

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 204

Aktivistische Leerverkäufe

Grenzen der Zulässigkeit nach der Leerverkaufs-
und der Marktmissbrauchsverordnung

Von

Alexander Brak



Duncker & Humblot · Berlin

ALEXANDER BRAK

Aktivistische Leerverkäufe

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 204

Aktivistische Leerverkäufe

Grenzen der Zulässigkeit nach der Leerverkaufs-
und der Marktmissbrauchsverordnung

Von

Alexander Brak



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereichs Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück
hat diese Arbeit im Jahr 2021 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten

© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-18581-8 (Print)

ISBN 978-3-428-58581-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Paten

Vorwort

Das vorliegende Manuskript entstand im Anschluss an mein LL.M.-Studium an der Loyola University Chicago School of Law und wurde während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück angefertigt. Der Fachbereich Rechtswissenschaften der Universität Osnabrück nahm im Sommersemester 2021 die Arbeit als Dissertation an. Die Disputation fand am 22. September 2021 statt. Rechtsprechung und Literatur wurden bis einschließlich April 2021 berücksichtigt.

Ich danke meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Andreas Fuchs, LL.M. (Michigan) für die lehrreiche und angenehme Zeit an seinem Lehrstuhl, die gewährten Freiheiten sowie die Betreuung und Unterstützung meines Promotionsvorhabens.

Herrn Professor Dr. Lars Leuschner danke ich für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens und die konstruktiven Gespräche während des Entstehungsprozesses.

Ohne die vielfältige Unterstützung zahlreicher weiterer Personen hätte die Arbeit nicht fertig gestellt werden können. Für die intensive Durchsicht der Arbeit möchte ich an erster Stelle meinen Paten Professorin Dr. Margret Nemann und Professor Dr. Friedrich Janssen sowie meinem Bekannten Dr. Joachim Totzke, LL.M. (Miami) besonders danken. Meine Paten gehen mir als akademisches Beispiel seit jeher voran und stehen mir mit Rat und Tat zur Seite. Ihnen ist deshalb diese Arbeit gewidmet. Herrn Clemens Nemann möchte ich für seinen Beitrag zu den Druckkosten danken. Dr. Martin Gerding, Dr. Daniel Stüve und meinem ehemaligen Kollegen Andreas Krummen verdanke ich wertvolle Diskussionen und den stetigen Austausch im akademischen Alltag.

Mein größter Dank gilt schließlich meinen Eltern Elisabeth Nemann-Brak und Dr. Bernard Brak für Ihren Rückhalt und die Ermöglichung meiner Ausbildung. Ebenfalls haben meine Geschwister Wiebke und Bernd sowie meine Freundin Lina zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen, indem sie mich immerwährend ermutigten.

Osnabrück, im April 2022

Alexander Brak

Inhaltsverzeichnis

Einführung	17
Ziel und Gang der Untersuchung	21
<i>Kapitel 1</i>	
Grundlagen	
§ 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***Die Regulierung nach der SSR** 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***Die Regulierung nach der MAR** 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 Marktmanipulationsverbot beim Scalping	199
E. Ergebnis	200
Schlussbetrachtung	203
Literaturverzeichnis	206
Sachwortverzeichnis	216

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere(r) Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Ban. Fin. Rev.	Banking and Finance Review
BankR-HdB	Bankrechts-Handbuch
BB	Betriebs-Berater
BC	Zeitschrift für Bilanzierung, Rechnungswesen und Controlling
Begr.	Begründung
Beil.	Beilage
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
bspw.	beispielsweise
Bt-Drs.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
DB	Der Betrieb
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e. V.
EnzEuR	Enzyklopädie Europarecht
ErwGr.	Erwägungsgrund
ESMA	European Securities and Market Authority
EU	Europäische Union
Eur. Eco. Rev.	European Economic Review
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuPrivuWirtR	Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinAnV	Finanzanalyseverordnung
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority

gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
HdB AktienR	Handbuch des Aktienrechts
Hrsg.	Herausgeber(in)
i. S. d.	im Sinne des
J. Bank. Fin.	Journal of Banking and Finance
J. Bus.	Journal of Business
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Acc.	Journal of Finance and Accountancy
J. Fin. Eco.	Journal of Financial Economics
jurisPR-BKR	Juris PraxisReport zum Bank- und Kapitalmarktrecht
JZ	JuristenZeitung
KK	Kölner Kommentar
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
MAD	Market Abuse Directive
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MAR	Market Abuse Regulation
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
Nw. U. L. Rev	Northwestern University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
Q Rev. Econ. Fin.	Quarterly Review of Economics and Finance
RegE.	Regierungsentwurf
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Fin. Stud.	Review of Financial Studies
RL	Richtlinie
S.	Satz/Seite
sog.	sogenannte(n)/-es
SSR	Short Selling Regulation
StGB	Strafgesetzbuch
UAbs.	Unterabsatz
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
Urt.	Urteil
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
WiKG	Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität
Wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpMiVoG	Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte
z. B.	zum Beispiel

ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Im Übrigen wird verwiesen auf: *Kirchner*, Hildebert, Abkürzungsverzeichnis der Rechts-
sprache, 9. Aufl., München 2018.

Einführung

Leerverkäufe begleiten die Waren- und Finanzmärkte nahezu seit ihrer Entstehung und stellen ein „Urgestein des kapitalmarktrechtlichen Geschehens“ dar.¹ Ebenso alt sind die verbreiteten Ressentiments, die gegen Leerverkäufe vorgebracht werden.² Diese Bedenken gründen im Wesentlichen darin, dass Leerverkäufer auf fallende Kurse spekulieren und immer dann profitieren, wenn andere Marktteilnehmer Verluste erleiden.³ Die Diskussion um Leerverkäufe wurde zuletzt jedoch um eine zusätzliche Variation erweitert: Die der aktivistischen Leerverkäufe.

Die Anzahl aktivistischer Leerverkäufe ist im letzten Jahrzehnt erheblich gestiegen,⁴ sodass das Phänomen zu Recht als „financial innovation“ bezeichnet wird.⁵ Wie viele andere Entwicklungen im Rahmen des Kapitalmarktes stammt auch dieses Phänomen aus den USA. Von daher war es nur eine Frage der Zeit, dass auch der deutsche Finanzplatz mit seinen Unternehmen in den Fokus der Akteure aktivistischer Leerverkäufe⁶ rückte. Ab dem Jahr 2016 kam es dann auch zu einigen aktivistischen Leerverkäufen auf Unternehmen wie Wirecard, Ströer, Aurelius oder ProSiebenSat.1.⁷ Diese Fälle stießen auf eine erhebliche Resonanz bei Wirtschaftsjournalisten und wurden so einer breiten Öffentlichkeit bekannt. Dabei handelt es sich aber um keine zufällige Entwicklung, sondern um eine logische Konsequenz der fortschreitenden Digitalisierung am Kapitalmarkt. Die aktivistischen Leerverkäufer profitieren davon in zweifacher Hinsicht. Zum einen werden durch den Einsatz digitaler Medien die Informationen viel schneller verbreitet. Zum anderen wirkt sich der automatische Handel durch Algorithmen aus, weil Computer Informationen ohne menschliche Interaktionen erkennen und in Transaktionen umsetzen. Diese Algorithmen sind in der Lage, die im Rahmen

¹ Voß, in: 25 Jahre WpHG, 715 (716); *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 99.

² *Wilken/Bertus*, in: BB 2019, 2754 (2754); *Schmolke*, in: ZGR 2020, 291 (296); *Splinter/Gansmeier*, in: ZHR 184 (2020), 761 (763); *Kumpan/Misterek*, in: WM 2021, 417 (418); *Klingenbrunn*, Produktverbote, S. 100; *Lange*, Regulierung von Aktienleerverkäufern, S. 11; *Appel/Fos*, Active Short Selling by Hedge Funds, S. 1.

³ *Schlimbach*, Leerverkäufe, S. 2; *Findeisen/Tönningsen*, in: WM 2011, 1405 (1405).

⁴ Vgl. nur *Appel/Fos*, Active Short Selling by Hedge Funds, S. 2. Die zwischenzeitlich seit einem Höchststand 2015 gesunkenen Zahlen nahmen zuletzt wieder zu *Reetun*, in: *Activist Insight*, The Activist Annual Review 2020, 1 (36); nunmehr auch *Schmolke*, in: ZGR 2020, 291 (294).

⁵ So *Wong/Zhao*, Post-Apocalyptic: The Real Consequences of Activist Short-Selling, S. 1; ähnlich *Graßl/Nikoleyczik*, in: AG 2017, 49 (49) („neuer Trend“).

⁶ Im Folgenden werden diese Akteure, die einen aktivistischen Leerverkauf durchführen, verkürzt als ‚aktivistischer Leerverkäufer‘ bezeichnet.

⁷ *Möllers*, in: NZG 2018, 649 (649).

eines aktivistischen Leerverkaufs zentralen negativen Research Reports zu identifizieren und so den Kursverfall zu verstärken.⁸

Die gegen die Leerverkäufe im Allgemeinen vorherrschenden moralischen Bedenken wurden durch das Auftreten aktivistischer Leerverkäufe vermehrt. Insbesondere die Zielunternehmen werfen den aktivistischen Leerverkäufern vor, falsche Informationen zu streuen. Dadurch würden sie künstlich einen Kursverfall herbeiführen, der lediglich ihrer eigenen Gewinnmaximierung diene.⁹ Dagegen steht das Selbstverständnis aktivistischer Leerverkäufer, die sich als Verfechter der Meinungsfreiheit begreifen, um so Informationsasymmetrien am Kapitalmarkt abzubauen und eventuellen „Finanzdieben“ auf die Schliche zu kommen.¹⁰

Wie so oft hilft auch bei der Beurteilung aktivistischer Leerverkäufe kein Schwarz-Weiß-Denken, wengleich diese gegenteiligen Positionen das grundlegende Spannungsverhältnis der Diskussion verdeutlichen. Es stellt sich also die Frage, ob aktivistische Leerverkäufe die Markteffizienz und die Funktionsfähigkeit der Märkte verbessern oder ob sie eher manipulativen eigennützligen Gewinnzwecken dienen.¹¹

Die besondere Problematik einer positiven oder negativen Wirkung liegt letztlich aber immer auf der Ebene des Sachverhalts. Zur Erläuterung sei hier der besonders öffentlichkeitswirksame Fall Wirecard erwähnt. Den Zahlungsdienstleister Wirecard begleiten bereits seit über einem Jahrzehnt immer wieder negative Berichterstattungen in den Medien.¹² 2016 erhob das bis dahin unbekannte Research-Haus Zatarra Research & Investigations LLC unter anderem folgende Vorwürfe gegen Wirecard: Betrug, Geldwäsche und ein künstliches Aufblähen der Bilanz.¹³ Dadurch sank der Börsenwert zwischenzeitlich um ca. 1,3 Milliarden Euro.¹⁴ Anfang 2019 folgte eine Reihe von Berichten der Financial Times, in denen ein Bilanzmanipulations- und Korruptionsskandal mit der Veröffentlichung konkreter Informationen und Quellen vermutet wurde.¹⁵ Beide Berichterstattungen, die Wirecard als falsch und irreführend zurückgewiesen hat, waren nach Aussagen des

⁸ Möllers, in: NZG 2018, 649 (649); Mülbert, in: ZHR 182 (2018), 105 (110); Wentz, in: WM 2019, 196 (196); Voß, in: 25 Jahre WpHG, 715 (716 Fn. 7); Poelzig, in: ZHR 184 (2020), 697 (699 f.); Frömel, Short-Sell-Attacks, S. 41; ähnlich zur wichtigen Rolle der sozialen Medien Mits, Columbia Law and Economics Working Paper No. 615, S. 9 f.

⁹ Kartapanis, Activist Short-Sellers and Accounting Fraud Allegations, S. 2.

¹⁰ Möllers, in: NZG 2018, 649 (649).

¹¹ Langenbacher/Hau/Wentz, in: ZBB 2019, 307 (307).

¹² Zu den ersten Berichterstattungen vgl. *Nieding/Nowotka*, in: jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1.

¹³ Zusammenfassung der Vorwürfe bei *Nieding/Nowotka*, in: jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1; Wirtschaftswoche v. 19.06.2016, House of Wirecard, abrufbar unter: <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/finanzmaerkte-house-of-wirecard/13708722.html>, zuletzt abgerufen am 17.05.2021.

¹⁴ *Nieding/Nowotka*, in: jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1.

¹⁵ Eine chronologische Abfolge zu den *Financial Times*-Artikeln findet sich bei *Mülbert/Sajnovits*, in: BKR 2019, 313 (314); *Nieding/Nowotka*, in: jurisPR-BKR 12/2019 Anm. 1.

Unternehmens mit einem erheblichen Anstieg von Leerverkaufspositionen verbunden.¹⁶ Vor diesem Hintergrund wurde sodann die BaFin aktiv und ermittelte wegen des Verdachts der Marktmanipulation: Bei Zatarra konnten Personen um Fraser Perring, einem Mitgründer eines weiteren Analyse-Hauses Viceroy Research, als Urheber des Berichts identifiziert werden. Nach der Übergabe des Verfahrens an die Staatsanwaltschaft München I wurde am dortigen Landgericht ein Antrag auf Erlass eines Strafbefehls gestellt.¹⁷ Das Verfahren endete jüngst vor der Veröffentlichung der skandalösen Realität bei Wirecard mit einer Einstellung des Verfahrens gegen Geldauflage.¹⁸ Während der Berichterstattung der Financial Times nutzte die BaFin eines ihrer schärfsten Mittel und verbot am 18.02.2019 per Allgemeinverfügung gem. Art. 20 SSR für einen befristeten Zeitraum die Begründung und Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien von Wirecard.¹⁹ Beide Maßnahmen offenbarten eine voreilige Vorverurteilung aktivistischer Leerverkäufer und unterstellen diesen eine manipulative Absicht.²⁰

Erst im Juni 2020 kam dann schrittweise das wirkliche Ausmaß des Skandals an die Öffentlichkeit, sodass der Fall Wirecard jetzt als größter Wirtschaftskrimi am deutschen Finanzmarkt betitelt wird.²¹ Das Unternehmen, das über 12 Milliarden Euro seines Börsenwertes verloren hat, ist mittlerweile insolvent, sodass die Mehrheit der Anleger erheblich geschädigt wurde.²² Daher ist es auch nachvollziehbar,

¹⁶ Mülbert/Sajnovits, in: BKR 2019, 313 (314).

¹⁷ Manager-Magazin v. 11.12.2018, Manipulation mit Wirecard-Aktien für Staatsanwalt erwiesen, abrufbar unter: <https://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/wirecard-krimi-neller-hintergrund-fuer-kursabsturz-im-februar-2016-a-1242977.html>, zuletzt abgerufen am: 17.05.2021.

¹⁸ Vgl. nur Capital v. 18.11.2020, Wie die Ermittler die Wirecard-Chefs vom Haken ließen, abrufbar unter: <https://www.capital.de/wirtschaft-politik/erste-razzia-bei-wirecard-schon-lange-vor-der-pleite/2>, zuletzt abgerufen am: 17.05.2021.

¹⁹ BaFin, Allgemeinverfügung zum Verbot der Begründung und Vergrößerung von Netto-Leerverkaufspositionen v. 18.02.2019, abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2019/meldung_190218_Allg_Vfg_Wirecard_Verbot_Leerverkaufspositionen.html, zuletzt abgerufen am: 17.05.2021; Mülbert/Sajnovits, in: BKR 2019, 313 (313).

²⁰ Süddeutsche Zeitung v. 14.07.2020, Alles muss auf den Tisch, ohne Geheimniskrämerei, abrufbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/wirecard-finanzaufsicht-bafin-kommentar-1.4965660>, zuletzt abgerufen am: 17.05.2021.

²¹ Vgl. nur Hamburger Morgenpost v. 23.06.2020, Ex-Chef festgenommen: Der Wirecard-Krimi – oder: die verschwundenen Milliarden, abrufbar unter: <https://www.mopo.de/news/politik-wirtschaft/ex-chef-festgenommen-der-wirecard-krimi--oder--die-verschwundenen-milliarden--36893936>; ZDFheute v. 25.06.2020, Der Wirecard-Skandal – worum es geht, abrufbar unter: <https://www.zdf.de/nachrichten/wirtschaft/wirecard-bilanzskandal-faq-100.html>, jeweils zuletzt abgerufen am: 17.05.2021.

²² Beck-Aktuell Nachrichten v. 30.06.2020, Bund kündigt nach Wirecard-Skandal Vertrag mit Bilanzprüfern, becklink 2016748; Handelsblatt v. 16.07.2020, Finanzministerium zeigt im Fall Wirecard mit dem Finger auf EY, abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/bilanzskandal-finanzministerium-zeigt-im-fall-wirecard-mit-dem-finger-auf-ey/26012270.html?ticket=ST-6252906-UOZBKPbxgOYHqaxPGPs-ap6>, zuletzt abgerufen am: 17.05.2021.