

Universität Augsburg
Juristische Fakultät



Seminararbeit

**Short-Seller Verhalten:
Empirische Erhebung des Umgangs mit Gerüchten am Markt
durch Marktteilnehmer mit Blick auf die Publizitätspflichten**

Methodenlehre im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Prof. Dr. Prof. h.c. Thomas M.J. Möllers
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht,
Wirtschaftsrecht, Europarecht, Internationales
Privatrecht und Rechtsvergleichung

Prof. Dr. h.c. Peter T. Wendel
Pepperdine University, Malibu, USA

Prof. Dr. Jeffrey Manns
George Washington University, USA

Sommersemester 2026

Vera Kurmyshkin

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	II
Literaturverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	IX
A) Einleitung.....	1
B) Begriffliche und theoretische Grundlagen.....	2
I. Das Marktgerücht	2
1. Begriffsbestimmung	2
2. Entstehung und Verbreitung	2
3. Ökonomische Funktion.....	3
II. Leerverkäufe und Leerverkaufsattacken.....	3
1. Leerverkauf.....	4
2. Leerverkaufsattacken.....	4
III. Marktteilnehmer und Informationsverarbeitung.....	7
IV. Rechtlicher Rahmen.....	8
1. MAR	8
2. SSR und nationale Regulierung.....	10
C) Empirische Untersuchung.....	11
I. Sekundäranalyse	11
1. Ereignisstudien zu Marktgerüchten	11
2. Aktualität von Leerverkaufsattacken.....	12
3. Evaluation von Unternehmensreaktionen auf Gerüchte anhand aktueller Fallbeispiele.....	13
II. Primäranalyse	15
D) KI-gestützte Analyse des Marktverhaltens	16
I. Methodik.....	16
II. KI-gestützte Fallinventur von Leerverkaufsattacken seit 2018.....	16
1. Prompts und Verlauf	16
2. High-Confidence-Sample	17
3. Erkenntnisse aus finaler Fallinventur	17

III.	Auswertung ausgewählter ökonomischer Studien.....	18
IV.	Einsatz von Beck-Noxtua	19
E)	Bewertung des KI-Einsatzes.....	19
F)	Gesamtergebnis der Untersuchung	21
G)	Reformvorschläge de lege ferenda	21
I.	Bewegliches System zur Bewertung von Gerüchten.....	21
II.	Handelsaussetzung.....	23
1.	Ergebnisse der empirischen Erhebung.....	23
2.	„Audiatur et altera pars“	23
3.	Handelsaussetzung als prozedurale Lösung	24
4.	Reformpotenzial	24
III.	Ausweitung der Publizitätspflichten bei Marktgerüchten	25
H)	Fazit und Ausblick	26
Anhang		28
Anhang I:	KI-Protokoll.....	28
Anhang II:	Resultate der Umfrage „Marktgerüchte, Short-Selling und Anlegerverhalten“.....	29
Anhang III:	Erste Fallinventur von Leerverkaufsattacken (ChatGPT).....	35
Anhang IV:	High-Confidence-Sample (ChatGPT).....	43
Anhang V:	Auswertung empirischer Studien und Untersuchungen (ChatGPT).....	45
1.	Literaturmatrix	45
2.	Verdichtete Kernaussagen.....	47
Anhang VI:	Fallinventur von Leerverkaufsattacken (Beck-Noxtua)	47
Anhang VII:	Rechtsprechungsübersicht (Beck-Noxtua)	48
Eigenständigkeitserklärung		50

Literaturverzeichnis

Assmann, Heinz-Dieter, Gerüchte als Insidertatsachen, AG 1998, 436–441.

Assmann, Heinz-Dieter, Information über bevorstehende Veröffentlichung eines Marktgerüchts als unberechtigte Offenlegung einer Insiderinformation. Kommentar zu EuGH v. 15.3.2022 – C-302/20, AG 2022, 390–396.

Barberis, Nicholas C./Thaler, Richard H., in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René M. (eds.), Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam 2003, S. 1051–1121.

Bayram, Milan/Meier, Dominik, Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken, BKR 2018, 55–61.

Bohl, Martin T./Reher, Gerrit/Wilfling, Bernd, Short selling constraints and stock returns volatility: empirical evidence from the German stock market, 45 CQE Working Paper (2016), 1–18.

Brak, Alexander, Aktivistische Leerverkäufe. Grenzen der Zulässigkeit nach der Leerverkaufs- und der Marktmissbrauchsverordnung, Berlin 2022.

Brellocks, Michael, Leerverkaufsangriffe – Anmerkungen aus Sicht der Praxis, ZGR 2020, 319–331.

Bruhn, Manfred, Gerüchte als Gegenstand der theoretischen und empirischen Forschung, in: Bruhn, Manfred/Wunderlich, Werner (Hrsg.), Medium Gerücht, Bern 2004, S. 13–39.

Brunnermeier, Markus K., Information Leakage and Market Efficiency, 18 The Review of Financial Studies (2005), 417–457.

Buck-Heeb, Petra, Kapitalmarktrecht, 14. Aufl. Heidelberg 2026.

Buck-Heeb, Petra/Tatu, Metin, Anlageempfehlungen von Finfluencern – Finanzmarktrechtliche Lücken bei Empfehlung von Kryptowerten, RD i 2024, 461–468.

Bürgers, Tobias, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424–432.

Commandeur, Marcus, Short-Attacken aktivistischer Leerverkäufer. Rechtliche Bewertung und Abwehrmöglichkeiten für betroffene Unternehmen, AG 2020, 575–583.

Findeisen, Maximilian/Tönningsen, Gerrit, Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe – Regelungsgehalt und Reichweite des § 30h WpHG, WM 2011, 1405–1412.

Fleischer, Holger, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, München 2001.

Fleischer, Holger/Schmolke, Klaus Ulrich, Gerüchte im Kapitalmarktrecht. Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation, AG 2007, 841–854.

- Frömel, Laura*, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, Baden-Baden 2020.
- Graßl, Bernd/Nikoleyczik, Tobias*, Shareholder Activism und Investor Activism. Typische Handlungsweisen aktivistischer Aktionäre und Investoren, angemessene Vorbereitung und mögliche Reaktion der Zielgesellschaft, AG 2017, 49–60.
- Groth, Thorsten*, Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse – Eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt, München 2006.
- Huberman, Gur/Regev, Tomer*, Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar, 56 *The Journal of Finance* (2001), 387–396.
- Joost, Detlev/Strohn, Lutz/Poelzig, Dörte/Sander, Volker* (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Bd. 2, 5. Aufl. München 2024 (zitiert als: *Bearbeiter*, in: Ebenroth/Boujong, HGB, 5. Aufl. 2024).
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos*, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, 47 *Econometrica* (March 1979), 263–292.
- Kämmerer, Jörn Axel/Veil, Rüdiger*, Analyse von Finanzinstrumenten (§ 34 WpHG) und journalistische Selbstregulierung, BKR 2005, 379–387.
- Klöhn, Lars*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance. Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2006.
- Klöhn, Lars/Brellochs, Michael/Schmolke, Ulrich/Semrau, Stephan* (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung, 2. Aufl. München 2023 (zitiert als: *Bearbeiter*, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023).
- Krafft, Daniel*, 10 Jahre Leerverkaufsverordnung – Eine kritische Bestandsaufnahme, ZBB 2022, 187–200.
- Kumpan, Christoph/Misterek, Robin*, Das Verbot von Leerverkäufen in Finanzmarktkrisen – Eine kritische Analyse der Short-Selling-Beschränkungen während der Covid-19-Pandemie – Teil I, WM 2021, 365–375.
- Kumpan, Christoph/Misterek, Robin*, Das Verbot von Leerverkäufen in Finanzmarktkrisen – Ökonomische Erforderlichkeit und notwendige Reichweite von Short-Selling-Beschränkungen im Spiegel ihres Rechtsrahmens – Teil II, WM 2021, 417–429.
- Langenbucher, Katja/Hau, Daniel/Wentz, Jasper*, „Aktivistische Leerverkäufer“ – eine Überlegung zur Markteffizienz und deren Grenzen im Kapitalmarktrecht, ZBB 2019, 307–316.

Ljungqvist, Alexander/Qian, Wenlan, How Constraining are Limits to Arbitrage? Evidence from a Recent Financial Innovation, 7 Institute of Global Finance Working Paper (2016), 1–67.

Ludes, Moritz, Short-Attacken: Reformbedarf und Lösungsansätze. Reformvorschläge zu Art. 6, 9 und 23 SSR sowie Art. 3 und 20 MAR, BKR 2025, 640–647.

Merwald, Maximilian, Die Rechtsnatur exekutiver Verlautbarungen im Bank- und Kapitalmarktrecht, WM 2025, 1397–1406.

Möllers, Thomas M.J., Fallgruppen und Bewegliches System als Methoden der Konkretisierung von Recht, in: Bocker, Lars/Knops, Kai-Oliver/Roth, Herbert (Hrsg.), Festschrift für Heinz Georg Bamberger, München 2017, S. 211–231.

Möllers, Thomas M.J., Juristische Methodenlehre, 6. Aufl. München 2025.

Möllers, Thomas M.J., Marktmanipulationen durch Leerverkaufsattacken und irreführende Finanzanalysen, NZG 2018, 649–658.

Möllers, Thomas M.J./Cyglakow, Kristina, Audiatur et altera pars – man höre die andere Seite – als Rechtspflicht von Finanzanalysen, JZ 2018, 1131–1138.

Möllers, Thomas M.J./Christ, Dominique/Harrer, Andreas, Nationale Alleingänge und die europäische Reaktion auf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe, NZG 2010, 1167–1170.

Möllers, Thomas M.J./Rotter, Klaus (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität. Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003 (zitiert als: *Bearbeiter*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003).

Mülbert, Peter O., Rechtsschutzlücken bei Short Seller-Attacken – und wenn ja, welche?, ZHR 182 (2018), 105–113.

Mülbert, Peter O./Sajnovits, Alexander, Short-Seller-Attacken 2.0: Der Fall Wirecard, BKR 2019, 313–323.

Neumann, Mathias, Gerüchte als Kapitalmarktinformationen. Die kapitalmarktrechtliche Behandlung von Informationen mit unsicherem Wahrheitsgehalt, Frankfurt am Main 2011.

Odean, Terrance, Volume, Volatility, Price, and Profit. When All Traders Are Above Average, 53 The Journal of Finance (1998), 1887–1934.

Orgeldinger, Jörg, Behavioral Finance. Wie Emotionen Anlageentscheidungen beeinflussen, Stuttgart 2022.

Piepenburg, Jannik/Schwarz, Moritz, Shortseller-Attacken und das „Phänomen GameStop“ im Kontext des Kapitalmarktstrafrechts, BKR 2021, 760–766.

Poelzig, Dörte, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. München 2023.

- Poelzig, Dörte*, Shortseller-Attacken im Aufsichts- und Zivilrecht, ZHR 184 (2020), 697–760.
- Pound, John/Zeckhauser, Richard*, Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices, 63 The Journal of Business (1990), 291–308.
- Rose, Arnold M.*, Rumor in the Stock Market, 15 Public Opinion Quarterly (1951), 461–486.
- Rosnow, Ralph L./Fine, Gary Alan*, Rumor and Gossip: The Social Psychology of Hearsay, Oxford 1976.
- Schindler, Mark*, Rumors in Financial Markets. Insights into Behavioral Finance, West Sussex 2007.
- Schlimbach, Friedrich*, Leerverkäufe. Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten Leerverkaufs in der Europäischen Union, Tübingen 2015.
- Schmidt, Daniel*, Stock Market Rumors and Credibility, 33 The Review of Financial Studies (2020), 3804–3853.
- Schmolke, Klaus Ulrich*, „Leerverkaufsattacken“ und Marktmissbrauch, ZGR 2020, 291–318.
- Schockenhoff, Martin*, Schutzlos gegen Short-Seller-Attacken?, WM 2020, 1349–1356.
- Schockenhoff, Martin/Culmann, Johannes*, Rechtsschutz gegen Leerverkäufer? Überlegungen zur Schadenersatzhaftung von Leerverkäufern gegenüber Zielunternehmen und ihren Aktionären bei gezielter Herbeiführung eines Kurssturzes, AG 2016, 517–529.
- Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.)*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. München 2020 (zitiert als: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020).
- Seibt, Christoph H./Buck-Heeb, Petra/Harnos, Rafael (Hrsg.)*, Beck’scher Online-Kommentar zum Wertpapierhandelsrecht, 19. Ed. München 1.4.2026 (zitiert als: *Bearbeiter*, in: Seibt/Buck-Heeb/Harnos, BeckOK-WpHR, 19. Ed. 1.4.2026).
- Seibt, Christoph H./Mohamed, Jean*, Gerüchte als Insiderinformation. Zugleich Besprechung von EuGH ECLI:EU:C:2022:190 = NZG 2022, 961 – Autorité des marchés financiers (C-302/20), NZG 2022, 1577–1586.
- Sieder, Sebastian*, Short-Selling-Regulierung in Europa und den USA, Wien 2019.
- Spiegel, Uriel/Tavor, Tchai/Templeman, Joseph*, The effects of rumours on financial market efficiency, 17 Applied Economic Letters (2010), 1461–1464.

Splinter, Christopher/Gansmeier, Johannes, Leerverkaufsbeschränkungen nach der Leerverkaufs-Verordnung. Konkretisierung der Eingriffsvoraussetzungen de lege lata, ZHR 184 (2020), 761–792.

Vollmerhausen, Marcel, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern. Eine rechtsökonomische Untersuchung der kapitalmarktrechtlichen Zusammenhänge eines neuen Phänomens, Baden-Baden 2022.

Voß, Thorsten, Lessons to be learned? Zur causa Wirecard und der aufsichtsrechtlichen Regulierung von FinTechs, RD 2020, 11–24.

Weber, Martin, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2018/2019, NJW 2019, 968–974.

Wilken, Oliver/Bertus, Jana, Professionelle Leerverkaufsattacken – rechtliche Grundlagen und Grenzen, BB 2019, 2754-2760.

Zhang, Hua/Chen, Yuanzuh/Rong, Wei/Wang, Ju/Tan, Jinghua, Effect of social media rumors on stock market volatility: A case of data mining in China, Frontiers in Physics 2022, 1–17.

Zivney, Terry L./Bertin, William J./Torabzadeh, Khalil M., Overreaction to Takeover Speculation, 36 The Quarterly Review of Economics and Finance (1996), 89–115.

Zimmer, Daniel/Beisken, Thomas A., Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda, WM 2010, 485–491.

Abkürzungsverzeichnis

a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bd.	Band
BGH	Bundesgerichtshof
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
d.h.	das heißt
Ed.	Edition
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
f.	folgende
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggü.	gegenüber
grds.	grundsätzlich
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
KI	Künstliche Intelligenz
lit.	littera/Buchstabe
LLM	Large Language Model

MAR	Marktmissbrauchsverordnung
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Nr.	Nummer
Rn.	Randnummer
Rule SHO	Regulation of Short Sales
S.	Seite
s.	siehe
SEC	Securities and Exchange Commission
sog.	sogenannte/r/s
SSR	Leerverkaufsverordnung/Short-Selling-Regulation
u.a.	unter anderem
Urt.	Urteil
v.	von/vom
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHR	Wertpapierhandelsrecht

A) Einleitung

Aktieninvestitionen gewinnen wegen demographischer Entwicklungen und zunehmender Bedeutung privater Altersvorsorge stetig an Relevanz.¹ Gleichwohl stehen Privatanleger dem Kapitalmarkt häufig zurückhaltend gegenüber.² Ein Grund liegt in der Unsicherheit moderner Kapitalmärkte: Zwischen Anlegern und Emittenten besteht ein strukturelles Informationsdefizit,³ Anlageentscheidungen erfolgen unter Zeitdruck⁴ und Marktteilnehmer reagieren nicht nur auf offizielle Kapitalmarktmittelungen, sondern auch auf Gerüchte.⁵

Die Digitalisierung verstärkt dies.⁶ Informationen verbreiten sich heute sowohl über klassische Finanzmedien als auch über soziale Medien.⁷ So können Gerüchte in kurzer Zeit erhebliche Aufmerksamkeit generieren.⁸ Anleger sehen sich teils veranlasst, schnell zu handeln, obwohl der Wahrheitsgehalt ungeklärt ist.⁹ Besonders deutlich wird dies bei Leerverkaufsattacken. Aktivistische Leerverkäufer veröffentlichen negative Research Reports, auf die der Markt unmittelbar reagiert.¹⁰ Der betroffene Emittent kann die Vorwürfe dagegen regelmäßig erst zeitversetzt prüfen und beantworten, sodass der Markt zunächst allein die Sichtweise des Short-Sellers verarbeitet.¹¹

Entscheidend ist, wie mit Situationen umzugehen ist, in denen der Markt bereits auf eine unsichere Information reagiert, bevor deren Wahrheitsgehalt geklärt ist. Gerade im Kapitalmarktrecht ist die Empirie notwendig, um zu prüfen, wie sich Marktteilnehmer tatsächlich verhalten und ob bestehende Regelungen die gewünschte Wirkung erreichen.¹² Ziel der Arbeit ist es daher, das Marktverhalten

¹ *Krohn*, Deutschlands falsche Vorbilder in der Altersvorsorge, F.A.Z. v. 11.6.2025, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/rendite-verloren-wieso-deutschland-die-falschen-vorbilder-in-der-altersvorsorge-hat-110520258.html> (Abruf v. 26.6.2026).

² *Krohn*, Wie viel Risiko vertragen Sie?, F.A.Z. v. 17.3.2026, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/crashes-an-der-boerse-wie-viel-risiko-vertragen-sie-200642139.html> (Abruf v. 26.6.2026).

³ *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 45.

⁴ *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 70.

⁵ *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 46.

⁶ *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 17.

⁷ *Buck-Heeb/Tatu*, Anlageempfehlungen von Finfluencern, RD 2024, 461, 461.

⁸ *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 72.

⁹ *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 58.

¹⁰ *Möllers*, Marktmanipulationen durch Leerverkaufsattacken und irreführende Finanzanalysen, NZG 2018, 649, 649; *Schockenhoff*, Schutzlos gegen Short-Seller-Attacken, WM 2020, 1349, 1351.

¹¹ *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 29 ff.

¹² *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 6. Aufl. 2025, § 2 Rn. 31.

bei Gerüchten empirisch zu untersuchen und rechtlich einzuordnen. Zentral ist die Frage, ob eine Erweiterung der Ad-hoc-Publizitätspflicht für den Umgang mit Gerüchten geeignet ist oder ob eine kurzfristige Handelsunterbrechung den Informationsprozess besser sichern kann.

Hierzu werden zunächst die Grundlagen von Marktgerüchten, Leerverkäufen und Leerverkaufsattacken dargestellt. Anschließend folgt eine empirische Analyse anhand ökonomischer Studien, Fallbeispiele und einer eigenen Anlegerumfrage. Darauf aufbauend wird der Erkenntniswert KI-gestützter Auswertung untersucht, bevor die Ergebnisse bewertet und Reformansätze diskutiert werden.

B) Begriffliche und theoretische Grundlagen

I. Das Marktgerücht

1. Begriffsbestimmung

Eine Legaldefinition des Gerüchts kennt das Kapitalmarktrecht nicht.¹³ Der Untersuchung liegt ein Verständnis des Gerüchts als Information mit ungewissem Wahrheitsgehalt¹⁴ zugrunde.

2. Entstehung und Verbreitung

Marktgerüchte können bewusst initiiert oder spontan entstehen.¹⁵ Bewusst initiierte Gerüchte zielen darauf ab, Reaktionen anderer Marktteilnehmer hervorzurufen.¹⁶ Am Kapitalmarkt bestehen hierfür besondere Anreize, weil bereits die ausgelöste Kursbewegung wirtschaftlich verwertet werden kann.¹⁷ Spontane Gerüchte entstehen dagegen i.d.R. als Versuch, ungewöhnliche oder mehrdeutige Marktbewegungen zu erklären.¹⁸

Traditionell verbreiten sich Gerüchte über das Hörensagen.¹⁹ Durch die Digitalisierung hat sich die Verbreitung von Gerüchten jedoch erheblich

¹³ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 149; Fleischer/Schmolke, Gerüchte im Kapitalmarktrecht, AG 2007, 841, 842; verschiedene Definitionsansätze bei Assmann, Gerüchte als Insiderfakten, AG 1998, 436, 438; Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841, 842; Seibt/Mohamed, Gerüchte als Insiderinformation, NZG 2022, 1577, 1577.

¹⁴ Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841, 842; Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 7 MAR Rn. 56.

¹⁵ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 35 ff.

¹⁶ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 35.

¹⁷ Schindler, Rumors in Financial Markets, 2007, S. 20; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 36.

¹⁸ Schindler, Rumors in Financial Markets, 2007, S. 57; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 36.

¹⁹ S. den Begriff "Hearsay" bei Rosnow/Fine, Rumor and Gossip, 1976, S. 10.

beschleunigt.²⁰ Während die sozialen Medien als Informationsmedium weitestgehend etabliert sind, bilden die sog. Finfluencer (Finanz-Influencer) eine neuere Gruppierung am Kapitalmarkt, die ebenfalls maßgeblich zur Verbreitung von Marktgerüchten beiträgt.²¹ Dadurch können Marktgerüchte in kurzer Zeit große Aufmerksamkeit generieren.²² Gerade am Kapitalmarkt ist diese Geschwindigkeit bedeutsam, weil Marktteilnehmer oft unter Zeitdruck entscheiden und den Wahrheitsgehalt eines Gerüchts nicht sofort überprüfen können.²³ Reagieren viele Anleger gleichzeitig auf eine unsichere Information, können kurzfristig erhebliche Kursbewegungen entstehen.²⁴

3. Ökonomische Funktion

Marktgerüchte kursieren v.a. deshalb, weil Marktteilnehmer unter Unsicherheit handeln.²⁵ Dies beruht auf einer strukturellen Informationsasymmetrie.²⁶ Emittenten verfügen i.d.R. über unternehmensinterne Informationen, die Anlegern nicht oder nur verzögert zugänglich sind.²⁷ Gerade Privatanleger sind deshalb auf externe Informationsquellen angewiesen.²⁸ Gerüchte können ökonomisch einen Versuch darstellen, dieses Informationsdefizit auszugleichen.²⁹

II. Leerverkäufe und Leerverkaufsattacken

Gerüchte können Erwartungen über künftige Kursverläufe beeinflussen und so Marktreaktionen auslösen.³⁰ Positive Erwartungen spiegeln sich im Kauf von Wertpapieren wider,³¹ wohingegen negative Erwartungen durch Leerverkäufe

²⁰ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 53.

²¹ Buck-Heeb/Tatu, RD 2024, 461, 462.

²² Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 58.

²³ „The judgment must be made quickly or else a monetary loss is incurred. There is no time to trace the source of a rumor or to verify it with facts other than those that every trader has at his fingertips.“, Rose, Rumor in the Stock Market, 15 Public Opinion Quarterly (1951), 461, 462.

²⁴ Rose, 15 Public Opinion Quarterly (1951), 461, 466; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 59.

²⁵ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 21.

²⁶ Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 32; Poelzig, in: Ebenroth/Boujong, HGB, 5. Aufl. 2024, Vor § 1 WpHG Rn. 26; Fleischer, Informationsasymmetrien im Vertragsrecht, 2001, S. 192 ff.

²⁷ Poelzig, in: Ebenroth/Boujong, HGB, 5. Aufl. 2024, Vor § 1 WpHG Rn. 26; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 132; Möllers, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 32.

²⁸ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 132.

²⁹ Bruhn, Gerüchte als Gegenstand der theoretischen und empirischen Forschung, in: Bruhn/Wunderlich, Medium Gerücht, 2004, S. 13, 35.

³⁰ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 94 ff.

³¹ S. die Begriffsbestimmung „Long-Position“ bei *Misterek*, in: Seibt/Buck-Heeb/Harnos, BeckOK-WpHR, 19. Ed. 1.4.2026, Art. 3 SSR Rn. 23.

ökonomisch genutzt werden.³² Für die weitere Untersuchung ist zwischen Leerverkäufen und aktivistischen Leerverkaufsattacken zu unterscheiden.

1. Leerverkauf

Ein Leerverkauf ist gem. Art. 2 I lit. b) SSR der Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht im Eigentum des Verkäufers befinden.³³ Zu unterscheiden ist zwischen gedeckten Leerverkäufen, bei denen die Lieferung der Wertpapiere abgesichert ist, und ungedeckten Leerverkäufen, für die keine Sicherung vorliegt.³⁴ Gemeinsam ist beiden Formen, dass sie wirtschaftlich auf fallende Kurse setzen.³⁵

2. Leerverkaufsattacken³⁶

Im Rahmen von aktivistischen Leerverkäufen setzt der Marktteilnehmer nicht nur passiv auf fallende Kurse,³⁷ sondern greift aktiv in die Marktkommunikation ein.³⁸ Eine Leerverkaufsattacke liegt vor, wenn ein Hedgefonds zunächst Short-Positionen aufbaut und anschließend negative Informationen in Form eines Research Reports über ein börsennotiertes Unternehmen veröffentlicht, um von einem erwarteten Kursrückgang wirtschaftlich zu profitieren.³⁹ Da der Leerverkäufer gerade wegen der Veröffentlichung des Research Reports Gewinne

³² Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 127 ff.; Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 24.

³³ Art. 2 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 7 – SSR.

³⁴ Poelzig, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2023, § 17 Rn. 507; Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 25.

³⁵ Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 25; Zimmer/Beisken, Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda, WM 2010, 485, 485.

³⁶ Auch „aktivistischer Leerverkauf“ oder „Short-Seller-Attacke“ genannt.

³⁷ Commandeur, Short-Attacken aktivistischer Leerverkäufer, AG 2020, 575, 577.

³⁸ Langenbucher/Hau/Wentz, „Aktivistische Leerverkäufer“, ZBB 2019, 307, 309; Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 26 ff.; Commandeur, Short-Attacken aktivistischer Leerverkäufer, AG 2020, 575, 575.

³⁹ Ludes, Short-Attacken, BKR 2025, 640, 640; vgl. zum Geschäftsmodell aktivistischer Leerverkäufer insbesondere Commandeur, AG 2020, 575, 576; Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 26 ff.; Vollmerhausen, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 18; Wilken/Bertus, Professionelle Leerverkaufsattacken, BB 2019, 2754, 2754; Brellochs, Leerverkaufsangriffe, ZGR 2020, 319, 319; Graßl/Nikoleyczik, Shareholder Activism und Investor Activism, AG 2017, 49, 51; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 41; Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307, 310.

erzielt, ist Leerverkaufsattacken ein Interessenkonflikt immanent.⁴⁰ Diese Interessenlage kann die Objektivität der Analyse gefährden.⁴¹

a) Research Reports als Marktgerüchte

Fraglich ist, ob Research Reports unter den Begriff des Marktgerüchts gefasst werden können. Gerüchte werden hier als Informationen mit unsicherem Wahrheitsgehalt definiert.⁴²

Diese Unsicherheit besteht auch bei Research Reports, soweit sie Vorwürfe über unternehmensinterne Vorgänge enthalten, die Außenstehende im Veröffentlichungszeitpunkt nicht überprüfen können.⁴³ Bis zur Klärung durch den Emittenten, die Aufsichtsbehörde oder den Markt bleibt der tatsächliche Wahrheitsgehalt offen.⁴⁴

Zugleich füllen solche Reports das bereits genannte Informationsvakuum und können erhebliche Marktreaktionen auslösen.⁴⁵ Bis zu dem Zeitpunkt, in dem die Wahrheit von Vorwürfen im Rahmen der Research Reports durch den Emittenten selbst oder Aufsichtsbehörden festgestellt werden kann, fungieren auch Berichte aktivistischer Leerverkäufer damit als Information mit unsicherem Wahrheitsgehalt und erfüllen alle Merkmale des Marktgerüchts.⁴⁶

b) Aktivistische Leerverkäufer als Finanzanalysten

Da Research Reports unter den Begriff der Anlageempfehlung i.S.d. Art. 3 I Nr. 35 MAR zu subsumieren sind,⁴⁷ unterliegen deren Ersteller den Sorgfalts- und Publizitätspflichten für Finanzanalysten aus Art. 20 MAR.⁴⁸ Soweit

⁴⁰ *Poelzig*, Shortseller-Attacken im Aufsichts- und Zivilrecht, ZHR 184 (2020), 697, 701; *Wilken/Bertus*, Professionelle Leerverkaufsattacken, BB 2019, 2754, 2754; *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 82; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 55.

⁴¹ *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 758; *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 224; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 310; *Schockenhoff/Culmann*, Rechtsschutz gegen Leerverkäufer?, AG 2016, 517, 517.

⁴² Begriffsbestimmung s. B) I 1.

⁴³ *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 149; *Commandeur*, AG 2020, 575, 576.

⁴⁴ *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 149.

⁴⁵ *Neumann*, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 45; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 308.

⁴⁶ *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 726 f.

⁴⁷ *Brellocks*, Leerverkaufsangriffe, ZGR 2020, 319, 320; *Commandeur*, AG 2020, 575, 578; *Schmolke*, ZGR 2020, 291, 316; *Wilken/Bertus*, BB 2019, 2754, 2755 f.

⁴⁸ *Piepenburg/Schwarz*, Shortseller-Attacken und das „Phänomen GameStop“ im Kontext des Kapitalmarktstrafrechts, BKR 2021, 760, 761; *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 243; *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 59; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 313.

sie den Markt mit neuen und zutreffenden Informationen versorgen, können sie funktional als Informationsintermediäre wirken.⁴⁹

Seriöse Analysehäuser zeichnen sich wie in § 34b I WpHG a.F. normiert dadurch aus, dass sie mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit handeln.⁵⁰ Fehlt es an der erforderlichen analytischen Qualität, kann das Vorgehen die Grenze zur Marktmanipulation überschreiten.⁵¹

Von klassischen Finanzanalysten unterscheiden sich aktivistische Leerverkäufer v.a. durch ihr Geschäftsmodell. Sie veröffentlichen negative Einschätzungen nicht nur zur Information des Marktes, sondern profitieren aufgrund ihrer Short-Position zugleich von einem fallenden Aktienkurs.⁵² Gerade dieser Interessenkonflikt prägt die rechtliche Bewertung ihrer Reports.

c) Bedeutung für den Kapitalmarkt

Die Beurteilung der Bedeutung von Leerverkaufsattacken für den Kapitalmarkt fällt ambivalent aus.⁵³ Einerseits werden sie positiv gewertet, da sie durch den Abbau von Informationsasymmetrien die Preisfindung beschleunigen und die Handelsliquidität sowie die Allokationseffizienz steigern.⁵⁴ Damit wird aktivistischen Leerverkäufern ein positiver Einfluss auf die Markteffizienz zugesprochen.⁵⁵

Andererseits jedoch werden Leerverkaufsattacken auch skeptisch beurteilt.⁵⁶ So werden das Risiko der Marktmanipulation,⁵⁷ die Gefahr einer künstlichen

⁴⁹ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 14. Aufl. 2026, § 2 Rn. 87.

⁵⁰ *Möllers*, NZG 2018, 649, 652; *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424, 429; *Kämmerer/Veil*, Analyse von Finanzinstrumenten (§ 34b WpHG) und journalistische Selbstregulierung, BKR 2005, 379, 386.

⁵¹ *Möllers*, NZG 2018, 649, 650 ff.; *Brellocks*, ZGR 2020, 319, 324.

⁵² *Sieder*, Short-Selling-Regulierung in Europa und in den USA, 2019, S. 224; *Schockenhoff/Culmann*, AG 2016, 517, 517.

⁵³ *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 307.

⁵⁴ *Findeisen/Tönningsen*, Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe, WM 2011, 1405, 1405 ff.; *Commandeur*, AG 2020, 575, 577; *Krafft*, 10 Jahre Leerverkaufsverordnung, ZBB 2022, 187, 188; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 308; *Schmolke*, „Leerverkaufsattacken“ und Marktmissbrauch, ZGR 2020, 291, 296; *Splinter/Gansmeier*, Leerverkaufsbeschränkungen nach der Leerverkaufs-Verordnung, ZHR 184 (2020), 761, 763, 768 f.

⁵⁵ *Möllers/Christ/Harrer*, Nationale Alleingänge und die europäische Reaktion auf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe, NZG 2010, 1167; *Krafft*, ZBB 2022, 187, 188; *Langenbucher/Hau/Wentz*, ZBB 2019, 307, 307.

⁵⁶ *Commandeur*, AG 2020, 575, 577; *Splinter/Gansmeier*, ZHR 184 (2020), 761, 768 f.

⁵⁷ *Kumpan/Misterek*, Das Verbot von Leerverkäufen in Finanzmarktkrisen – Teil II, WM 2021, 417, 420; *Mülbert/Sajnovits*, Short-Seller-Attacken 2.0, BKR 2019, 313, 317; *Krafft*, ZBB 2022, 187, 188.

Preisbeeinflussung⁵⁸ und das Auslösen von irrationalem Herdenverhalten⁵⁹ genannt. Daraus kann sich auch eine Bedrohung für die Marktstabilität und das Anlegervertrauen ergeben.⁶⁰ Dabei liegt die Gefahr v.a. darin, dass der Markt oft unabhängig vom tatsächlichen Wahrheitsgehalt eines Reports überreagiert, weshalb betroffene Unternehmen auch bei unbegründeten Vorwürfen Zeit brauchen, um Anlegervertrauen wiederherzustellen.⁶¹

Leerverkäufe werden in der Literatur folglich als Fluch und Segen⁶² zugleich betrachtet.⁶³ Sie bilden ein für Informationseffizienz und Preisfindung oft verdienstvolles Instrument, das jedoch Potenzial für marktmissbräuchliche Praktiken aufweisen und so der Integrität der Finanzmärkte schaden kann.⁶⁴

III. Marktteilnehmer und Informationsverarbeitung

Die Wirkung von Marktgerüchten und negativen Reports hängt wesentlich von der Reaktion der Marktteilnehmer ab.⁶⁵ Relevant sind Anleger, Emittenten und aktivistische Leerverkäufer. Der Short-Seller setzt durch seinen Report den Marktpuls.⁶⁶ Anleger müssen diesen unter Unsicherheit und Zeitdruck verarbeiten.⁶⁷ Sofern der Report genügend Anleger zu Verkäufen bewegt, tritt der vom Leerverkäufer erwartete Kursrückgang ein.⁶⁸ Die digitale Verbreitung negativer Informationen kann diesen Prozess beschleunigen.⁶⁹ Der Emittent kann regelmäßig erst nachträglich prüfen und reagieren.⁷⁰

⁵⁸ Kumpan/Misterek, Das Verbot von Leerverkäufen in Finanzmarktkrisen – Teil I, WM 2021, 365, 370; Schockenhoff, WM 2020, 1349, 1349.

⁵⁹ Kumpan/Misterek, WM 2021, 417, 420; Ludes, BKR 2025, 640, 643; Schmolke, ZGR 2020, 291, 297.

⁶⁰ Schockenhoff, WM 2020, 1349, 1349; Brellocks, ZGR 2020, 319, 321; Krafft, ZBB 2022, 187, 188.

⁶¹ Brellocks, ZGR 2020, 319, 321; Schockenhoff/Culmann, AG 2016, 517, 518.

⁶² S. zur Wortwahl der vollständige Titel von Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance. Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, 2006.

⁶³ Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 18: „Wie so oft hilft auch bei der Beurteilung aktivistischer Leerverkäufe kein Schwarz-Weiß-Denken (...).“

⁶⁴ Gegenüberstellend s. Möllers, NZG 2018, 649, 650, 655.

⁶⁵ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 124; Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307, 309; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 40; Schmolke, ZGR 2020, 291, 295.

⁶⁶ Bayram/Meier, Marktmanipulation durch Leerverkaufsattacken, BKR 2018, 55, 56.

⁶⁷ Rose, 15 Public Opinion Quarterly (1951), 461, 462.

⁶⁸ Vollmerhausen, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 69.

⁶⁹ Schmolke, ZGR 2020, 291, 295; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 41; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 58 f.; Commandeur, AG 2020, 575, 576; Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 17.

⁷⁰ S. C) I. und D) II.

Bei negativen Kapitalmarktinformationen besteht die Gefahr kurzfristiger Überreaktionen.⁷¹ Anleger können sich aus Furcht vor Verlusten der Verkaufsentscheidung anderer Marktteilnehmer anschließen, ohne den Wahrheitsgehalt der Vorwürfe selbst zu überprüfen.⁷² Festzuhalten bleibt, dass negative Research Reports einen einseitigen Informationsimpuls setzen, der Kursreaktionen auslösen kann, bevor der Emittent substantiiert Stellung nimmt.

IV. Rechtlicher Rahmen

Für die rechtliche Einordnung von Leerverkaufsattacken sind v.a. die MAR,⁷³ die SSR⁷⁴ und die Ad-hoc-Pflicht relevant. Leerverkäufe sind u.a. aufgrund ihres positiven Einflusses auf Preisfindung und Marktliquidität nicht per se unzulässig.⁷⁵ Problematisch werden sie jedoch, wenn sie mit falschen oder irreführenden Informationen verbunden werden.⁷⁶

1. MAR

Zentrales Verbot ist das der Marktmanipulation gem. Art. 15 i.V.m. Art. 12 MAR.⁷⁷ Danach kann die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen eine informationsgestützte Marktmanipulation gem. Art. 12 I lit. c) MAR darstellen, wenn der Verbreitende wusste oder hätte wissen müssen, dass die Information falsch oder irreführend ist.⁷⁸ Bei Leerverkaufsattacken betrifft dies nicht den aktivistischen Leerverkauf als solchen, sondern Fälle, in denen ein Short-Seller nach Aufbau einer Short-Position falsche oder irreführende negative Informationen verbreitet und den dadurch ausgelösten Kursverfall wirtschaftlich nutzt.⁷⁹

⁷¹ *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 46; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 739; *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 70.

⁷² *Kahneman/Tversky*, Prospect Theory, 47 *Econometrica* (1979), 263, 279; *Orgeldinger*, Behavioral Finance, 2022, S. 54; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 94; *Barberis/Thaler*, A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides/Harris/Stulz, Handbook of the Economics of Finance, S. 1051, 1102 f.

⁷³ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung – Market Abuse Regulation) v. 16.4.2014, ABl. L 173, S. 1 – MAR.

⁷⁴ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 1.

⁷⁵ *Schlimbach*, Leerverkäufe, 2015, S. 69; *Möllers*, NZG 2018, 649, 650; *Krafft*, ZBB 2022, 187, 188; *Commandeur*, AG 2020, 575, 576; *Mülbert*, Rechtsschutzlücken bei Short-Seller-Attacken, ZHR 182 (2018), 105, 109 f.; *Splinter/Gansmeier*, ZHR 184 (2020), 761, 762 f.

⁷⁶ *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 59 ff.; *Krafft*, ZBB 2022, 187, 188; *Commandeur*, AG 2020, 575, 576; *Mülbert*, ZHR 182 (2018), 105, 107 f.

⁷⁷ *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 489; *Commandeur*, AG 2020, 575, 575; *Graßl/Nikoleyczik*, AG 2017, 49, 54.

⁷⁸ *Möllers*, NZG 2018, 649, 651; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 56; *Frömel*, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 67.

⁷⁹ *Möllers*, NZG 2018, 649, 651; *Bayram/Meier*, BKR 2018, 55, 60.

Ergänzend erfasst Art. 12 II lit. d) MAR das sog. Scalping,⁸⁰ wenn eine zuvor eingegangene Position und der daraus folgende Interessenkonflikt nicht ordnungsgemäß offengelegt werden.⁸¹

Außerdem unterfallen Research Reports i.d.R. den Anforderungen an Anlageempfehlungen nach Art. 20 MAR.⁸² Danach müssen Anlageempfehlungen objektiv dargestellt und bestehende Interessen oder Interessenkonflikte offengelegt werden. Art. 20 MAR adressiert nicht den Leerverkauf als solchen, sondern die Qualität und Transparenz der Kapitalmarktkommunikation.⁸³

Daneben verpflichtet Art. 17 I MAR Emittenten zur unverzüglichen Ad-hoc-Veröffentlichung von Insiderinformationen, um bestehende Informationsasymmetrien ggü. den Anlegern auszugleichen.⁸⁴ Marktgerüchte und negative Vorwürfe in Research Reports können grds. Insiderinformationen gem. Art. 7 I lit. a) MAR darstellen, sofern sie präzise sind, nicht öffentlich bekannt sind und ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial aufweisen.⁸⁵ Dies muss im Einzelfall beurteilt werden.⁸⁶ De lege lata besteht keine allgemeine Pflicht zur Kommentierung jedes Marktgerüchts.⁸⁷ Eine Ad-hoc-Pflicht kommt vielmehr nur in Betracht, wenn der zugrunde liegende Tatsachenkern oder die dem Emittenten bekannte Wahrheit bzw. Unwahrheit der Vorwürfe selbst eine Insiderinformation darstellt.⁸⁸ Der BaFin-Emittentenleitfaden, der in der Praxis als Auslegungshilfe herangezogen wird,⁸⁹ stellt hierfür als norminterpretierende Verwaltungsvorschrift⁹⁰ auf die Vertrauenswürdigkeit der Quelle, nachprüfbare

⁸⁰ Bayram/Meier, BKR 2018, 55, 57; Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 92; Vollmerhausen, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufen, 2022, S. 253; Commandeur, AG 2020, 575, 578; Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49, 55; Wilken/Bertus, BB 2019, 2754, 2756 f.

⁸¹ Schmolke, ZGR 2020, 291, 306 ff.; Graßl/Nikoleyczik, AG 2017, 49, 55 f.; Commandeur, AG 2020, 575, 578; Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307, 312; Wilken/Bertus, BB 2019, 2754, 2756 f.

⁸² Piepenburg/Schwarz, BKR 2021, 760, 761; Vollmerhausen, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufen, 2022, S. 243; Brak, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 59; Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307, 313; Mühlbert, ZHR 182 (2018), 105, 107.

⁸³ Vgl. Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307, 313; Mühlbert, ZHR 182 (2018), 105, 108.

⁸⁴ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 14. Aufl. 2026, § 6 Rn. 510 f.; Bürgers, BKR 2004, 424, 426; Langenbucher/Hau/Wentz, ZBB 2019, 307, 313.

⁸⁵ Klöhn, in: Klöhn, MAR, 2. Aufl. 2023, Art. 7 MAR Rn. 60; Bürgers, BKR 2004, 424, 424 f.; Wilken/Bertus, BB 2019, 2754, 2757 f.; Kumpan/Misterek, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, Art. 7 MAR Rn. 75 ff.

⁸⁶ Vgl. Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577, 1578.

⁸⁷ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 241.

⁸⁸ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 234 f.

⁸⁹ Merwald, Die Rechtsnatur exekutiver Verlautbarungen im Bank- und Kapitalmarktrecht, WM 2025, 1397, 1404.

⁹⁰ Möllers, Juristische Methodenlehre, 6. Aufl. 2025, § 3 Rn. 64; Merwald, WM 2025, 1397, 1403.

Fakten, die wirtschaftliche Situation des Unternehmens und die Verfassung der Märkte im Allgemeinen ab.⁹¹

2. SSR und nationale Regulierung

Die SSR enthält Transparenzpflichten für Netto-Leerverkaufspositionen sowie Beschränkungen ungedeckter Leerverkäufe:⁹² Netto-Leerverkaufspositionen müssen ab einer Schwelle von 0,1 % des Aktienkapitals der BaFin gemeldet⁹³ und ab 0,5 % im Bundesanzeiger öffentlich bekannt gemacht werden.⁹⁴ Zudem beschränkt Art. 12 I SSR ungedeckte Leerverkäufe in Aktien, indem ein Leerverkauf nur zulässig ist, wenn die Lieferung der verkauften Aktien bei Fälligkeit hinreichend abgesichert ist.⁹⁵

Gem. Art. 20 SSR kann die BaFin Leerverkäufe beschränken oder verbieten, wenn außergewöhnliche Umstände eine ernsthafte Bedrohung für Finanzstabilität oder Marktvertrauen begründen.⁹⁶ Art. 23 SSR erlaubt kurzfristige Beschränkungen von Leerverkäufen bei einem erheblichen Kursverfall eines Finanzinstruments.⁹⁷ Unabhängig davon kann sie nach § 6 II WpHG den Handel aussetzen, wenn der Handel angesichts der Lage des Emittenten den Anlegerinteressen abträglich wäre. Schließlich trifft Personen, die beruflich oder geschäftsmäßig Anlageempfehlungen erstellen oder weitergeben, nach § 86 I WpHG eine Anzeigepflicht ggü. der BaFin.⁹⁸

Entscheidend ist, dass diese Regelungen v.a. missbräuchliches Verhalten, Transparenzdefizite oder Krisensituationen adressieren. Sie beantworten nicht abschließend, wie mit rechtmäßigen, aber kursbewegenden Research Reports umzugehen ist, bei denen der Markt zunächst nur die Sichtweise des Short-Sellers verarbeitet und der Emittent erst zeitversetzt reagieren kann.

⁹¹ BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, S. 15.

⁹² Splinter/Gansmeier, ZHR 184 (2020), 761, 769 ff.

⁹³ Art. 5 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 10 – SSR.

⁹⁴ Art. 6 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 11 – SSR.

⁹⁵ Art. 12 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 12 – SSR.

⁹⁶ Art. 20 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 17 – SSR.

⁹⁷ Art. 23 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 17 – SSR.

⁹⁸ *Commandeur*, AG 2020, 575, 580.

C) Empirische Untersuchung

Die bisherigen Ausführungen zeigen, dass Marktgerüchte rechtliche und ökonomische Relevanz haben. Fraglich ist jedoch, wie sie sich tatsächlich auf Marktteilnehmer auswirken. Die empirische Untersuchung fragt daher, welche Kursreaktionen Marktgerüchte auslösen, wie Emittenten hierauf kommunizieren und wie private Anleger solche Informationen wahrnehmen. Zentral ist, welche Rückschlüsse sich für Publizitätspflichten und mögliche regulatorische Instrumente ziehen lassen. Hierzu werden zunächst ökonomische Studien und aktuelle Fallbeispiele ausgewertet. Ergänzend wird eine eigene explorative Anlegerumfrage herangezogen.

I. Sekundäranalyse

1. Ereignisstudien zu Marktgerüchten

Bestehende Ereignisstudien zeigen, dass Marktgerüchte bereits vor ihrer offiziellen Bestätigung erhebliche Kurswirkungen entfalten können.⁹⁹ Sie sind deshalb für die Frage relevant, ob und wann Emittenten auf Gerüchte oder gerüchteähnliche Research Reports reagieren müssen.

a) Pound/Zeckhauser: Übernahmegerüchte und Price Run-ups

Pound und Zeckhauser untersuchen 42 Übernahmegerüchte aus der Wall-Street-Journal-Kolumne „Heard on the Street“.¹⁰⁰ Am Tag der Veröffentlichung treten durchschnittlich kaum noch besondere Überrenditen auf.¹⁰¹ Deutlich zeigt sich dagegen ein Kursanstieg in den 20 Handelstagen zuvor; die durchschnittliche Überrendite beträgt 7,78 %.¹⁰²

Die Studie belegt damit, dass Gerüchte schon vor ihrer offiziellen Publikation vom Markt verarbeitet werden können.¹⁰³ Zugleich zeigt sie deren Unsicherheit: Nur 18 der 42 betroffenen Unternehmen erhielten innerhalb eines Jahres tatsächlich ein Übernahmeangebot.¹⁰⁴ Marktgerüchte können also kursrelevant sein, ohne stets verlässlich zu sein.¹⁰⁵

⁹⁹ Pound/Zeckhauser, Clearly Heard on the Street, 63 Journal of Business (1990), 291, 291 ff.

¹⁰⁰ Pound/Zeckhauser, 63 Journal of Business (1990), 291, 291 ff.

¹⁰¹ Pound/Zeckhauser, 63 Journal of Business (1990), 291, 292 Nr. 3.

¹⁰² Pound/Zeckhauser, 63 Journal of Business (1990), 291, 301.

¹⁰³ Pound/Zeckhauser, 63 Journal of Business (1990), 291, 292 Nr. 4.

¹⁰⁴ Pound/Zeckhauser, 63 Journal of Business (1990), 291, 293 Nr. 5.

¹⁰⁵ Pound/Zeckhauser, 63 Journal of Business (1990), 291, 302 ff.

b) Spiegel/Tavor/Templeman: Internetgerüchte und Digitalisierung

Spiegel, Tavor und Templeman untersuchen Internetgerüchte auf dem israelischen Aktienmarkt.¹⁰⁶ Die Studie zeigt, dass digitale Gerüchte bereits vor und am Tag ihrer Veröffentlichung signifikante Kursreaktionen auslösen können.¹⁰⁷

Bedeutsam ist, dass auch falsche Gerüchte zunächst Marktreaktionen hervorrufen.¹⁰⁸ Der Markt reagiert nicht nur auf bestätigte Informationen, sondern auch auf unsichere Gerüchte.

c) Zwischenergebnis

Die Studien zeigen, dass Marktgerüchte trotz ungeklärten Wahrheitsgehalts kursrelevant sein können.¹⁰⁹ Für Emittenten kommt es daher nicht allein auf die Wahrheit des Gerüchts an, sondern auch auf seine tatsächliche Marktwirkung und Wahrnehmung durch Marktteilnehmer.¹¹⁰

2. Aktualität von Leerverkaufsattacken

In Bezug auf die Auswirkungen von Research Reports bzw. den darin enthaltenen Gerüchten¹¹¹ auf das Marktverhalten ist zunächst die Aktualität von Leerverkaufsattacken interessant.

Die Auswertung von Activist Investing Annual Reviews¹¹² und des Diligent Shareholder Activism Annual Review 2026¹¹³ zeigt, dass Short-Seller-Attacken weiterhin eine relevante Erscheinung am Kapitalmarkt darstellen. Zwar verlief die Entwicklung seit 2018 nicht linear; v.a. 2021 war ein deutlicher Rückgang infolge hoher Marktliquidität, steigender Kurse und der Meme-Stock-Episode zu

¹⁰⁶ Spiegel/Tavor/Templeman, The effects of rumours on financial market efficiency, 17 Applied Economic Letters (2010), 1461 ff.

¹⁰⁷ Spiegel/Tavor/Templeman, 17 Applied Economic Letters (2010), 1461, 1461.

¹⁰⁸ Spiegel/Tavor/Templeman, 17 Applied Economic Letters (2010), 1461, 1463.

¹⁰⁹ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 123.

¹¹⁰ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 250 f.

¹¹¹ S. oben B) II. 2. a).

¹¹² Schulte, Roth & Zabel, The Activist Investing Annual Review 2019, abrufbar unter https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2019/02/AIAnnual_Review2019.pdf (Abruf v. 26.6.2026); McDermott Will & Schulte, 2021 Activist Investing Annual Review, abrufbar unter https://www.mcdermottlaw.com/wp-content/uploads/srz-documents/aiar_feb_2021pdf.pdf (Abruf v. 26.6.2026); McDermott Will & Schulte, The Activist Investing Annual Review 2022, abrufbar unter https://www.mcdermottlaw.com/wp-content/uploads/srz-documents/the_activist_investing_annual_review_2022pdf.pdf (Abruf v. 26.6.2026).

¹¹³ Diligent, Shareholder Activism Annual Review 2026, abrufbar unter https://www.olshanlaw.com/media/news/1239_Diligent%20Shareholder%20Activism%20Annual%20Review%202026.pdf (Abruf v. 26.6.2026).

verzeichnen.¹¹⁴ Der Review 2022 bezeichnet die 126 aktivistischen Short-Kampagnen des Jahres 2021 sogar als niedrigsten Wert seit Beginn der Insightia-Aufzeichnungen im Jahr 2013.¹¹⁵

Gerade die jüngste Entwicklung belegt jedoch die fortbestehende und erneute Aktualität. Nach Angaben des Diligent Shareholder Activism Annual Review 2026 erreichten die Leerverkaufsattacken im Jahr 2025 mit 166 weltweit initiierten Kampagnen einen Mehrjahreshöchststand.¹¹⁶

Leerverkaufsattacken sind also ein aktuelles Instrument kapitalmarktorientierter Druckausübung.¹¹⁷ Entscheidend ist daher nicht nur, ob die veröffentlichten Vorwürfe zutreffen, sondern wie schnell der Markt auf solche Reports reagiert.

3. Evaluation von Unternehmensreaktionen auf Gerüchte anhand aktueller Fallbeispiele

Nachdem die Studien die Kursrelevanz von Gerüchten gezeigt haben, rückt nun die kommunikative und publizitätsrechtliche Reaktion betroffener Emittenten auf Research Reports in den Fokus.

a) Adler Group / Viceroy Research, 2021

Am 6. Oktober 2021 veröffentlichte Viceroy Research einen kritischen Bericht über die Adler Group S.A..¹¹⁸ Die Vorwürfe betrafen v.a. Bilanzmanipulationen, Mittelabflüsse, Scheingeschäfte und strukturelle Probleme.¹¹⁹ Der Markt reagierte erheblich: Die Adler-Aktie verlor innerhalb kurzer Zeit mehr als ein Viertel ihres Werts.¹²⁰

¹¹⁴ *McDermott Will & Schulte*, The Activist Investing Annual Review 2022, S. 43 f., abrufbar unter https://www.mcdermottlaw.com/wp-content/uploads/srz-documents/the_activist_investing_annual_review_2022pdf.pdf (Abruf v. 26.6.2026).

¹¹⁵ *McDermott Will & Schulte*, The Activist Investing Annual Review 2022, S. 46, abrufbar unter https://www.mcdermottlaw.com/wp-content/uploads/srz-documents/the_activist_investing_annual_review_2022pdf.pdf (Abruf v. 26.6.2026).

¹¹⁶ *Diligent*, Shareholder Activism Annual Review 2026, S. 8 Nr. 6, abrufbar unter https://www.olshanlaw.com/media/news/1239_Diligent%20Shareholder%20Activism%20Annual%20Review%202026.pdf (Abruf v. 26.6.2026).

¹¹⁷ *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 17.

¹¹⁸ *Hock*, Viel Stress um eine Immobilienaktie, F.A.Z. v. 7.10.2021, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/adler-group-unter-druck-viel-stress-um-eine-immobilienaktie-17574519.html> (Abruf v. 26.6.2026).

¹¹⁹ *Hock*, Viel Stress um eine Immobilienaktie, F.A.Z. v. 7.10.2021, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/adler-group-unter-druck-viel-stress-um-eine-immobilienaktie-17574519.html> (Abruf v. 26.6.2026).

¹²⁰ 26 % laut *Reuters*, Adler-Aktien brechen ein, F.A.Z. v. 7.10.2021, S. 29; 28 % laut *Hock*, Viel Stress um eine Immobilienaktie, F.A.Z. v. 7.10.2021, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/adler-group-unter-druck-viel-stress-um-eine-immobilienaktie-17574519.html> (Abruf v. 26.6.2026).

Adler reagierte noch am selben Tag um 17:36 Uhr mit einer öffentlichen Stellungnahme und wies die Vorwürfe zurück.¹²¹ Publizitätsrechtlich bedeutsam ist, dass diese Reaktion nicht als Ad-hoc-Mitteilung, sondern als Corporate News bzw. Stellungnahme erfolgte. Eine vertiefte Aufarbeitung erfolgte erst später durch eine Sonderuntersuchung von KPMG Forensic, über dessen Abschlussbericht Adler im April 2022 in Form einer Ad-hoc-Mitteilung informierte.¹²² Dies zeigt, dass zwischen erster Verteidigungskommunikation und belastbarer inhaltlicher Klärung ein erheblicher Zeitraum liegen kann.

b) Mutares / Gotham City Research, 2024

Am 26. September 2024 veröffentlichte Gotham City Research einen kritischen Research Report über die Mutares SE & Co. KGaA.¹²³ Die Vorwürfe betrafen Bilanzierung, Geschäftsmodell und Cashflow-Rechnung.¹²⁴

Mutares reagierte noch am selben Tag mit einer ersten Stellungnahme und bezeichnete den Bericht als „Shortattacke“.¹²⁵ Am Folgetag veröffentlichte das Unternehmen eine detailliertere Stellungnahme. Auch hier erfolgte die Reaktion nicht als Ad-hoc-Mitteilung, sondern als Corporate News bzw. EQS-News.¹²⁶

c) Ergebnis

Die Fälle Adler und Mutares zeigen ein übereinstimmendes Muster: Ein aktivistischer Leerverkäufer setzt den Markimpuls, der Emittent reagiert zeitnah

¹²¹ *Adler Group S.A.*, First Statement on the Report from Viceroy, abrufbar unter https://www.adler-group.com/en/investor-relations/translate-to-english-news-publications/news/detail-news?tx_news_pil%5Baction%5D=detail&tx_news_pil%5Bcontroller%5D=News&tx_news_pil%5Bnews%5D=415&cHash=7ce634a907b81d174517c8f6f17ff848 (Abruf v. 26.6.2026).

¹²² *Adler Group S.A.*, Adler Group informiert über den finalen Bericht der umfassenden Sonderuntersuchung durch KPMG Forensic, abrufbar unter https://www.eqs-news.com/de/news/ad-hoc/adler-group-s-a-informiert-ueber-den-finalen-bericht-der-umfassenden-sonderuntersuchung-durch-kpmg-forensic/8f34651c-9cf2-4700-b3e9-fcb9846374a4_de (Abruf v. 26.6.2026).

¹²³ *Gotham City Research LLC*, Mutares SE & Co. KGaA – Research Report, 26.9.2024, abrufbar unter <https://www.gothamcityresearch.com/post/mutares-se-co-kgaa-research-report> (Abruf v. 26.6.2026).

¹²⁴ *Gotham City Research LLC*, Mutares SE & Co. KGaA – Research Report, 26.9.2024, abrufbar unter <https://www.gothamcityresearch.com/post/mutares-se-co-kgaa-research-report> (Abruf v. 26.6.2026); *Rehne*, Nach Shortseller-Attacke: Mutares wehrt sich gegen Vorwürfe, Finance Magazin v. 27.9.2024, abrufbar unter <https://www.finance-magazin.de/finanzabteilung/shortseller-attacken/nach-shortseller-attacke-mutares-wehrt-sich-gegen-vorwuerte-190923/> (Abruf v. 26.6.2026).

¹²⁵ *Mutares*, Erste Stellungnahme von Mutares zum Research-Bericht von Gotham City und der Shortattacke, 26.9.2024, abrufbar unter <https://mutares.com/erste-stellungnahme-von-mutares-zum-research-bericht-von-gotham-city-und-der-shortattacke-einblick-in-den-aktuellen-geschäftsverlauf-sowie-kurz-und-mittelfristige-aussichten/> (Abruf v. 26.6.2026).

¹²⁶ *Mutares*, Detaillierte Stellungnahme von Mutares zum Research-Bericht von Gotham City und der Shortattacke sowie den dort erhobenen Vorwürfen, 27.9.2024, abrufbar unter <https://mutares.com/detaillierte-stellungnahme-von-mutares-zum-research-bericht-von-gotham-city-und-der-shortattacke-sowie-den-dort-erhobenen-vorwurfen/> (Abruf v. 26.6.2026).

mit Verteidigungskommunikation,¹²⁷ greift hierfür aber nicht zwingend auf eine Ad-hoc-Mitteilung zurück.¹²⁸ Weder Adler noch Mutares verfolgten eine „No-Comment“-Strategie;¹²⁹ beide reagierten zeitnah.

Research Reports erzeugen damit erheblichen faktischen Kommunikationsdruck¹³⁰ unterhalb der rechtlichen Publizitätspflicht.¹³¹ Emittenten kommunizieren häufig aus reputations- und vertrauensschützenden Gründen.¹³² Eine substantiierte Stellungnahme benötigt jedoch regelmäßig mehr Zeit als ein bloßes Dementi.¹³³

II. Primäranalyse

Im Rahmen der Untersuchung wurde eine explorative Online-Umfrage zum Thema „Marktgerüchte, Short-Selling und Anlegerverhalten“ durchgeführt. Je nach Frage nahmen zwischen 39 und 45 Personen teil. Die Umfrage ist nicht repräsentativ, sondern dient lediglich dazu, erste Eindrücke zur Wahrnehmung von Marktgerüchten, Short-Seller-Reports und Emittentenreaktionen zu gewinnen.

Die Ergebnisse zeigen, dass Marktgerüchte von den Befragten regelmäßig wahrgenommen werden.¹³⁴ Sie erreichen Anleger nicht nur über klassische Finanzmedien, sondern auch über soziale Medien, Messenger und persönliche Kommunikationswege.¹³⁵ Für die Glaubwürdigkeit eines Gerüchts ist v.a. die Quelle entscheidend;¹³⁶ soziale Medien und Finfluencer werden zwar als einflussreich,¹³⁷ aber weniger glaubwürdig als klassische Finanzmedien bewertet.¹³⁸

¹²⁷ Brak, *Aktivistische Leerverkäufe*, 2022, S. 26 ff.

¹²⁸ So reagierte bspw. auch die Aurelius SE & Co. KGaA anhand mehrerer Stellungnahmen auf einen negativen Report von Gotham City Research: Brak, *Aktivistische Leerverkäufe*, 2022, S. 31 f.

¹²⁹ Klöhn, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, 2006, S. 240 ff.

¹³⁰ Klöhn, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, 2006, S. 243 f.; Neumann, *Gerüchte als Kapitalmarktinformation*, 2011, S. 99; Frömel, *Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken*, 2020, S. 209.

¹³¹ Neumann, *Gerüchte als Kapitalmarktinformation*, 2011, S. 234 f.

¹³² Klöhn, *Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance*, 2006, S. 243 f.; Neumann, *Gerüchte als Kapitalmarktinformation*, 2011, S. 99; Frömel, *Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken*, 2020, S. 209.

¹³³ S. die Veröffentlichung der Sonderuntersuchung von Adler, die sechs Monate nach der Leerverkaufsattacke erfolgte: *Adler Group S.A.*, Adler Group informiert über den finalen Bericht der umfassenden Sonderuntersuchung durch KPMG Forensic, abrufbar unter https://www.eqs-news.com/de/news/ad-hoc/adler-group-s-a-informiert-ueber-den-finalen-bericht-der-umfassenden-sonderuntersuchung-durch-kpmg-forensic/8f34651c-9cf2-4700-b3e9-fcb9846374a4_de (Abruf v. 26.6.2026).

¹³⁴ S. Anhang II, Frage 1.

¹³⁵ S. Anhang II, Frage 2.

¹³⁶ S. Anhang II, Frage 5.

¹³⁷ S. Anhang II, Frage 3.

¹³⁸ S. Anhang II, Frage 4.

Das Anlegerverhalten erscheint überwiegend vorsichtig. Die Befragten gehen mehrheitlich nicht davon aus, durch schnelles Handeln bei Gerüchten systematisch den Markt schlagen zu können.¹³⁹ Kursbewegungen infolge von Gerüchten werden eher als kurzfristige Überreaktion verstanden.¹⁴⁰ Viele Befragte meiden Aktien, über die Gerüchte kursieren.¹⁴¹

Für die Publizitätsfrage ist relevant, dass die Befragten keine Kommentierung jedes Marktgerüchts erwarten.¹⁴² Eine Reaktion wird dann befürwortet, wenn das Gerücht einen wahren Kern hat oder den Kurs erheblich beeinflussen kann.¹⁴³ Die Umfrage stützt damit die Annahme, dass nicht jedes Gerücht eine Ad-hoc-Reaktion verlangt, wohl aber faktischen Kommunikationsdruck begründet.

D) KI-gestützte Analyse des Marktverhaltens

Aufbauend auf der klassischen Analyse wird untersucht, welchen zusätzlichen Erkenntniswert ChatGPT und Beck-Noxtua für die empirische Erhebung bieten. Die Modelle werden dabei nicht als Ersatz juristischer Bewertung eingesetzt, sondern als Hilfsmittel zur Strukturierung von Fällen, Daten und zeitlichen Abläufen.

I. Methodik

ChatGPT sollte eine Fallinventur relevanter Short-Seller-Attacken seit 2018 erstellen und dabei Reportzeitpunkt, Kursreaktion, erste substantiierte Emittentenreaktion und Kommunikationsform erfassen. Beck-Noxtua wurde vergleichend daraufhin getestet, ob es für eine Fallinventur und die rechtliche Einordnung anhand von Rechtsprechung einen eigenständigen Mehrwert bietet.

II. KI-gestützte Fallinventur von Leerverkaufsattacken seit 2018

1. Prompts und Verlauf

ChatGPT sollte zunächst eine Fallinventur von Leerverkaufsattacken seit 2018 mit den oben genannten Kriterien erstellen.¹⁴⁴ Die ersten Abfragen führten zwar zu umfangreichen Übersichten mit 15¹⁴⁵ bzw. 83 Fällen.¹⁴⁶ Für die Untersuchung

¹³⁹ S. Anhang II, Frage 9 und 14.

¹⁴⁰ S. Anhang II, Frage 8.

¹⁴¹ S. Anhang II, Frage 15.

¹⁴² S. Anhang II, Frage 17.

¹⁴³ S. Anhang II, Frage 17.

¹⁴⁴ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 1.

¹⁴⁵ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 1.

¹⁴⁶ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 2.

blieben sie jedoch nur eingeschränkt verwendbar, weil genaue Uhrzeiten fehlten oder als nicht verifiziert ausgewiesen wurden.¹⁴⁷ Damit ließ sich der zentrale Zeitraum zwischen Marktpuls und Emittentenreaktion zunächst nicht verlässlich bestimmen.¹⁴⁸ Erforderlich wären hierfür laut ChatGPT Intraday-Kursdaten, belastbare News-Timestamps, Originalreports und Emittentenmitteilungen, also Daten, die regelmäßig hinter einer Paywall stehen.¹⁴⁹

2. High-Confidence-Sample

Anschließend wurde ChatGPT aufgefordert, nur solche Fälle aufzunehmen, bei denen die relevanten Zeitpunkte anhand frei zugänglicher Quellen belastbar ermittelt werden konnten. Daraus entstand ein „High-Confidence-Sample“ mit lediglich fünf Fällen, da laut ChatGPT nicht mehr Fälle aufgezeigt werden konnten, ohne den Standard des Belegs senken zu müssen.¹⁵⁰

Für diese fünf Fälle ergaben sich Zeitabstände zwischen Veröffentlichung des Research Reports und erster Emittentenreaktion von 56 Minuten bis 33 Stunden.¹⁵¹ Das Sample ist nicht repräsentativ, macht aber plausibel, dass zwischen Marktpuls und substantiierter Emittentenreaktion ein erheblicher Zeitraum liegen kann.¹⁵²

3. Erkenntnisse aus finaler Fallinventur

Im High-Confidence-Sample beträgt der durchschnittliche Zeitraum zwischen Veröffentlichung des Research Reports und begründeter Emittentenreaktion ca. 19,5 Stunden.¹⁵³ Wegen der geringen Fallzahl ist dieser Wert nicht repräsentativ. Er verdeutlicht aber die zeitliche Asymmetrie zwischen Marktpuls und Emittentenreaktion.

Die großen Zeitabstände erklären sich laut ChatGPT mit dem Prüfungsaufwand: Ein kurzes Dementi kann schnell erfolgen; eine belastbare Stellungnahme erfordert dagegen die inhaltliche Prüfung der erhobenen Vorwürfe.¹⁵⁴ Hinzu kommt, dass Emittenten regelmäßig nicht vorab kontaktiert werden und die Vorwürfe daher erst

¹⁴⁷ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 1; Tabelle s. Anhang III.

¹⁴⁸ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 1.

¹⁴⁹ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 2.

¹⁵⁰ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 4; Tabelle s. Anhang IV.

¹⁵¹ Genaue Aufschlüsselung s. Anhang IV.

¹⁵² Tabelle s. Anhang IV.

¹⁵³ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 3.

¹⁵⁴ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 5.

nach Veröffentlichung prüfen können.¹⁵⁵ Auch die Anforderungen an vollständige und zutreffende Kapitalmarktkommunikation gem. Art. 17 I MAR sprechen gegen vorschnelle Erklärungen.¹⁵⁶

III. Auswertung ausgewählter ökonomischer Studien

ChatGPT wurde zudem mit der Auswertung zwölf ökonomischer und empirischer Studien zu Marktgerüchten und Leerverkäufen¹⁵⁷ beauftragt.¹⁵⁸ Die KI ordnete die Studien nach Untersuchungsgegenstand, Methode, zentralen Befunden und Bedeutung für die Arbeit.¹⁵⁹

Die Auswertung bestätigt, dass Gerüchte und negative Research Reports erhebliche Auswirkungen auf Kurs und Volatilität haben können.¹⁶⁰ Maßgeblich sind dabei nicht nur Aktualität,¹⁶¹ sondern auch Glaubwürdigkeit,¹⁶² Salienz¹⁶³ und redundante mediale Verbreitung der Information.¹⁶⁴ Zugleich sprechen die Studien dagegen, Short-Seller-Attacken pauschal als Marktmanipulation einzuordnen, da aktivistische Leerverkäufer den Markt auch mit wertvollen Informationen versorgen können.¹⁶⁵ Regulatorisch überzeugt daher eher eine Anknüpfung an Informationsqualität, Transparenz und Interessenkonflikte als ein generelles Verbot.¹⁶⁶

Besondere Bedeutung hat die Studie von Ljungqvist und Qian zu 124 Leerverkaufsattacken.¹⁶⁷ Sie zeigt, dass es am Tag der Veröffentlichung negativer

¹⁵⁵ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 5.

¹⁵⁶ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 5.

¹⁵⁷ *Rose*, 15 *Public Opinion Quarterly* (1951), 461; *Pound/Zeckhauser*, 63 *Journal of Business* (1990), 291; *Zivney/Bertin/Torabzadeh*, *Overreaction to Takeover Speculation*, 36 *The Quarterly Review of Economics and Finance* (1996), 89; *Spiegel/Tavor/Templeman*, 17 *Applied Economic Letters* (2010), 1461; *Huberman/Regev*, *Contagious Speculation and a Cure for Cancer*, 56 *The Journal of Finance* (2001), 387; *Odean*, *Volume, Volatility, Price, and Profit*, 53 *The Journal of Finance* (1998), 1887; *Brunnermeier*, *Information Leakage and Market Efficiency*, 18 *The Review of Financial Studies* (2005), 417; *Ljungqvist/Qian*, *How Constraining are Limits to Arbitrage?*, 7 *Institute of Global Finance Working Paper* (2016), 1; *Schmidt*, *Stock Market Rumors and Credibility*, 33 *The Review of Financial Studies* (2020), 3804; *Groth*, *Analystenempfehlungen in der Wirtschaftspresse*, 2006; *Zhang/Chen/Rong/Wang/Tan*, *Effect of social media rumors on stock market volatility*, *Frontiers in Physics* 2022, 1; *Bohl/Reher/Wilfling*, *Short selling constraints and stock returns volatility*, 45 *CQE Working Paper* (2016), 1.

¹⁵⁸ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 6.

¹⁵⁹ Tabelle s. Anhang V.

¹⁶⁰ *Spiegel/Tavor/Templeman*, 17 *Applied Economic Letters* (2010), 1461, 1461 ff.

¹⁶¹ *Huberman/Regev*, 56 *The Journal of Finance* (2001), 387, 387 ff.

¹⁶² *Schmidt*, 33 *The Review of Financial Studies* (2020), 3804, 3804 ff.

¹⁶³ *Odean*, 53 *The Journal of Finance* (1998), 1887, 1887 ff.

¹⁶⁴ *Spiegel/Tavor/Templeman*, 17 *Applied Economic Letters* (2010), 1461, 1461 ff.

¹⁶⁵ *Schmidt*, 33 *The Review of Financial Studies* (2020), 3804, 3804 ff.

¹⁶⁶ *Vollmerhausen*, *Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern*, 2022, S. 238 f.

¹⁶⁷ *Ljungqvist/Qian*, 7 *Institute of Global Finance Working Paper* (2016), 1.

Research Reports zu erheblichen Verkäufen und einem durchschnittlichen Kursrückgang von 7,5 % kommt.¹⁶⁸ Damit belegt sie die unmittelbare Marktwirkung von Research Reports besonders deutlich. ChatGPT erkannte diese Bedeutung jedoch nur unzureichend.¹⁶⁹

IV. Einsatz von Beck-Noxtua

Ergänzend wurde Beck-Noxtua mit demselben Prompt wie ChatGPT getestet.¹⁷⁰ Für eine empirische Fallinventur erwies sich das LLM jedoch nur als eingeschränkt geeignet. Die ausgegebene Tabelle enthielt faktisch lediglich zwei unterschiedliche Fälle.¹⁷¹ Dies beruht darauf, dass Beck-Noxtua allein auf juristische Fachinhalte aus beck-online zugreift und daher nur solche Leerverkaufsattacken erfasst, die bereits in der dortigen Fachliteratur behandelt wurden.¹⁷² Eine repräsentative empirische Datengrundlage lässt sich daraus nicht gewinnen.

Lobenswert an Beck-Noxtua ist jedoch, dass Rechtsprechung präzise und ohne halluzinierte Aktenzeichen aufgeführt werden kann. Die erstellte Rechtsprechungsübersicht lieferte zwar keine eigenständigen empirischen Erkenntnisse, erleichterte aber den Zugang zu einschlägigen Entscheidungen und deren Kernaussagen.¹⁷³

E) Bewertung des KI-Einsatzes

Der Einsatz von ChatGPT und Beck-Noxtua zeigt, dass LLMs für kapitalmarktrechtliche Forschung einen methodischen Mehrwert bieten können, ihre Ergebnisse aber kritisch überprüft werden müssen.

Bereits das Prompt Engineering erwies sich als anspruchsvoller als erwartet. Auch ein durchdacht formulierter Prompt führte nicht zwingend zum gewünschten Ergebnis. So setzte ChatGPT den Schwerpunkt bei der empirischen Erstellung der

¹⁶⁸ *Ljungqvist/Qian*, 7 Institute of Global Finance Working Paper (2016), 1, 2.

¹⁶⁹ S. Tabelle Anhang V.

¹⁷⁰ Vgl. Beck-Noxtua, Protokoll Nr. 7.

¹⁷¹ Tabelle s. Anhang VI.

¹⁷² S. die Erklärung der Arbeitsweise: *Beck-Noxtua*, Weniger Hollywood. Mehr Substanz, abrufbar unter https://www.beck-noxtua.de/?gad_source=1&gad_campaignid=22924858750&gbraid=0AAAAA_4tbA679diE-lZzTFBfbxgr-LmAw&gclid=CjwKCAjw857RBhAgEiwAI-lyKKZMBJTdKg2fQycwsaqWXpsYD3-CerBhSRpHIA-3eFbtclFLcKaeyRoCRfMQAvD_BwE (Abruf v. 26.6.2026); vgl. die von Beck-Noxtua zitierten Aufsätze *Möllers*, NZG 2018, 649, 649 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, BKR 2019, 315, 315 ff.; *Voß*, Lessons to be learned?, RD 2020, 11, 11 ff.; *Weber*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2018/2019, NJW 2019, 968, 970.

¹⁷³ Vgl. Beck-Noxtua, Protokoll Nr. 8; Tabelle s. Anhang VII.

Fallinventur zunächst auf eine möglichst umfangreiche Aufzählung, obwohl die Fragestellung auf die Ermittlung konkreter Zeitabstände zwischen Veröffentlichung eines Research Reports und erster substantiierter Emittentenreaktion gerichtet war.¹⁷⁴ Damit wirkte das Ergebnis auf den ersten Blick zwar beeindruckend, behandelte den eigentlichen Untersuchungsgegenstand jedoch nur spärlich.

ChatGPT konnte in kurzer Zeit eine große Zahl möglicher Leerverkaufsattacken zusammentragen.¹⁷⁵ Für die eigentliche Fragestellung waren jedoch nicht möglichst viele Fälle entscheidend, sondern belastbare Zeitpunkte zwischen Veröffentlichung des Research Reports und erster substantiierter Emittentenreaktion.¹⁷⁶ Erst durch eine erneute Eingrenzung des Prompts entstand mit dem High-Confidence-Sample ein verwertbares Ergebnis.¹⁷⁷

Bei der Auswertung ökonomischer Studien erwies sich ChatGPT als hilfreich, da Untersuchungen geordnet und zentrale Befunde herausgearbeitet werden konnten.¹⁷⁸ Die Ergebnisse blieben jedoch teils oberflächlich und ersetzen die eigenständige Lektüre nicht. Zuletzt wurde die Bedeutung einzelner Studien für den konkreten Untersuchungsgegenstand nicht immer zutreffend gewichtet.¹⁷⁹

Beck-Noxtua zeigte andere Stärken. Für eine breite empirische Fallinventur war das LLM wegen seiner Anbindung an beck-online nur beschränkt geeignet. Einen größeren Mehrwert bot es dagegen bei der rechtlichen Einordnung und der strukturierten Aufbereitung einschlägiger Rechtsprechung.¹⁸⁰

Insgesamt eignet sich ChatGPT zur explorativen Recherche, Strukturierung größerer Datenmengen und Mustererkennung.¹⁸¹ Beck-Noxtua ist demgegenüber weniger für empirische Breitenrecherche, aber eher für juristische Quellenarbeit geeignet. Für die vorliegende Untersuchung lieferte der KI-Einsatz damit keinen selbständigen empirischen Nachweis, aber einen verwertbaren Ausgangspunkt: Die Fallinventur zeigt, dass zwischen Markimpuls und substantiierter Emittentenreaktion ein erheblicher Zeitraum liegen kann.¹⁸² Damit stellt sich die

¹⁷⁴ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 2.

¹⁷⁵ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 2.

¹⁷⁶ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 2.

¹⁷⁷ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 4.

¹⁷⁸ Tabelle s. Anhang V.

¹⁷⁹ *Ljungqvist/Qian*, 7 Institute of Global Finance Working Paper (2016), 1.

¹⁸⁰ Tabelle s. Anhang VII.

¹⁸¹ S. die KI-generierten Tabellen im Anhang.

¹⁸² Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 3.

Folgefrage, inwiefern dieser Zeitraum bspw. durch eine Handelsaussetzung überbrückt werden sollte.¹⁸³

F) Gesamtergebnis der Untersuchung

Research Reports aktivistischer Leerverkäufer stellen eine Marktintervention sui generis dar.¹⁸⁴ Ein außenstehender Dritter setzt durch die Veröffentlichung eines negativen Reports den Marktpuls. Der Markt reagiert regelmäßig sofort, während der Emittent erst nachträglich prüfen und entscheiden kann, ob und wie er Stellung nimmt.¹⁸⁵

Das zentrale Problem liegt in der zeitlichen Asymmetrie zwischen Markt- und Emittentenreaktion. Der wirtschaftliche Erfolg hängt von der unmittelbaren Kursreaktion ab, nicht von der späteren Klärung der Vorwürfe.¹⁸⁶ Zugleich zeigen die untersuchten Fälle, dass Emittenten häufig zeitnah kommunizieren, hierfür aber i.d.R. Corporate News oder sonstige Stellungnahmen und nicht zwingend Ad-hoc-Mitteilungen nutzen.¹⁸⁷

Entscheidend ist, dem Markt Zeit für eine beidseitige Informationsverarbeitung zu verschaffen. Fraglich ist daher, ob hierfür Instrumente wie eine kurzfristige Handelsunterbrechung geeigneter sind als eine umfassende Pflicht zur Kommentierung jedes Gerüchts.

G) Reformvorschläge de lege ferenda

I. Bewegliches System¹⁸⁸ zur Bewertung von Gerüchten

Eine kurzfristige Handelsunterbrechung kommt aufgrund der Eingriffsintensität nur bei hinreichend relevanten Marktinformationen in Betracht.¹⁸⁹ Da es sich beim Gerücht um einen unbestimmten Rechtsbegriff¹⁹⁰ handelt, bedarf er der

¹⁸³ S. dazu G).

¹⁸⁴ Auch als „financial innovation“ bezeichnet, s. *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 18.

¹⁸⁵ *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 26 f.; *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 18.

¹⁸⁶ *Brak*, Aktivistische Leerverkäufe, 2022, S. 17; *Vollmerhausen*, Das Verbot der Marktmanipulation am Beispiel von aktivistischen Leerverkäufern, 2022, S. 69.

¹⁸⁷ S. Anhang III und IV.

¹⁸⁸ *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 6. Aufl. 2025, § 8 Rn. 35 ff.

¹⁸⁹ *Schockenhoff*, WM 2020, 1349, 1353; *Poelzig*, ZHR 184 (2020), 697, 740; *Möllers*, NZG 2018, 649, 656.

¹⁹⁰ *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 6. Aufl. 2025, § 7 Rn. 6 ff.

Konkretisierung.¹⁹¹ Die kapitalmarktrechtliche Relevanz von Gerüchten muss folglich einer strukturierten Einzelfallprüfung unterliegen.¹⁹²

Ausgangspunkt sind die Rechtsprechung des EuGH und der BaFin-Emittentenleitfaden.¹⁹³ Danach schließt der unsichere Wahrheitsgehalt eines Gerüchts seine kapitalmarktrechtliche Relevanz nicht aus.¹⁹⁴ Entscheidend ist, ob die Information im konkreten Fall hinreichend präzise ist und von den Marktteilnehmern ernst genommen wird.¹⁹⁵ Bedeutung haben v.a. der Inhalt, die Nennung eines konkreten Übernahmeangebotspreises, die Person der Journalisten sowie das Ansehen des Presseorgans.¹⁹⁶ Auch die tatsächliche Kursreaktion kann als nachträgliches Indiz für die Beurteilung des Gerüchts als präzise Information herangezogen werden.¹⁹⁷ Die Bewertung von Marktgerüchten darf folglich nicht allein beim Wahrheitsgehalt ansetzen.¹⁹⁸

Diese Überlegungen lassen sich auf Research Reports aktivistischer Leerverkäufer übertragen.¹⁹⁹ Solche Reports treten zwar formal als Finanzanalysen auf, wirken aber gerüchteähnlich, solange die erhobenen Vorwürfe vom Markt nicht überprüft werden.²⁰⁰ Für ihre Bewertung bietet sich daher ein Bewegliches System an, in dem mehrere Faktoren gegeneinander abgewogen werden.²⁰¹

Maßgeblich sind die Vertrauenswürdigkeit der Quelle (Bekanntheit, Reputation, Seriosität des Short-Sellers),²⁰² die Plausibilität der Vorwürfe,²⁰³ die wirtschaftliche

¹⁹¹ Möllers, Fallgruppen und Bewegliches System als Methoden der Konkretisierung von Recht, in: FS Bamberger, 2017, S. 211, 216.

¹⁹² EuGH, Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20, NZG 2022, 961, 963 Rn. 42.

¹⁹³ EuGH, Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20, NZG 2022, 961; BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, S. 14 f.

¹⁹⁴ EuGH, Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20, NZG 2022, 961, 963 Rn. 39 ff.

¹⁹⁵ Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577, 1580.

¹⁹⁶ EuGH, Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20, NZG 2022, 961, 963 Rn. 50 ff.; s. auch Anhang II, Fragen 4 und 5.

¹⁹⁷ EuGH, Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20, NZG 2022, 961, 963 Rn. 56.

¹⁹⁸ Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577, 1583; Assmann, Information über bevorstehende Veröffentlichung eines Marktgerüchts als unberechtigte Offenlegung einer Insiderinformation., AG 2022, 390, 394.

¹⁹⁹ S. B) II. 2. a).

²⁰⁰ Möllers, NZG 2018, 649, 652.

²⁰¹ Möllers, Fallgruppen und Bewegliches System als Methoden der Konkretisierung von Recht, in: FS Bamberger, 2017, S. 211, 221 ff.

²⁰² Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577, 1580; BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, S. 15.

²⁰³ Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577, 1580.

Situation des betroffenen Unternehmens,²⁰⁴ das Marktumfeld und die tatsächliche Kurswirkung.²⁰⁵

Ein solcher Kriterienkatalog verhindert, dass jedes Gerücht automatisch als kapitalmarktrechtlich relevante Information behandelt wird. Zugleich schafft er für Aufsichtsbehörden, Börsen und Emittenten eine nachvollziehbare Orientierung, um relevante Marktinformationen schneller von Spekulationen zu unterscheiden.

II. Handelsaussetzung

Auf Grundlage der dargestellten Bewertungskriterien kommt als prozedurales Instrument eine kurzfristige Handelsaussetzung in Betracht.²⁰⁶ Sie kann das Spannungsverhältnis zwischen Informationseffizienz und Marktintegrität abfedern, indem sie dem Markt Zeit zur Verarbeitung der Vorwürfe und dem Emittenten Zeit zu einer substantiierten Stellungnahme verschafft.

1. Ergebnisse der empirischen Erhebung

Die empirischen Befunde sprechen für die Prüfung eines solchen Instruments. Short-Seller-Reports können unmittelbare Kursreaktionen auslösen,²⁰⁷ während eine substantiierte Emittentenreaktion regelmäßig erst zeitversetzt möglich ist.²⁰⁸ Im High-Confidence-Sample betrug der durchschnittliche Zeitraum zwischen Veröffentlichung des Reports und erster substantiierter Reaktion ca. 19,5 h.²⁰⁹ Wegen der geringen Fallzahl ist der Wert nicht repräsentativ, verdeutlicht aber die zeitliche Asymmetrie zwischen Marktpuls und Emittentenreaktion. Eine Handelsaussetzung könnte insoweit als „Nachdenkpause“ wirken: Sie nimmt Emittenten den Druck zu vorschnellen Dementi und schützt Anleger vor Entscheidungen auf Grundlage einseitiger, noch ungeprüfter Informationen.²¹⁰

2. „Audiatur et altera pars“

Nach dem Grundsatz „audiatur et altera pars“ wird vorgeschlagen, aktivistische Leerverkäufer funktional wie Finanzanalysten zu behandeln und sie vor Veröffentlichung eines Research Reports zur Anhörung des betroffenen Emittenten

²⁰⁴ BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand 25. März 2020, S. 15.

²⁰⁵ Seibt/Mohamed, NZG 2022, 1577, 1581; EuGH, Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20, NZG 2022, 961, 963 Rn. 53 f.

²⁰⁶ Mülbart, ZHR 182 (2018), 105, 112 f.

²⁰⁷ Ljungqvist/Qian, 7 Institute of Global Finance Working Paper (2016), 1, 2.

²⁰⁸ Vgl. ChatGPT-5.5 (Thinking), Protokoll Nr. 3.

²⁰⁹ S. Anhang IV.

²¹⁰ Mülbart, ZHR 182 (2018), 105, 113.

zu verpflichten.²¹¹ Dafür spricht, dass der Short-Seller Gegenargumente des Emittenten berücksichtigen müsste. Dies könnte die Objektivität der Analyse gem. Art. 20 I MAR stärken und das Risiko falscher oder einseitiger Vorwürfe verringern.²¹²

Gegen eine solche Pflicht wird eingewandt, dass sie de lege lata nicht vorgesehen ist²¹³ und das Überraschungsmoment der Leerverkaufsattacke zerstören könnte.²¹⁴ Dieses könne aber gerade den wirtschaftlichen Anreiz zur Aufdeckung von Fehlverhalten begründen.²¹⁵

3. Handelsaussetzung als prozedurale Lösung

Vor diesem Hintergrund erscheint die Handelsaussetzung als „goldener Mittelweg“. Sie ermöglicht es, die andere Seite nach der Veröffentlichung des Reports einzubeziehen, ohne den Short-Seller zur Vorabkontaktaufnahme zu verpflichten.²¹⁶ De lege lata bestehen hierfür jedoch nur begrenzte Ansatzpunkte.

Art. 23 SSR erlaubt lediglich eine befristete Beschränkung von Leerverkäufen bei erheblichen Kursrückgängen, setzt aber regelmäßig erst nach Eintritt der Marktreaktion an.²¹⁷ § 6 II 4 WpHG ermöglicht zwar eine Handelsaussetzung durch die BaFin, kommt wegen der Eingriffsintensität aber nur als ultima ratio nach strenger Verhältnismäßigkeitsprüfung in Betracht.²¹⁸

4. Reformpotenzial

De lege ferenda erscheint daher eine stärker automatisierte Reaktion auf erhebliche Kursbewegungen wegen Research Reports erwägenswert. Als Vergleichspunkt kann die US-amerikanische Rule 201 SHO der SEC dienen, die bei einem Kursverlust von zehn Prozent keine Handelsunterbrechung, sondern eine automatische Beschränkung weiterer Leerverkäufe vorsieht.²¹⁹

²¹¹ Möllers/Cyglakow, Audiatum et altera pars, JZ 2018, 1131, 1131 ff.

²¹² Möllers/Cyglakow, JZ 2018, 1131, 1132, 1137.

²¹³ Mühlert/Sajnovits, BKR 2019, 313, 316; Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 719 f.

²¹⁴ Möllers/Cyglakow, JZ 2018, 1131, 1132.

²¹⁵ Möllers/Cyglakow, JZ 2018, 1131, 1132.

²¹⁶ Möllers, NZG 2018, 649, 656.

²¹⁷ Art. 23 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Leerverkaufsverordnung) v. 14.3.2012, ABl. L 86, S. 17; Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 742 f.; Kumpan/Misterek, WM 2021, 365, 370.

²¹⁸ Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 740; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 105.

²¹⁹ Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 743; Ludes, BKR 2025, 640, 644; S. Rule 201 SHO, abrufbar unter <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm> (Abruf v. 26.6.2026).

Für das europäische Recht ließe sich daran anknüpfen, indem bei erheblichen und auf einen Short-Seller-Report zurückzuführenden Kursbewegungen eine kurzfristige Handelsunterbrechung geprüft wird. Ein automatischer „Circuit Breaker“ i.S.d. Rule 201 SHO bei einem Kursverlust von zehn Prozent würde den Zeitdruck der Emittenten mindern und sicherstellen, dass Anlegern eine differenzierte Informationsgrundlage geschaffen wird.²²⁰ Ergänzend sollte erwogen werden, betroffenen Emittenten ein Recht einzuräumen, eine solche Unterbrechung zeitnah anzuregen.²²¹ Der Handel könnte wieder aufgenommen werden, sobald der Markt neben den Vorwürfen des Short-Sellers auch eine Stellungnahme des Emittenten und die Seriosität der Quelle berücksichtigen konnte.

III. Ausweitung der Publizitätspflichten bei Marktgerüchten

Daneben kommt eine Ausweitung der Publizitätspflichten bei Marktgerüchten in Betracht.²²² Unproblematisch besteht eine Kommentierungspflicht, wenn der Tatsachenkern des Gerüchts selbst ad-hoc-pflichtig ist.²²³ Fraglich ist jedoch, ob Emittenten auch zur Veröffentlichung an sich nicht ad-hoc-pflichtiger Informationen verpflichtet werden sollten, nur weil hierüber Gerüchte kursieren.²²⁴

Dabei kann bereits hinterfragt werden, ob eine gesetzliche Pflicht überhaupt notwendig ist, wenn Emittenten bei Marktgerüchten einem faktischen Kommunikationszwang ausgesetzt werden.²²⁵ Allerdings sind Emittenten bei unwahren Marktgerüchten über positive Tatsachen i.d.R. abgeneigt, das Gerücht freiwillig zu kommentieren, weshalb eine gesetzliche Kommentierungspflicht wiederum sinnvoll erscheint.²²⁶

Für eine solche Pflicht spricht, dass sie Informationsasymmetrien verringern und der faktischen Rolle aktivistischer Leerverkäufer als Informationsintermediäre entgegenwirken kann.²²⁷ Teils wird daher vorgeschlagen, der BaFin die Möglichkeit einzuräumen, Emittenten bei relevanten Gerüchten zur

²²⁰ Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 743; Ludes, BKR 2025, 640, 644.

²²¹ Möllers, NZG 2018, 649, 656.

²²² Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 237 ff.

²²³ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 241.

²²⁴ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 241.

²²⁵ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 243 f.; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 99; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 209.

²²⁶ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 242.

²²⁷ Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 703.

Kommentierung zu verpflichten.²²⁸ Hierfür kann das entwickelte Bewegliche System als Entscheidungshilfe dienen.²²⁹

Gegen eine pauschale Ausweitung sprechen jedoch die Ergebnisse der Anlegerumfrage. Die Befragten erwarten keine Kommentierung jedes Marktgerüchts, sondern eine Reaktion nur bei erheblicher Relevanz oder publizitätspflichtigem Tatsachenkern.²³⁰ Zudem drohen „information overload“²³¹ und vorschnelle Dementi, die sich nachträglich als unvollständig oder unzutreffend erweisen können.²³²

Eine erweiterte Publizitätspflicht sollte daher einzelfallbezogen greifen. Maßgeblich ist, ob nach Abwägung von Quelle, Inhalt, betroffener Gesellschaft, Marktumfeld und tatsächlichem Kursbeeinflussungspotenzial eine kapitalmarktrechtliche Relevanz des Gerüchts plausibel erscheint.

H) Fazit und Ausblick

Die Untersuchung zeigt, dass Marktgerüchte erhebliche Kursreaktionen auslösen können,²³³ bevor ihr Wahrheitsgehalt geklärt ist und der betroffene Emittent substantiiert Stellung nehmen kann.²³⁴ Das zentrale Problem liegt damit in der zeitlichen Informationsasymmetrie.²³⁵

Eine pauschale Ausweitung der Publizitätspflichten überzeugt hierfür nur begrenzt.²³⁶ Sie würde diese Asymmetrie nicht zwingend beseitigen und könnte zugleich zu „information overload“ führen.²³⁷ Sachgerechter erscheint ein einzelfallbezogener Ansatz. Die Relevanz eines Gerüchts oder Research Reports sollte anhand eines Beweglichen Systems aus Quelle, Inhalt, Situation des Emittenten, Marktumfeld und tatsächlicher Kurswirkung bewertet werden. Auf dieser Grundlage kann eine kurzfristige Handelsunterbrechung ein geeignetes

²²⁸ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 251.

²²⁹ S. oben G) I.

²³⁰ S. Anhang II, Fragen 17 und 19.

²³¹ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 185 ff. m.w.N.; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 49; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 256.

²³² Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 180.

²³³ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 59.

²³⁴ Sieder, Short-Selling-Regulierung in Europa und in den USA, 2019, S. 312.

²³⁵ Poelzig, ZHR 184 (2020), 697, 703 f.

²³⁶ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 366.

²³⁷ Klöhn, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 185 f; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 256; Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformation, 2011, S. 46 f.

Instrument sein, um dem Markt Zeit für die Anhörung beider Seiten zu verschaffen.²³⁸

Methodisch zeigt die Untersuchung, dass KI für die kapitalmarktrechtliche Praxis nützlich sein kann. Denkbar wäre etwa, KI-gestützte Systeme zur Vorstrukturierung der Bewertung von Marktgerüchten einzusetzen. Ein derart programmierter Agent könnte die im Beweglichen System genannten Faktoren erfassen, abwägen und der Aufsichtsbehörde eine erste Einschätzung liefern, ob eine Publizitätspflicht oder Handelsunterbrechung in Betracht kommt. Die Letztentscheidung müsste jedoch beim Menschen bleiben.²³⁹

Die Aufgabe der Zukunft liegt damit nicht darin, KI entweder grundsätzlich abzulehnen oder unkritisch einzusetzen, sondern darin, sie transparent und mutig zu erproben.

²³⁸ Möllers, NZG 2018, 649, 656; Frömel, Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken, 2020, S. 156; Schockenhoff, WM 2020, 1349, 1353.

²³⁹ Buxmann/Schmidt, „KI macht den Anwalt vom Klauselentwerfer zum Berater“, F.A.Z. v. 1.4.2026, abrufbar unter <https://www.faz.net/podcasts/f-a-z-digitalwirtschaft/f-a-z-kuenstliche-intelligenz-podcast/ki-macht-den-anwalt-vom-klauselentwerfer-zum-berater-accg-200688590.html> (Abruf v. 26.6.2026).

Anhang

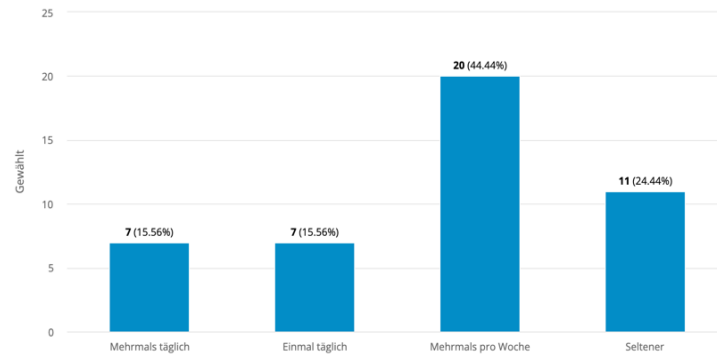
Anhang I: KI-Protokoll

Chat-Protokoll Nr.	KI-Werkzeug	Link	Abruf vom
1	OpenAI, ChatGPT, Version 5.5 Thinking (zitiert als GPT-5.5)	https://chatgpt.com/share/e/6a24234c-56b8-8001-afae-d043baa65c28	26.6.2026
2	OpenAI, ChatGPT, Version 5.5 Thinking (zitiert als GPT-5.5)	https://chatgpt.com/s/t_6a251e86a4788191914b86e61e8c8355	26.6.2026
3	OpenAI, ChatGPT, Version 5.5 Thinking (zitiert als GPT-5.5)	https://chatgpt.com/s/t_6a251f6c4cec819185bd876c95f5bafb	26.6.2026
4	OpenAI, ChatGPT, Version 5.5 Thinking (zitiert als GPT-5.5)	https://chatgpt.com/s/t_6a25213cecb881919a001fb007e0c5ba	26.6.2026
5	OpenAI, ChatGPT, Version 5.5 Thinking (zitiert als GPT-5.5)	https://chatgpt.com/s/t_6a251dbdaafc8191bdfd2c5bc391c5e0	26.6.2026
6	OpenAI, ChatGPT, Version 5.5 Thinking (zitiert als GPT-5.5)	https://chatgpt.com/s/t_6a265f86d294819189abcf220029302	26.6.2026
7	C.H. Beck, Beck-Noxtua (zitiert als Beck-Noxtua)	https://app.noxtua.com/beck/chat/4aa82713-aa5e-457e-8286-cfa6b10710bd	26.6.2026
8	C.H. Beck, Beck-Noxtua (zitiert als Beck-Noxtua)	https://app.noxtua.com/beck/chat/1256bd11-33a2-4b11-8107-ec4dda1f8ddb	26.6.2026

Anhang II: Resultate der Umfrage „Marktgerüchte, Short-Selling und Anlegerverhalten“

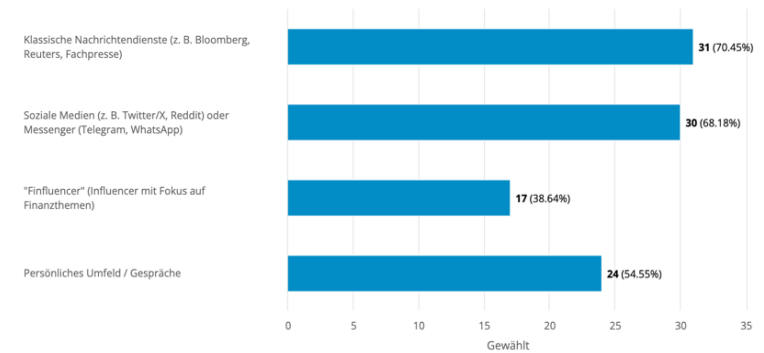
1. Wie oft hören oder lesen Sie Gerüchte über börsennotierte Unternehmen?

Anzahl Antworten: 45



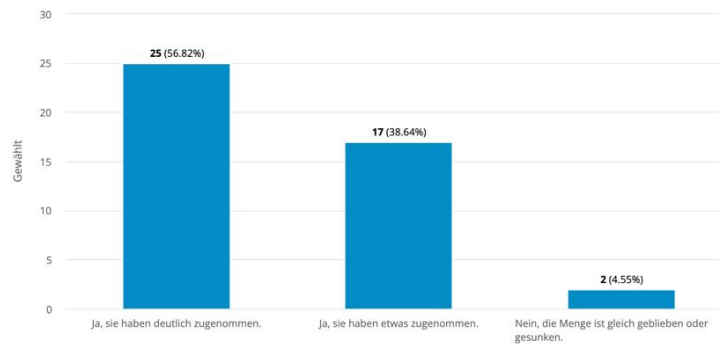
2. Über welche Kanäle erreichen Sie Gerüchte meistens?

Anzahl Antworten: 44



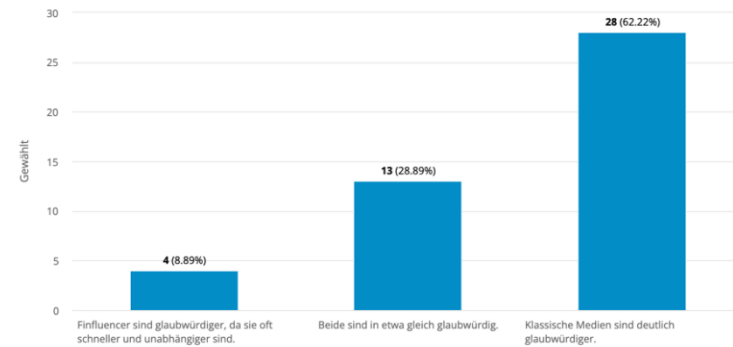
3. Glauben Sie, dass die Anzahl der Marktgerüchte durch soziale Medien und Finfluencer zugenommen hat?

Anzahl Antworten: 44



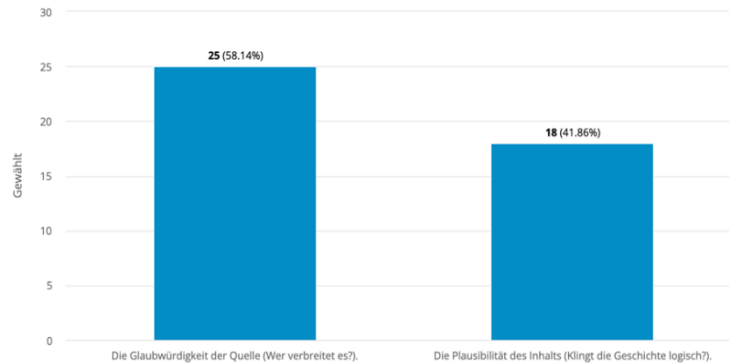
4. Wie bewerten Sie die Glaubwürdigkeit von Finfluencern im Vergleich zu klassischen Finanzmedien?

Anzahl Antworten: 45



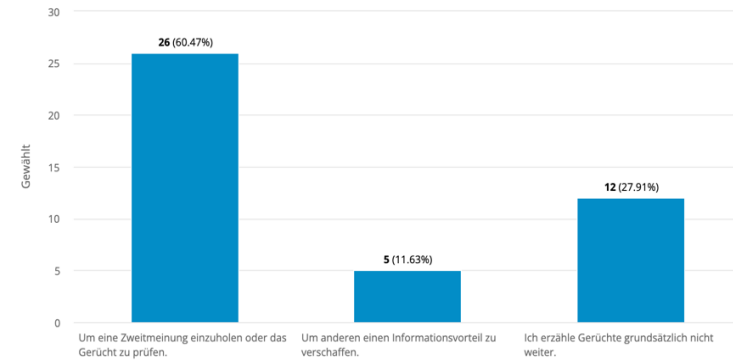
5. Was ist für Sie entscheidender, um einem Gerücht zu glauben?

Anzahl Antworten: 43



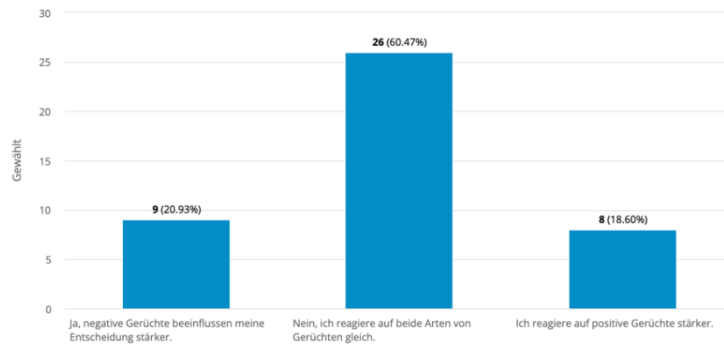
6. Warum erzählen Sie ein Marktgerücht an andere Personen weiter?

Anzahl Antworten: 43



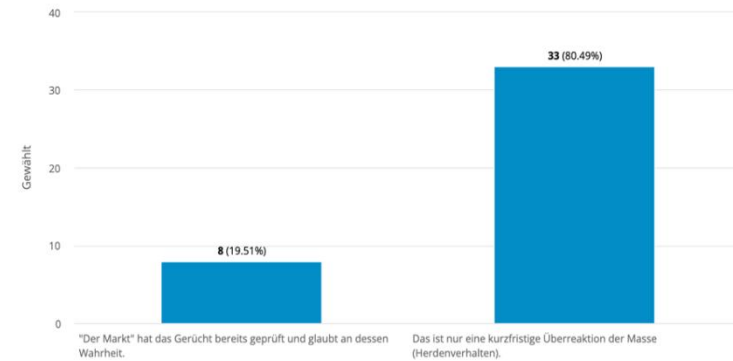
7. Reagieren Sie auf negative Gerüchte (z. B. Bilanzskandale) stärker als auf positive (z. B. Übernahmen)?

Anzahl Antworten: 43



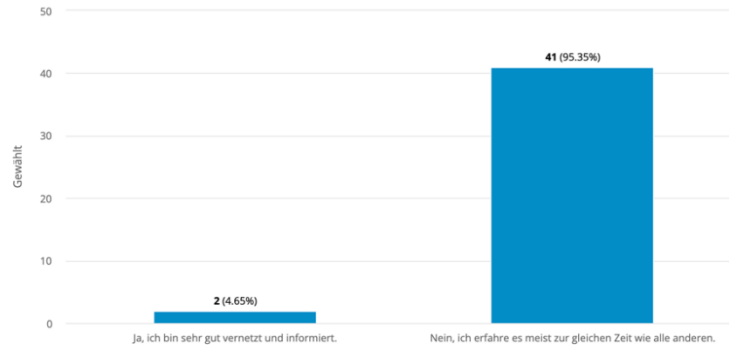
8. Wenn ein Gerücht kursiert und der Aktienkurs sich bereits bewegt: Was denken Sie?

Anzahl Antworten: 41



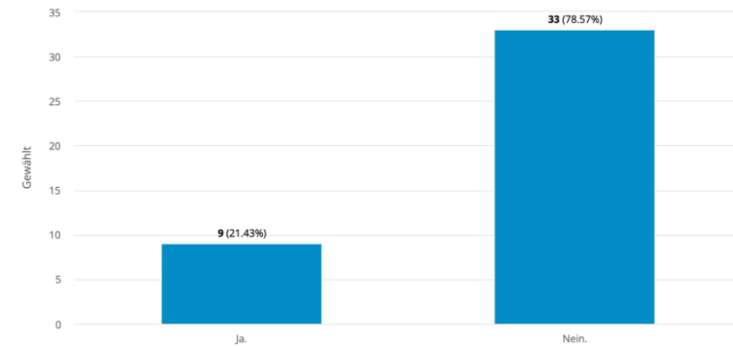
9. Glauben Sie, dass Sie schneller an wertvolle Gerüchte kommen als der Durchschnitt der Anleger?

Anzahl Antworten: 43



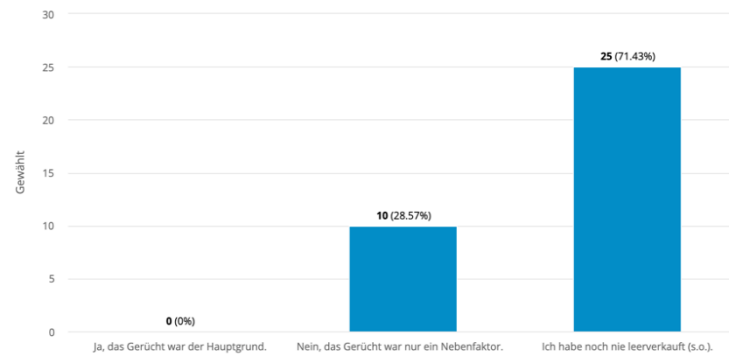
10. Haben Sie schon einmal eine Aktie "leerverkauft" (Short-Selling) oder mit Derivaten gezielt auf fallende Kurse gesetzt?

Anzahl Antworten: 42



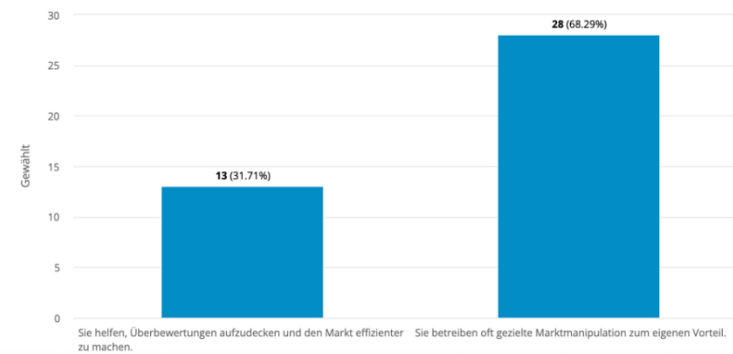
11. Falls Ja bei Frage 10: War ein negatives Gerücht der Auslöser für Ihre Entscheidung, auf fallende Kurse zu setzen?

Anzahl Antworten: 35



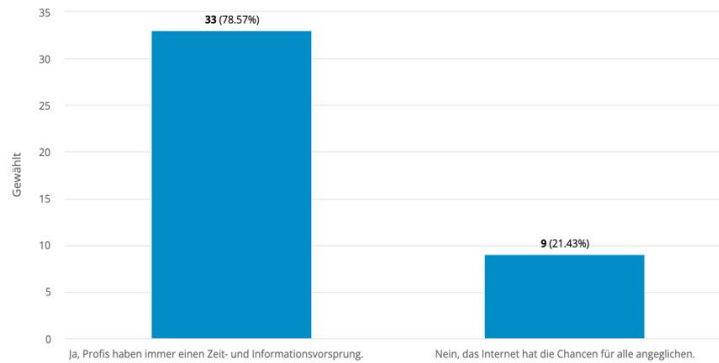
12. Wie bewerten Sie die Rolle von Short-Sellern, die negative Berichte oder Gerüchte veröffentlichen?

Anzahl Antworten: 41



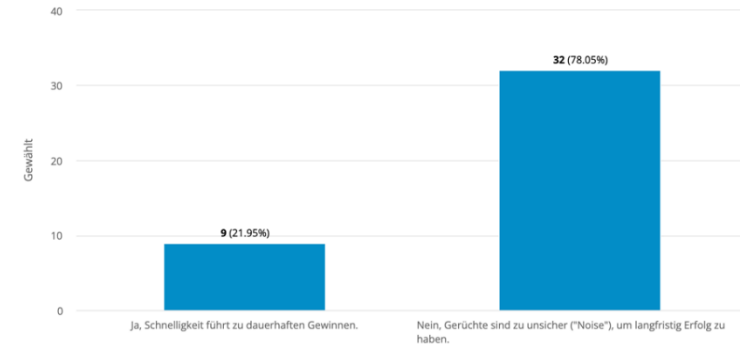
13. Fühlen Sie sich gegenüber professionellen Anlegern im Nachteil, wenn Gerüchte kursieren?

Anzahl Antworten: 42



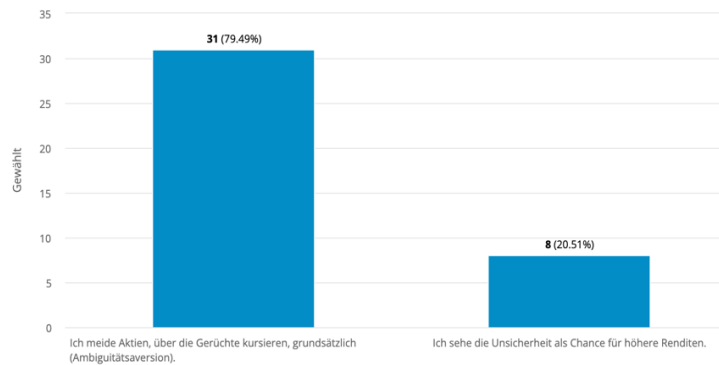
14. Glauben Sie, dass man durch schnelles Handeln bei Gerüchten den Markt systematisch schlagen kann?

Anzahl Antworten: 41



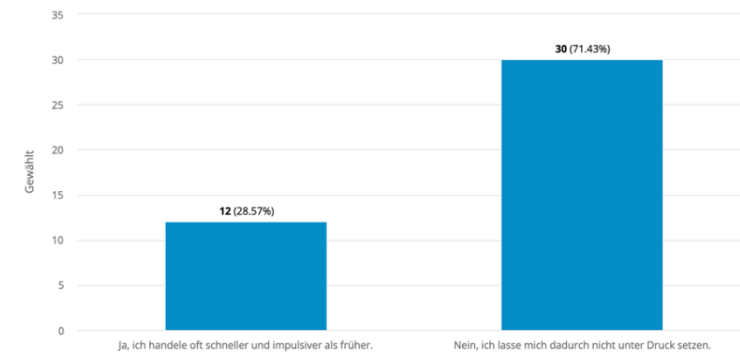
15. Wie gehen Sie mit der Unsicherheit bei Gerüchten um?

Anzahl Antworten: 39



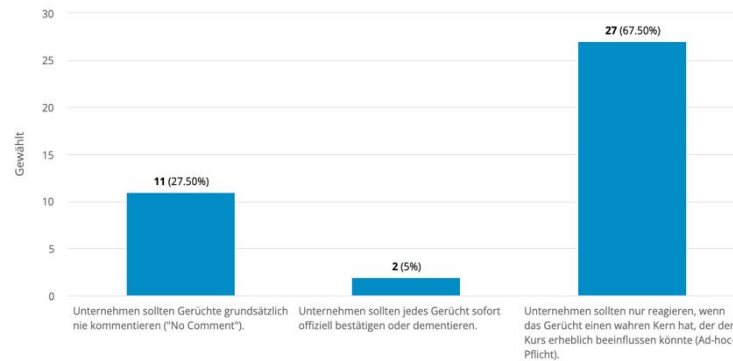
16. Beeinflusst die ständige Verfügbarkeit von Informationen über das Smartphone Ihr Tempo bei Handelsentscheidungen?

Anzahl Antworten: 42



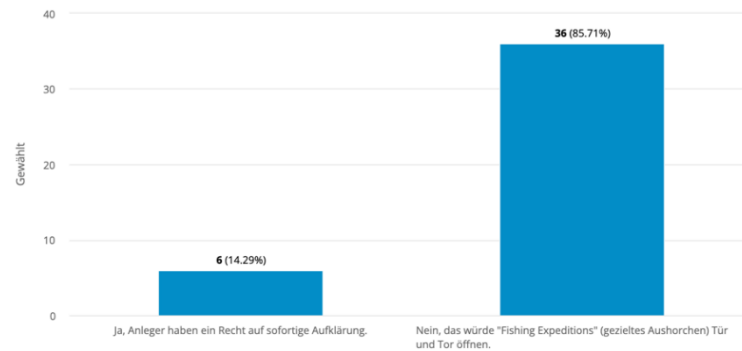
17. Wie sollten Unternehmen auf Marktgerüchte reagieren?

Anzahl Antworten: 40



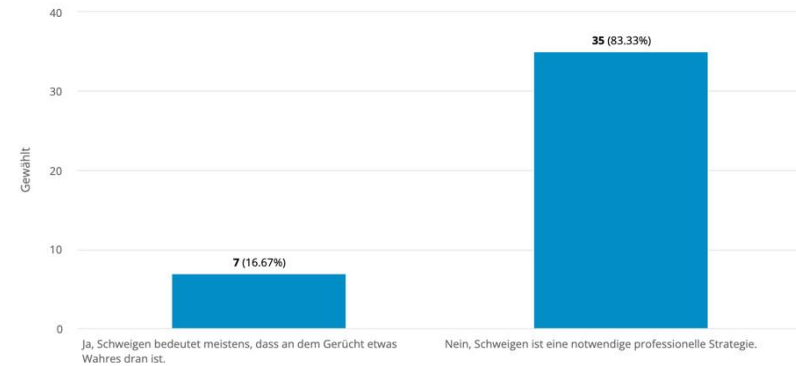
19. Sollten Unternehmen verpflichtet werden, auch Anfragen von Journalisten zu Gerüchten sofort ad-hoc zu beantworten?

Anzahl Antworten: 42



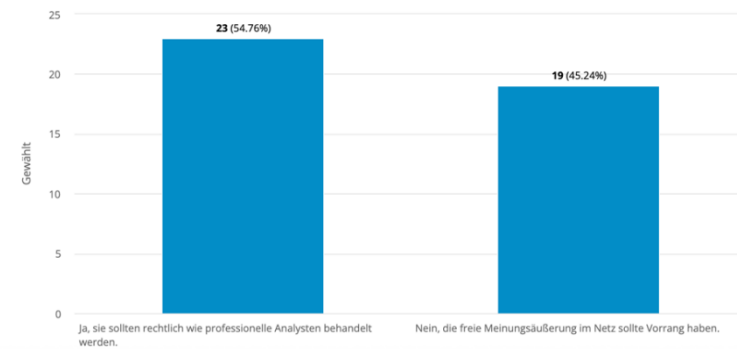
18. Finden Sie, dass das Schweigen eines Unternehmens zu einem Gerücht ein Signal ist?

Anzahl Antworten: 42



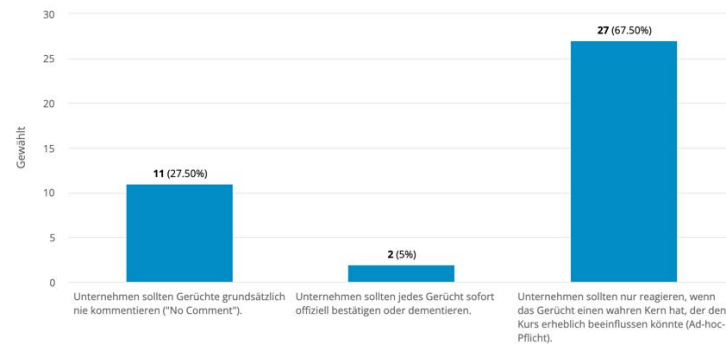
20. Wünschen Sie sich strengere Regeln für Finfluencer, wenn diese Gerüchte oder Empfehlungen verbreiten?

Anzahl Antworten: 42



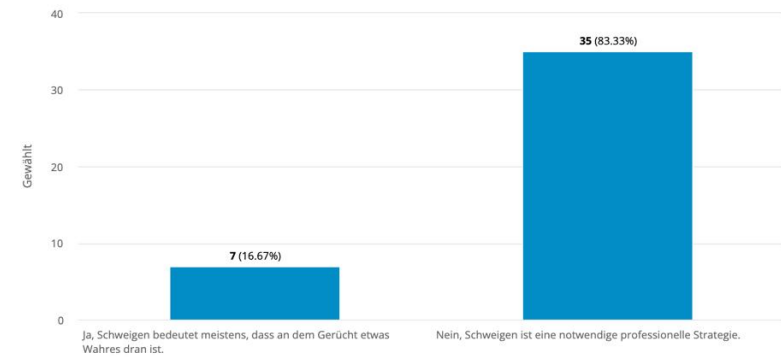
17. Wie sollten Unternehmen auf Marktgerüchte reagieren?

Anzahl Antworten: 40



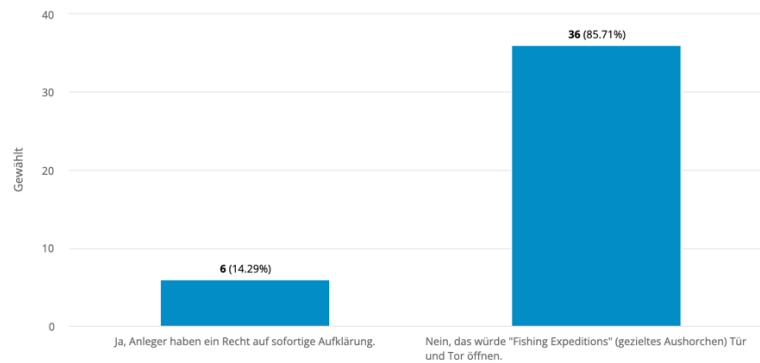
18. Finden Sie, dass das Schweigen eines Unternehmens zu einem Gerücht ein Signal ist?

Anzahl Antworten: 42



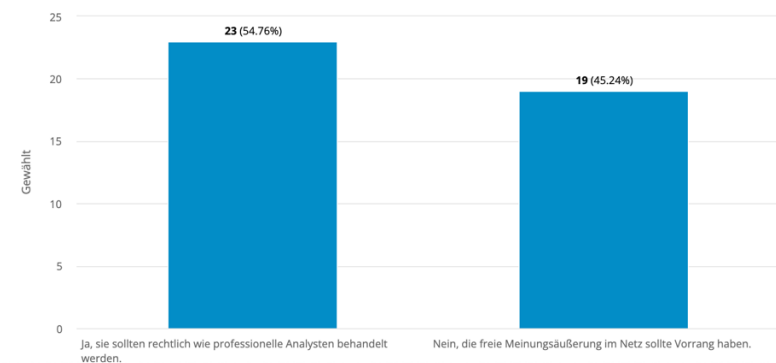
19. Sollten Unternehmen verpflichtet werden, auch Anfragen von Journalisten zu Gerüchten sofort ad-hoc zu beantworten?

Anzahl Antworten: 42



20. Wünschen Sie sich strengere Regeln für Finfluencer, wenn diese Gerüchte oder Empfehlungen verbreiten?

Anzahl Antworten: 42



Anhang III: Erste Fallinventur von Leerverkaufsattacken (ChatGPT)

Fallinventur

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen
20 18	Capitec / Viceroy Research	30.01.2018 10:00 (SENS zitiert Veröffentli chungszeit)	Intraday: bis - 20%/-25%; Schluss: ca. - 3% laut Medien; Tagesreaktion nicht tickgenau verifiziert	30.01.2018; SENS/öffentliche Stellungnahme; ausführlich 08.02.2018	SENS / Presse- und Behördenkommunik ation	verifizie rt	https://senspdf.jse.co.za/documents/SENS_20180208_S395361.pdf ; https://www.sabcnews.com/sabcnews/capitec-refutes-viceroy-allegations/ ; https://www.news24.com/business/Companies/capitec-to-reply-to-viceroy-loan-shark-report-20180130	Guter Ankerfall mit Reportzeit aus Emittentenquelle.
20 18	Folli Folie / QCM	01.05.2018 (Reportdatu m); genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Medialer Maximalverlu st: ca. -30%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	04.05.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Unternehmensstate ment; Report als defamatory bezeichnet	teilweise verifizie rt	https://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2018/05/Folli-Folie-Final-Report-1.pdf ; https://uk.finance.yahoo.com/news/folli-says-qcm-report-defamatory-stock-tumbles-103523915--sector.html ; https://ftrtservices.com/insights/case-spotlight-folli-folie/	
20 18	Samsonite / Blue Orca	24.05.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Intraday/Tag: ca. -10% bis - 12%; medialer Zweitagesverl ust > -20%; Schluss nicht separat verifiziert	24./25.05.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Börsenmitteilung/Zu rückweisung; Trading Halt/Antwort	teilweise verifizie rt	https://cdn.gmtresearch.com/public-ckfinder/hall-of-shame/Samsonite%20International/Financial%20Times_Samsonite%20tumbles%20after%20accusation%20of%20%E2%80%98questionable%20accounting%E2%80%99_May24-2018.pdf ; https://www.scmp.com/business/companies/article/2148088/samsonite-shares-suspended-again-company-readies-fresh-response	
20 18	Aphria / Hindenburg Research	03.12.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	04.12.2018 Hindenburg-Response zeigt Unternehmensreaktion als Bezugspunkt; Originalemittentenzeit nicht verifiziert	Unternehmensreakti on / Researcher- Replik	teilweise verifizie rt	https://hindenburesearch.com/page/9/ ; https://hindenburesearch.com/page/8/	Reportdatum verifiziert, Kurs- und Emittentenzeit noch nachzuerheben.
20 18	Yangtze River Port & Logistics / Hindenburg	06.12.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburesearch.com/page/8/	
20 18	Genworth / Hindenburg	01.11.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburesearch.com/page/9/	
20 18	Ladenburg Thalmann / Hindenburg	18.09.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburesearch.com/page/9/	
20 18	OPKO Health / Hindenburg	11.09.2018; genaue	Nicht öffentlich verifiziert in	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburesearch.com/page/9/	

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen
		Uhrzeit nicht verifiziert	diesem Datensatz					
20 18	Inpixon / Hindenburg	30.04.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/9/	
20 18	Pulse Biosciences / Hindenburg	24.04.2018; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/9/	
20 19	Burford Capital / Muddy Waters	07.08.2019; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Tagesreaktion : ca. -46,5% laut Sekundärquel le; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	07./08.08.2019; RNS/Statement am Folgetag	RNS / Corporate Statement	teilweise verifizie rt	https://www.milbank.com/a/web/132986/London-Litigation-Client-Alert-Burford-Capital-v-London-Stock.pdf ; https://in.marketscreener.com/quote/stock/BURFORD-CAPITAL-LIMITED-5668352/news/Burford-Capital-Statement-re-US-Research-Firm-Document-29025798/	
20 19	NMC Health / Muddy Waters	17.12.2019; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Tagesreaktion : -32% laut FCA Final Notice; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	19.12.2019 17:25 RNS	RNS Zurückweisung	verifizie rt	https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/nmc-health-plc-2023.pdf ; https://www.lse.co.uk/ms/response-to-recent-report-heksy78smr8bkgu.html	
20 19	Bloom Energy / Hindenburg	17.09.2019; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	18.09.2019 Hindenburg-Replik; Emittentenzeit nicht verifiziert	Unternehmensreakti on / Researcher- Replik	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/8/ ; https://hindenburgresearch.com/page/7/	
20 19	SmileDirect Club / Hindenburg	04.10.2019; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/7/	
20 19	Predictive Technology / Hindenburg	11.07.2019; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	15.07.2019 Hindenburg-Replik; Emittentenzeit nicht verifiziert	Unternehmensreakti on / Researcher- Replik	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/8/	
20 19	Eros International / Hindenburg	07.06.2019; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/8/	
20 19	Sky Solar / Hindenburg	25.02.2019; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/8/	
20 19	DaVita / Hindenburg	13.08.2019; genaue	Nicht öffentlich verifiziert in	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/8/	

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen
		Uhrzeit nicht verifiziert	diesem Datensatz					
20 19	Wirecard / FT- Berichtersta tung + Short- Seller- Kontext	30.01.2019; journalistisch er Bericht, kein klassischer Researcher- Report	Intraday: bis - 25%; Schluss: -13,4% laut PYMNTS; medialer Maximalverlu st -25%	30.01.2019 ff.; genaue erste Emittentenreaktion hier nicht verifiziert	Presse- /Unternehmenskom munikation; regulatorischer Kontext	teilweise verifizie rt	https://www.pymnts.com/news/security-and-risk/2019/wirecard-investigation-market-manipulation/	Grenzfall: kein klassischer Short- Seller-Research- Report, aber für Publizitätspflichten/ Short-Kontext relevant.
20 19	ProSiebenS at.1 / Viceroy Research	06.03.2019? bzw. 2018 in Quellenlage prüfen	Medialer Verlust ca. - 8%/-9%; Jahr und Reportdatum nochmals verifizieren	06.03.; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Unternehmensstate ment	nicht öffentlic h verifizie rt	https://www.marketscreener.com/quote/stock/PROSIEBENSAT-1-MEDIA-SE-13966934/news/ProSiebenSat-1-Media-Germany-s-ProSieben-rejects-critical-report-by-short-seller-Viceroy-26114195/	Bitte vor Verwendung prüfen: Fall gehört wahrscheinlich in 2018, nicht 2019.
20 20	Opera / Hindenburg	16.01.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/7/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	NexTech AR / Hindenburg	10.02.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/7/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	PharmaCiel o / Hindenburg	02.03.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/7/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	HF Foods / Hindenburg	23.03.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/7/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	SCWorx / Hindenburg	17.04.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/7/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	China Metal Resources / Hindenburg	17.05.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/7/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	Genius Brands / Hindenburg	05.06.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/6/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	J2 Global / Hindenburg	30.06.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/6/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen
20 20	Nikola / Hindenburg	10.09.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/6/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 20	Loop Industries / Hindenburg	13.10.2020; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/5/	Reportdatum aus Hindenburg-Archiv verifiziert; Kurs- /Reaktionsdaten nachzuerheben.
20 21	Clover Health / Hindenburg	04.02.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/5/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	Ormat / Hindenburg	01.03.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/5/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	Lordstown Motors / Hindenburg	12.03.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/5/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	Ebang / Hindenburg	06.04.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/5/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	PureCycle / Hindenburg	06.05.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/5/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	HUMBL / Hindenburg	20.05.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/5/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	DraftKings / Hindenburg	15.06.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	Adler Group / Viceroy	06.10.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.adler-group.com/en/investor-relations/translate-to-english-news-publications/news/detail-news?tx_news_pi1%5Bnews%5D=415	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 21	S&T/Kontr on / Viceroy	16.12.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert; genaue	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2021-12/54776452-pta-news-s-t-ag-s-t-ag-stellungnahme-short-report-von-viceroy-research-015.htm	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen	
		Uhrzeit nicht verifiziert							
20 21	Tecnoglass / Hindenburg	09.12.2021; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Bei Adler/S&T sind Emittentenreaktione n vorhanden, Uhrzeiten separat in Quellen zu prüfen.
20 22	Standard Lithium / Hindenburg	03.02.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Natera / Hindenburg	09.03.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Mullen Automotive / Hindenburg	06.04.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Singularity Future Technology / Hindenburg	05.05.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Enochian/R enovaro / Hindenburg	01.06.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Ebix / Hindenburg	16.06.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/3/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Establishm ent Labs / Hindenburg	19.10.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/3/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Welltower / Hindenburg	07.12.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/3/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Home REIT / Viceroy	23.11.2022; genaue Uhrzeit nicht verifiziert; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.lse.co.uk/news/home-reit-responds-to-baseless-and-misleading-short-selling-report-i9rrfuusf1blhif.html	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These als Emittentenattacke.
20 22	Twitter/Mu sk Deal / Hindenburg	09.05.2022; genaue	Nicht öffentlich verifiziert in	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/4/	Grenzfall bei Twitter: eher Event- /Deal-Short-These

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen	
		Uhrzeit nicht verifiziert	diesem Datensatz					als Emittentenattacke.	
20 23	Adani Group / Hindenburg	24.01.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/3/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	Block Inc. / Hindenburg	23.03.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/3/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	Icahn Enterprises / Hindenburg	02.05.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/3/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	Tingo Group / Hindenburg	06.06.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/3/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	Tingo Update / Hindenburg	31.08.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/2/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	Freedom Holding / Hindenburg	15.08.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/2/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	EHang / Hindenburg	07.11.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/2/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	SES- imagotag / Gotham City Research	22.06.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/ses-imagotag-sesl-the-circular-dance-with-a-chinese-twirl-part-i	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	SES- imagotag Part II / Gotham City Research	07.07.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/ses-imagotag-the-fish-rots-from-the-head-part-ii	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 23	Nanban Ventures / Hindenburg	17.10.2023; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich in diesem Datensatz	Nicht verifiziert	öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/2/	Reportdatum verifiziert; Marktreaktion/Emitt entenreaktion separat zu erheben.
20 24	Grifols / Gotham City Research	09.01.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Medialer Maximalverlu st ca. -26%; Intraday/Schl	CNMV/Unternehmens kommunikation; Uhrzeit nicht verifiziert	Corporate News / Presse-/Regulator- Kommunikation	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/grifols-sa-scranton-and-the-undisclosed-debts; https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7B39a373bd-2db2-49a6-a384-a76acd7ae695%7D		

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen
			uss nicht separat verifiziert					
20 24	Temenos / Hindenburg	15.02.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Medialer Maximalverlu st ca. -27% bis -33%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	Unternehmensstatemen t / unabhängige Untersuchung; genaue erste Uhrzeit nicht verifiziert	Corporate News / Presse-/Regulator- Kommunikation	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/2/	
20 24	LPP / Hindenburg	15.03.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/2/	
20 24	Equinix / Hindenburg	20.03.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/page/2/	
20 24	Axos / Hindenburg	04.06.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/	
20 24	Super Micro / Hindenburg	27.08.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/	
20 24	iLearningE ngines / Hindenburg	29.08.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/	
20 24	Roblox / Hindenburg	08.10.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/	
20 24	PACS Group / Hindenburg	04.11.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/	
20 24	Mutares / Gotham City Research	26.09.2024; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Medialer Maximalverlu st ca. -23% bis -28%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	EQS/Corporate News 26./27.09.2024; genaue erste Uhrzeit in Zweitquelle prüfen	Corporate News / Presse-/Regulator- Kommunikation	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/mutares-se-co-kgaa-research-report; https://www.bondguide.de/topnews/mutares-muss-shortseller-attacke-kontern-aktie-faellt-ein-viertel-anleihe-10/	
20 25	Carvana / Hindenburg	02.01.2025; genaue	Medial: temporär ca. - 5%; andere	Carvana bezeichnete Report als irreführend;	Presse- /Unternehmenskom	teilweise verifizie rt	https://hindenburgresearch.com/	2025 enthält nur öffentlich greifbare Fälle; keine

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen
		Uhrzeit nicht verifiziert	Quelle ca. - 11% am Folgetag; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	genaue Uhrzeit nicht verifiziert	munikation oder nicht verifiziert			vollständige 10er- Quote ohne Datenbankrecherche .
20 25	Kyndryl / Gotham City Research	27.03.2025; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Medial: ca. - 13%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	Kyndryl-Statement in Folge; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Presse- /Unternehmenskom munikation oder nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/kyndryl-like-the-old-ibm-except-with-an-undisclosed-cost-problem-part-i	2025 enthält nur öffentlich greifbare Fälle; keine vollständige 10er- Quote ohne Datenbankrecherche .
20 25	LandBridge / Gotham City Research	24.07.2025; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	Presse- /Unternehmenskom munikation oder nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/landbridge-holdings-lb-a-related-party-dance-with-a-circular-shuffle	2025 enthält nur öffentlich greifbare Fälle; keine vollständige 10er- Quote ohne Datenbankrecherche .
20 25	Texas Pacific Land / Gotham City Research	24.07.2025; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	Presse- /Unternehmenskom munikation oder nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/the-truth-about-tpl-horizon-and-the-asset-liability-mismatch	2025 enthält nur öffentlich greifbare Fälle; keine vollständige 10er- Quote ohne Datenbankrecherche .
20 25	Iron Mountain / Gotham City Research	19.11.2025; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert in diesem Datensatz	Nicht verifiziert öffentlich	Presse- /Unternehmenskom munikation oder nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.gothamcityresearch.com/post/the-dark-side-of-iron-mountain-from-a-melting-ice-cube-to-a-house-on-fire	2025 enthält nur öffentlich greifbare Fälle; keine vollständige 10er- Quote ohne Datenbankrecherche .
20 25	Ceres Power / Grizzly Research	11.12.2025; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Medial: shares fell heavily; Prozentwert nicht aus Quelle extrahiert	Nicht verifiziert öffentlich	Presse- /Unternehmenskom munikation oder nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.lse.co.uk/news/ceres-power-shares-hit-as-grizzly-slams-flawed-business-model-gw4pvn2tcy8acjb.html	2025 enthält nur öffentlich greifbare Fälle; keine vollständige 10er- Quote ohne Datenbankrecherche .
20 25	Trustpilot / Grizzly Research	05.12.2025; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Medialer Maximalverlu st: über -30%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	Nicht verifiziert öffentlich	Presse- /Unternehmenskom munikation oder nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.abcmoney.co.uk/2025/12/trustpilot-shares-plunge-amid-short-sellers-explosive-extortion-claims/	2025 enthält nur öffentlich greifbare Fälle; keine vollständige 10er- Quote ohne Datenbankrecherche .
20 26	Resideo Technologi es / Spruce Point	27.01.2026; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Tagesreaktion : -4,14%; aktueller Veränderungs wert in Sekundärquel le -14,70%; Intraday/Schl uss nicht	Nicht verifiziert öffentlich	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.levelfields.org/news/top-short-seller-reports-of-q1-2026	Q1-2026 Sekundärquelle.

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

Ja hr	Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreakti on (Tagesreakti on / Intraday / Schlussreakti on / medialer Maximalverl ust)	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion	Quellen status	Quellen / URLs	Anmerkungen
			separat verifiziert					
20 26	Carvana / Gotham City Research	28.01.2026; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Tagesreaktion : -14,20%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	Unternehmensstatemen t laut Sekundärquelle; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Presse-/Investor- Statement	teilweise verifizie rt	https://www.levelfields.org/news/top-short-seller-reports-of-q1-2026 ; https://www.gothamcityresearch.com/post/carvana-bridgecrest-and-the-undisclosed-transactions-and-debts	
20 26	ADMA Biologics / Culper Research	25.03.2026; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Tagesreaktion : -15,00%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	Unternehmensstatemen t laut Sekundärquelle; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Presse-/Investor- Statement	teilweise verifizie rt	https://www.levelfields.org/news/top-short-seller-reports-of-q1-2026	
20 26	Aviat Networks / Glasshouse Research	01.04.2026; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Tagesreaktion : -13,00%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.levelfields.org/news/top-short-seller-reports-of-q1-2026	
20 26	Close Brothers / Viceroy Research	16.03.2026; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Tagesreaktion /medialer Maximalverlu st: -15%; Intraday/Schl uss nicht separat verifiziert	Nicht öffentlich verifiziert	nicht verifiziert	teilweise verifizie rt	https://www.edgen.tech/news/post/viceroy-short-report-wipes-15-off-close-brothers-stock	
20 26	Sportradar / Muddy Waters & Callisto Research	22.04.2026; genaue Uhrzeit nicht verifiziert	Intraday/Tag: -22,75% bis 16:00 BST am 22.04.2026; Schluss nicht separat verifiziert	22./23.04.2026; Unternehmensstatemen t zitiert	Presse-/Investor- Statement	verifizie rt	https://sbcnews.co.uk/featurednews/2026/04/23/sportradar-nasdaq-shares/	Guter 2026- Ankerfall mit Reaktion und Prozentangabe.

Anhang IV: High-Confidence-Sample (ChatGPT)

Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreaktion	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion
Capitec Bank Holdings Ltd. / Viceroy Research	30.01.2018, 10:00 SAST. Der Zeitpunkt wird in einer späteren Capitec-SENS- Mitteilung ausdrücklich bestätigt: Der Viceroy-Report sei am 30.01.2018 um 10:00 öffentlich veröffentlicht worden.	Intraday/medial: 30.01.2018, gegen 12:00 SAST, Rückgang um ca. 19,6 % berichtet. Tages-/Schlussreaktion nicht selbst aus Tickdaten berechnet.	30.01.2018, 16:35 SAST (SENS-Mitteilung „Viceroy Research Report on Capitec – Addressing the Main Issues Raised in the Report“). Zeitabstand: 6 h 35 min.	SENS-/Kapitalmarktmittteilung mit substanzieller Zurückweisung und Einzelantworten auf die Hauptvorwürfe.

Konkreter Fall (Emittent / Researcher)	Zeitpunkt des Reports	Zeitpunkt und Wert der Marktreaktion	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der Reaktion
Burford Capital Ltd. / Muddy Waters	07.08.2019, 08:53 BST. Nach dem High-Court-Judgment bestätigte Muddy Waters um 08:53 Burford als Ziel und verlinkte den negativen 25-seitigen Report.	Intraday: Kurs ca. GBP 12,00 um 08:53 BST; Tief ca. GBP 4,00 gegen 11:30 BST. Schlussreaktion: Schlusskurs GBP 6,05; Tagesverlust ca. 46,5 %; gegenüber 06.08.2019, 13:30 BST ca. -56,5 %.	07.08.2019, 09:49 BST (RNS/Regulatory News „Statement re US Research Firm Document“; Zeitstempel über MarketScreener 04:49 EDT = 09:49 BST, Inhalt über RNS/Investgate/Burford). Zeitabstand: 56 min.	RNS/Regulatory News: erste substantielle Stellungnahme zum Muddy-Waters-Report; vollständiger ausführlicher Rebuttal folgte am 08.08.2019.
Trustpilot Group plc / Grizzly Research	04.12.2025, 03:14 EST (= 08:14 GMT). Grizzly veröffentlichte den Report „The Trustpilot Mafia“ mit diesem Zeitstempel.	Tages-/Schlussreaktion medial: am 04.12.2025 Rückgang ca. 31,4 % bis 31,9 %; FT nennt 31,4 % auf 130,1p, Times nennt 31,9 % auf ca. 129p. Intraday-Zeitpunkt nicht selbst aus Tickdaten berechnet.	05.12.2025, 16:34 GMT (formale Investor-Stellungnahme laut Investing.com; LSE/RNS-Inhalt: „Trustpilot rejects categorically false allegations“). Zeitabstand: ca. 32 h 20 min.	RNS/LSE-Investor Statement: kategorische Zurückweisung der Vorwürfe als faktisch unrichtig bzw. irreführend.
Partners Group Holding AG / Grizzly Research	29.04.2026, 03:00 EDT (= 09:00 CEST). Grizzly veröffentlichte den Report „We Have Severe Concerns About Partners Group Holding AG’s Valuation Marks ...“ mit diesem Zeitstempel.	Medial berichtete Reaktion: Aktie „tauchte“ um ca. 4 % laut Inside Paradeplatz. Tages-/Schlussreaktion nicht selbst aus Tickdaten berechnet.	30.04.2026, 18:00 CEST (Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 53 Listing Rules/EQS: „Partners Group condemns defamatory publication by Grizzly Reports ...“). Zeitabstand: 33 h 00 min.	Ad-hoc-Mitteilung/EQS nach Schweizer Listing Rules: substantielle Zurückweisung, Ankündigung möglicher rechtlicher/regulatorischer Schritte und inhaltliche Klarstellungen.
Ottobock SE & Co. KGaA / Grizzly Research	19.05.2026, 00:59 EDT (= 06:59 CEST). Grizzly veröffentlichte den Report „How Hans Georg Näder’s Margin Loan and Russia Business Endanger Public Shareholders“ mit diesem Zeitstempel.	Tages-/medial berichtete Reaktion: 19.05.2026 Rückgang um über 10 %; MarketScreener meldet -11,3 % auf EUR 53,30. Intraday-Zeitpunkt nicht selbst aus Tickdaten berechnet.	20.05.2026, 07:45 CEST (EQS-News: „Ottobock SE & Co. KGaA categorically rejects misleading allegations in short-seller report“). Zeitabstand: 24 h 46 min.	EQS-News/Corporate Statement: kategorische Zurückweisung als irreführend; Hinweis auf Short-Position/short-biased report und fehlende vorherige Kontaktaufnahme.

1. Literaturmatrix

Quelle	Untersuchungsgegenstand / Methode	Zentrale Befunde	Bedeutung für die Seminararbeit	Kategorie
Rose (1951), Rumor in the Stock Market	Klassische Untersuchung zur Rolle von Gerüchten am Aktienmarkt; indirekter Index des 'factor of stickiness'.	Gerüchte können kurzfristige Trendbewegungen erzeugen; der Markt ist wegen Zeitdruck, unvollständiger Information und Kommunikationsketten besonders gerüchteanfällig.	Grundlage für Gerüchtebegriff und Marktmechanismus: Gerüchte wirken nicht nur punktuell, sondern können die kurzfristige Preisbildung strukturieren.	Gerüchte / Marktpsychologie
Pound/Zeckhauser(1990), Clearly Heard on the Street	42 Übernahme gerüchte aus der WSJ-Kolumne 'Heard on the Street'.	Deutlicher pre-publication run-up; am Veröffentlichungstag keine durchgehend signifikanten abnormalen Renditen; nur ein Teil der Gerüchte bewahrheitet sich.	Relativiert einen klaren Startpunkt der Marktreaktion. Für Short-Seller-Reports ist zu prüfen, ob Kurs- und Volumeneffekte bereits vor Veröffentlichung einsetzen.	Gerüchte / Vorlaufeffekte
Zivney/Bertin/Torabzadeh (1996), Overreaction to Takeover Speculation	871 Übernahme gerüchte im WSJ; Unterscheidung HOTS/AOTM, Erst- und Folgegerüchte, wahre/falsche Gerüchte.	Alle Gerüchte: ca. 10,92 % abnormaler Kursanstieg in den 20 Tagen vor Veröffentlichung und 3,44 % am Veröffentlichungstag; Folgegerüchte zeigen eher Überreaktionen.	Nützlich für Differenzierung zwischen erstmaliger Information und späterer medialer Verstärkung. Übertragbar auf Short-Seller-Reports und Anschlusskommunikation.	Gerüchte / Überreaktion
Spiegel/Tavor/Templeman (2010), Effects of Rumours on Financial Market Efficiency	Internetgerüchte am israelischen Aktienmarkt.	Abnormale Renditen bereits in den Tagen vor dem Gerücht; bestätigte Gerüchte wirken stärker als falsche.	Stützt die These, dass Märkte Gerüchte nicht völlig blind verarbeiten, sondern teilweise nach Glaubwürdigkeit differenzieren.	Internetgerüchte / Glaubwürdigkeit
Huberman/Regev (2001), Contagious Speculation and a Cure for Cancer	EntreMed-Fall: Kursreaktion auf prominent platzierten NYT-Artikel, obwohl zugrunde liegende Information bereits vorher öffentlich war.	Massive Kursreaktion durch erneute mediale Aufmerksamkeit; Aufmerksamkeit kann kursrelevant sein, auch wenn der objektive Neuigkeitswert gering ist.	Wichtig für Short-Seller-Reports, die vorhandene Informationen bündeln, zuspitzen und marktbewegend präsentieren.	Aufmerksamkeit / Salienz
Odean (1998), Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average	Verhaltensökonomisches Modell zu Overconfidence, Informationsverarbeitung, Volumen und Volatilität.	Overconfidence erhöht regelmäßig Handelsvolumen; Märkte können auf saliente, anekdotische Informationen überreagieren und abstrakte/statistische Informationen untergewichten.	Erklärt, warum dramatisch erzählte Short-Seller-Reports stärkere Marktreaktionen auslösen können als nüchterne Bilanzinformationen.	Behavioral Finance

Quelle	Untersuchungsgegenstand / Methode	Zentrale Befunde	Bedeutung für die Seminararbeit	Kategorie
Brunnermeier (2005), Information Leakage and Market Efficiency	Theoretischer Rahmen zu Informationslecks und 'buy/sell on rumors'.	Informierte Marktteilnehmer können Information vor und nach öffentlicher Bekanntmachung nutzen; Lecks können kurzfristig Preise informativer machen, langfristig aber Marktqualität beeinträchtigen.	Relevant für Vorfeldbewegungen und die Frage, ob eine Handelsaussetzung erst nach Reportveröffentlichung zu spät ansetzt.	Informationslecks
Ljungqvist/Qian, aktivistische Short Seller / Limits to Arbitrage	Empirische Untersuchung aktivistischer Short Seller und ihrer Research Reports.	Short Seller produzieren Informationen und bewegen vor allem Long-Investoren zum Verkauf; Reports mit neuen, überprüfbaren Tatsachen wirken stärker als bloße Reinterpretationen.	Zentrale Quelle für Short-Seller-Reports als private Informationsproduktion. Wichtig für die normative Abgrenzung zwischen Informationsfunktion und Missbrauchsrisiko.	Short Seller / Informationsproduktion
Schmidt, Stock Market Rumors and Credibility	Medienberichtete Übernahmegerüchte und Glaubwürdigkeit.	Auch Gerüchte unbekannter Herkunft können glaubwürdig erscheinen; Marktreaktionen hängen von erwarteter Motivlage und Plausibilität ab.	Hilft, Short-Seller-Reports nicht allein wegen Eigeninteresses als unglaublich einzuordnen; Eigeninteresse kann zugleich Manipulationsrisiko und Publikationsanreiz sein.	Glaubwürdigkeit
Groth, Analystenempfehlungen in FAZ/Handelsblatt	Sekundär verbreitete Analystenempfehlungen am deutschen Kapitalmarkt.	Kauf- und Verkaufsempfehlungen führen zu signifikanten abnormalen Kursreaktionen; negative Empfehlungen wirken tendenziell stark.	Deutscher Bezug: Auch sekundär verbreitete negative Kapitalmarktkommunikation kann messbare Kursreaktionen auslösen.	Deutschland / Analysten
Zhang et al. (2022), Effect of Social Media Rumors on Stock Market Volatility	Machine-Learning-Analyse von über 430.000 Social-Media-Gerüchten am chinesischen Aktienmarkt; Konstruktion eines Internet Financial Forum Rumor Index.	Social-Media-Gerüchte haben kurzfristig messbaren Einfluss auf Volatilität; die Wirkung tritt um t, t-1 und t+1 auf; Verbreitung erfolgt über Aufmerksamkeit, Marktkapitalisierung und Sentiment.	Relevant für digitale Verstärkung von Short-Seller-Attacken über Foren, Social Media, Reposts und Anschlussberichterstattung.	Social Media / Volatilität
Bohl/Reher/Wilfling (2016), Short Selling Constraints and Stock Returns Volatility	Deutsche Leerverkaufsbeschränkungen 2008-2010; Vergleich betroffener Finanzwerte mit Kontrollgruppe mittels Markov-Switching-GARCH.	Keine Evidenz für stabilisierende Wirkung; Volatilitätspersistenz war bei betroffenen Aktien besonders ausgeprägt; Autoren interpretieren dies als destabilisierenden Effekt von Beschränkungen.	Wichtig für Regulierungsteil: Pauschale Short-Selling-Beschränkungen oder lange Handelsaussetzungen sind empirisch nicht automatisch stabilisierend.	Regulierung / Short-Selling-Beschränkungen

2. Verdichtete Kernaussagen

Befundgruppe	Aussage	Bedeutung für Short-Seller-Attacken / Handelsaussetzung
Vorlauseffekte	Kurse und Volumina können sich bereits vor öffentlicher Publikation auffällig bewegen.	Handelsaussetzung erst nach Reportveröffentlichung adressiert möglicherweise nur einen Teil des Problems.
Aufmerksamkeitswirkung	Nicht nur objektiv neue Information, sondern auch prominente Wiederaufbereitung kann Kurse bewegen.	Short-Seller-Reports können durch Bündelung und Narrativ öffentlich bekannter Informationen kursrelevant werden.
Informationsqualität	Erstmalige, konkrete und später bestätigte Informationen wirken anders als wiederholte oder falsche Gerüchte.	Regulatorische Reaktion sollte zwischen substanzreichen Reports und manipulativen/falschen Behauptungen unterscheiden.
Behavioral Verstärkung	Saliente, dramatisch erzählte und anekdotische Informationen können Überreaktionen auslösen.	Erklärt starke Sofortreaktionen auf Short-Seller-Narrative, auch bevor der Emittent substanziell reagieren kann.
Regulatorische Ambivalenz	Short-Selling-Beschränkungen senken Volatilität nicht zwingend und können Preisfindung/Liquidität beeinträchtigen.	Spricht für differenzierte, verhältnismäßige Instrumente statt pauschaler Verbote.

Anhang VI: Fallinventur von Leerverkaufsattacken (Beck-Noxtua)

Fall (Emittent / Aktivistischer Leerverkäufer)	Zeitpunkt der Veröffentlichung des negativen Research Report	Zeitpunkt und Wert der Marktreaktion	Zeitpunkt der Emittentenreaktion	Art der jeweiligen Reaktion
Viceroy Research vs. ProSiebenSat. 1 Media	6. März 2018 (Möllers, NZG 2018, 649)	6. März 2018: Kurssturz um bis zu 30 % (Möllers, NZG 2018, 649)	12. März 2018 (Möllers, NZG 2018, 649)	BaFin-Warnung: Viceroy Research hatte keine Tätigkeitsanzeige nach § 86 WpHG und kein Impressum bei der Anlageempfehlung abgegeben (§ 6 II 3 WpHG) (Möllers, NZG 2018, 649)
Financial Times (Dan McCrum, Stefania Palma) vs. Wirecard AG	30. Januar 2019 (erster Artikel) (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315) (Voß, RD 2020, 11) 1., 7., 8. Februar 2019 (weitere Artikel) (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315)	30.1.2019 - 15.2.2019: Kurs fiel von 167,00 € auf 99,90 € (Reduzierung der Marktkapitalisierung um 40 %) (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315) Historische Volatilität stieg von 49,13 % auf bis zu 99,07 % (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315)	31. Januar 2019 (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315)	Investorenmitteilung: Wirecard kritisierte den ersten FT-Artikel als "inakkurat, irreführend und diffamierend" (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315)

Financial Times vs. Wirecard AG (Fortsetzung)			15. Februar 2019 (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315)	Staatsanwaltschaft München bestätigte Erhalt von Informationen über Erpressungsversuch und geplante Shortattacke (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 315) (Voß, RDİ 2020, 11)
Financial Times vs. Wirecard AG (Regulierungsreaktion)			18. Februar 2019 (Weber, NJW 2019, 968) (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 313) (Voß, RDİ 2020, 11)	BaFin erließ Allgemeinverfügung zum Verbot der Begründung und Erhöhung von Netto-Leerverkaufspositionen in Wirecard-Aktien für zwei Monate (Art. 20 VO (EU) Nr. 236/2012) (Weber, NJW 2019, 968) (Mülbert, Sajnovits, BKR 2019, 313) (Voß, RDİ 2020, 11)

Anhang VII: Rechtsprechungsübersicht (Beck-Noxtua)

Gericht	Datum/Aktenzeichen	Thema/Sachverhalt	Rechtliche Kernaussagen	Bedeutung
EuGH	15.03.2022 - C-302/20	Marktgerüchte und Insiderinformationen; Finanzjournalist wurde wegen Weitergabe einer Information über bevorstehende Veröffentlichung von Artikeln über Marktgerüchte sanktioniert	- Informationen über bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels, der ein Marktgerücht aufgreift, können als Insiderinformationen angesehen werden, wenn präzise genug - Kriterien für Präzision: Inhalt des Gerüchts (Name des Emittenten, Bedingungen des erwarteten Angebots), Nennung des Preises erhöht Präzision, Bekanntheit und Ansehen des Journalisten/Presseorgans, Zuverlässigkeit der Quelle - Gerüchte können kursrelevant sein, wenn spezifisch genug - Medienprivileg (Art. 21 MAR): Weitergabe für journalistische Zwecke zulässig, wenn im normalen Rahmen der journalistischen Tätigkeit erfolgt, streng notwendig und verhältnismäßig	Grundlegend für Frage, wann Gerüchte insiderrechtlich relevant werden und welche Anforderungen an Publizitätspflichten bei Gerüchten bestehen
EuGH	20.03.2018 - C-537/16	Sanktionen bei Marktmanipulation	- Befasst sich mit Verbreitung falscher oder irreführender Informationen, Gerüchte oder Nachrichten, die falsche Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben können - Zeigt Sanktionsmöglichkeiten bei Marktmanipulation durch Informationsverbreitung	Zeigt Sanktionsmöglichkeiten bei Marktmanipulation durch Informationsverbreitung

Kurmyshkin, Vera, Seminararbeit, Sommersemester 2026

BGH	10.01.2024 - III ZR 57/23	Wirecard und Short-Attacken	BaFin eröffnete bereits am 1. Februar 2019 Untersuchungen wegen Marktmanipulationen sowohl durch Marktteilnehmer (Short-Attacke) als auch durch die Wirecard AG (unrichtige Angaben in Finanzberichterstattung, Unterlassen der Veröffentlichung der von der Financial Times erhobenen Vorwürfe als Insiderinformationen)	Dokumentiert offiziell, dass Leerverkaufsattacken als Form der Marktmanipulation untersucht werden können
BGH	08.08.2018 - 2 StR 210/16	Marktmanipulation nach MAR	- Gesetzgeber wollte lückenlose Ahndung von Insiderhandel und Marktmanipulation gewährleisten - MAR wurde in Deutschland bereits einen Tag vor ihrer EU-weiten Geltung (2. Juli 2016 statt 3. Juli 2016) in Kraft gesetzt §§ 38, 39 WpHG genügen dem Bestimmtheitsgebot des Art. 103 Abs. 2 GG trotz statischer Verweisung auf die MAR	Klärt strafrechtliche Relevanz der Marktmissbrauchsverordnung und zeigt, dass Marktmanipulation konsequent verfolgt wird
BGH	25.07.2018 - 2 StR 353/16	Einwirkung auf Börsenpreis	- Einwirken auf Börsenpreis liegt vor, wenn dieser künstlich, d.h. gegen die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse am Markt, erhöht, abgesenkt oder stabilisiert wird - Erforderlich ist, dass manipulative Handlung kausal für den fraglichen Preis eines Finanzinstruments geworden ist - Indizien für Kurseinwirkung: Vergleiche von bisherigem Kursverlauf und Umsatz, Kurs- und Umsatzentwicklung vor und nach manipulativer Handlung, vorgenommene Ordergrößen	Liefert Kriterien für Feststellung, ob Leerverkaufsattacke tatsächlich den Börsenpreis beeinflusst hat
BGH	14.10.2020 - 5 StR 229/19	Handelsgestützte Marktmanipulation	- Bei handelsgestützten Marktmanipulationen unterliegt der gesamte Erlös aus den Aktienverkäufen durch den Täter der Einziehung - Erwerbskosten für Aktien, die Gegenstand einer vorsätzlichen Marktmanipulation sind, unterliegen dem Abzugsverbot des § 73d Abs. 1 Satz 2 StGB	Zeigt strafrechtliche Konsequenzen von Marktmanipulation und strenge Handhabung bei Einziehung von Gewinnen
BGH	17.12.2020 - II ZB 31/14	Ad-hoc-Publizität und Falschinformationen	- Veröffentlichung einer unwahren Insiderinformation in einer Pressemitteilung begründet keine Haftung gemäß § 37c Abs. 1 WpHG aF - Haftung nach § 37b WpHG aF kann bestehen, wenn durch fehlerhafte Marktinformation eine Insiderinformation erst geschaffen wurde - Durch eine Falschinformation entsteht nicht stets eine auf Korrektur gerichtete Informationspflicht	Relevant für Frage, wann Emittenten bei der Verbreitung von Informationen korrigierend tätig werden müssen
BGH	08.02.2023 - 2 StR 204/22	Abzugsverbot bei Insiderhandel	Aufwendungen für den Erwerb von Derivaten durch verbotenen Insiderhandel unterliegen dem Abzugsverbot des § 73d Abs. 1 Satz 2 StGB, da der Täter bewusst in den ihm verbotenen Erwerb investiert hat	Ergänzt Abzugsverbot-Regelung auch für Derivate

Eigenhändigkeitserklärung

Hiermit versichere ich, dass ich die vorliegende Seminararbeit selbstständig verfasst und keine anderen als die angegebenen Hilfsmittel benutzt habe. Bei der Herstellung dieses Textes wurde sowohl das KI-gestützte Sprachmodell ChatGPT in der Version 5.5 als auch das KI-gestützte Sprachmodell Beck-Noxtua verwendet.

Augsburg, den 26.06.2026

Vera Kurmyshkin