 61.

45 Vgl. etwa Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, Art. 7 MAR, Rn. 13.

46 Vgl. Krause, in: Meyer/Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6, Rn. 35 ff.; Mennicke/Jakouvoú, in: Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 13, Rn. 39.

47 Vgl. Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, Art. 7 MAR, Rn. 13.

48 Vgl. Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, Art. 7 MAR, Rn. 13.

Nutzung von Insiderinformationen ist. In den Fällen des Art. 12 Abs. 2 lit. d) MAR – dem Scalping – liegt daher für sich genommen kein Verstoß gegen Art. 14 lit. a) i.V.m. 8 Abs. 1 S. 1 MAR vor.

Unzweifelhaft als Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot zu bewerten ist hingegen die Eingehung von Leerverkaufspositionen in Kenntnis einer bevorstehenden Anlageempfehlung eines Dritten. Die Umgehung des Tatbestandes der Marktmanipulation durch die Veröffentlichung einer Finanzanalyse über einen Dritten führt insofern regelmäßig zu einer Verwirklichung des Insiderhandelstatbestandes – wenn und soweit die Finanzanalyse Insiderinformationen enthält.

Von dieser Konstellation abgesehen steht das Insiderhandelsverbot Leerverkäufen auf der Grundlage einer eigenen Analyse auf den ersten Blick nicht entgegen.

Erwägungsgrund Nr. 28 S. 2 u. 3 der MAR enthält gleichwohl mehrere, nicht klar abgegrenzte Ausnahmen.⁴⁹

„Wird [...] beispielsweise die Veröffentlichung oder Verbreitung der Informationen vom Markt routinemäßig erwartet und trägt diese Veröffentlichung und Verbreitung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten bei oder enthält sie Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können so können diese Informationen Insiderinformationen darstellen. Um festzustellen, ob sie auf der Grundlage von Insiderinformationen handeln würden, müssen die Marktteilnehmer deshalb berücksichtigen, in welchem Umfang die Informationen nichtöffentlich sind und welche Auswirkungen auf Finanzinstrumente möglich wären, wenn sie vor der Veröffentlichung oder Verbreitung handeln würden.“

Der Grund für diese Ausnahmen findet sich weder in den Erwägungsgründen noch in den Gesetzgebungsmaterialien, sodass eine einschränkende Auslegung Probleme aufwirft. Es besteht die Gefahr, dass jede Analyse eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen kann, als Insiderwissen qualifiziert wird.⁵⁰

Aus der Gesetzgebungsgeschichte lässt sich jedoch folgern, dass der Verordnungsgeber erstens nur solche Analysen erfassen wollte, die mit dem ausdrücklichen Ziel der Veröffentlichung bzw. Verbreitung erstellt werden.⁵¹ Zweitens muss das Kurspotential der Analyse – unabhängig von ihrem Inhalt – besonders naheliegend sein.⁵² Dies etwa aufgrund der Tatsache, dass die Analyse vom Markt routinemäßig erwartet wird oder der Marktkommentator bzw. die Institution ein besonders hohes Ansehen genießt. In allen Fällen ist zu erwarten, dass die Analyse in der Preisbildung berücksichtigt wird.⁵³ Umgekehrt sind demnach solche Analysen nicht erfasst, die zwar öffentlich verfügbare Informationen auswerten, dieses Wissen aber entweder keinem größeren Personenkreis zur Verfügung stellen oder nicht davon auszugehen ist, dass die Analyse eine hinreichende Marktreaktion bewirkt.⁵⁴

Das Geschäftsmodell der Leerverkaufsaktivisten wird gerade durch das Gegenteil charakterisiert. So basiert ihr Mechanismus auf der zielgerichteten Herbeiführung eines Kurseinbruchs durch die Veröffentlichung einer negativen Finanzanalyse – mithin wird die Analyse gezielt zur Veröffentlichung erstellt und würde ihren Zweck ohne erhebliches Kurspotential verfehlen. Die Ausnahmetatbestände des Erwägungsgrundes Nr. 28 bergen für Leerverkaufsaktivisten daher Risiken.

Zwar müssen für die Bewertung als Insiderinformation darüber hinaus die weiteren Voraussetzungen des Art. 7 MAR, insbesondere die Kursrelevanz gegeben sein. Auch ist ein strenger Maßstab anzulegen. So ist bei liquiden, von einem breiten Analytistenpublikum beobachteten Märkten auch bei hoch angesehenen Analysten nur ausnahmsweise eine Kursrelevanz anzunehmen.⁵⁵ Es ist jedoch davon auszugehen, je stärker die Analyse von der Markterwartung abweicht, desto eher ist eine Kursrelevanz gegeben.⁵⁶ Dies wird im Fall von Leerverkaufsattaken regelmäßig gegeben sein. Denn die Finanzanalyse einer Leerverkaufsattacke soll – und wird – gerade eine solche Kursrelevanz haben.

Im Ergebnis ist das Geschäftsmodell der Leerverkaufsattacke – sofern es denn erfolgreich betrieben wird – daher grundsätzlich ein geeignetes Beispiel für die Ausnahmekonstellationen des Erwägungsgrundes Nr. 28 der MAR. Die Privilegierung von Finanzanalysen auf der Basis öffentlich bekannter Informationen greift für den Leerverkaufsaktivisten insofern nicht zwingend. Das Insiderhandelsverbot ist für das Geschäftsmodell, selbst wenn sich die Finanzanalyse auf öffentlich bekannte Informationen stützt, eine erhebliche Gefahr – die sich durch steigenden Erfolg und die Reputation des Verfassers, der zugleich Leerverkäufer ist, noch verstärkt. Dies gilt jedenfalls solange und soweit die Rechtslage zu Erwägungsgrund Nr. 28 der MAR ungeklärt ist.

b) Erhöhte Gefahr bei Whistleblowing

Einfacher und deutlicher ist die Gefahr des Verbots des Insiderhandels nach Art. 14 lit. a) i.V.m. 8 Abs. 1 S. 1 MAR für Leerverkaufsaktivisten, wenn die Finanzanalyse auf nicht öffentlich bekannten Informationen beruht – mithin Informationen von Whistleblowern.

Um den charakteristischen Kurssturz der Leerverkaufsattacke herbeizuführen, muss es der Analyse zu Eigen sein, dass sie hinreichend präzise und im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens geeignet ist, den Kurs des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen. Auch wird sie den Emittenten betreffen. Mithin wird die Finanzanalyse auf Basis nicht öffentlich bekannter Informationen regelmäßig die Merkmale der Insiderinformation nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR erfüllen.

Kommt der Finanzanalyse diese Insiderqualität zu, entsprechen die weiteren Tatbestandsmerkmale des Insiderhandelsverbots gerade dem Prinzip einer Leerverkaufsattacke. So geht der Leerverkaufsaktivist die Position gezielt vor Veröffentlichung der Finanzanalyse unter Ausnutzung der Insiderinformation ein, um auf der Basis des gefallenen Kurses die Position zu schließen. Die Verwendung von Informationen von Whistleblowern wird die Finanzanalyse für den Leerverkaufsaktivisten daher weitgehend unbrauchbar machen – jedenfalls sofern er sich nicht der Gefahr des Vorwurfs des Insiderhandels aussetzen will.

Dieser Umstand kann auch nicht durch eine Trennung von Verfasser und Leerverkäufer umgangen werden. So würde der Leerverkäufer weiterhin Insiderhandel – in diesem Fall nach Art. 14 lit. a) i.V.m. 8 Abs. 3 MAR – begehen, wenn er die Position in Kenntnis und unter Ausnutzung der insiderrelevanten Finanzanalyse eingeht. Zusätzlich würde der Verfasser durch die Weitergabe der Finanzanalyse ggf. den Tatbestand des Verbots von Empfehlungen oder Verleiten nach Art. 14 lit. a) i.V.m. 8 Abs. 2 MAR erfüllen.

Im Ergebnis steht das Insiderhandelsverbot dem Geschäftsmodell auf der Basis von Informationen von Whistleblowern daher entgegen – jedenfalls soweit diese als Insiderinformation zu qualifizieren sind.

V. Strafrechtliche Relevanz von Leerverkaufsattaken

Die strafrechtliche Relevanz von Leerverkaufsattaken ist bisher verschwindend gering; ebenso das Interesse der Ermittlungsbehörden. Grund hierfür ist nicht zuletzt, dass Leerverkaufsattaken an hiesigen Märkten bisher kaum eine Rolle gespielt haben. Dies könnte sich –

49 Vgl. Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, Art. 7 MAR, Rn. 13.

50 Vgl. Klöhn, WM 2016, 1665, 1666.

51 Vgl. Klöhn, WM 2016, 1665, 1668 f.

52 Vgl. Klöhn, WM 2016, 1665, 1669.

53 Vgl. Hop/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, 5. Aufl. 2017, § 107, Rn. 60 f.; Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, 38. Aufl. 2018, VO (EU) Nr. 596/2014 Art. 7, Rn. 13; Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 7, Rn. 73; Klöhn, WM 2016, 1665, 1668 ff.

54 Vgl. Klöhn, WM 2016, 1665, 1670.

55 Vgl. Hop/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, 5. Aufl. 2017, § 107, Rn. 61; Klöhn, WM 2016, 1665, 1672.

56 Vgl. Klöhn, WM 2016, 1665, 1672.

wie etwa im Fall der Wirecard AG – zukünftig ändern. Jedenfalls sollte sich der Leerverkaufsaktivist der möglichen strafrechtlichen Konsequenzen bewusst sein.

1. Statistik staatsanwaltschaftlicher Untersuchungen

Staatsanwaltschaftliche Untersuchungen werden (regelmäßig) durch vorangehende Ermittlungen der BaFin eingeleitet, die diese an die zuständige Staatsanwaltschaft abgibt. Die Zahl dieser Verfahren nimmt statistisch gesehen stetig zu; so liefen im Jahr 2016 300 Verfahren wegen Marktmanipulation (im Jahr 2017 waren es nur 22 Verfahren). Von diesen endeten jedoch nur 2–3 % der Verfahren in einer Verurteilung.⁵⁷

2. Strafrechtlich relevante Tatbestände im Zusammenhang mit Leerverkaufsattacken

Leerverkäufe sind grundsätzlich legal und insoweit nicht strafrechtlich relevant. Unter bestimmten Umständen können Leerverkaufsattacken jedoch staatsanwaltschaftliche Ermittlungen begründen.

a) Verbot der Marktmanipulation nach Art. 15 MAR

Der Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 15 i.V.m. 12 MAR wird nach § 119 Abs. 1, 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft. Tatbestandsvoraussetzung ist neben der Tathandlung – der Marktmanipulation – die vorsätzliche Begehung und die kausale Herbeiführung eines Erfolgs i. S. v. § 119 Abs. 1 Nr. 1 bis 4 WpHG. Das Vorsatzerfordernis erstreckt sich im Sinne der deutschen Rechtstradition auch auf dolus eventualis, mithin das billigende Inkaufnehmen des Erfolgsereignisses.⁵⁸ Erfolgsrelevant im Rahmen von Leerverkaufsattacken ist insbesondere die kausale Einwirkung auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt, einem multilateralen oder organisierten Handelssystem in einem anderen Mitgliedstaat oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum.⁵⁹

Zusätzlich bestehen zwei Qualifikationstatbestände nach § 119 Abs. 5 WpHG, die mit einer Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu zehn Jahren bestraft werden und damit als Verbrechen i. S. v. § 12 Abs. 1 StGB einzuordnen sind. Erfasst sind erstens Fälle des gewerbs- und bandenmäßigen Handelns und zweitens die Tatbegehung in Ausübung einer Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder als Betreiber eines Handelsplatzes. Insbesondere die erste Alternative ist geeignet, eine Gefahr für Leerverkaufsaktivisten zu begründen. So agieren professionelle Leerverkäufer regelmäßig konzertiert.

Darüber hinaus ist nach § 120 Abs. 15 Nr. 2, Abs. 18 S. 1, S. 2 Nr. 1 WpHG eine Geldbuße von bis zu 5 Mio. Euro gegenüber natürlichen und bis zu 15 Mio. Euro bzw. 15 % des Jahresumsatzes gegenüber juristischen Personen möglich. Daneben ist ein erheblicher Reputationsverlust durch die Praxis des Naming and Shaming nach § 125 Abs. 1 S. 1 WpHG zu beachten.

b) Verbot des Insiderhandels nach Art. 14 MAR

Vorsätzliche Verstöße gegen den Verbotstatbestand des Art. 14 lit. a) MAR werden nach § 119 Abs. 3, 120 Abs. 14 WpHG mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft. Tatbestandsvoraussetzungen sind: (1) Die Tätigkeit eines Geschäfts bei (2) Verfügen über eine Insiderinformation, auf die sich das Geschäft bezieht unter (3) Nutzung dieser Insiderinformation mit (4) Vorsatz oder Leichtfertigkeit bezüglich der Merkmale (1) bis (3).⁶⁰ Auch hier gilt, dass dolus eventualis für die Tatbestandserfüllung hinreichend ist.⁶¹ Ferner muss das Insidergeschäft rechtswidrig sein; diese entfällt auch dann nicht, wenn der Emittent, der Handelspartner des Insiders

oder eine sonst individuell betroffene Person in den Verstoß gegen Art. 14 MAR einwilligt. Ebenso wenig ist die mutmaßliche Einwilligung dieser Personen beachtlich.⁶²

Der Versuch ist nach § 119 Abs. 4 WpHG strafbar. Dieser beginnt, wenn der Aktivist eine Handlung vornimmt, die nach seinem Tatplan im Falle des ungestörten Fortgangs ohne wesentliche Zwischenakte in die Tatbestandsverwirklichung münden soll.⁶³ Beim Insiderhandel ist dieses Stadium jedenfalls erfüllt, sobald der Täter seine Order platziert hat, nicht aber allein schon dann, wenn die Order vorbereitet wird.⁶⁴

Der „lediglich“ leichtfertige Verstoß gegen Art. 14 MAR ist eine Ordnungswidrigkeit nach § 120 Abs. 14 WpHG und wird mit einer Geldbuße von bis zu 5 Mio. Euro bei natürlichen Personen bzw. bis zu 15 Mio. Euro oder 15 % des letzten Jahresumsatzes bei juristischen Personen geahndet. Ein solcher ist – neben den weiteren Tatbestandsvoraussetzungen – dann anzunehmen, wenn der Täter die „Möglichkeit der (Tatbestandsverwirklichung) aus besonderem Leichtsinne oder aus besonderer Gleichgültigkeit“ außer Acht lässt.⁶⁵

c) Betrugstatbestand des § 263 StGB

Eine Strafbarkeit nach § 263 StGB kommt für Leerverkaufsattacken nicht in Betracht. Es fehlt bereits an der Tatbestandsvoraussetzung der Täuschung. Eine solche käme nur in Betracht, wenn der Leerverkäufer der Wahrheit zuwider behauptet, er sei Eigentümer der Papiere. Eine solche Erklärung wird nicht bereits durch den Abschluss des Kaufvertrages konkludent abgegeben.⁶⁶ Vielmehr ist dem lediglich die Erklärung immanent, dass der Verkäufer dem Käufer die Leistung, das Wertpapier, verschaffen wird. Es erfolgt damit die stillschweigende Aussage, er sei zur Erfüllung der vertraglichen Pflichten willens und nach seiner Einschätzung auch in der Lage. Da der Leerverkäufer über den späteren eigenen Erwerb der Wertpapiere seine Leistung tatsächlich auch erbringen kann, liegt insofern keine Täuschung vor.⁶⁷ Insbesondere wird durch den Abschluss des Kaufvertrages kein bestimmter Zweck oder ein bestimmtes Motiv konkludent erklärt, so dass etwa die Profitabsicht aus dem Leerverkauf unschädlich ist.⁶⁸

d) Teilnahmekonstellationen

Die (strafrechtsrelevante) Täterschaft und Teilnahme richtet sich nach allgemeinen Maßstäben der §§ 25 ff. StGB und § 14 OWiG.

Mittelbare Täterschaft kommt im Rahmen des Art. 14 MAR insbesondere in Betracht, wenn der Insider arglose Dritte wie Vermögensverwalter oder Treuhänder bestimmt, ein Insidergeschäft durchzuführen. Eine Umgehung des Insiderhandelsverbots durch Ausgliederung des Geschäfts an einen unwissenden Dritten, befreit daher nicht von der Täterschaft.⁶⁹

VI. Wesentliche Ergebnisse

1. Die vorstehenden Ausführungen zeigen:

57 Vgl. BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, 2016, S. 232; BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2016, 2017, S. 177 f.

58 Schmolke, Klöhn, MAR, 2018, Art. 15, Rn. 27 ff., Art. 12, Rn. 294 ff.

59 Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 15, Rn. 27 ff., Art. 12, Rn. 294 ff.

60 Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 14, Rn. 48.

61 Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 14, Rn. 51 f.

62 Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 14, Rn. 68 f.

63 Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 14, Rn. 79 f.

64 Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 14, Rn. 81.

65 Schmolke, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 14, Rn. 59.

66 Zieschang, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, § 263, Rn. 131 f.

67 Zieschang, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, § 263, Rn. 131 f.

68 Zieschang, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, § 263, Rn. 131 f.

69 Zieschang, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 4. Aufl. 2017, § 263, Rn. 131 f.

- a) Die Notfallkompetenz der BaFin zur Verhängung von Leerverkaufsverböten schränkt das Geschäftsmodell von Leerverkaufsaktivisten nur unwesentlich ein.
- b) Die Veröffentlichung der Finanzanalyse als Artikel oder sonstiger Beitrag in der Wirtschaftspresse wird im Rahmen von Leerverkaufsattacken nicht (mehr) durch das Journalistenprivileg nach Art. 21 MAR gedeckt.
- c) Die Verwendung von nicht öffentlich bekannten Informationen und ihre Bekanntmachung im Zuge der Veröffentlichung einer Finanzanalyse sind grundsätzlich insiderrechtlich unproblematisch.
- d) Wird demgegenüber bei Verwendung nicht öffentlich bekannter Informationen mit Insiderqualität vor Veröffentlichung eine Transaktion getätigt, liegt grundsätzlich ein – rechtswidriges – Insiderhandeln vor. Davor schützt etwa auch nicht, dass der Emittent selbst zur Veröffentlichung der Insiderinformation verpflichtet gewesen ist – und die Veröffentlichung pflichtwidrig unterlassen bzw. aufgeschoben hat.
- e) In Ausnahmefällen – insbesondere bei besonderer Reputation des Analysten und/oder des Veröffentlichungskanals der Wirtschaftspresse – kann sich selbst bei Finanzanalysen auf der Basis öffentlich bekannter Informationen Insiderhandel ergeben. Dies kann dann der Fall werden, wenn dem Analysten und/oder dem Veröffentlichungsorgan eine besonders hervorgehobene Stellung – und eine erhöhte Richtigkeitsgewähr der Analyse bzw. Veröffentlichung – zugeschrieben wird.
- f) Insiderrechtliche Verbotstatbestände können naturgemäß nicht dadurch außer Kraft gesetzt werden, dass an sich einheitliche Lebensprozesse aufgespalten werden. Die Aufspaltung von Veröffentlichung der Finanzanalyse und Vollziehen des Leerverkaufs durch

verschiedene Personen führt – jedenfalls unter rechtlichen Aspekten – nicht dazu, dass die Vorschriften der Marktmanipulation sowie der Insiderhandelsverböte nicht (mehr) gelten.

2. Rechtlich ungeklärt ist nach wie vor, welche Zurechnungskriterien im Fall der Aufspaltung von Veröffentlichung der Finanzanalyse und Vollziehen des Leerverkaufs durch verschiedene Personen zugrunde zu legen sind. Dies gilt insbesondere, wenn sich Fallkonstellationen über mehrere (internationale) Jurisdiktionen erstrecken und unterschiedliche Sachrechte auch unterschiedliche Darlegungs- und Beweisregeln enthalten. Für gut beratene Protagonisten bieten sich erhebliche Spielräume, die es seitens der Aufsichtsbehörden, auch und gerade im internationalen Kontext, zeitnah zu analysieren gilt. Die – etwa in Sachen Wirecard AG – alsbald zu erwartende Rechtsprechung wird erste Anknüpfungspunkte bieten.

Dr. Oliver Wilken ist Rechtsanwalt in Köln.



Dr. Jana Bertus ist Rechtsreferendarin am Landgericht Köln.

