

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis	XVII
Literaturverzeichnis	XXIII
Materialienverzeichnis	XLI
Verwendete Presseartikel	XLIX
1. Einleitung	1
2. Gang der Untersuchung, dabei verwendete Methoden und Zielsetzung	5
2.1. Grober thematischer Ausblick	6
2.1.1. Abschnitt I	6
2.1.2. Abschnitt II	7
2.1.3. Zusammenfassende Thesen	9
Abschnitt I	
3. Leerverkäufe, insbesondere eine Navigation durch die Regulierungen SSR und SHO	10
3.1. Leerverkauf – eine definitorische Annäherung	10
3.1.1. Die Definition der SSR	10
3.1.2. Ausnahmen vom SSR-Leerverkaufsbegriff	12
3.1.2.1. Ausnahme für Derivate	13
3.1.2.1.1. Futures	13
3.1.2.1.2. Forwards	13
3.1.2.1.3. Optionen	14
3.1.2.2. Weitere Ausnahmen	15
3.1.3. Zwischenergebnis: Leerverkaufsdefinition	15
3.1.4. Ähnliche Definitionen	16
3.1.5. Gegenposition	16
3.1.6. Leerverkauf und Short-Position	17
3.1.7. Endergebnis: einheitliche Leerverkaufsdefinition	19
3.2. Unterteilung in gedeckte und ungedeckte Leerverkäufe	20
3.2.1. Gedeckter Leerverkauf	20
3.2.1.1. Involvierte Personen	20

3.2.1.2.	Die Konstruktion des gedeckten Leerverkaufs	20
3.2.2.	Ungedeckter Leerverkauf	22
3.3.	Die Rechtsnatur eines Leerverkaufs nach österreichischem Recht ...	23
3.3.1.	Der Leerverkauf als zivilrechtlicher Kaufvertrag	23
3.3.2.	Leerverkäufe und Termingeschäfte	23
3.3.3.	Leerverkauf im österreichischen Zivilrecht	25
3.3.4.	Zivilrechtliche Einordnung des Deckungsgeschäftes	26
3.3.5.	Erfüllung des Leerverkaufs	28
3.3.6.	Nicht-Erfüllung des Leerverkaufs	28
3.3.6.1.	Herrschende deutsche Ansicht bezüglich Leistungsstörungen	28
3.3.6.2.	Stellungnahme zur österreichischen Rechtslage	29
3.4.	Anerkannte Zwecke eines Leerverkaufes	31
3.4.1.	Spekulation	31
3.4.2.	Absicherung	32
3.4.3.	Market Making	32
3.4.4.	Arbitrage	33
3.4.5.	Weitere Zwecke und Zusammenfassung	33
3.5.	Nutzen und Gefahren von Leerverkäufen allgemein	34
3.5.1.	Nutzen	34
3.5.1.1.	Preis- und Informationseffizienz	35
3.5.1.2.	Liquidität und Volatilität	37
3.5.1.3.	Leerverkäufe(r) als Aufdecker von strafbaren Handlungen	38
3.5.2.	Gefahren	41
3.5.2.1.	Gestörte Märkte – insbesondere ungehinderter Kursverfall	41
3.5.2.2.	Marktmanipulation	44
3.5.2.3.	Gefahr des Scheiterns der Abwicklung	45
3.6.	Die Leerverkaufsverordnung (SSR) samt Konkretisierungen	46
3.6.1.	Die Entstehungsgeschichte und die Rechtsgrundlagen der SSR	46
3.6.1.1.	Konkretisierung – Lamfalussy-Verfahren	47
3.6.2.	Anwendungsbereich der SSR	49
3.6.2.1.	Sachlicher Anwendungsbereich	49
3.6.2.2.	Persönlicher Anwendungsbereich	52
3.6.2.3.	Ausnahmen	53
3.6.2.3.1.	Haupthandelsplatzausnahme	53
3.6.2.3.2.	Ausnahmen für Market Making, Primärhändler- Tätigkeiten und Kursstabilisierungsmaßnahmen	54
3.6.2.4.	Zusammenfassung	57
3.6.3.	Transparenzpflichten der SSR	57

3.6.3.1.	Auslöser der Transparenzpflichten	58
3.6.3.2.	Definition Long-Position und Short-Position	59
3.6.3.2.1.	Long-Position	59
3.6.3.2.2.	Short-Position	60
3.6.3.3.	Netto-Leerverkaufsposition – ökonomische Betrachtung	60
3.6.3.4.	Die konkreten Transparenzpflichten nach Art 5 ff SSR	62
3.6.3.4.1.	Meldepflicht	62
3.6.3.4.2.	Offenlegungspflicht	62
3.6.3.5.	Flexibles Element	63
3.6.3.6.	Selbstanzeige?	63
3.6.3.7.	Wie melden bzw offenlegen?	63
3.6.3.8.	Sonderbestimmungen für Investmentfonds und Konzerne	65
3.6.3.9.	Sonstige Zusammenrechnung?	66
3.6.3.10.	Erforderliche Deckung des Leerverkaufs	69
3.6.3.10.1.	Leihe oder alternative Vorkehrung mit gleichem rechtlichem Ergebnis nach Art 12 Abs 1 lit a SSR	70
3.6.3.10.2.	Leihvereinbarung oder vertragsrechtlich oder eigentumsrechtlich unbedingt durchsetzbarer Anspruch nach Art 12 Abs 1 lit b SSR	71
3.6.3.10.3.	Lokalisierungszusage (Locate-Arrangement) eines Dritten gemäß Art 12 Abs 1 lit c SSR	72
3.6.4.	(Ganz) Kurz zur Regulierung von Credit Default Swaps in der SSR	74
3.6.5.	Rechtsfolgen bei SSR-Verstoß	75
3.6.5.1.	Aufsichtsrechtliches Instrumentarium	75
3.6.5.1.1.	Bewertung und Ausblick	76
3.6.5.2.	Zivilrechtliche Rechtsfolgen?	77
3.6.6.	Das ehemalige (Zwangs-)Eindeckungsverfahren nach Art 15 SSR	79
3.6.7.	Befugnisse der zuständigen Behörden und der ESMA	80
3.6.7.1.	Befugnisse der zuständigen Behörde	81
3.6.7.1.1.	Wer ist zuständige Behörde?	81
3.6.7.1.2.	Befugnisse in der Krise	81
3.6.7.1.3.	Befugnisse bei signifikantem Kursverfall	83
3.6.7.1.4.	Rechtsschutz	86
3.6.7.2.	Befugnisse der ESMA	87
3.6.7.2.1.	EuGH-Entscheidung zu den ESMA-Eingriffs- befugnissen aus der SSR	88
3.6.7.2.2.	Rechtsschutz	89

3.7.	Quo vadis europäische Leerverkaufsregulierung?	89
3.7.1.	Ausnahme für Market-Making-Aktivitäten	90
3.7.2.	Circuit Breaker	92
3.7.3.	Transparenzbestimmungen	94
3.7.4.	Zusammenfassender Ausblick	97
3.8.	Rechtsvergleichende Navigation durch die Regulation SHO	99
3.8.1.	Warum die US-amerikanische Regulation SHO im Vergleich?	99
3.8.2.	Vorgeschichte der derzeitigen US-amerikanischen Rechtslage	101
3.8.3.	Regulation SHO	102
3.8.3.1.	Zielsetzung	103
3.8.3.2.	Vier generelle Anforderungen	104
3.8.3.2.1.	Die Definition des short sale in der Regulation SHO ...	105
3.8.3.2.2.	Kennzeichnungspflicht (Marking Requirement) in der Regulation SHO	106
3.8.3.2.3.	Short Sale Price Test Circuit Breaker der Regulation SHO	110
3.8.3.2.4.	Locate Requirement der SHO Regulation	115
3.8.3.2.5.	Close-out Requirement der Regulation SHO	119
3.8.3.2.6.	SHO-Sonderregeln für threshold securities	123
3.8.3.2.7.	Transparenz	125
3.8.4.	Leerverkaufsregulierung außerhalb der Regulation SHO	137
3.8.4.1.	Beschränkungen bei Wertpapieremissionen	137
3.8.4.1.1.	Inhalt der Regelung	138
3.8.4.1.2.	Ausnahmen	138
3.8.4.1.3.	Rule 105 Regulation M in practice	140
3.8.4.1.4.	Rule 105 Regulation M in Europa?	140
3.8.4.2.	Die US-Regulierung in der Krise am Beispiel der Bestimmung der Täuschung bezüglich rechtzeitiger Lieferung	142
3.8.4.2.1.	Regulierungs-(Über-)Eifer?	143
3.8.4.3.	Spezielles Handelsverbot bezüglich Leerverkäufen ..	144
3.8.5.	Short Selling Regulation und Dodd-Frank Act	144
3.8.5.1.	Die Vorschriften im Überblick	145
3.8.5.1.1.	Section 929X (a) Short Sale Disclosure	145
3.8.5.1.2.	Section 929X (b) Short Selling Enforcement	145
3.8.5.1.3.	Section 929X (c) Investor Notification	146
3.8.5.1.4.	Section 417 (a) Commission Study and Report on Short Selling	146

3.8.5.2.	Stand der Implementierung des Dodd-Frank Act bezüglich Leerverkäufen	147
3.8.6.	Zusammenfassende Betrachtung und Ergebnisse SSR vs Regulation SHO	147
3.8.6.1.	Unterschiedliche Normgeber	147
3.8.6.2.	Gleiche Zielsetzung	148
3.8.6.3.	Ähnliche Definition	148
3.8.6.4.	Marking Requirements/flagging durch MiFIR	148
3.8.6.5.	Short Sale Price Test Circuit Breaker als Inspiration für einen verbesserten Circuit Breaker	149
3.8.6.6.	Strengere Deckungspflicht (Locate Requirement) in den USA	149
3.8.6.7.	CSDR als ausreichender Schutz vor Lieferversagen ...	150
3.8.6.8.	Threshold lists als aktuellere Informationsquelle	150
3.8.6.9.	Überlegene Transparenzbestimmungen der SSR mit konkretem Verbesserungsvorschlag	151
3.8.6.10.	Rule 105 Regulation M als Vorschlag für verbesserten Schutz vor Manipulationen in sensibler Phase	151
3.8.6.11.	Augenscheinliches Beispiel für Krisen-Aktionismus der SEC	152
3.8.6.12.	Generelles Leerverkaufsverbot für Insider zum Emittentenschutz vs MAR Managers' Transaction ...	152
3.8.6.13.	Zu erwartende Änderungen bezüglich Leerverkäufen durch Dodd-Frank Act	152
3.9.	Kurzer Exkurs: Regulierung von Leerverkäufen außerhalb der speziellen Leerverkaufsregulierung und der sogleich darzustellenden Marktmissbrauchsregulierung	152

Abschnitt II

4.	Leerverkäufe und Marktmissbrauch, eine Navigation durch die MAR ...	154
4.1.	Rechtsgrundlagen	154
4.2.	Leerverkäufe und Insiderrecht	156
4.2.1.	Tatbestandsmerkmale der Insiderinformation	158
4.2.1.1.	Direkter oder indirekter Emittenten- oder Finanzinstrumentbezug	158
4.2.1.2.	Präzise Information	159
4.2.1.3.	Nicht öffentlich bekannte Information	160
4.2.1.4.	Kursrelevanz	161
4.2.2.	Implikationen für Leerverkäufe	164
4.2.3.	Tathandlung	165
4.2.4.	Insbesondere Leerverkäufe und Transaktionsverbot ...	165
4.2.5.	Nutzung der Insiderinformation	167

4.2.5.1.	Die besondere Wichtigkeit der Nutzung der Insiderinformation bei Leerverkäufen	168
4.2.5.1.1.	Eigentumlage als Insiderinformation? – Lösung durch Art 9 Abs 5 MAR	169
4.2.5.1.2.	Die Wichtigkeit von Art 9 Abs 3 MAR für Leerverkäufe	172
4.2.5.1.3.	Warnung vor Art 9 Abs 6 MAR	172
4.2.5.1.4.	Art 9 Abs 2 lit a, MAR – Schutz für leer verkaufende Market Maker	173
4.2.6.	Insiderinformation und Investoren-Aktivismus – ein Ausblick	173
4.2.7.	Ergebnis	174
4.3.	Kursstabilisierungsmaßnahmen und Leerverkäufe	174
4.3.1.	Zusammenhang SSR/MAR und Hintergründe der Kursstabilisierung	174
4.3.2.	Die Kursstabilisierungsdefinition der MAR	176
4.3.2.1.	Leerverkäufe und ergänzende Kursstabilisierungsmaßnahmen	176
4.3.2.2.	Die Anwendung des Tatbestandsausschlussgrundes für Leerverkäufe	179
4.3.3.	Ergebnis	180
4.4.	Leerverkäufe und Ad-hoc-Publizität	180
4.5.	Leerverkäufe als Managers’ Transactions	181
4.5.1.	Directors’ Dealings/Managers’ Transactions – Grundätze und Rechtsgrundlagen	181
4.5.2.	Sachlicher Anwendungsbereich Art 19 MAR	182
4.5.3.	Persönlicher Anwendungsbereich Art 19 MAR	182
4.5.4.	Meldepflichtige Geschäfte	183
4.5.4.1.	Leerverkäufe und Managers’ Transactions	184
4.5.4.2.	Meldepflicht der Deckung durch eine Wertpapierleihe?	184
4.5.4.3.	Meldung des Eindeckungsgeschäftes?	186
4.5.5.	Wie melden?	187
4.5.6.	Meldeschwelle 5.000 €	187
4.5.7.	„Closed Periods“	188
4.5.8.	Ergebnis	189
4.6.	Leerverkäufe und Marktmanipulation	190
4.6.1.	Zusammenhang Leerverkauf/Marktmanipulation ...	190
4.6.2.	Beurteilung der seit 3.7.2016 gültigen Rechtslage	191
4.6.3.	Systematisierung	192
4.6.3.1.	Handels-/Handlungsgestützte Marktmanipulation ...	193
4.6.3.2.	Informationsgestützte Marktmanipulation	195

4.6.3.3.	Marktmanipulation ohne subjektiven Tatbestand?	197
4.6.4.	Fallgruppen und Abgrenzungen	199
4.6.4.1.	Ungedeckte Leerverkäufe als Marktmanipulation	200
4.6.4.1.1.	Ergebnis	203
4.6.4.2.	Gezielte Kursbeeinflussung durch Leerverkäufe als Marktmanipulation	203
4.6.4.2.1.	Ergebnis	205
4.6.4.3.	Marktmanipulation durch Verletzung von Transparenzpflichten	205
4.6.4.3.1.	Ergebnis	208
4.6.4.4.	Bear raids als Marktmanipulation	208
4.6.4.4.1.	Vorschau und Verweis	209
4.6.4.5.	Der Leerverkäufer als „Opfer“ einer Marktmanipulation	210
4.6.4.5.1.	Ergebnis	210
4.7.	Schwerpunkt „Leerverkaufsattacken“, „Short-Seller- Attacken“, „bear raids“, „trash and cash“	210
4.7.1.	Leerverkaufsattacken in jüngster Zeit	213
4.7.1.1.	Die Fälle Wirecard/Zatarra bzw Wirecard/Southern Investigative Reporting Foundation	213
4.7.1.1.1.	Zatarra	213
4.7.1.1.2.	Southern Investigative Reporting Foundation	214
4.7.1.1.3.	Financial Times und Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger	215
4.7.1.2.	Der Fall Ströer/Muddy Waters	216
4.7.1.3.	Der Fall Aurelius/Gotham	217
4.7.1.4.	Der Fall thyssenkrupp/Bucephalus	218
4.7.1.5.	Der Fall ProSiebenSat.1/Viceroy	221
4.7.2.	Das Phänomen Leerverkaufsattacke = Short-Seller-Attacke/investor activism/bear raids/trash and cash/Schmierenkampagne: Abgrenzungen	222
4.7.2.1.	Shareholder Activism	222
4.7.2.2.	Übernahme-Aktivismus	225
4.7.2.3.	Aktivismus im Rahmen des BörseG-2018-Delisting	225
4.7.2.4.	Aktives Auftreten in Hauptversammlungen	226
4.7.2.5.	Mischformen – „Janusköpfige Investment- strategien“	228
4.7.2.6.	Gemeinwohl-Aktivismus	229
4.7.2.7.	Distressed-Debt-Erwerb	229
4.7.2.8.	Ergebnis	230
4.7.3.	Problemstellung bei Leerverkaufsattacken	231

4.7.4.	Differenzierte Betrachtungsweise	231
4.7.5.	Der Rechtsrahmen für Leerverkaufsattaken	234
4.7.5.1.	Leerverkaufsattaken – die Pflichten nach der SSR	234
4.7.5.2.	Leerverkaufsattake und Insiderhandel	235
4.7.5.2.1.	Kein Insiderhandel aufgrund öffentlich bekannter (Insider-)Information?	236
4.7.5.2.2.	Mögliche Anknüpfungspunkte für Insiderinformationen und Insiderhandel	239
4.7.5.3.	Leerverkaufsattaken und Marktmanipulation	248
4.7.5.3.1.	Ausnutzung eines Zugangs zu den traditionellen oder elektronischen Medien durch Abgabe einer Stellungnahme zu einem Finanzinstrument (Art 12 Abs 2 lit d MAR)	249
4.7.5.3.2.	Informationsgestützte Marktmanipulation nach Art 12 Abs 1 lit c MAR	256
4.7.5.3.3.	Verschweigen offenlegungspflichtiger Informationen gemäß Art 12 Abs 1 lit a i MAR	264
4.7.5.4.	Anlageempfehlung bei Leerverkaufsattaken	267
4.7.5.4.1.	Ergebnis	271
4.7.5.5.	Tätigkeitsanzeige bezüglich Anlageempfehlungen ...	271
4.7.5.6.	Leerverkaufsattake und Informationspflichten nach E-Commerce-Gesetz/TMG	272
4.7.5.7.	Leerverkaufsattake als Betrug gemäß § 146 StGB?	272
4.7.5.7.1.	Ergebnis	274
4.7.5.8.	Elemente der Leerverkaufsattake als Verleumdung gemäß § 297 StGB?	274
4.7.5.9.	Aufsichtsbehördliche Möglichkeiten bei Leerverkaufsattaken	275
4.7.5.9.1.	Befugnisse der Aufsicht – Art 18 bis 21 SSR	277
4.7.5.9.2.	Befugnisse der Aufsicht – Art 23 SSR	278
4.7.5.9.3.	Aussetzung nach anderen Gesetzen	282
4.7.5.9.4.	Sonstige Handlungsweisen der Aufsichtsbehörden .	285
4.7.5.10.	Schadenersatz bei Leerverkaufsattaken	287
4.7.5.10.1.	Mögliche Anspruchsgrundlagen geschädigter Aktionäre	288
4.7.5.10.2.	Mögliche Anspruchsgrundlagen des (Ziel-)Emittenten	303
4.7.6.	Außerrechtliche Maßnahmen	307
4.7.6.1.	Empfehlungen für Emittenten	307
4.7.6.2.	Welche Emittenten sind besonders gefährdet?	307
4.7.6.3.	Möglicher Schutz vor Leerverkaufsattaken	309
4.7.6.4.	Abwehr des Angriffs durch Emittenten	311

4.7.6.5.	Empfehlungen für Aktionäre	314
4.7.7.	Neuere Entwicklungen bei Leerverkaufsattacken (Leerverkaufsattacken 2.0?) – wiederum ein Blick in die USA	316
5.	Zusammenfassende Thesen	318
5.1.	Abschnitt I	318
5.2.	Abschnitt II	321
	Stichwortverzeichnis	325