16. April 2021

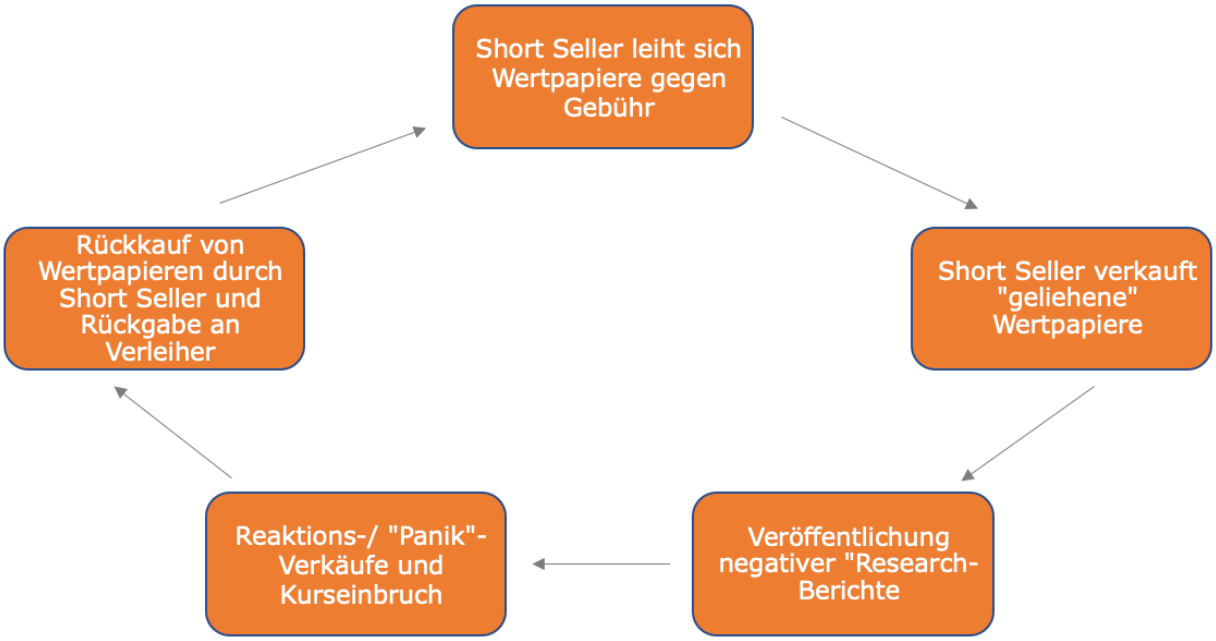
Leerverkaufsattacken – Hintergründe und Prävention

Leerverkäufe und damit zusammenhängende Handelsstrategien gehören inzwischen zum Alltag an den internationalen Finanzmärkten. Tesla ist ein besonders beliebtes Ziel und vor Kurzem hat es auch die US-amerikanische Einzelhandelskette GameStop getroffen.

Auch deutsche börsennotierte Unternehmen sehen sich seit einigen Jahren zunehmend der Gefahr sog. Leerverkaufsattacken ausgesetzt. So waren in jüngster Vergangenheit etwa Unternehmen wie Wirecard, Grenke, Aurelius und Ströer im Visier von Short Sel-lern. In diesem Beitrag beleuchten wir die Hintergründe von Leerverkaufsattacken und zeigen Verteidigungsstrategien für Emittenten auf.

1. VORGEHENSWEISE BEI STRATEGISCHEN LEERVERKAUFSATTACKEN

Bei gezielten Leerverkaufsattacken decken sich *Short Seller* (wie zum Beispiel *Gotham City Research LLC*) mit Leerverkaufspositionen an zuvor nach bestimmten Kriterien ausgewählten Unternehmen ein. Anschließend veröffentlichen sie Finanzanalysen (sog. *Research*-Berichte), um die Bewertung oder das Geschäftsmodell dieser Unternehmen infrage zu stellen. Dabei wird in der Regel ausdrücklich oder implizit behauptet, die Aktien des betroffenen Unternehmens seien überbewertet.



In der Folge kommt es regelmäßig zu – mehr oder weniger nachhaltigen – Kursverlusten bei dem betroffenen Unternehmen. Die *Short Seller* nutzen den Abwärtstrend, um die von ihnen zuvor leer verkauften Aktien zu einem niedrigeren Preis zurück zu erwerben und streichen – wenn der Plan aufgeht – auf diese Weise Spekulationsgewinne ein (sog. "*Short and Distort*"). Für die betroffenen Emittenten und dessen Stakeholder kann die Leerverkaufsattacke schwerwiegende wirtschaftliche Folgen haben.

Die mit Leerverkaufsattacken zusammenhängenden Rechtsfragen sind vielfältig und Gegenstand unzähliger wissenschaftlicher Abhandlungen. In diesem Beitrag sollen insbesondere die für die Praxis relevanten Fragen beleuchtet werden: Für welche Emittenten besteht typischerweise ein besonders hohes Risiko, Ziel einer Leerverkaufsattacke zu werden und welche Maßnahmen können ergriffen werden können, um sich gegen derartige Angriffe zu schützen?

2. TYPISCHE ANGRIFFSPUNKTE

Aufgrund der hohen Volatilität im Markt, der zunehmenden Digitalisierung der Finanzbranche, dem Investitionsdruck vieler Marktteilnehmer und zahlreichen weiteren Faktoren kommt es immer häufiger zu Leerverkaufsattacken. Dabei sind einige Emittenten gefährdeter als andere. Im Folgenden werden einige Faktoren aufgeführt, bei deren Vorliegen Emittenten einer erhöhten Gefahr ausgesetzt sind, in das Visier von Leerverkäufern zu geraten:

Geschäftsmodell

Besonders beliebte Ziele für Leerverkaufsattacken sind Unternehmen mit komplexen, intransparenten oder neuartigen Geschäftsmodellen, die von den Marktteilnehmern nur schwer im Detail nachvollzogen werden können. Vorwürfe, die vom Emittenten oder Analysten nicht kurzfristig widerlegt werden können, führen zu Unsicherheiten, durch die der Aktienkurs unter Druck geraten kann. Auch Unternehmen mit erhöhter M&A-Aktivität können in das Visier von *Short Sellern* geraten, wenn im Zusammenhang mit erfolgten Unternehmenstransaktionen die Bewertung der Zielunternehmen nicht eindeutig nachvollziehbar ist.

Rechnungslegung

Weiterhin sind auch Emittenten, deren Bilanzierungsmethoden intransparent oder unkonventionell sind, einem erhöhten Risiko ausgesetzt. Ein typischer Vorwurf im Zusammenhang mit Leerverkaufsattacken ist die Behauptung, der betreffende Emittent habe seine Bilanz gefälscht bzw. falsch bilanziert.

Corporate Governance

Auch die Corporate Governance-Struktur kann Angriffspunkte für eine Leerverkaufsattacke bieten. So können Risiken etwa aus einer fehlenden Unabhängigkeit einzelner Aufsichtsratsmitglieder, unbegründeten Abweichungen vom Deutschen Corporate Governance Kodex, Compliance-Defiziten oder Related Party-Transactions resultieren.

Marktumfeld

Im Übrigen kann auch das jeweilige Marktumfeld einen wichtigen Indikator für die Anfälligkeit eines Emittenten darstellen. Während Ankeraktionäre und eine hohe Anzahl von Kleinanlegern einen gewissen Schutz bieten können, erhöhen insbesondere Hedgefonds und spekulative Investoren in der Aktionärsbasis tendenziell das Risiko, Ziel einer Leerverkaufsattacke zu werden. Für Märkte und Finanzinstrumente mit einer hohen Volatilität besteht grundsätzlich auch ein erhöhtes Risiko, das Interesse von *Short Sellern* zu wecken. Angriffspunkte können sich ferner auch aus einem zuletzt starken Kursanstieg ergeben, da in diesem Falle die Gefahr steigt, dass *Short Seller* mit dem Vorwurf der Überbewertung leichter bei den Anlegern durchdringen.

3. PRÄVENTION UND KRISENKOMMUNIKATION

Emittenten können und sollten sich gegen Leerverkaufsattacken schützen – sowohl präventiv als auch durch reaktive Maßnahmen im Fall einer konkreten Leerverkaufsattacke.

Präventive Maßnahmen

Als präventive Maßnahmen kommen unter anderem in Betracht:

- Regelmäßige und transparente Kommunikation mit Ankeraktionären, Journalisten, Analysten und im Rahmen von Social Media etc. (Stichwort "*One-Voice-Policy*")

- Fortwährende Analyse der veröffentlichten Stimmrechtsmitteilungen und Leerverkaufspositionen in Bezug auf das eigene Unternehmen

- Einrichtung eines Notfallteams sowohl bestehend aus internen Mitarbeitern (z.B. Vorstand, IR, Rechtsabteilung, Controlling) als auch externen (Kommunikations- und Rechts-) Beratern mit Erfahrung in Krisenkommunikation

- Erarbeitung eines Notfallplans (Defence-Manual) und Vorbereitung öffentlicher Stellungnahmen im Fall von Vorwürfen durch Leerverkäufer

- Ermächtigungsbeschlusses gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG durch die Hauptversammlung, der es dem Unternehmen erlaubt, im Falle künftiger Leerverkaufsattacken Stützungskäufe (i.S.d. § 71 Abs. 1 AktG) zu tätigen

- Benachrichtigung der BaFin bei Verdacht künftiger Leerverkaufsattacken

Reaktive Maßnahmen

Sollte es bereits zu einer Leerverkaufsattacke gekommen sein bzw. steht eine solche unmittelbar bevor, kommen unter anderem folgende weitere Maßnahmen in Betracht:

- Ankündigung sowie die zeitnahe Veröffentlichung einer ausführlichen und faktenba-sierten Gegendarstellung über möglichst viele Kanäle (DGAP, Internetseite, Wirt-schaftspresse, weitere Medien)

- Gegebenenfalls Bestätigung der Gegendarstellung durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

- Conference-Calls mit (Anker-)Investoren wie auch die gezielte Kommunikation mit Journalisten und Aktienanalysten

- Stützungskäufe (§ 71 Abs. 1 S. 1 AktG) und/oder Managers' Transactions (unter Berücksichtigung der Closed Periods, vgl. Art. 19 Abs. 11 MAR) als zusätzliche vertrauensbildende Maßnahme gegenüber den Aktionären

- Prüfung von Schadensersatzansprüchen und ggf. Strafanzeige wegen Marktmanipulation

Dabei gilt sowohl für die präventiven als auch für die reaktiven Maßnahmen, dass stets im Einzelfall zu beurteilen ist, welche Maßnahmen geeignet, erforderlich und angemessen sind. Da Leerverkaufsattacken sich häufig in einer rechtlichen Grauzone bewegen, empfiehlt es sich, frühzeitig mit rechtlichen Beratern Kontakt aufzunehmen.

4. FAZIT

Leerverkaufsattacken haben in den letzten Jahren spürbar zugenommen. Volatile Finanzmärkte und eine hohe Spekulationsbereitschaft vieler Anleger werden voraussichtlich auch in den kommenden Monaten dafür sorgen, dass dieser Trend anhält.

Leerverkaufsattacken können bei den betroffenen Emittenten und den Stakeholdern hohe Schäden anrichten. Emittenten sind aber nicht schutzlos gestellt. Rechtzeitige Risikoanalysen, präventive Maßnahmen und die Ergreifung von Abwehrstrategien im Fall eines anstehenden oder laufenden Angriffs sind geeignet, um potentielle Schäden möglichst gering zu halten. Im Fall von GameStop war es sogar so, dass sich Kleinanleger gegen die Leerverkäufe gestemmt (*Short Squeeze*) und den Aktienkurs des Unternehmens dadurch nicht nur stabilisiert, sondern zu neuen Höhen getrieben haben.

Kontakt

DR. MARCO SUSTMANN

Partner

Telefon: +49 211 20052-270
E-Mail: m.sustmann@glademichelwirtz.com

DR. ALEXANDER RETSCH

Counsel

Telefon: +49 211 20052-140
E-Mail: a.retsch@glademichelwirtz.com