

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	37
<b>A. Leerverkäufe</b> .....	41
I. Begriffsbestimmungen und Rechtsnatur .....	41
1. Deckungsgeschäft .....	43
a) Ökonomische Betrachtung .....	45
b) Juristische Betrachtung .....	45
c) Interdisziplinäre Betrachtung .....	46
2. Leerverkauf .....	48
a) Ökonomische Betrachtung .....	48
b) Juristische Betrachtung .....	49
c) Interdisziplinäre Betrachtung .....	50
3. Eideckungsgeschäft .....	51
a) Ökonomische Betrachtung .....	52
b) Juristische Betrachtung .....	52
c) Interdisziplinäre Betrachtung .....	53
4. Zwischenergebnis .....	53
II. Einsatzgebiete von Leerverkäufen – Chancen und Risiken .....	54
1. Spekulation .....	54
a) Chancen .....	56
b) Risiken .....	56
aa) Unbegrenztes Verlustrisiko .....	57
bb) Wertpapierleihe als Deckungsgeschäft .....	58
cc) Gesetzliche Rahmenbedingungen .....	59
dd) Sonstige Risiken .....	59
c) Zwischenergebnis .....	60
2. Arbitrage .....	60
3. Hedging und Kursstabilisierungsmaßnahmen .....	61
a) Hedging .....	61
b) Kursstabilisierungsmaßnahmen .....	62
4. Sekundärmarktliquidität .....	63
5. Weitere Einsatzgebiete von Leerverkäufen .....	64
6. Zwischenergebnis .....	65

<b>III. Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Aktienmärkte .....</b>	<b>65</b>
1. Liquidität .....	65
2. Kapitalmarkteffizienz .....	66
a) Theoretische Vorüberlegungen .....	67
aa) Leerverkäufe als Korrekturmechanismus .....	67
bb) Leerverkäufe und Bewertungsblasen .....	68
cc) Leerverkäufe und die Gefahr einer Unterbewertung .....	68
dd) Leerverkäufe als Nullsummenspiel .....	69
ee) Zwischenergebnis .....	70
b) Empirische Befunde .....	71
3. Volatilität .....	71
4. Zwischenergebnis .....	72
<b>IV. Ökonomische Bewertung von Leerverkäufen .....</b>	<b>73</b>
1. Funktionsschutz .....	74
a) Institutionelle Funktionsfähigkeit .....	76
b) Operationale Funktionsfähigkeit .....	76
c) Allokative Funktionsfähigkeit .....	77
2. Anlegerschutz .....	78
3. Finanzmarktstabilität .....	80
a) Fehlende Definition .....	81
b) Lösungsvorschlag .....	81
c) Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Finanzmarktstabilität .....	82
aa) Abwärtsspirale .....	83
bb) Eigentliche Ursache der Abwärtsspirale .....	84
cc) Leerverkäufe und Marktmacht .....	85
dd) Schlussfolgerung .....	86
4. Zwischenergebnis .....	87
<b>V. Konklusion .....</b>	<b>88</b>
 <b>B. Short-Attacken .....</b>	 <b>90</b>
 I. Begriffsdefinition .....	 90
1. Einengende Definition der BaFin .....	91
2. Unterschiedliche Arten von Short-Attacken .....	92
3. Definition .....	92
4. Abgrenzung zum Begriff der Leerverkaufsattacken .....	93
5. Short-Attacken als Form des Investor Activism .....	94
 II. Short-Attacken in der Praxis .....	 95
1. Enron .....	97

2. Herbalife .....	98
a) Vorwürfe von Pershing Square Capital Management .....	98
b) Reaktion von Herbalife .....	100
c) Verhalten von anderen Investoren .....	101
d) Auswirkungen der Short-Attacke .....	102
3. Wirecard .....	104
a) 2008 .....	105
aa) Reaktion von Wirecard .....	106
bb) Auswirkungen der Short-Attacke .....	106
cc) Strafverfahren .....	107
b) 2016 .....	107
aa) Vorwürfe von Zatarra Research & Investigations .....	108
bb) Auswirkungen der Short-Attacke .....	109
cc) Strafverfahren .....	110
c) 2019 .....	110
aa) Berichterstattung der Financial Times Anfang 2019 .....	111
bb) Auswirkungen der Berichterstattung Anfang 2019 .....	112
cc) Leerverkaufsverbot durch die BaFin am 18.02.2019 .....	112
dd) Veröffentlichung der Ergebnisse der externen Untersuchung am 26.03.2019 .....	113
ee) Die Rolle der Financial Times und der Hedgefonds .....	114
(1) Die Rolle der Financial Times .....	114
(2) Die Rolle der Hedgefonds .....	115
ff) Berichterstattung der Financial Times Ende 2019 .....	117
gg) Veröffentlichung des Sondergutachtens am 28.04.2020 .....	117
hh) Die Insolvenz der Wirecard AG .....	118
4. Ströer .....	119
a) Vorwürfe von Muddy Waters Capital .....	120
b) Reaktion von Ströer .....	120
c) Auswirkungen der Short-Attacke .....	121
5. Aurelius .....	121
a) Short-Attacke durch Gotham City .....	122
b) Short-Attacke durch Ontake Research .....	123
6. Steinhoff .....	124
a) Vorwürfe von Viceroy .....	124
b) Auswirkungen der Short-Attacke .....	125
7. ProSiebenSat.1 Media .....	126
a) Reaktion von ProSiebenSat.1 Media .....	127
b) Auswirkungen der Short-Attacke .....	128

8.	Grenke .....	128
a)	Reaktion von Grenke .....	129
b)	Auswirkungen der Short-Attacke .....	130
9.	Adler Group .....	132
a)	2021 .....	133
b)	2022 .....	134
10.	Zwischenergebnis .....	136
III.	Faktoren für eine erfolgreiche Short-Attacke .....	138
1.	Zielunternehmen .....	141
a)	Geschäftsmodell .....	141
b)	Reputation .....	142
c)	Compliance und Corporate Governance .....	143
d)	Kursentwicklung .....	143
e)	Marktkapitalisierung und Aktionärsstruktur .....	145
aa)	Marktkapitalisierung .....	146
bb)	Aktionärsstruktur .....	146
cc)	Zwischenergebnis .....	147
f)	Zwischenergebnis .....	147
2.	Initiator einer Short-Attacke .....	148
a)	Reputation .....	148
b)	Informationsbeschaffung .....	149
c)	Informationsgestaltung und -verbreitung .....	150
d)	Veröffentlichungszeitpunkt .....	151
e)	Zwischenergebnis .....	152
3.	Rolle der Medien sowie der Banken und Börsen .....	152
a)	Medien .....	153
b)	Banken .....	154
c)	Börsen .....	155
d)	Zwischenergebnis .....	155
4.	Behavioral Finance .....	155
a)	Informationswahrnehmung und -verarbeitung .....	156
aa)	Verfügbarkeitsheuristik .....	156
bb)	Anwendung auf Short-Attacken .....	157
b)	Ambiguitätsaversion .....	159
c)	Herdenverhalten .....	160
aa)	Leerverkäufe und Herdenverhalten .....	161
bb)	Short-Attacken und Herdenverhalten .....	162
(1)	Informationsasymmetrie durch Informationsveröffentlichung .....	162
(2)	Opportunistisches Herdenverhalten .....	163
(3)	Schlussfolgerung .....	163

d) Selbsterfüllende Prophezeiung .....	164
aa) Operatives Geschäft der Zielgesellschaft .....	164
bb) Aktienkurs .....	165
(1) Beschränkte Dauer der konkreten Verkaufsmöglichkeit .....	166
(2) Verstärkung der Verkaufspanik durch Stop-Loss-Order .....	166
(3) Absicherung durch Put-Optionen .....	167
(4) Schlussfolgerung .....	167
e) Zwischenergebnis .....	168
5. Globalisierung und Digitalisierung .....	169
a) Globalisierung .....	169
b) Digitalisierung .....	170
c) Zwischenergebnis .....	171
6. Zwischenergebnis .....	171
IV. Rechtliche Rahmenbedingungen .....	172
1. Leerverkaufsverordnung .....	174
a) Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe gem. Art. 12 LVVO .....	176
aa) Leerverkäufe und Short-Attacken .....	176
bb) Derivate und Short-Attacken .....	177
cc) Exkurs: Leerverkauf von Unternehmensanleihen, Kreditderivate und Volatilitätsprodukte .....	178
(1) Kreditderivate und Leerverkauf von Unternehmensanleihen ..	178
(2) Volatilitätsprodukte .....	179
(3) Schlussfolgerung .....	180
dd) Zwischenergebnis .....	180
b) Transparenzpflichten gem. Art. 5 ff. LVVO .....	180
aa) Auswirkungen auf Short-Attacken .....	181
(1) Copycat Investing .....	182
(2) Regulatorische Maßnahmen, Vertrauensentzug und weitere Risiken .....	183
bb) Bisherige Praxis .....	184
2. Marktmisbrauchsverordnung .....	185
a) Weitergabe oder Verbreitung von Informationen in den Medien gem. Art. 21 MMVO .....	185
b) Anforderungen an Anlageempfehlungen gem. Art. 20 MMVO .....	186
aa) Anwendungsbereich .....	187
(1) Sachlicher Anwendungsbereich .....	188
(2) Persönlicher Anwendungsbereich .....	189
(3) Zwischenergebnis .....	190

bb) Rechtsfolgen .....	191
(1) Offenlegungspflichten .....	191
(a) Identitätsangaben .....	191
(b) Offenlegung von Interessenkonflikten .....	193
(aa) Positionsbezogene Offenlegungspflichten .....	193
(α) Umfang der Position .....	193
(β) Beabsichtigte Schließung der Position .....	194
(γ) Zeitpunkt und Umfang der beabsichtigten Positionsschließung .....	195
(δ) Separate Mitteilung nach Schließung der Position .....	195
(bb) Zusammenarbeit mit anderen Personen .....	196
(2) Objektive Darstellung .....	196
(3) Anhörungspflicht .....	197
(a) Einwände der Literatur .....	198
(b) Fehlende Vergleichbarkeit von Verdachtsberichterstattung und -kündigung .....	198
cc) Zwischenergebnis .....	199
c) Verbot der Marktmanipulation nach Art. 15 in Verbindung mit Art. 12 MMVO .....	200
aa) Systematik .....	200
bb) Handels-, handlungs- und informationsgestützte Marktmanipulation .....	201
cc) Anknüpfungspunkte für eine Marktmanipulation .....	202
(1) Leerverkauf .....	203
(2) Nichtveröffentlichung von veröffentlichtungspflichtigen Informationen .....	203
(3) Verbreitung von negativen Informationen beziehungsweise Eingriff in das operative Geschäft eines Emittenten .....	204
dd) Informationsbasierte Short-Attacken .....	205
(1) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. a) MMVO .....	205
(2) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 2 lit. d) MMVO .....	207
(a) Vorbemerkungen .....	208
(b) Ausnutzung eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu den traditionellen oder elektronischen Medien durch die Abgabe einer Stellungnahme zu einem Finanzinstrument .....	209
(aa) Gelegentlicher oder regelmäßiger Zugang zu den traditionellen oder elektronischen Medien .....	209
(bb) Ausnutzung durch Abgabe einer Stellungnahme .....	209
(c) Vorheriges Eingehen einer Position .....	210
(d) Ordnungsgemäße und wirksame Mitteilung des Interessenkonflikts .....	212
(e) Wertungen des Art. 20 MMVO .....	213

(f) Nutzenziehung .....	214
(g) Zwischenergebnis .....	215
(3) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. b) MMVO .....	215
(a) Tathandlung .....	215
(b) Vorspiegelung falscher Tatsachen oder Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung .....	216
(aa) Negativ informationsbasierte Short-Attacken .....	216
(bb) Positiv informationsbasierte Short-Attacken .....	217
(c) Kursbeeinflussung oder Eignung zu dieser .....	218
(d) Zwischenergebnis .....	219
(4) Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. c) MMVO .....	220
(a) Tathandlung .....	220
(b) Signalwirkung der Informationen .....	221
(c) Falsche oder irreführende Informationen .....	222
(aa) Negativ informationsbasierte Short-Attacken .....	222
(bb) Positiv informationsbasierte Short-Attacken .....	222
(a) Unvertretbare Werturteile und Prognosen .....	223
(b) Irreführung .....	225
(g) Zwischenergebnis .....	226
(d) Subjektives Element .....	227
(e) Zwischenergebnis .....	227
ee) Operative Short-Attacken .....	227
ff) Zwischenergebnis und Konkurrenzen .....	229
d) Verbot von Insiderhandel gem. Art. 14 lit. a) MMVO .....	230
aa) Informationsbasierte Short-Attacken .....	232
(1) Insiderinformation .....	233
(a) Information .....	233
(aa) Negative Informationen .....	234
(bb) Kenntnis der Analyse .....	235
(cc) Veröffentlichungsabsicht .....	235
(dd) Zwischenergebnis .....	236
(b) Nicht öffentlich bekannt .....	237
(c) Präzise Informationen .....	238
(aa) Existenz oder Eintrittswahrscheinlichkeit .....	238
(bb) Kursspezifität .....	239
(cc) Zwischenergebnis .....	239
(d) Emittenten- oder Finanzinstrument-Bezug .....	240
(e) Kurserheblichkeit .....	241
(aa) Positiv informationsbasierte Short-Attacken .....	242

(bb) Negativ informationsbasierte Short-Attacken .....	243
(a) Der verständige Anleger im Gesamtgefüge des Kapitalmarkts .....	243
(β) Voraussetzungen .....	245
(cc) Zwischenergebnis .....	246
(f) Bereichsausnahme gem. ErwG 28 MMVO .....	247
(aa) Anwendungsbereich .....	248
(a) Öffentlich verfügbare Angaben als unabhängiger Begriff .....	248
(β) Anwendung auf Short-Attacken .....	250
(bb) Rückausnahme .....	251
(a) Marktkommentator oder Institution .....	251
(β) Preisbeeinflussungsmöglichkeit .....	252
(y) Veröffentlichung oder Verbreitung .....	253
(δ) Einschränkende Auslegung .....	254
(cc) Zwischenergebnis .....	256
(g) Zwischenergebnis .....	256
(2) Ausnutzen .....	257
(a) Fehlende Kausalität .....	258
(b) Zwischenergebnis .....	259
(3) Zwischenergebnis .....	260
(bb) Operative Short-Attacken .....	260
(cc) Zwischenergebnis .....	262
3. Zwischenergebnis .....	263
V. Auswirkungen von Short-Attacken auf die Aktie .....	264
1. Liquidität .....	265
2. Kapitalmarkteffizienz .....	266
a) Informationsbasierte Short-Attacken .....	267
b) Operative Short-Attacken .....	268
c) Zwischenergebnis .....	268
3. Volatilität .....	269
a) Veröffentlichung von unbekannten firmenbezogenen Informationen ..	269
b) Auswirkungen von Short-Attacken auf den Aktienkurs .....	269
c) Zwischenergebnis .....	270
4. Zwischenergebnis .....	270
VI. Ökonomische Bewertung von Short-Attacken .....	271
1. Funktionsfähigkeit .....	271
a) Institutionelle und operationale Funktionsfähigkeit .....	271

b) Allokative Funktionsfähigkeit .....	272
aa) Vertrauen in den Kapitalmarkt .....	272
(1) Negativ informationsbasierte Short-Attacken .....	273
(2) Positiv informationsbasierte Short-Attacken .....	273
(3) Schlussfolgerung .....	273
bb) Allokationseffizienz .....	274
cc) Zwischenergebnis .....	275
2. Anlegerschutz .....	275
a) Positive Auswirkungen auf den Anlegerschutz .....	275
b) Negative Auswirkungen auf den Anlegerschutz .....	276
c) Zwischenergebnis .....	277
3. Finanzmarktstabilität .....	277
4. Zwischenergebnis .....	278
a) Informationsbasierte Short-Attacken .....	278
b) Operative Short-Attacken .....	279
c) Zwischenergebnis .....	279
d) Auswirkungen auf die Realwirtschaft .....	280
VII. Rechtspolitische Würdigung .....	280
1. Rechtspolitische Grundlagen .....	281
2. Anreizmechanismen .....	282
a) Finanzinstrumente als anreizauslösende Konstruktion .....	283
b) Abwägung .....	284
c) Zwischenergebnis .....	285
3. Ungleichverteilung von Verlusten und Mindestmaß an Objektivität .....	285
4. Weitere Anforderungen an Short-Attacken .....	287
a) Negativ informationsbasierte Short-Attacken .....	288
b) Operative Short-Attacken .....	288
c) Positiv informationsbasierte Short-Attacken .....	289
d) Zwischenergebnis .....	289
5. Zwischenergebnis .....	290
VIII. Schlussfolgerung .....	291
 <b>C. Unbefriedigender Rechtszustand .....</b>	 293
I. Praxistaugliche Verhaltensweisen von Aktionären und der Zielgesellschaft ..	294
1. Aktionäre .....	295
a) Theorie und Praxis .....	296
b) Stop-Loss-Order .....	296

2.	Zielgesellschaft .....	297
a)	Ex ante Maßnahmen .....	297
aa)	Corporate Governance und Compliance .....	298
bb)	Umgang mit unternehmensinternem Fehlverhalten .....	299
cc)	Marktbeobachtung .....	299
b)	Ex post Maßnahmen .....	300
aa)	Abgabe einer Stellungnahme .....	301
(1)	Ignoranz der Short-Attacke .....	301
(2)	Anforderungen an eine Stellungnahme .....	302
bb)	Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern .....	303
cc)	Maßnahmen im Hinblick auf die Initiatoren einer Short-Attacke .....	304
dd)	Weitere vertrauensschaffende Maßnahmen .....	305
(1)	Gute operative Ergebnisse .....	305
(2)	Beauftragung eines unabhängigen Sonderprüfers, Geltendma- chung von rechtlichen Ansprüchen und Einschaltung der Auf- sichts- sowie Strafverfolgungsbehörden .....	306
(3)	Ankerinvestor .....	306
(4)	Director's Dealings und Aktienrückkaufprogramm .....	307
(5)	Erhöhung der Dividende .....	307
(6)	Auswirkungen .....	308
ee)	Zwischenergebnis .....	310
3.	Evaluation und Praxisbeispiel GameStop .....	311
II.	Zivilrechtlich .....	314
1.	Aktionäre .....	315
a)	§ 823 Abs. 2 BGB .....	316
aa)	Nationale Betrachtungsweise und alte Rechtslage .....	317
bb)	Europäische Betrachtungsweise und neue Rechtslage .....	318
b)	§ 826 BGB .....	320
aa)	Sittenwidrigkeit .....	320
(1)	Positive Kursgestaltung durch eine falsche Ad-hoc-Meldung ..	321
(2)	Anwendung auf Short-Attacken .....	322
bb)	Vorsatz .....	323
cc)	Zwischenergebnis .....	324
c)	Zwischenergebnis und sonstige Schadensersatzansprüche .....	325
2.	Zielgesellschaft .....	325
a)	Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht .....	326
aa)	Mitgliedschaftliche Treuepflicht .....	327
bb)	Vorvertragliche Treuepflicht .....	328
(1)	Anwendungsbereich einer möglichen vorvertraglichen Treue- pflicht .....	328

(2) Short-Attacken als Ausnahmefall .....	329
(3) Zwischenergebnis .....	329
b) § 823 Abs. 1 BGB .....	330
aa) Vorbemerkungen .....	330
bb) Recht am Unternehmen .....	331
cc) Anwendungsbereich .....	332
dd) Betriebsbezogener Eingriff .....	332
ee) Rechtswidrigkeit des Eingriffs .....	333
(1) Short-Attacken als rechtmäßiger Eingriff .....	334
(2) Ausnahmefälle .....	335
ff) Zwischenergebnis .....	336
c) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit §§ 185 ff. StGB .....	337
aa) §§ 185, 186, 187 Var. 1, 2 StGB .....	337
bb) § 187 Var. 3 StGB .....	338
cc) Zwischenergebnis .....	339
d) § 824 BGB .....	339
aa) Vorbemerkungen .....	340
bb) Tatsachenbehauptung .....	340
cc) Unwahre Tatsachen .....	342
(1) Einseitige Darstellung .....	342
(2) Übertriebene Darstellung .....	343
(3) Ungenaue Darstellung .....	343
(4) Zwischenergebnis .....	344
dd) Behaupten oder Verbreiten einer geeigneten unwahren Tatsache ..	344
ee) Unmittelbare Beziehung, Rechtswidrigkeit und Schuld .....	345
ff) Zwischenergebnis .....	345
e) Zwischenergebnis und sonstige Schadensersatzansprüche .....	346
3. Evaluation .....	347
a) Tatbestandsprobleme .....	347
b) Durchsetzungsprobleme .....	348
c) Bisherige Praxis .....	348
d) Zwischenergebnis .....	349
e) Schlussfolgerung .....	349
4. Ökonomische Analyse des Zivilrechts .....	350
a) Schadensersatzanspruch .....	351
aa) Short-Attacken als Kontrollinstanz .....	352
(1) Reaktion der Kapitalmarktteilnehmer .....	354
(2) Reputation .....	354
(3) Schadensersatzanspruch bei negativ informationsbasierten Short-Attacken .....	355

bb) Auswirkungen auf die Geschädigten .....	356
(1) Asymmetrische Anreizstruktur .....	357
(2) Cheapest cost avoider .....	357
cc) Bestätigung durch die Praxis .....	358
dd) Zwischenergebnis und Ausblick .....	358
b) Prozessuale .....	359
aa) Streu- und Massenschäden .....	360
(1) Ursachen des rationalen Desinteresses bei Short-Attacken .....	360
(2) Exkurs: Emittenten mit wenig Streubesitz .....	361
bb) Schlussfolgerung .....	361
(1) Abkehr von der Naturalrestitution .....	362
(2) Kostenminimierung .....	363
(a) Kollektive Rechtsdurchsetzung .....	363
(b) Beweiserleichterungen .....	364
(aa) Wahrheitsgehalt der Informationen als Anknüpfungspunkt .....	364
(bb) Kausalität und Schaden als Anknüpfungspunkte .....	365
(cc) Zwischenergebnis .....	365
(3) Zwischenergebnis .....	365
c) Zwischenergebnis .....	366
5. Juristische Umsetzung .....	366
a) Schadensersatzansprüche .....	367
aa) Deliktsrecht .....	367
bb) Spezialgesetzlicher Haftungstatbestand .....	368
(1) Kohärenz .....	368
(2) Beweiserleichterungen .....	369
(a) Erfordernis von Beweiserleichterungen .....	369
(b) Umsetzung .....	369
(3) Schlussfolgerung .....	370
b) Kollektive Rechtsdurchsetzung .....	371
c) Zwischenergebnis .....	373
III. Öffentlich-rechtlich .....	373
1. Aufsichtsrechtliche Maßnahmen .....	374
a) Warnung gem. § 6 Abs. 2 S. 3, Abs. 9 WpHG .....	374
aa) Anwendungsbereich .....	374
bb) Bisherige Praxis .....	375
b) Volatilitätsunterbrechung und Handelsaussetzung .....	376
c) Beschränkungen von Leerverkäufen .....	376
aa) Eintritt ungünstiger Ereignisse oder Entwicklungen .....	377
(1) Art. 24 Abs. 1 DelegierteVO (EU) 918/2012 .....	378

(2) Art. 24 Abs. 1 DelegierteVO (EU) 918/2012 als nicht abschließende Regelung .....	379
(3) Ernstzunehmende Bedrohung für das Marktvertrauen .....	380
(a) Störung der formalen Rahmenbedingungen .....	380
(b) Erheblichkeit .....	381
(c) Zwischenergebnis .....	382
(4) Anwendung auf Short-Attacken .....	382
(5) Zwischenergebnis .....	383
bb) Signifikanter Kursverlust .....	383
(1) Tatbestandsmerkmale .....	384
(2) Anwendung auf Short-Attacken .....	385
2. Repressive Maßnahmen .....	386
a) Leerverkaufsverordnung .....	387
b) Marktmisbrauchsverordnung .....	387
aa) Art. 20 MMVO .....	387
bb) Art. 12 und 14 lit. a) MMVO .....	388
cc) Gesellschaften als Initiatoren von Short-Attacken .....	389
3. Naming and Shaming gem. § 125 Abs. 1 S. 1 WpHG .....	390
4. Evaluation .....	390
a) Aufsichtsrechtliche Maßnahmen .....	391
aa) Begrenzte Wirksamkeit .....	391
(1) Kurzfristige Auswirkungen .....	392
(2) Längerfristige Auswirkungen .....	392
(3) Zwischenergebnis .....	393
bb) Umgehungsmöglichkeiten .....	393
(1) Handelsaussetzung .....	393
(2) Beschränkung von Leerverkäufen gem. Art. 23 LVVO .....	394
cc) Weitere Problemfelder .....	394
dd) Zwischenergebnis .....	395
b) Anlageempfehlungen gem. Art. 20 MMVO .....	396
aa) Identitätsangaben .....	396
bb) Umgehungsmöglichkeiten .....	396
c) Repressive Maßnahmen .....	397
aa) Komplexität des Kapitalmarktrechts .....	398
bb) Praxisuntauglichkeit der Marktmisbrauchsverordnung .....	399
cc) Auslandsbezug und digitale Durchführung .....	400
dd) Zwischenschaltung von Gesellschaften .....	401
d) Naming and Shaming und öffentliche Warnung .....	401
e) Zwischenergebnis .....	402
f) Schlussfolgerung .....	402

5.	Ökonomische Analyse des öffentlichen Rechts .....	403
a)	Präventive Maßnahmen .....	403
aa)	Ausweichverhalten .....	404
(1)	Short-Position als Anknüpfungspunkt .....	404
(2)	Zentralisierung der Befugnisse .....	404
bb)	Praxistaugliche Normen .....	405
cc)	Automatisierung von Vorgängen .....	405
(1)	Vorteile .....	405
(2)	Nachteile .....	406
(3)	Anwendung auf Short-Attacken .....	406
dd)	Einbeziehung der Zielgesellschaft .....	406
(1)	Bisherige Vorschläge .....	406
(2)	Kritik .....	407
ee)	Ordnungsgemäße Preisfindung .....	408
(1)	Unbeeinflusste Preisfindung durch die Kapitalmarktteilnehmer .....	409
(a)	Objektivität und Transparenz .....	409
(b)	Sensibilisierung für Short-Attacken .....	410
(c)	Zwischenergebnis .....	410
(2)	Ausblick .....	410
b)	Repressive Maßnahmen .....	411
aa)	Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden .....	412
(1)	Organisatorisches und finanziell-personelles Manko .....	412
(2)	Fehlende Aufmerksamkeit .....	413
bb)	Der Initiator einer Short-Attacke als Straftäter .....	414
(1)	Entdeckungswahrscheinlichkeit und Strafhöhe .....	415
(2)	Verurteilungswahrscheinlichkeit .....	415
cc)	Zwischenergebnis .....	416
c)	Zwischenergebnis .....	417
6.	Juristische Umsetzung .....	417
a)	Grundsatz der Verhältnismäßigkeit .....	418
b)	Gesetzgebungskompetenz .....	418
c)	Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden .....	419
d)	Automatisierung und Zentralisierung .....	420
aa)	Automatisierung .....	420
bb)	Zentralisierung .....	421
e)	Ordnungsgemäße Preisfindung .....	421
aa)	Öffentliche Warnung und Schwarze Liste .....	422
bb)	Angemessenheitsprüfung gem. § 63 Abs. 10 WpHG .....	422
cc)	Naming and Shaming gem. § 125 Abs. 1 S. 1 WpHG .....	423
f)	Zwischenergebnis .....	423

IV. Zwischenkonklusion .....	424
V. Schlussfolgerung .....	425
1. Juristische Umsetzung .....	426
a) Zivilrechtlich .....	426
b) Öffentlich-rechtlich .....	426
2. Begrenzte Effektivität der vorgeschlagenen Regelungen bei Short-Attacken	427
3. Weitergehender Regulierungsbedarf .....	428
4. Anforderungen an eine Regulierung .....	429
VI. Temporäres Handelsverbot und Handelsbeschränkung .....	429
1. Charakteristik von temporärem Handelsverbot und Handelsbeschränkung	430
2. Ökonomische Rahmenbedingungen .....	431
a) Gefahr einer Unterbewertung .....	431
b) Gefahr einer relativen Überbewertung bei positiv informationsbasierten Short-Attacken .....	432
c) Schlussfolgerung .....	433
aa) Anforderungen .....	433
bb) Verbleibende Gefahr einer Überbewertung .....	433
cc) Zwischenergebnis .....	434
3. Temporäres Handelsverbot .....	434
a) Rechtfertigung des temporären Handelsverbotes anhand eines Praxis- beispiels .....	435
b) Kritik .....	436
aa) Zeitspanne .....	436
bb) Gefahr eines Short-Squeeze .....	437
cc) Derivate .....	438
(1) Laufzeit .....	438
(2) Abwicklung .....	439
(3) Zwischenergebnis .....	439
dd) Zwischenergebnis .....	439
4. Handelsbeschränkung .....	440
a) Rechtfertigung der Handelsbeschränkung anhand eines Praxisbeispiels	440
b) Kritik .....	441
aa) Zeitspanne .....	441
bb) Gefahr einer Überbewertung .....	442
cc) Zwischenergebnis .....	442
5. Handelsbeschränkung als Ausnahme vom temporären Handelsverbot .....	442
a) Vorteile eines temporären Handelsverbotes .....	442
b) Vorteile einer Handelsbeschränkung .....	443
c) Zwischenergebnis .....	443

6. Rechtliche Ausgestaltung .....	444
a) Gesetzgebungskompetenz .....	444
b) Temporäres Handelsverbot als Grundrechtseingriff .....	445
c) Art. 20 MMVO als Anknüpfungspunkt .....	445
d) Zeitspanne .....	446
e) Fehlertoleranz .....	447
f) Netto-Leerverkaufsposition als Short-Position .....	448
g) Rechtsfolgen .....	448
aa) Orientierungshilfen .....	449
bb) Schlussfolgerung .....	449
cc) Ausblick .....	450
7. Kontrolle .....	450
a) Leerverkaufsverordnung .....	451
b) MiFIR .....	451
c) Wertpapierhandelsgesetz .....	452
d) Verpflichtende Offenlegung der Positionsschließung .....	452
8. Formulierungsvorschlag .....	453
VII. Fazit .....	453
 <b>D. Zusammenfassung</b> .....	457
I. Leerverkäufe .....	457
II. Arten von Short-Attacken .....	457
III. Short-Attacken in der Praxis .....	458
1. Zielunternehmen .....	458
2. Initiatoren von Short-Attacken .....	458
3. Informationsverbreitung, -wahrnehmung und -verarbeitung .....	459
IV. Ökonomische Bewertung von Short-Attacken .....	459
V. Rechtspolitische Würdigung .....	460
VI. Beurteilung der Rechtslage de lege lata .....	460
VII. Optimierung der bestehenden Vorschriften und temporäres Handelsverbot ..	461
VIII. Praktische Umsetzung .....	462
 <b>Literaturverzeichnis</b> .....	463
 <b>Sachwortverzeichnis</b> .....	533