

Bachelorarbeit gemäß § 17 der Allgemeinen Prüfungsordnung vom 01.08.2008
im Bachelorstudiengang Betriebswirtschaft
an der Hochschule für angewandte Wissenschaften Neu-Ulm

**Analyse der Auswirkungen des Leerverkaufs investigativer
Investoren auf die betroffenen Unternehmen und deren
Aktienkurs**

Erstkorrektor: Prof. Dr. Elmar Steuerer

Zweitkorrektor: Prof. Dr. Erik Rederer

Verfasser: Kevin Hoss (Matrikel-Nr.: 278100)
Ingeborg-Bachmann-Straße 42
72631 Aichtal

Thema erhalten: 10.05.2023

Arbeit abgeliefert: 10.09.2023

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
1 Einleitung	1
1.1 Motivation	1
1.2 Ziele	1
1.3 Vorgehensweise	2
2 Begriffsdefinitionen	4
2.1 Short Selling	4
2.1.1 Funktionsweise	4
2.1.2 Risiken	6
2.1.3 Wertpapierleihesatz	7
2.1.4 Short Interest	8
2.1.5 Regulierungen	9
2.2 Abgrenzung von Investorengruppen	12
2.2.1 Shortseller	12
2.2.2 Aktivistische Investoren	13
2.2.3 Investigative Investoren	16
3 Bekannte Fälle angegriffener Unternehmen	19
3.1.1 Weltweit bekannte Fälle	19
3.1.2 Bekannte Fälle aus Deutschland	21
3.1.3 Aktuelle Fälle	23
4 Forschungslücke	25
5 Datenauswahl	27
5.1 Ausgewählte Unternehmen	27
5.2 Inhalte der Berichte	29

5.2.1	DraftKings Inc.	29
5.2.2	EOS Energy Enterprises Inc.	31
5.2.3	iQiyi Inc.	32
5.2.4	Lightspeed Commerce Inc.	34
5.2.5	Luckin Coffee Inc.	36
5.2.6	Mirati Therapeutics Inc.	39
5.2.7	Nevro Corporation	40
5.2.8	Ormat Technologies Inc.	41
5.2.9	Plug Power Inc.	43
6	Forschungsdesign.....	45
6.1	Hypothesenaufstellung	45
6.2	Methodik.....	46
7	Interpretation der Ergebnisse	55
7.1	Abnormale Renditen.....	55
7.2	Durchschnittliche abnormale Renditen	56
7.3	Kumulierte abnormale Renditen.....	59
7.4	Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen	61
7.5	Tatsächliche Renditen.....	64
7.6	Aussagefähigkeit der Ergebnisse.....	65
8	Weitere Auswirkungen der Shortseller Berichte	66
8.1	Handelsvolumen	66
8.2	Short Interest.....	70
9	Schlussfolgerung.....	74
	Literaturverzeichnis.....	75
	Eigenständigkeitserklärung	79

Abkürzungsverzeichnis

AAR	Average abnormal return
AR	Abnormal return
ARPU	Average revenue per user
ASC	Accounting Standards Codification
CAAR	Cumulative average abnormal return
CAR	Cumulative abnormal return
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CMO	Chief Marketing Officer
COO	Chief Operating Officer
EACC	Ethics and Anti-Corruption Commission
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ESMA	European Securities and Market Authority
FCA	Financial Conduct Authority
FCPA	Foreign Corrupt Practices Act
FDA	Food and Drug Administration
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GTV	Gross Transaction Volume
IPO	Initial Public Offering
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NAV	Net Asset Value
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over-the-Counter
PPA	Power Purchase Agreement
RTE	Round trip efficiency
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
TAM	Total Addressable Market
TSX	Toronto Stock Exchange

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Beispiel eines Short-Trades	5
Abbildung 2:	Aktienkursentwicklung der angegriffenen deutschen Unternehmen	22
Abbildung 3:	Tweet von Citron Research über Luckin Coffee	36
Abbildung 4:	Zeitfenster der Eventstudie	54
Abbildung 5:	Kumulierte abnormale Renditen im Eventfenster [-5; 5]	59
Abbildung 6:	Kumulierte abnormale Renditen im Eventfenster [-10; 10]	60
Abbildung 7:	Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens von DraftKings	66
Abbildung 8:	Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens von iQiyi	67
Abbildung 9:	Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens von Ormat Technologies	68
Abbildung 10:	Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von EOS Energy	70
Abbildung 11:	Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von Luckin Coffee	71
Abbildung 12:	Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von Mirati Therapeutics	72
Abbildung 13:	Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von Plug Power	73

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Für die Analyse ausgewählten Unternehmen	28
Tabelle 2:	Renditen der ausgewählten Unternehmen am Eventdatum	55
Tabelle 3:	Durchschnittliche abnormale Renditen im Eventfenster [-10; 10]	56
Tabelle 4:	Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen der untersuchten Eventfenster	61
Tabelle 5:	Aktienkursentwicklungen der ausgewählten Unternehmen	64

1 Einleitung

1.1 Motivation

In der Vergangenheit haben Bilanzskandale, wie zum Beispiel WorldCom, Enron oder Wirecard weltweit für eine große Aufmerksamkeit gesorgt. Hierbei wurden in der Öffentlichkeit hauptsächlich die Fehler der Unternehmen und Wirtschaftsprüfer thematisiert. Der Tatsache, dass es an den Kapitalmärkten Akteure gibt, die in diesen Fällen bereits frühzeitig ihre Bedenken äußerten, wird meines Erachtens zu wenig Bedeutung geschenkt. Innerhalb der letzten Jahre haben sich vor allem investigative Investoren durch die Aufdeckung von Bilanzskandalen ein gewisses Ansehen in der Finanzbranche aufgebaut. Allerdings ist diese Investorengruppe in der Allgemeinheit weiterhin relativ unbekannt. Da es zu dieser Thematik ebenfalls wenig Literatur gibt, kann das Verständnis zu den Tätigkeiten investigativer Investoren durch Internetrecherchen stark ausgeweitet werden. Setzt man sich gezielt mit dem Thema auseinander, so werden die Vorgehensweisen und Kommunikationswege dieser Gruppe von Investoren schnell deutlich. Die Rolle des investigativen Investors Fraser Perring im Wirecard-Skandal hat in mir das Interesse für diese Investorengruppe erweckt. Durch einen tieferen Blick in die Materie kann man schnell entdecken, inwiefern von diesen Unternehmen Aufklärungsarbeit geleistet wird. Zudem konnten sich die investigativen Investoren in der Vergangenheit durch eine gute Qualität der Recherchen beweisen. Aufgrund dessen nehmen investigative Investoren eine wichtige Rolle im Kapitalmarkt ein und meines Erachtens wird die Relevanz sowie der Bekanntheitsgrad dieser Investorengruppe in der Zukunft weiter steigen.

1.2 Ziele

Das Hauptziel dieser Bachelorarbeit ist zu analysieren, inwiefern sich veröffentlichte Berichte von investigativen Investoren auf die Aktienkurse der jeweiligen Unternehmen auswirken. Hierzu wird unter anderem untersucht, ob die Berichtsveröffentlichungen einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Aktienkursentwicklung der betroffenen Unternehmen haben. Ebenfalls sollen in dieser Forschungsarbeit die tatsächlichen Aktienkursentwicklungen über einen längeren Zeitraum nach der Veröffentlichung der Berichte beobachtet werden. Grund hierfür ist, dass analysiert werden kann, wie die Aktienrenditen in Folge der Anschuldigungen ausgefallen sind. Die Anzahl der untersuchten Unternehmen wurde in dieser Arbeit bewusst gering gehalten, damit die Inhalte der kritischen Berichte von investigativen Investoren

dargestellt werden können. Ein weiteres Ziel ist nämlich, dem Leser deutlich zu machen, wie detailliert und handfest die Anschuldigungen in den Berichten sind. Zudem können durch den relativ kleinen Stichprobenumfang weitere Aspekte wie das Short Interest oder das Handelsvolumen für die ausgewählten Unternehmen untersucht werden. Neben den bereits beschriebenen Zielen soll dem Leser klar werden, welche Rolle investigative Investoren innerhalb des Kapitalmarkts haben und inwiefern sie sich von anderen Investorengruppen wie Shortsellern und aktivistischen Investoren abgrenzen. Da es zwischen diesen drei Investorengruppen gewisse Überschneidungen gibt, wird die von investigativen Investoren hauptsächlich verwendete Anlagestrategie des Leerverkaufs genauer beschrieben. Hierdurch sollen dem Leser neben der Funktionsweise auch die Risiken des Short Sellings verdeutlicht werden und ein Überblick über die Regulierungen in diesem Bereich gegeben werden.

1.3 Vorgehensweise

Zu Beginn der Arbeit werden einige relevante Begrifflichkeiten, die im Zusammenhang mit investigativen Investoren stehen, definiert. Hierzu zählt das Short Selling, eine beliebte Investitionsstrategie, um von fallenden Aktienkursen zu profitieren. Diesbezüglich werden weitere wichtige Begrifflichkeiten wie der Wertpapierleihesatz und das Short Interest genauer erläutert. Wie bereits erwähnt, wird zudem eine Abgrenzung zwischen drei verschiedenen Investorengruppen vorgenommen. Hierdurch sollen dem Leser vor allem die Ziele und Vorgehensweise der investigativen Investoren klar werden.

Im Anschluss daran werden bekannte Fälle von Unternehmen, die von investigativen Investoren angegriffen wurden, vorgestellt. Dieses Kapitel beinhaltet weltweit bekannte Fälle aus der Vergangenheit sowie Fälle von deutschen Unternehmen, die ins Visier von investigativen Investoren geraten sind. Abgerundet wird das Kapitel mit aktuellen Fällen und bietet somit eine gute Übersicht über die Aufklärungsarbeit dieser Investorengruppe über einen längeren Zeitraum. Nach den Begriffsdefinitionen und der Darstellung einiger Fallbeispiele folgt das vierte Kapitel, welches sich mit der Forschungslücke befasst. In diesem Abschnitt werden die Inhalte der empirischen Analyse erstmals aufgelistet und die Bedeutung dieser Forschungsarbeit erläutert. Anschließend werden im fünften Kapitel die Parameter vorgestellt, welche bei der Auswahl der Unternehmen vorausgesetzt wurden. Nach der Festlegung der Parameter wurden verschiedene Unternehmen herausgesucht, welche diese Kriterien erfüllen. Dabei wurden auf den Internetseiten der bekanntesten investigativen Investoren passende

Unternehmen ermittelt. Die für die Analyse ausgewählten Unternehmen werden ebenfalls im fünften Kapitel kurz vorgestellt. Nach der Auswahl der Unternehmen wurden die kritischen Berichte der investigativen Investoren gründlich durchgelesen, damit eine Zusammenfassung der wichtigsten Inhalte erfolgen kann. Die zusammengefassten Shortseller-Berichte sollen dem Leser verdeutlichen, wie detailliert diese sind und inwiefern die Vorwürfe begründet werden. Der Theorieteil dieser Bachelorarbeit wird anschließend mit dem Forschungsdesign abgerundet. In diesem Kapitel werden die aufgestellten Hypothesen sowie die Methodik der Untersuchung vorgestellt. Das siebte Kapitel wird die Interpretation der Ergebnisse umfassen. Hierbei werden einige Ergebnisgrößen in Bezug auf Aktienkursentwicklungen, die im Forschungsdesign vorgestellt werden, ausgewertet und interpretiert. Bei der Interpretation der Ergebnisse liegt der Fokus auf der statistischen Signifikanz, da diese beschreibt, ob die Berichte von investigativen Investoren einen nachweisbaren Einfluss auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen haben. Des Weiteren werden die Einschränkungen der Ergebnisse erläutert. Da neben dem Einfluss der Berichtsveröffentlichung auf den Aktienkurs auch zwei weitere Kenngrößen untersucht werden sollen, befasst sich das achte Kapitel mit den Auswirkungen der Shortseller-Berichte auf das Handelsvolumen sowie auf das Short Interest. Zuletzt wird eine Schlussfolgerung aus den beobachteten Ergebnissen gezogen. Dies umfasst zum einen den Einfluss der Berichte von investigativen Investoren auf die Aktienkurse, als auch auf die Reputation der betroffenen Unternehmen.

2 Begriffsdefinitionen

2.1 Short Selling

2.1.1 Funktionsweise

Unter dem englischen Begriff “Short Selling“ oder im deutschen “Leerverkauf“ versteht man den Verkauf von Aktien, welche zuvor entliehen wurden. Der Short Seller leiht sich also die Aktien von einem Broker und verkauft sie unmittelbar mit dem Ziel, sie zu einem späteren Zeitpunkt günstiger zurückkaufen zu können. Der Vorgang des Rückkaufs von Aktien ist in der Finanzbranche auch als “covern“ der Short-Position bekannt. Für die entliehenen Wertpapiere muss der Shortseller dem Broker eine Gebühr zahlen.¹

Beim Short Selling setzt der Investor auf einen zukünftigen Rückgang der Aktienkurse. Wenn der Shortseller richtig liegt und die Aktien nach dem Verkauf an Wert verlieren, ergibt sich sein Gewinn aus der Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem Rückkaufpreis, abzüglich der Wertpapierleihgebühr.² Bei steigenden Aktienkursen würde der Shortseller dementsprechend Verluste generieren. Generell ist das Risiko bei dem klassischen Leerverkauf von Aktien sehr hoch. Auf diesen Aspekt wird im Verlaufe des Kapitels noch genauer eingegangen. Aufgrund des erhöhten Risikos und der damit einhergehenden Notwendigkeit von ausreichender Liquidität, ist das traditionelle Short Selling überwiegend institutionellen Investoren und Hedgefonds gestattet.³ Für Privatanleger stehen andere Finanzinstrumente zur Verfügung, um von fallenden Aktienkursen zu profitieren. Beispiele hierfür sind Put-Optionen oder verschiedene Zertifikate. Bei diesen Instrumenten ist der Verlust begrenzt und das Risiko entsprechend niedriger.

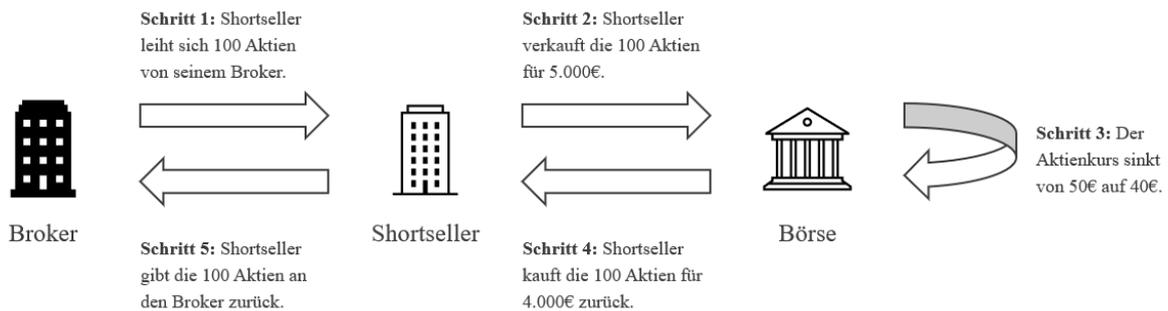
¹ Vgl. Wilkens, Pit: Short Selling (Leerverkäufe) – Definition & Erklärung, in: DeltaValue, o.D., [online] <https://www.deltavalue.de/short-selling-leerverkaeufe/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

² Vgl. Graf, Nadine: Shortselling: Wie funktionieren Leerverkäufe?, in: t3n, 07.05.2021, [online] <https://t3n.de/news/shortselling-leerverkaeufe-erklaert-1377318/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

³ Vgl. Pham, Lisa; Surane, Jenny; Serafino, Phil: What Is Short Selling, and Who Is Hindenburg Research?, in: Washington Post, 23.03.2023, [online] https://www.washingtonpost.com/business/2023/03/23/what-is-short-selling-hindenburg-stock-bets-explained/e822c884-c9a3-11ed-9cc5-a58a4f6d84cd_story.html (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Da der Fokus dieser Arbeit auf dem klassischen Short Selling liegt, dient die folgende Abbildung als geeignetes Beispiel:

Abbildung 1: Beispiel eines Short-Trades



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an <https://www.deltavalue.de/short-selling-leerverkaeufe/>

In diesem Beispiel ist der Ablauf eines Short-Trades dargestellt. Nachdem sich der Shortseller insgesamt 100 Aktien mit einem Wert von 5.000 Euro bei seinem Broker geliehen hat, verkauft er diese unmittelbar an der Börse an andere Marktteilnehmer. Um später das Ergebnis der beispielhaften Short-Position zu berechnen, wird für das Entleihen der Aktien eine Gebühr von 2% für einen Zeitraum von 90 Tagen vorausgesetzt. Nach Ablauf dieser Zeitspanne gibt der Shortseller die Aktien an seinen Broker zurück, um weitere Gebühren zu vermeiden. Der Aktienkurs ist in dem Beispiel innerhalb der drei Monate von 50 Euro auf 40 Euro gefallen. Um nun den Gewinn des Shortsellers zu berechnen, werden der Rückkaufspreis sowie die Leihgebühren vom ursprünglichen Verkaufspreis abgezogen. Aus Einfachheitsgründen wurden Ordergebühren in diesem Beispiel nicht berücksichtigt.

Gewinn: $5.000\text{€} - 4.000\text{€} - (5.000\text{€} \times 0,02) = 5.000\text{€} - 4.000\text{€} - 100\text{€} = 900\text{€}$

Der Shortseller hätte in diesem Beispiel durch den starken Kursrückgang des entliehenen Wertpapiers einen Gewinn von 900 Euro erzielt.

Des Weiteren ist beim traditionellen Short Selling zu berücksichtigen, dass der Shortseller dem Aktienverleiher die Dividendenzahlung überweisen muss, falls das Unternehmen, von dem der Shortseller die Aktien ausgeliehen hat, eine Dividende ausschüttet.⁴ Im Finanzbereich wird zudem zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen unterschieden. Der grundlegende Unterschied besteht darin, dass der Shortseller bei einem gedeckten Leerverkauf die Sicherheit hat, die Aktien jederzeit zurückkaufen zu können, während diese Sicherheit bei ungedeckten

⁴ Vgl. SEC: Key Points About Regulation SHO, in: U.S. Securities and Exchange Commission, 31.05.2022, [online] <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Leerverkäufen nicht gegeben ist. Daher besteht die Möglichkeit, dass der Shortseller bei ungedeckten Leerverkäufen nicht genügend Aktien am Markt findet, um seine Short-Position schließen zu können. Ungedeckte Leerverkäufe sind jedoch in Deutschland verboten, weshalb diese im weiteren Verlauf der Arbeit nicht weiter berücksichtigt werden.⁵ Durch Studien konnte nachgewiesen werden, dass Shortseller einen positiven Mehrwert für den Kapitalmarkt schaffen, indem sie die Liquidität von Aktien verbessern und zur Entdeckung eines angemessenen Preisniveaus beitragen. Einige Investoren, die sonst von steigenden Aktienkursen profitieren, nutzen das Short Selling als eine Art Risikomanagement, um sich vor fallenden Kursen abzusichern.

2.1.2 Risiken

Das größte Risiko beim Short Selling besteht darin, dass die Verluste in der Theorie unbegrenzt sind. Bei einem normalen Investment in eine Aktie ist der Verlust im schlimmsten Fall auf das eingesetzte Kapital begrenzt, da der Wert einer Aktie minimal null Euro erreichen kann. Umgekehrt gibt es jedoch keine Begrenzung und eine Aktie könnte theoretisch ins Unendliche steigen. Diese Dynamik macht das Short Selling sehr riskant, da die Shortseller irgendwann gezwungen werden können, die Aktien zurückzukaufen. Ein solches Phänomen ist in der Praxis auch als "Short Squeeze" bekannt. Insbesondere wenn sich viele Shortseller auf eine Aktie fokussiert haben, ist das Risiko eines "Short Squeeze" nicht gerade gering. Steigt der Kurs einer Aktie stark an, besteht die Möglichkeit, dass einige Shortseller ihre Verluste begrenzen wollen, indem sie ihre Leerverkaufspositionen schließen. Da dies selbstverständlich nur durch den Kauf von Aktien möglich ist, kann ein Dominoeffekt ausgelöst werden, durch den weitere Shortseller gezwungen werden, ihre Short-Positionen zu schließen. Das Resultat ist ein rapider Anstieg des Aktienkurses innerhalb eines kurzen Zeitraums.

Um eine Short-Position eröffnen zu können, benötigt jeder Investor ein sogenanntes "Margin Konto". Dieses besagte Konto beinhaltet eine Nachschusspflicht, die geleistet werden muss, wenn der Kontowert eines Anlegers zu niedrig ist. Wenn der Mindestbetrag unterschritten wird, bekommt der Anleger einen "Margin Call" von seinem Broker, der ihn dazu auffordert, Geld nachzuschießen. Kommt der Shortseller seinen Nachschusszahlungen nicht nach, kann der

⁵ Vgl. Admirals: Was sind Leerverkäufe? So setzen Sie auf fallende Kurse, in: Admiral Markets, 16.09.2022, [online] <https://admiralmarkets.com/de/wissen/articles/trading-instruments/leerverkaeufe-trading> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Broker die Short-Position eigenhändig schließen, was zu sehr hohen Verlusten für den Shortseller führen kann. Es lässt sich daraus schließen, dass eine ausreichende Liquidität von hoher Bedeutung ist, wenn man Short Selling praktizieren möchte. Neben den bereits erwähnten Risiken des “Short Squeeze“ und des “Margin Calls“ ist das Timing beim Short Selling ein Faktor, der weitere Risiken mit sich bringt. Identifiziert ein Shortseller eine überbewertete Aktie und eröffnet eine Short-Position, dann sollte der Kursverlust bestmöglich innerhalb der Leihfrist eintreten. Unabhängig davon, ob die These des Shortsellers korrekt ist oder nicht, verschlechtert sich die Performance einer Short Position, wenn die Leihfrist überschritten wird.⁶ In der Finanzbranche gibt es hierzu ein denkwürdiges Zitat, dass vor allem Shortseller beachten sollten: „The market can remain irrational longer than you can remain solvent.“⁷

Neben den Risiken, welche ausschließlich die Shortseller betreffen, kann das Short Selling auch Auswirkungen auf den gesamten Kapitalmarkt haben. Short Selling kann starke Schwankungen in Aktien verursachen und dadurch die Stabilität von internationalen Finanzmärkten beeinträchtigen. Besonders hierdurch steigt das Risiko von Krisen in verschiedenen Bereichen. Außerdem führt es häufig zu starken Kursverlusten bei einzelnen Wertpapieren, die andere Marktteilnehmer zu Panikverkäufen verleiten.⁸

2.1.3 Wertpapierleihesatz

Damit das Short Selling überhaupt funktionieren kann, muss es Marktteilnehmer geben, die bereit sind ihre Aktien zu verleihen. Meistens stellen Fonds den Brokern hierbei Aktien zur Verfügung, die von Shortsellern geliehen werden können.⁹ Durch die Erträge aus den Leihgebühren erhoffen sich die Fonds, ihre Performance zu verbessern. Zur Absicherung verlangt der Verleiher eines Wertpapiers in der Regel, dass der Shortseller weitere Sicherheiten wie beispielweise Staatsanleihen hinterlegt. Hiermit kann sich der Wertpapierverleiher vor zahlungsunfähigen Entleihern absichern.¹⁰ Der Wertpapierleihesatz variiert je nach Aktie und ist unter anderem auch davon abhängig, wie viele Aktien eines Unternehmens bereits

⁶ Vgl. Wilkens, o.D.

⁷ Teitelbaum, Richard (2015): The most dangerous trade - How short sellers uncover fraud, keep markets honest, and make and lose billions, New Jersey: John Wiley & Sons, 2015, S.17

⁸ Vgl. Mohanram, Partha; Srivastava, Anup; Basirianmahabadi, Elnaz: Activist short sellers bring many a mighty down, in: California Review Management, 12.06.2023, [online] <https://cmr.berkeley.edu/2023/06/activist-short-sellers-bring-many-a-mighty-down/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁹ Vgl. Kirchner, Christian: Leerverkäufe: Wer verleiht die Aktien an die Spekulanten?, in: Capital, 08.04.2019, [online] <https://www.capital.de/geld-versicherungen/leerverkaeufe-wer-verleiht-die-aktien-an-die-spekulanten> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

¹⁰ Vgl. Wilkens, o.D.

leerverkauft wurden. Hohe Wertpapierleihesätze können vor allem dann auftreten, wenn die Marktlage angespannt ist oder das Handelsvolumen sehr gering ist. Des Weiteren sind Aktien, die eine hohe Volatilität und somit ein erhöhtes Risiko aufweisen, im Regelfall teurer auszuleihen als Aktien mit geringer Volatilität. Generell gilt, je schwieriger es ist eine Aktie zu leihen, desto höher ist der Wertpapierleihesatz.¹¹ Normalerweise wird der Wertpapierleihesatz für einen bestimmten Zeitraum festgelegt und nach Ablauf dieser Zeit müssen die entliehenen Aktien zurückgegeben werden. Die vereinbarten Fristen können in der Praxis aber gegen eine entsprechende Gebühr verlängert werden. Bei der Wertpapierleihe ist es außerdem unter gewissen Umständen möglich, dass der Verleiher seine entliehenen Aktien bereits vor Ende der vereinbarten Frist zurückfordert. Der Broker muss deshalb sicherstellen, dass der Entleiher die Aktien jederzeit zurückkaufen kann.

2.1.4 Short Interest

Die Kennzahl Short Interest steht in der Finanzwelt für den Prozentsatz der Aktien eines Unternehmens welche leerverkauft wurden und noch zurückgekauft werden müssen. Je höher hierbei der Prozentsatz einer Aktie ist, desto mehr Anleger sind skeptisch gegenüber dem Unternehmen eingestellt. Außerdem steigt mit einem zunehmenden Short Interest auch die Wahrscheinlichkeit eines “Short Squeeze“. Ein hohes Short Interest deutet im Regelfall darauf hin, dass eine Aktie überbewertet ist bzw. von einigen Marktakteuren als überbewertet angesehen wird.¹² Ab einem Short Interest von über 10% kann man von einem hohen Wert sprechen, während ein Short Interest von über 20% als sehr hoch angesehen werden kann. Neben der prozentualen Angabe des Short Interest, werden die Leerverkaufsaktivitäten auch häufig anhand der Short Interest Ratio, welche auch als “Days to Cover“ bekannt ist, dargestellt. Im Folgenden ist die Formel zur Berechnung der Short Interest Ratio aufgeführt.¹³

$$\text{Short Interest Ratio} = \frac{\text{Anzahl der leerverkauften Aktien}}{\text{Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen}}$$

¹¹ Vgl. Hayes, Adam: What Is a Stock Loan Fee (Borrow Fee)? Definition and Example, in: Investopedia, 02.06.2021, [online] <https://www.investopedia.com/terms/s/stock-loan-fee.asp> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

¹² Vgl. IG Group: Was bedeutet Short Interest bei Aktien?, in: IG, o.D., [online] <https://www.ig.com/de/trading-strategien/was-bedeutet-short-interest-bei-aktien--230314> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

¹³ Vgl. Wilkens, Pit: Short Interest Ratio – Definition & Bedeutung, in: DeltaValue, o.D., [online] <https://www.deltavalue.de/short-interest-ratio/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Hierbei werden die zu einem bestimmten Zeitpunkt leerverkauften Aktien in Relation zu dem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen der Aktie gestellt. Das Ergebnis lässt sich als Dezimalwert darstellen und gibt an, wie viele Börsentage unter normalen Marktbedingungen notwendig wären, damit alle Short-Positionen geschlossen werden können.

2.1.5 Regulierungen

Die erste Vorschrift, die das Short Selling auf den US-Märkten einschränkte, galt zwischen 1938 und 2007. In diesem Zeitraum war es verboten, in einem Abwärtstrend einer Aktie eine Short-Position einzugehen. Diese Regel wurde jedoch im Jahr 2007 von der amerikanischen Börsenaufsicht SEC vollständig aufgehoben. Hierdurch wurde das Short Selling von Aktien zu jeder Zeit möglich.¹⁴ Eine Ausnahme gab es allerdings während der Finanzkrise im Jahr 2008. Die SEC führte ein Verbot des Short Sellings bei über 900 verschiedenen Aktien ein, da befürchtet wurde, dass durch die Leerverkäufe starke Aktienkursschwankungen bei Finanzinstituten ausgelöst werden könnten. Dieses Verbot wurde bereits drei Wochen nach der Einführung wieder aufgehoben. In einer Studie, die nach dem kurzfristigen Leerverkaufsverbot durchgeführt wurde, konnte festgestellt werden, dass das Verbot hinsichtlich der Leerverkaufsaktivitäten zwar seine gewünschte Wirkung gezeigt hat, insgesamt aber kontraproduktiv war. Durch das Verbot erhöhte sich die Volatilität der Aktienkurse, die Liquidität des Marktes sowie die Preiseffizienz verringerten sich und die Handelskosten stiegen.¹⁵ In den USA wurde im Jahr 2010 erneut eine Beschränkung des Leerverkaufs eingeführt, die sogenannte Short Sale Restriction (SSR). Diese Beschränkungsregel ist bis heute in Kraft und besagt, dass Aktien, die im Vergleich zum Vortag um mehr als 10% gefallen sind, in einem Abwärtstrend nicht leerverkauft werden dürfen. Wenn die SSR eintritt, ist das Short Selling dementsprechend nur bei einem Kursanstieg möglich. Grund dafür ist, dass der Verkaufsdruck auf die davon betroffenen Aktien nicht verstärkt werden soll.¹⁶

¹⁴ Vgl. McDowell, John: The Short Seller Restriction Rule (SSR) Explained for Day Trading, in: TradingSim, 24.05.2022, [online] <https://www.tradingsim.com/blog/the-short-seller-restriction-rule-ssr-explained#:~:text=According%20to%20the%20short%20sale,price%20of%20the%20prior%20session> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

¹⁵ Vgl. Overdahl, Jim: A ban on short selling is a bad idea, in: Financial Times, 15.05.2023, [online] <https://www.ft.com/content/0e336bf8-9d1c-4716-b288-6a73d21d808c> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

¹⁶ Vgl. McDowell, 2022

In Europa sind die Regeln für Leerverkäufe in der EU-Verordnung Nr. 236/2012 festgelegt. Da Leerverkäufe systematische Risiken verursachen und zu Marktstörungen führen können, wurden Meldeschwellen definiert, bei denen der betreffenden Regulierungsbehörde die Short-Positionen mitgeteilt werden müssen. Betroffen sind hiervon allerdings nur Aktien, die an einem Handelsplatz in der europäischen Union zugelassen sind. Ein Shortseller muss der zuständigen Behörde seine Netto-Leerverkaufsposition melden, sobald diese 0,2% des ausgegebenen Aktienkapitals überschreitet. Danach sind Meldungen in Intervallen von 0,1% erforderlich. Besitzt der Shortseller eine Netto-Leerverkaufsposition, welche über 0,5% des ausgegebenen Aktienkapitals beträgt, muss er seine Position zwangsläufig offenlegen. Das Ziel der EU-Verordnung ist, dass die zuständigen Behörden, im Falle von ungünstigen Marktentwicklungen, welche die Stabilität der Finanzmärkte gefährden könnten, die Befugnis haben einzugreifen. Eine mögliche Maßnahme der Behörden könnte die zeitweise Beschränkung von Leerverkäufen oder Transaktionen mit Credit Default Swaps (CDS) sein, damit heftige Kursverfälle unterbunden werden. Zudem ist in der Verordnung geregelt, dass die jeweiligen Behörden die europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA auffordern können, in anderen Rechtsräumen derartige Einschränkungen vorzunehmen. In der EU-Verordnung sind ebenfalls Beschränkungen von ungedeckten Leerverkäufen geregelt.¹⁷ Des Weiteren gibt es in Europa die EU-Verordnung Nr. 596/2014, welche den Marktmissbrauch regelt und theoretisch auch Shortseller betreffen kann.

Zu Beginn der Corona-Krise und dem damit einhergehenden Einbruch der internationalen Finanzmärkte, erließ die ESMA am 16.03.2020 eine Änderung der Meldeschwelle für Netto-Leerverkaufspositionen. In dieser Zeit waren die Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen verpflichtet, die zuständige Behörde zu benachrichtigen, sobald ihre Short-Position die Schwelle von 0,1% des ausgegebenen Aktienkapitals überschritten hatte. Die geänderte Meldeschwelle war über ein halbes Jahr gültig, inzwischen liegt diese wieder bei 0,2%.¹⁸ Während der Corona-Pandemie wurden zudem einzelne Leerverkaufsverbote verhängt. So gab es beispielsweise in Österreich, Frankreich und Italien vorübergehende Beschränkungen für das Short Selling. In Deutschland hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) keine Beschränkungen für Leerverkäufe erlassen. Das letzte Verbot von Netto-

¹⁷ Vgl. EU-Verordnung: VERORDNUNG (EU) Nr. 236/2012 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, in: Amtsblatt der Europäischen Union, 24.03.2012, [online] <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236&from=DE> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

¹⁸ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Netto-Leerverkaufspositionen, in: BaFin, 31.03.2021, [online] https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2020_21_Corona_andereBehoerden/meldung_2021_03_16_corona_virus_134_ESMA_Leerverkaufspositionen.html (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Leerverkaufspositionen verhängte die BaFin im Februar 2019. Jenes Verbot, dass sich über einen Zeitraum von zwei Monaten erstreckte, bezog sich lediglich auf die Aktien des deutschen Finanzdienstleisters Wirecard. Grund hierfür war der Verdacht von Marktmanipulation, der maßgeblichen Einfluss auf den Aktienkurs von Wirecard nehmen könnte. Im Vereinigten Königreich verhängte die zuständige Finanzmarktaufsichtsbehörde FCA ebenfalls keine Beschränkungen in Bezug auf das Short Selling.¹⁹

In einer Erklärung vom 23.03.2020 hieß es seitens der FCA, dass es “keine Beweise dafür gebe, dass Leerverkäufe die Ursache für die jüngsten Markteinbrüche gewesen seien“.²⁰ Während der diesjährigen Bankenkrise in den USA wurden Forderungen bezüglich Leerverkaufsbeschränkungen laut. Die SEC lehnte Einschränkung des Leerverkaufs von Bankenaktien allerdings ab, da das letzte Verbot zeigte, dass sich hierdurch die Liquidität des Marktes verringert.²¹

¹⁹ Vgl. Matthews, Tom et al.: Short selling bans and market restrictions – Considerations for investors, in: White & Case, 15.02.2021, [online] <https://www.whitecase.com/insight-alert/short-selling-bans-and-market-restrictions-considerations-investors> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

²⁰ Matthews, 2021

²¹ Vgl. Mandl, Carolina; French, David; Herbst-Bayliss, Svea: Short selling comes under fire as regional banks sell off, in: Reuters, 09.05.2023, [online] <https://www.reuters.com/markets/us/short-selling-comes-under-fire-regional-banks-sell-off-2023-05-04/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

2.2 Abgrenzung von Investorengruppen

2.2.1 Shortseller

Bei den klassischen Shortsellern handelt es sich in der Regel um Hedgefonds, Vermögensverwalter oder andere Investmentfonds. Die Leerverkaufsstrategie wird generell hauptsächlich von institutionellen Investoren angewendet. Es gibt verschiedene Motive, welche diese Investorengruppe dazu veranlassen, auf sinkende Aktienkurse zu setzen. Eines der Motive kann die Überbewertung einer Aktie sein. Wenn ein Shortseller den Aktienkurs im Vergleich zu den fundamentalen Kennzahlen eines Unternehmens für überhöht empfindet, liegt es nahe, dass er bei diesem Unternehmen eine Short-Position eröffnet. Als Bewertungskriterium ziehen Shortseller in der Regel verschiedene Finanzkennzahlen heran, welche auf eine Überbewertung hinweisen könnten, wie beispielsweise das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) einer Aktie. Ein sehr hohes KGV deutet oftmals auf eine Überbewertung hin und kann somit eine Short-Position rechtfertigen. Ein weiterer Grund, der zu erhöhten Leerverkaufsaktivitäten führen kann, sind schlechte Quartalsergebnisse. Shortseller visieren häufig Unternehmen an, die enttäuschende Quartalsergebnisse präsentiert haben. Wenn zudem die eigenen Gewinnprognosen oder die Prognosen der Analysten verfehlt werden, ist mit einem Anstieg von Leerverkäufen zu rechnen. Neben der Überbewertung von Aktien oder schwachen Quartalsergebnissen können auch makroökonomische Faktoren eine große Rolle in Bezug auf das Short Selling spielen. Vor allem die Geldpolitik und geopolitische Konflikte können hierbei einen erheblichen Einfluss auf die Kapitalmärkte haben. In unsicheren Zeiten und bei Rezessionen sind Leerverkäufe ein beliebtes Instrument für diverse Investoren. Shortseller versuchen außerdem negative Branchentrends zu identifizieren, damit sie Gewinne in diesen Sektoren realisieren können. Ein ebenso entscheidender und ähnlicher Faktor wie die negativen Branchentrends sind schlechte Geschäftsaussichten. Insbesondere Unternehmen, die einem zunehmenden Wettbewerb ausgesetzt sind, werden oft von Shortsellern angegriffen. Das liegt daran, dass für diese Unternehmen niedrigere Marktanteile und Gewinnmargen in der Zukunft prognostiziert werden. Im Regelfall tragen die traditionellen Shortseller zur Effizienz des Kapitalmarktes bei, indem sie überbewertete Aktien auf ein realistisches Preisniveau korrigieren. Innerhalb der Finanzbranche wird die Rolle der klassischen Shortseller grundsätzlich schon immer kontrovers diskutiert und es gibt mit Sicherheit auch einige Argumente, die die Leerverkaufspraktiken zu Recht kritisieren.

2.2.2 Aktivistische Investoren

Aktivistische Investoren haben im letzten Jahrzehnt sehr stark an Bedeutung gewonnen. Unter aktivistischen Investoren versteht man in der Regel Hedgefonds, Investmentgesellschaften oder sehr vermögende Privatpersonen, die sich in großem Stil in Unternehmen einkaufen, damit sie beispielsweise Änderungen in der Unternehmensstrategie oder im operativen Geschäft bewirken können. Das Ziel von aktivistischen Investoren ist, den Börsenwert des Unternehmens zu steigern, damit sie ihre erworbenen Anteile gewinnbringend veräußern können.²² Die Vorstände und Aufsichtsräte von Unternehmen mussten sich in der Vergangenheit vor allem vor Hedgefonds aus dem angelsächsischen Raum in Acht geben. Die aktivistischen Investoren wollen häufig das Managementboard ersetzen oder drängen auf einen Strategiewechsel, nachdem sie Anteile in den Unternehmen erworben haben.²³ Es hat sich dennoch herausgestellt, dass aktivistische Investoren ein sehr gutes Gespür für die jeweiligen Werttreiber der Unternehmen haben und für die Aktionäre einen Mehrwert schaffen können.²⁴ Das Engagement der Aktivisten führt außerdem nachweislich zu einer höheren Aktienrendite. Im ersten Jahr nach dem Einstieg aktivistischer Investoren liegt die Aktienrendite im Durchschnitt 1,5 Prozentpunkte über dem jeweiligen Branchenindex.²⁵ Oftmals dienen die Forderungen von den Aktivisten allerdings nur dem Ziel der kurzfristigen Profitabilitätssteigerung. Grundlegend gibt es laut einem Artikel, der von der Boston Consulting Group (BCG) im Jahr 2020 veröffentlicht wurde, vier Stellhebel für die aktivistischen Investoren, um Verbesserungsmaßnahmen durchzuführen. Darunter zählt zum einen die strategische Neuausrichtung, welche oftmals mit M&A-Aktivitäten einhergeht. Aktivistische Investoren drängen oft darauf, dass einzelne Unternehmensbereiche verkauft werden. Diese Forderung steht häufig auch im Einklang mit dem zweiten Stellhebel, der Effizienzsteigerung und dem Wachstum eines Unternehmens. Ein Großteil der aktivistischen Investoren fordert Unternehmen dazu auf, Transformationsprogramme durchzuführen, welche möglicherweise die Schließung oder Restrukturierung von unprofitablen Geschäftsbereichen umfassen könnten. Bestimmte Investitionen wie beispielsweise in die Digitalisierung sind ebenfalls im Sinne der Aktivisten,

²² Vgl. Engelkamp, Maik: Deep Value Investing – Definition & Bedeutung, in: DeltaValue, o.D., [online] <https://www.deltavalue.de/deep-value-investing/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

²³ Vgl. Köhler, Peter: Aktivistische Aktionäre greifen an der Börse zu, in: Handelsblatt, 20.01.2023, [online] <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/hedgefonds-strategien-aktivistische-aktionaere-greifen-an-der-boerse-zu/28935750.html> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

²⁴ Vgl. Jostarndt, Dr. Philipp; Wolf, Rüdiger; Degen, Dominik: Aktivistische Investoren, in: BCG, 03.02.2020, [online] <https://media-publications.bcg.com/BCG-Aktivistische-Investoren-Report-2020.pdf> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

²⁵ Vgl. Pelster, Patrick: Wachsende Bedeutung aktivistischer Investoren, in: Bain & Company, 20.07.2015, [online] <https://www.bain.com/de/ueber-uns/presse/pressemitteilungen/germany/2015/wachsende-bedeutung-aktivistischer-investoren/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

damit das Marktwachstum sichergestellt werden kann. Der dritte Stellhebel, den aktivistische Investoren beeinflussen wollen, ist die Kapitalstruktur sowie die Finanzpolitik eines Unternehmens. Ein passendes Beispiel hierfür ist der Einstieg des US-amerikanischen Großinvestors Carl Icahn bei Apple im Jahre 2013. Icahn ist Gründer und Mehrheitsaktionär der Investmentfirma Icahn Enterprises, welche ebenfalls für ihr aktivistisches Engagement bekannt ist. In offenen Briefen forderte Carl Icahn, dass Apple seine ausschüttungsfähigen Barmittel für Aktienrückkäufe nutzen solle. Bereits drei Jahre später konnte Icahn einen Gewinn von 50 Prozent bei seinem Apple-Investment aufweisen. Der letzte Stellhebel, der genutzt werden kann, um Maßnahmen zur Verbesserung durchzubringen, ist die Anpassung der Corporate Governance. Laut der BCG bezieht sich jede zweite Kampagne von aktivistischen Investoren auf Fragen zur Unternehmensführung. Hierbei wird oft Kritik bezüglich der Besetzung des Vorstands und Aufsichtsrats ausgeübt. Allgemein steht es im Interesse der aktivistischen Investoren, den Aufsichtsrat auch mit eigenen Vertretern zu besetzen, damit die eigenen Forderungen schneller durchgesetzt werden können.²⁶

Zu Zeiten der Corona-Pandemie hielten sich aktivistische Investoren zwar etwas zurück, allerdings nahmen die Kampagnen von aktivistischen Investoren in letzter Zeit wieder stark zu. Die US-amerikanische Investmentbank Lazard zählte im Jahr 2022 weltweit rund 235 Kampagnen von aktivistischen Investoren, was einer Steigerung von 36% im Vergleich zum Vorjahr entspricht.²⁷ Prognosen des Unternehmensberaters Alvarez & Marsal zufolge, wird die Dynamik von aktivistischen Investoren auch in Zukunft stark zunehmen. Mittlerweile ist der „Aktionärsaktivismus“ auch in Europa richtig angekommen. Gemäß den Schätzungen von Alvarez & Marsal sind in den nächsten 18 Monaten (ab Juli 2023) rund 143 europäische Unternehmen einem erhöhten Risiko ausgesetzt, von Kampagnen aktivistischer Investoren betroffen zu sein. Der Fokus der Aktivisten wird vermutlich weiterhin auf den fünf größten Märkten in Europa (Großbritannien, Frankreich, Deutschland, Schweiz und Skandinavien) liegen.²⁸

Der Anstieg von Aktivistenkampagnen kann durch eine Untersuchung der BCG belegt werden. Hierbei wurden öffentlich bekannt gewordene Kampagnen bei Unternehmen aus der DACH-Region (Deutschland, Österreich und Schweiz) mit einer Marktkapitalisierung von mindestens

²⁶ Vgl. Jostrarndt, 2020

²⁷ Vgl. Köhler, 2023

²⁸ Vgl. McKenzie, Malcolm et al.: Shareholder Activism In Europe, in: Alvarez & Marsal, 04.07.2023, [online] <https://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/2023-06/A%26M%20Activist%20Alert%20Interim%20Outlook%202023.pdf> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

250 Millionen US-Dollar erfasst. Während es im Jahr 2014 nur zehn Kampagnen bei diesen Unternehmen gab, waren es 2019 bereits 37 Kampagnen.²⁹

Zu den prominentesten Beispielen von aktivistischen Kampagnen in Deutschland zählt das Pharmaunternehmen Bayer. Der Aktivistenfond Elliot Management stieg im Juni 2019 bei dem Unternehmen ein. Hierbei nutzte der aktivistische Investor eine Schwächephase des Aktienkurses der Bayer AG, die nach der Monsanto-Übernahme auftrat, um ausreichend Stimmrechte zu erwerben.³⁰ Neben Elliot Management waren in den letzten zwei Jahren einige weitere aktivistische Fonds bei der Bayer AG aktiv. Vor allem die Investmentfirmen Alatus Capital, Bluebell Capital Partners und Inclusive Capital Partners wollen im Jahre 2023 die Agenda des deutschen Großkonzerns beeinflussen.³¹ Ziel der aktivistischen Investoren ist hierbei die Aufspaltung des Konzerns in verschiedene Sparten. Im Fall von Bayer wird deutlich, dass den aktivistischen Investoren teilweise kleine Aktienanteile an den Unternehmen genügen, um eine große Wirkung zu erzielen. Hierzu müssen sie aber mit ihren Vorschlägen andere institutionelle Anleger, Vermögensverwalter oder Stimmrechtsberater überzeugen, da diese in der Regel einen Großteil aller ausgegebenen Aktien halten und somit einen großen Einfluss auf das Unternehmen haben. Ein geeignetes Beispiel, um zu verdeutlichen, dass bereits mit kleinen Beteiligungen ein großer Einfluss auf die Unternehmen genommen werden kann, ist der Einstieg des aktivistischen Investors PrimeStone Capital bei dem deutschen Chemikalienhändler Brenntag. Mit einer Beteiligung von etwas mehr als zwei Prozent, wäre es der Investmentfirma dieses Jahr beinahe gelungen, im Aufsichtsrat von Brenntag vertreten zu sein. PrimeStone Capital erhielt hierbei starke Unterstützung von Stimmrechtsberatern.³² Ein weiterer Fall, der in den deutschen Medien für viel Aufsehen sorgte, war der Einstieg der Investmentgesellschaft Elliot Management bei dem Stahlhersteller Thyssenkrupp. Im Jahr 2018 drängte der aktivistische Investor auf eine neue Geschäftsführung bei der Thyssenkrupp AG. Bevor Elliot Management einstieg, war der Aktivistenfond Cevian Capital über einen längeren Zeitraum bei dem deutschen Stahlunternehmen engagiert.³³ Weitere sehr bekannte und aktuelle Beispiele, bei denen sich Aktivisten in deutsche Kapitalgesellschaften einkauften, sind das Gesundheitsunternehmen Fresenius sowie das Softwareunternehmen Teamviewer.³⁴

²⁹ Vgl. Jostrarndt, 2020

³⁰ Vgl. Jostrarndt, 2020

³¹ Vgl. Köhler, 2023

³² Vgl. Jansen, Jonas: Warnschuss, in: FAZ, 15.06.2023, [online]

<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/aktivistische-investoren-warnschuss-18966496.html> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

³³ Vgl. Jostrarndt, 2020

³⁴ Vgl. Köhler, 2023

Generell kann festgehalten werden, dass die aktivistischen Investoren ihre Kampagnen im Regelfall lange und gut planen, wodurch das Management gezwungen ist, schnell zu reagieren. Während die Kampagnen vor zehn Jahren noch durchschnittlich 140 Tage andauerten, waren es laut den Analysen der BCG im Jahr 2018 gerade mal noch rund 100 Tage.³⁵

2.2.3 Investigative Investoren

In der Allgemeinheit sind investigative Investoren auch unter dem Begriff “aktivistische Shortseller“ bekannt. Im Verlaufe dieser Forschungsarbeit werden diese beiden Synonyme sowie die Bezeichnung “forensische Shortseller“ verwendet, um diese spezifische Investorengruppe zu beschreiben. Die investigativen Investoren analysieren Unternehmen, bei denen Sie vermuten, dass beispielsweise falsch bilanziert wird oder das Management sich an den Aktionären bereichern möchte. Generell liegt die Betrugsaufdeckung im Interesse dieser Investoren. In Folge der investigativen Recherchearbeiten veröffentlichen sie ihre kritischen Berichte, wenn tatsächlich Unregelmäßigkeiten entdeckt werden konnten.³⁶

Die Berichtsveröffentlichung soll andere Investoren überzeugen, dass mögliche Betrugsfälle in dem Unternehmen vorliegen und die Aktie dementsprechend überbewertet ist. Hierdurch erhoffen sich die investigativen Investoren einen Abverkauf der Aktie, damit sie aus ihren Short-Positionen Gewinne erzielen können. Aufgrund der negativen Auswirkungen der Berichte auf das Image der betroffenen Unternehmen, wird diese Investorengruppe in der Gesellschaft häufig kritisiert. Laut einer Studie reagieren nur 31% der von investigativen Investoren angegriffenen Unternehmen auf die Berichte. Insgesamt sollen 28% aller betroffenen Unternehmen die Anschuldigungen öffentlich leugnen, während nur 4% interne Untersuchungen in Folge der Shortseller-Berichte einleiten.³⁷ Investigativen Investoren wird oft vorgeworfen, dass sie bewusst Falschinformationen verbreiten, damit sie Gewinne erzielen. Dieses Verhalten ist in der Finanzbranche auch als “short and distort“ bekannt und kann als Marktmanipulation angesehen werden.³⁸

³⁵ Vgl. Jostrarndt, 2020

³⁶ Vgl. Holmey, Olivier: Die heißen Wetten der Leerverkäufer, in: FAZ, 28.01.2022, [online] <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/boerse-wer-sind-die-leerverkaeufer-17665083.html> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

³⁷ Vgl. Brendel, Jana: Aktion & Reaktion: Unternehmensreaktionen auf Shortseller-Berichte, in: TRR 266 Accounting for Transparency, 27.05.2021, [online] <https://www.accounting-for-transparency.de/de/aktion-reaktion-unternehmensreaktionen-auf-shortseller-berichte/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

³⁸ Vgl. Chen, James: Short and Distort, in: Investopedia, 29.04.2022, [online] <https://www.investopedia.com/terms/s/shortanddistort.asp> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Der Fokus investigativer Investoren lag in der Vergangenheit vor allem auf Unternehmen aus den USA, Kanada und China. Bei den chinesischen Unternehmen waren insbesondere jene Unternehmen Ziel der aktivistischen Shortseller, die an der NASDAQ-Börse oder an der NYSE gelistet sind und ihren Hauptsitz in China haben. Als Beispiel kann hier Dan David von der Firma Wolfpack Research erwähnt werden, der sich auf diese Art von Unternehmen spezialisiert hat. Beliebte Ziele der investigativen Investoren sind vor allem Unternehmen aus dem Technologiesektor und dem Gesundheitswesen.³⁹

Aktivistische Shortseller gibt es schon seit langem, dennoch haben sie erst in letzter Zeit aufgrund ihrer zunehmenden Medienpräsenz an Aufmerksamkeit gewonnen. Die Investorengruppe unterscheidet sich von den klassischen Leerverkäufern vor allem durch ihre aggressivere Vorgehensweise.⁴⁰

Im Jahr 2022 wurden insgesamt 113 Short-Kampagnen von investigativen Investoren gezählt, während es 2021 noch 135 waren. Mit einer Anzahl von 77 war ein großer Teil der Short-Kampagnen auf US-amerikanische Unternehmen gerichtet. Jene Unternehmen verzeichneten 2022 einen durchschnittlichen Aktienkursrückgang von 33%. Die Aktienkursrückgänge waren allerdings bei den kanadischen Unternehmen mit -46% am stärksten. Im Durchschnitt sind im Jahr 2022 die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen nach der Berichtsveröffentlichung um 31,1% gesunken. Im Vergleich zu dem Aktienindex S&P 500, welcher in diesem Zeitraum einen Abschwung von 19,4% realisierte, sind die Aktienkurse der Zielunternehmen investigativer Investoren deutlich stärker gesunken. Zu den erfolgreichsten Shortsellern des letzten Jahres zählten Hindenburg Research, Kerrisdale Capital sowie White Diamond Research.⁴¹

Eine Forschung von zwei renommierten französischen Universitäten konnte feststellen, dass Unternehmen, die von bekannten investigativen Investoren angegriffen wurden, einen erheblichen Aktienkursrückgang erlitten. Innerhalb der ersten drei Tage nach Berichtsveröffentlichung beträgt der durchschnittliche Aktienkursverlust 11,2%, was einer Reduktion der Marktkapitalisierung von 416 Millionen US-Dollar entspricht. Die Berichte der investigativen Investoren haben teilweise langanhaltend negative Auswirkungen auf die betroffenen Unternehmen. Laut dieser Studie lag die Performance der angegriffenen

³⁹ Vgl. Holmey, 2022

⁴⁰ Vgl. Bocconi Students Investment Club: Activist Short-Sellers: Manipulative Profit Seekers or Bearers of Justice?, in: BSIC, 05.03.2023, [online] <https://bsic.it/activist-short-sellers-manipulative-profit-seekers-or-bearers-of-justice/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁴¹ Vgl. Breakout POINT: Activist short Selling in 2022, in: Breakout POINT, 31.12.2022, [online] <https://breakoutpoint.com/blog/2022/12/activist-short-selling-in-2022/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Unternehmen zwei Monate nach dem Bericht um 14,5% unter den Erwartungen. Im Verlauf eines halben Jahres schnitten die betroffenen Unternehmen sogar um 22,6% unter den Prognosen ab. Die Studie ergab außerdem, dass die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz bei den betroffenen Unternehmen steigt oder diese in der Zukunft von der Börse genommen werden.⁴²

Eine weitere Studie untersuchte die Auswirkung der aktivistischen Leerverkaufskampagnen auf die Aktienkurse über einen Zeitraum von 135 Tagen. Die 247 Unternehmen, welche hierbei untersucht wurden, wiesen in Folge der Shortseller-Berichte einen Aktienkursverlust von durchschnittlich -14,82% auf. Laut derselben Studie ist die Performance der investigativen Investoren auf den US-amerikanischen und asiatischen Märkten deutlich besser als in Europa. Vor allem asiatische Unternehmen sollen sich als sehr profitabel erwiesen haben. Zudem hat die Marktkapitalisierung der Unternehmen einen entscheidenden Einfluss auf die Rendite der aktivistischen Shortseller. Es hat sich erwiesen, dass Short-Positionen bei Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung zu höheren Renditen führen als bei hoch bewerteten Unternehmen. Grund hierfür ist, dass die Aktienkurse von Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung in der Regel weniger volatil sind und die Liquidität der Aktien dementsprechend geringer ist.

In einer weiteren Forschungsarbeit wurden 159 Unternehmen untersucht, denen von aktivistischen Shortsellern Betrugsvorwürfe im Bereich der Rechnungslegung gemacht wurden. Dabei konnte beobachtet werden, dass bei 43% der Fälle weitere Untersuchungen durch die SEC durchgeführt wurden. Bei insgesamt 30% der 159 untersuchten Unternehmen, konnten die betrügerischen Aktivitäten bestätigt werden.⁴³

Investigative Investoren nutzen verschiedene Kanäle, um ihre kritischen Berichte zu publizieren. Im Regelfall wird der Bericht auf der eigenen Internetseite veröffentlicht. Des Weiteren werden die Berichte häufig auf bekannten Finanzforen verbreitet sowie auf der Social Media Plattform Twitter (seit Juli 2023: X).⁴⁴

⁴² Vgl. Paugam, Luc; Stolowy, Hervé: How Activist Short Sellers Police Financial Markets, in: HEC Paris, 15.12.2020, [online] <https://www.hec.edu/en/knowledge/articles/how-activist-short-sellers-police-financial-markets> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁴³ Vgl. Bocconi Students Investment Club, 2023

⁴⁴ Vgl. Paugam, 2020

3 Bekannte Fälle angegriffener Unternehmen

3.1.1 Weltweit bekannte Fälle

Das vermutlich weltweit bekannteste Beispiel von Finanzbetrug, ist das des ehemaligen US-amerikanischen Energiekonzerns Enron. Das Unternehmen verbuchte unter anderem Erträge aus abgeschlossenen Verträgen, obwohl das Geschäft längst nicht realisiert war und versteckte seine Schulden bei ausländischen Tochtergesellschaften.⁴⁵ Der an der Wall Street allseits bekannte Jim Chanos entdeckte bei Enron bereits früh, dass die ausgewiesenen Profite in den Finanzergebnissen nicht stimmen konnten. Deshalb eröffnete Chanos im November 2000 seine erste Short-Position bei Enron. Dass einige Unternehmensinsider ihre Enron Aktien verkauften, bestärkte Chanos in seiner These. Im März 2001 publizierte das Finanzmagazin Fortune einen kurzen Artikel von Bethany McLean, in dem der hohe Aktienkurs von Enron angezweifelt wurde. Der zweite Quartalsbericht aus 2001 schürte Gerüchte, dass der fallende Aktienkurs von Enron einen Liquiditätsengpass auslösen könnte, da einige Bedingungen von außerbilanziellen Geschäften einen Bezug zu Enrons Aktienkurs hatten. Chanos' Investmentfirma Kynikos Associates LP, welche mittlerweile zu Chanos & Company L.P. umbenannt wurde, erhöhte seine Short-Position in Folge nochmals. Während der Aktienkurs von Enron im Januar 2001 noch bei 85 US-Dollar lag, stürzte er bis Ende Oktober 2001 auf 13 US-Dollar ab. Am 02.12.2001 hat Enron Insolvenz beantragt. Auch wenn nicht bekannt ist wie hoch die Gewinne der Short-Position von Jim Chanos ausfielen, erlangte er durch diese Short-Kampagne viel Aufmerksamkeit und Ansehen.⁴⁶

Ein weiteres sehr bekanntes Unternehmen, welches von einem Shortseller angegriffen wurde, ist Herbalife. Das US-amerikanische Unternehmen bietet unter anderem Diätprodukte und Nahrungsergänzungsmittel an und zog ab 2012 große mediale Aufmerksamkeit auf sich. Der amerikanische Fondsmanager William bzw. "Bill" Ackmann, Gründer von Pershing Square Capital Management, wollte Herbalife als Betrugsfall aufdecken. Ackmann begann seine Kampagne gegen Herbalife im Dezember 2012, als er dem Unternehmen öffentlich vorwarf, sich ein ausgeklügeltes Schneeballsystem aufgebaut zu haben, welches den Kunden finanziell schadet.

⁴⁵ Vgl. Gleim, Fiona: Enron: Ein Meisterwerk der Bilanzfälschung, in: Banking Club, 11.03.2022, [online] <https://www.bankingclub.de/news/anlage/enron-ein-meisterwerk-der-bilanzfaelschung/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁴⁶ Vgl. Teitelbaum (2015): S. 73-76

Zu einem gewissen Zeitpunkt hatte Ackmann sein Investmentfond rund 20 Prozent von Herbalife's Aktien leerverkauft. Eine so große Short-Position, im Wert von etwa einer Milliarde US-Dollar, ist für eine einzelne Investmentgesellschaft sehr unüblich, da dies selbstverständlich mit einem sehr hohen Risiko verbunden ist. Nachdem der Aktienkurs von Herbalife in Folge der Shortseller-Attacke stark einbüßen musste und alles danach aussah, dass die These von Ackmann korrekt war, wendete sich das Blatt. Der Aktienkurs von Herbalife stieg wieder und es kauften sich viele Hedgefonds und andere Investoren in das Unternehmen ein, die hierdurch einen "Short Squeeze" initiieren wollten. Ackmann war zur damaligen Zeit nicht besonders beliebt an der Wall Street, weshalb manche Investoren die Möglichkeit sahen, ihn aufgrund seiner großen Short-Position in Schwierigkeiten zu bringen.⁴⁷ Carl Icahn, der in der Vergangenheit negative Erfahrungen mit Ackmann machte, sagte beispielsweise: „In a company like Herbalife, you can ask almost any pro, you don't go 20 percent short.“⁴⁸ Ende 2013 lag der Aktienkurs von Herbalife schließlich bei 80 US-Dollar, rund ein Jahr zuvor lag er noch unter 30 US-Dollar und Ackmann's Verluste stiegen stetig. In der Zwischenzeit legte Icahn offen, dass er im Februar 2013 eine 13 Prozent Beteiligung bei Herbalife erwarb. Um das Risiko zu reduzieren, tauschte Ackmann 40% seiner Short-Position in Put-Optionen um. Jene Optionen sind ein Anlageinstrument, die ebenfalls bei sinkenden Aktienkursen zu Gewinnen führen, wobei die möglichen Verluste allerdings begrenzt sind. Im Juli 2014 präsentierte Ackmann seine jüngsten Nachforschungsergebnisse über Herbalife. Daraufhin stieg der Aktienkurs um 25%, da die Medien und Investoren den Anschuldigungen von Ackmann keinen Glauben schenkten.⁴⁹ Dieses Beispiel verdeutlicht, dass sich investigative Investoren auch teilweise täuschen und die Gesellschaft nicht immer mit ihrer Short-These überzeugen können. Anders als in der heutigen Zeit wurden die Vorwürfe gegen Enron und Herbalife zur damaligen Zeit öffentlich präsentiert, da die Präsenz des Internets noch nicht so groß war und daher weniger Anleger von den Berichten Kenntnis genommen hätten.

⁴⁷ Vgl. Teitelbaum (2015): S. 1-8

⁴⁸ Teitelbaum (2015): S. 9

⁴⁹ Vgl. Teitelbaum (2015): S. 9-11

3.1.2 Bekannte Fälle aus Deutschland

Wenn es um das Thema Bilanzbetrug geht, ist der Wirecard Skandal einer der bekanntesten Fälle weltweit. Die Leerverkäuferin Anne Stevenson-Yang, welche die Investmentfirma J Capital Research leitet, zählte zu den ersten Personen, die über Wirecard einen kritischen Bericht veröffentlichte.⁵⁰ Ein weiterer prominenter investigativer Investor, der sich kritisch zu Wirecard äußerte, war Fraser Perring, Gründer von Viceroy Research. Im Februar 2016 publizierte Fraser Perring gemeinsam mit seinem damaligen Kollegen Matthew Earl einen Bericht über Wirecard, welcher auch als "Zatarra-Report" bekannt ist. In dem Shortseller-Bericht wurde detailliert beschrieben, wie Wirecard über mehrere Jahre hinweg Geldwäsche begangen hat.⁵¹

Neben Wirecard wurde ebenfalls der deutsche Finanzdienstleister Grenke von Perring und seinem Team angegriffen. Viceroy Research veröffentlichte am 15.09.2020 einen 64-seitigen Bericht über das Unternehmen. Inhalt der Anschuldigungen waren zum einen Geldwäsche und Bilanzfälschung. Allein durch den Bericht wurden 700 Millionen Euro an Börsenwert vernichtet.⁵² Aufgrund der Vorwürfe von Viceroy Research, wurde im September 2020 eine Untersuchung von der deutschen Anti-Geldwäsche-Behörde eingeleitet. Ein Großteil der Vorwürfe erhärtete sich hierdurch zwar nicht, der Schaden auf Grenkes Aktienkurs und Reputation war allerdings schon angerichtet.⁵³

Das dritte Unternehmen, welches in Deutschland in Folge eines Shortseller-Berichts medial sehr präsent war, ist die Adler Group. Der Hauptsitz des Unternehmens ist zwar in Luxemburg, das operative Geschäft findet allerdings nahezu ausschließlich in Deutschland statt, weshalb die Adler Group auch an der deutschen Börse gelistet ist. In der Immobilienbranche zählt die Adler Group zu einem der größten Unternehmen in Deutschland. Ebenso wie bei Wirecard und Grenke, wurde die Alder Group zur Zielscheibe von Viceroy Research. Am 06.10.2021 veröffentlichte Fraser Perring einen 61-seitigen forensischen Bericht über das Unternehmen. Finanzielle Falschdarstellung, Täuschung und Betrug sind die Vorwürfe des Shortsellers.

⁵⁰ Vgl. Holmey, 2022

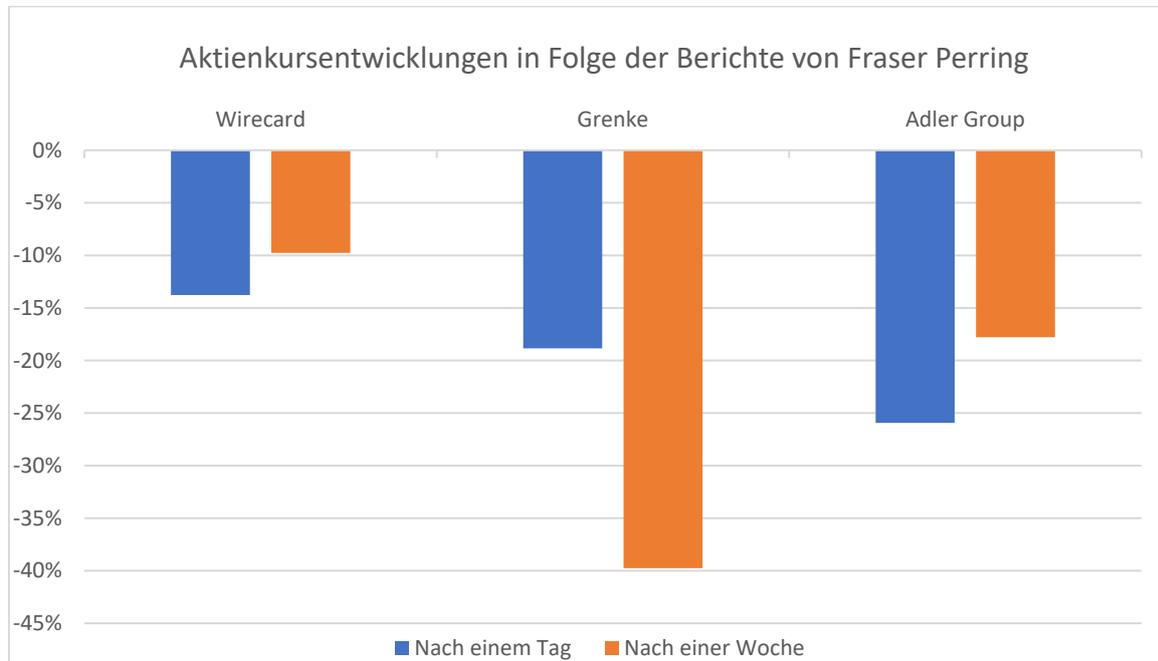
⁵¹ Vgl. Slodczyk, Katharina: "Staatsfeind Nummer Eins" - wie ein Shortseller an Wirecard scheiterte, in: Manager Magazin, 29.01.2021, [online] <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/banken/wirecard-shortseller-matthew-earl-berichtet-ueber-seine-versuche-den-betrug-zu-stoppen-a-100699fc-4056-4676-bd31-46bdd3adda8> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁵² Vgl. Manager Magazin: Wirecard-Erzfeind wettet nun gegen MDax-Konzern Grenke, in: Manager Magazin, 15.09.2020, [online] <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/wirecard-jaeger-fraser-perring-wettet-nun-gegen-mdax-konzern-grenke-a-3b33365d-caec-44a9-8461-75f40c5c1755> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁵³ Vgl. Fink, Alexander; Leithäuser, Roland: Short Selling Activism in Europe – A Strategic Communications Perspective, in: Kekst CNC, 07.06.2022, <https://www.kekstcnc.com/insights/short-selling-activism-in-europe-a-strategic-communications-perspective> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Nachdem der Bericht veröffentlicht wurde, stürzte der Aktienkurs innerhalb eines Tages um 25% ab. Als Reaktion darauf wies die Adler Group noch am selben Abend alle Beschuldigungen in einer öffentlichen Stellungnahme zurück.⁵⁴

Abbildung 2: Aktienkursentwicklung der angegriffenen deutschen Unternehmen



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/boerse-wer-sind-die-leerverkaeuf-17665083.html>

Diese Grafik veranschaulicht sehr gut, dass die veröffentlichten Berichte der investigativen Investoren einen starken Einfluss auf die Aktienkurse nehmen können. Die drei vorgestellten deutschen Unternehmen, welche allesamt von Viceroy Research ins Visier genommen wurden, wiesen erhebliche Aktienkursverluste auf. Bekannterweise haben sich die Vorwürfe gegen Wirecard als richtig erwiesen und das Unternehmen stellte am 25.06.2020 den Insolvenzantrag.

⁵⁴ Vgl. Wille, Robin: Wirecard-Shortseller knöpft sich einen der größten Immobilienkonzerne vor – das sind die Vorwürfe gegen die Adler Group, in: Business Insider, 16.10.2021, <https://www.businessinsider.de/wirtschaft/wirecard-shortseller-knoepft-sich-einen-der-groessten-immobilienkonzerne-vor-das-sind-die-vorwuerfe-gegen-die-adler-group-a/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

3.1.3 Aktuelle Fälle

In diesem Jahr hat vor allem der investigative Investor Nathan Anderson für Aufsehen gesorgt. Anderson ist Gründer des amerikanischen Unternehmens Hindenburg Research, welches dieses Jahr bereits drei Berichte über milliardenschwere Unternehmen veröffentlicht hat. Das erste Ziel war die Adani Group, ein indisches Firmenkonglomerat, welches hauptsächlich in den Geschäftsfeldern Energieversorgung, Logistik und Rohstoffe involviert ist. Am 24.01.2023 veröffentlichte Hindenburg Research einen ca. 100 Seiten langen Bericht über den Mischkonzern. Die Vorwürfe in dem forensischen Bericht sind Geldwäsche und Steuerhinterziehung sowie die Manipulation von Aktienkursen. Um Steuern zu hinterziehen, sollen innerhalb des Firmennetzwerkes zahlreiche Briefkastenfirmen in Offshore-Steuerparadiesen eingesetzt werden.⁵⁵ Gautam Adani, Gründer und Vorsitzender der Adani Group, reagierte auf die Beschuldigungen, indem er sie als unbegründet und “kalkulierten Angriff auf Indien“ bezeichnete.⁵⁶ Innerhalb von nur wenigen Tagen nach der Veröffentlichung des Berichts sank die Bewertung des gesamten Konzerns um 100 Milliarden US-Dollar.⁵⁷

Rund zwei Monate später geriet der US-amerikanische Finanzdienstleister Block (früher Square) in das Visier von Hindenburg Research. In dem Bericht, welcher am 31.03.2023 publiziert wurde, wird dem Unternehmen vorgeworfen, dass sie die Nutzerzahlen von der Block-App gefälscht und massive Compliance Probleme haben. Block gibt an, dass ihre App 51 Millionen Nutzer hat. Hindenburg Research behauptet, dass es viele gefälschte Konten gibt oder auch Konten von einem Nutzer doppelt geführt werden. Nach der Kampagne brach der Aktienkurs von Block kurzerhand um 20 Prozent ein. Das Finanzdienstleistungsunternehmen reagierte auf die Vorwürfe von Hindenburg Research mit einem öffentlichen Statement. In dem Statement hieß es: „[...] Wir haben den vollständigen Bericht im Zusammenhang mit unseren eigenen Daten geprüft und glauben, dass er darauf abzielt, die Anleger zu täuschen und zu verwirren“.⁵⁸ Zudem prüfte Block rechtliche Schritte gegen den Shortseller. Hindenburg

⁵⁵ Vgl. Barth, Ulrike: Block und Hindenburg Research: Sind Shortseller Korrektiv oder Zocker am Aktienmarkt?, in: t3n, 24.03.2023, [online] <https://t3n.de/news/shortseller-hindenburg-research-block-1543707/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁵⁶ Vgl. Pham, Lisa: Why Activist Short Sellers Get Everyone So Worked Up, in: Washington Post, 29.05.2023, [online] https://www.washingtonpost.com/business/2023/05/19/why-activist-short-selling-is-a-controversial-trading-strategy/0d892df0-f66f-11ed-918d-012572d64930_story.html (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁵⁷ Vgl. Ehrensberger, Wolfgang: Aktivist gegen Aktivist: Shortseller attackiert Börsenlegende Icahn, in: Börse Online, 05.05.2023, [online] <https://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/aktivist-gegen-aktivist-shortseller-attackiert-boersenlegende-icahn-20331504.html> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁵⁸ Kessler, Nikolas: „Sachlich falsch und irreführend“ – Block reagiert auf Short-Attacke, in: Der Aktionär, 23.03.2023, [online] <https://www.deraktionaer.de/artikel/aktien/sachlich-falsch-und-irrefuehrend-block-reagiert-auf-short-attacke-20329006.html> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Research gibt, an ungefähr zwei Jahre an Recherchearbeiten für den Bericht investiert zu haben.⁵⁹

Der dritte Angriff von Hindenburg Research erfolgte am 02.05.2023. Diesmal war die Investmentgesellschaft von Carl Icahn, Icahn Enterprises, Ziel der Shortseller-Kampagne. Zwei Tage nach der Veröffentlichung des Berichts lag der Aktienkurs von Icahn Enterprises bereits 40% niedriger, was einer Reduzierung der Marktkapitalisierung von sieben Milliarden US-Dollar entspricht. Hindenburg Research wirft Icahn Enterprises falsche Bilanzierung vor, insbesondere die zu hohe Bewertung von Geschäftseinheiten. Zudem soll Carl Icahn die Anleger mit hohen Renditeversprechen locken, die laut Hindenburg Research jedoch nicht eingehalten werden.⁶⁰ Ein weiterer Vorwurf ist, dass Icahn mit Strukturen arbeitet, die einem Schneeballsystem gleichen.⁶¹ In einer Stellungnahme wies Carl Icahn alle Anschuldigungen von Hindenburg Research zurück, wobei er auf keinen der unterstellten Punkte konkret einging. Der amerikanische Großinvestor behauptet, dass das einzige Ziel des Berichts sei, Gewinne aus Short-Positionen zu erzielen.⁶²

⁵⁹ Vgl. Barth, 2023

⁶⁰ Vgl. Ehrensberger, 2023

⁶¹ Vgl. Tillar, Jannik: Carl Icahn: Warum die legendäre Wall-Street-Heuschrecke nun selbst attackiert wird, in: Capital, 03.05.2023, [online] <https://www.capital.de/geld-versicherungen/carl-icahn--warum-der-wall-street-investor-nun-selbst-attackiert-wird--33433404.html> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁶² Vgl. Ehrensberger, 2023

4 Forschungslücke

In der Finanzbranche wurden die Aktivitäten von Shortsellern schon immer kontrovers diskutiert. Diese Investorengruppe spaltet die Anlegergemeinschaft grundsätzlich in zwei verschiedene Lager. Ein Teil ist der Meinung, dass Shortseller an Kapitalmärkten sehr wichtig sind, da sie dazu beitragen, überbewertete Aktien auf ein realistisches Niveau zurückzuführen. Der andere Teil vertritt die Ansicht, dass das Short Selling stärker reguliert werden sollte oder dass Shortseller profitgesteuert sind und darauf abzielen, Unternehmen mit ihren Short-Positionen in den Ruin zu treiben. Im Allgemeinen gibt es zum Thema Short Selling bereits zahlreiche Studien und Untersuchungen. Im Bereich der aktivistischen Shortseller wurden allerdings noch nicht alle Aspekte ausreichend untersucht.

Da die investigativen Investoren ebenfalls mit dem Short Selling ihre Profite erwirtschaften, muss hierbei eindeutig von den klassischen Shortsellern abgegrenzt werden. Bei den aktivistischen Shortsellern steht die forensische Untersuchung und die Aufdeckung von Finanzbetrug im Vordergrund, während sich die traditionellen Shortseller auf fundamental überbewertete Aktien fokussieren. In den letzten Jahren und vor allem durch den Wirecard Skandal haben investigative Investoren nun auch in Deutschland an Aufmerksamkeit gewonnen. Bislang ist diese Investorengruppe jedoch in den USA und in China weitaus bekannter.

Es gibt auch zu den aktivistischen Shortsellern bereits verschiedene Studien, welche die wichtigsten Bereiche abdecken, allerdings repräsentiert diese Investorengruppe weiterhin eher eine Nische im Kapitalmarkt. Es wurde beispielsweise untersucht, inwiefern die angegriffenen Unternehmen auf die Berichte der forensischen Shortseller reagieren. Der Investmentclub der Wirtschaftsuniversität Bocconi (Mailand) veröffentlichte im März dieses Jahres eine Analyse zur Performance von investigativen Investoren. Die Performance der Aktienkurse von den betroffenen Unternehmen wurde ebenfalls in vereinzelt Untersuchungen ausgewertet. Es gibt außerdem einige Artikel, die sich mit der Regulierung beschäftigen. Aktivistischen Shortsellern wird nämlich häufig vorgeworfen, dass sie gegen Finanzmarktregulierungen verstoßen und den Markt manipulieren. Weitere Vorwürfe sind, dass sie über Insiderinformation verfügen oder sich gezielt auf Unternehmen fokussieren, die in der Vergangenheit bereits negativ in den Medien aufgefallen sind. Entsprechend gibt es einige Artikel, welche eine kritische Betrachtung von investigativen Investoren beinhalten.

Dies Forschungsarbeit zielt darauf ab, den Einfluss der Shortseller-Berichte auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen genauer zu untersuchen. Hierzu wird der Einfluss des Ereignisses sowohl über kürzere als auch über längere Zeiträume beobachtet. Um eine Aussage über den Einfluss der Berichte treffen zu können, wird in dieser Arbeit die statistische Signifikanz des Ereignisses untersucht. Zudem werden die Aktienkursentwicklungen der ausgewählten Unternehmen über einen 180-tägigen Zeitraum ausgewertet, damit eine Aussage getroffen werden kann, wie sich die Aktien infolge der Shortseller-Berichte entwickelt haben. Bislang gibt es nur wenige Studien, welche genau diese Aktienkursentwicklungen beobachtet haben. Der Unterschied zu dieser Forschungsarbeit ist, dass die Stichprobenanzahl bei den anderen Studien um einiges höher ist und der Fokus bei dieser Analyse auf der statistischen Signifikanz der veröffentlichten Berichte liegen soll. Die Untersuchung des Handelsvolumens und des Short Interest in dem Zeitraum der Berichtsveröffentlichung unterscheidet die Forschungsarbeit ebenfalls von anderen Studien.

Im nachfolgenden Kapitel werden zudem einige Parameter festgelegt, wodurch beispielsweise der Zeitraum der Untersuchung eingegrenzt wird und der Fokus auf Unternehmen gelegt wird, welche ähnliche Eigenschaften aufweisen. Dadurch wird die Forschungsarbeit spezifischer und konzentriert sich hauptsächlich auf nordamerikanische Unternehmen, welche ins Visier von bekannten investigativen Investoren geraten sind. Die Reputation der aktivistischen Shortseller wird in dieser Forschungsarbeit nicht berücksichtigt, da es keine adäquate Rangfolge diesbezüglich gibt und die Einschätzung der Reputation sonst auf eigenen Vermutungen basieren würde. Anhand der empirischen Analyse lässt sich abschließend eine Aussage treffen, inwiefern die Shortseller-Berichte die Aktienkurse der ausgewählten Unternehmen beeinflussen. Allerdings lassen sich die Ergebnisse selbstverständlich nicht für alle Unternehmen, die ins Visier von investigativen Investoren geraten, verallgemeinern. Des Weiteren kann keine Aussage zu der Performance von den investigativen Investoren getroffen werden, da der Allgemeinheit nicht bekannt ist, wann diese ihre Short-Positionen öffnen und wieder schließen.

5 Datenauswahl

5.1 Ausgewählte Unternehmen

Für die Auswahl der Unternehmen, welche in der empirischen Analyse untersucht werden sollen, wurden im Vorfeld einige Parameter gesetzt. Das Ziel war hierbei, dass sich die ausgewählten Unternehmen nicht zu stark unterscheiden, damit eine geeignete Benchmark festgelegt werden kann. Die Marktkapitalisierung wurde auf ein Minimum von 250 Millionen US-Dollar festgelegt. Grund hierfür ist, dass Unternehmen mit einem geringen Börsenwert, im Regelfall auch ein niedrigeres Handelsvolumen haben, wodurch die Berichte der Shortseller den Aktienkurs wesentlich stärker beeinflussen könnten. Das am höchsten bewertete Unternehmen zum Stand der Datenauswahl hat eine Marktkapitalisierung von knapp 15 Milliarden US-Dollar. Unternehmen mit einem sehr hohen Börsenwert wurden dementsprechend ebenfalls nicht miteinbezogen. Dies ist unter anderem dem Umstand geschuldet, dass investigative Investoren nur selten Angriffe auf sehr große Konzerne wagen. Ein Grund könnte hierfür sein, dass etablierte Großkonzerne teilweise viele Großaktionäre haben, welche grundsätzlich ein hohes Vertrauen gegenüber dem Unternehmen haben, da diese in der Regel sehr genau durch externe Wirtschaftsprüfer und interne Kontrollen überprüft werden. Zusätzlich sollte berücksichtigt werden, dass das Handelsvolumen bei großen Unternehmen oft sehr hoch ist. Aufgrund dieser Aspekte wird der Kapitalmarkt vermutlich weniger stark auf die kritischen Berichte reagieren.

Die durchschnittliche Marktkapitalisierung der neun ausgewählten Unternehmen liegt bei ungefähr 4,4 Milliarden US-Dollar. Alle Daten in Bezug auf die Marktkapitalisierung der Unternehmen stammen von dem Finanzportal MarketScreener und bilden den Stand vom 22.07.2023 ab. Der Zeitraum, in dem die Berichte veröffentlicht wurden, ist ein weiterer Parameter der Datenauswahl gewesen. Über die neun Unternehmen wurden zwischen 2019 und Ende 2021 Shortseller-Berichte veröffentlicht. Dieser Zeitraum wurde bewusst so festgelegt, da bei Berichten aus 2018 und früher, die Wahrscheinlichkeit höher ist, dass die Unternehmen insolvent gegangen sind oder von der Börse genommen wurden. Berichte aktivistischer Shortseller aus den Jahren 2022 und 2023 wurden außer Acht gelassen, da die langfristige Analyse der Aktienkursentwicklung hier gegebenenfalls nicht möglich gewesen wäre.

Der nächste Parameter für die Datenauswahl war die Ansässigkeit der Unternehmen. Der Fokus lag hierbei insbesondere auf Unternehmen, die ihren Hauptsitz in Nordamerika haben. Unter den neun ausgewählten Unternehmen sind sechs US-amerikanische Unternehmen, zwei chinesische sowie ein kanadisches Unternehmen. Außerdem sind die Unternehmen allesamt an nordamerikanischen Börsen gelistet. Die Aktien der ausgewählten Unternehmen werden jeweils an der NYSE, der NASDAQ-Börse oder an der Toronto Stock Exchange (TSX) gehandelt. In die Datenauswahl wurden lediglich Berichte von bekannten investigativen Investoren einbezogen, da diese für eine größere mediale Aufmerksamkeit sorgen und somit ein Großteil der Aktionäre erreichen. Wie bereits erwähnt, wurde die Reputation der investigativen Investoren bei der Datenauswahl nicht berücksichtigt. In der Realität gibt es selbstverständlich forensische Shortseller, welche sich durch die Aufdeckung von Bilanzbetrug ein gutes Image aufgebaut haben und denen von Investoren Vertrauen geschenkt wird. Nachfolgend sind die neun ausgewählten Unternehmen alphabetisch aufgelistet und der investigative Investor angegeben, welcher einen kritischen Bericht über das jeweilige Unternehmen publiziert hat.

Tabelle 1: Für die Analyse ausgewählten Unternehmen

Unternehmen	Börsen Ticker	Datum des Berichts	Investigativer Investor
DraftKings Inc.	DKNG	15.06.2021	Hindenburg Research
EOS Energy Enterprises Inc.	EOSE	14.01.2021	Iceberg Research
iQiyi Inc.	IQ	06.04.2020	Wolfpack Research
Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	29.09.2021	Spruce Point Capital Management
Luckin Coffee Inc.	LKNCY	31.01.2020	Muddy Waters Research
Mirati Therapeutics Inc.	MRTX	21.04.2020	Kerrisdale Capital Management
Nevro Corporation	NVRO	07.01.2021	Scorpion Capital
Ormat Technologies Inc.	ORA	01.03.2021	Hindenburg Research
Plug Power Inc.	PLUG	19.12.2019	Spruce Point Capital Management

Quelle: Eigene Darstellung

5.2 Inhalte der Berichte

Damit dem Leser weitere Hintergrundinformationen gegeben werden, wird im nachfolgenden Kapitel jeweils jedes der neun Unternehmen kurz vorgestellt und auf die wichtigsten Inhalte der Berichte eingegangen. Hierdurch soll das Verständnis für die Arbeit der investigativen Investoren gestärkt werden und gezeigt werden, wie detailliert und handfest die Anschuldigungen gegenüber den Unternehmen sind.

5.2.1 DraftKings Inc.

Das Unternehmen DraftKings mit seinem Hauptsitz in Boston, Massachusetts (USA) ist im Bereich Sportwetten und Glücksspiel tätig. Mit einer Marktkapitalisierung von 14,35 Milliarden US-Dollar ist es das am höchsten bewertete unter den insgesamt neun ausgewählten Unternehmen. DraftKings ist unter dem Ticker DKNG an dem NASDAQ Global Select Market gelistet. Zudem verfügt das Unternehmen über ein sekundäres Börsenlisting an der NYSE. Am 15.06.2021 wurde von dem forensischen Shortseller Hindenburg Research ein Bericht über DraftKings mit dem Titel “DraftKings: A \$21 Billion SPAC betting it can hide its black market operations” veröffentlicht. Hindenburg Research deutet in seinem Bericht darauf hin, dass der Börsengang, welcher durch eine Dreierfusion zwischen DraftKings, SBTech und Diamond Eagle Acquisition (SPAC) initiiert wurde, negative Folgen für DraftKings nach sich zieht. Dem Unternehmen SBTech können den Recherchen des Shortsellers zufolge Schwarzmarktgeschäfte, Geldwäsche und Engagement mit organisiertem Verbrechen nachgewiesen werden. Die Schwarzmarktgeschäfte sollen bereits über einen langen Zeitraum vor dem IPO stattgefunden haben und nach den Schätzungen des investigativen Investors stammen etwa 50% der Einnahmen von SBTech aus Märkten, in denen Glücksspiele nicht erlaubt sind. Laut Hindenburg Research können SBTech Geschäfte in Ländern nachgewiesen werden, in denen Sportwetten gänzlich verboten oder stark reguliert sind, wie beispielsweise China, Irak und Thailand. Zudem wurde angemerkt, dass SBTech das einzige der drei Fusionsunternehmen war, welches einen positiven Beitrag zum Betriebsergebnis brachte. Des Weiteren wird DraftKings vorgeworfen, eine neue Gesellschaft namens Bti/CoreTech gegründet zu haben, um die Schwarzmarktgeschäfte zu verschleiern. Hierbei sollen ungefähr 50 Mitarbeiter von SBTech in die neue Gesellschaft verlagert worden sein. Durch die Überprüfung einiger LinkedIn-Profile kann Hindenburg Research nachweisen, dass einige Mitarbeiter für beide Unternehmen gleichzeitig gearbeitet haben. Das Unternehmen

Bti/CoreTech stellt die Technologie für Sportwetten zur Verfügung. Im Zeitraum von 2015 bis 2018 sollen SBTech's Asien-Geschäfte schon über Bti/CoreTech gelaufen sein, obwohl Bti/CoreTech offiziell als Kunde von SBTech aufgetreten ist. In dem Bericht werden alle Anschuldigungen detailliert dargestellt und zumeist mit Aussagen ehemaliger Mitarbeiter oder Internetquellen belegt. Der CEO von Bti/CoreTech, Amir Vaknin, soll zudem eine kriminelle Vergangenheit in der Glücksspielbranche haben. Es macht den Anschein, dass Bti/CoreTech als eine illegale Glücksspielabteilung von DraftKings fungiert. Als Beispiel kann hier aufgeführt werden, dass die vietnamesischen Behörden im Jahr 2019 insgesamt 22 Personen verhafteten, die an einem großen illegalen Sportwettenring beteiligt waren, der mit der Plattform von Bti/CoreTech in Verbindung steht. Neben den Anschuldigungen der illegalen Machenschaften verweist Hindenburg Research auf die schwache finanzielle Lage des Unternehmens. Zum Zeitpunkt des Berichts wurde die DraftKings-Aktie mit dem 26-fachen der Umsatzerlöse gehandelt, obwohl das Unternehmen einem großen Wettbewerb ausgesetzt ist. Die Marktkapitalisierung von DraftKings entspricht ungefähr demselben Wert, wie dem seiner vier größten Wettbewerber (FanDuel, Wynn Interactive, Supergroup und Kambi) zusammen. Allerdings sind bei DraftKings dem Bericht zufolge seit Jahren keine Gewinne zu erwarten gewesen und laut den Prognosen wird das Unternehmen frühestens 2025 Gewinne erwirtschaften. Das Unternehmen hatte in der Vergangenheit hohe Marketingausgaben im Bereich Neukundengewinnung, jedoch konnte dadurch keine langfristige Kundenloyalität sichergestellt werden. Aus diesem Grund sind die immensen Marketingausgaben alles andere als nachhaltig. Hindenburg Research weist ebenso auf das hohe Regulierungsrisiko in der Glücksspielbranche hin. Zwar sind seit 2018 Sportwetten in den meisten US-Staaten legal, dennoch besteht dieses Risiko weiterhin. Im Jahr 2020 verzeichnete das Unternehmen einen Nettoverlust in Höhe von 844 Millionen US-Dollar und seit dem Börsengang haben Insider Aktien in Höhe von insgesamt 1,4 Milliarden US-Dollar verkauft.⁶³ Das Unternehmen hat im Übrigen nicht auf die Anschuldigungen von Hindenburg Research reagiert.

⁶³ Vgl. Hindenburg Research: DraftKings: A \$21 Billion SPAC Betting It Can Hide Its Black Market Operations, in: Hindenburg Research, 15.06.2021, [online] <https://hindenburesearch.com/draftkings/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

5.2.2 EOS Energy Enterprises Inc.

Das in Edison, New Jersey (USA) beheimatete Unternehmen EOS Energy Enterprises stellt Zinkbatterien her und ist somit ein direkter Wettbewerber zu Lithiumbatterieherstellern. Allerdings haben Zinkbatterien einen technologischen Nachteil, da der Wirkungsgrad im Vergleich zu Lithiumbatterien um einiges niedriger ist. Laut EOS Energy sind die Batterien aber nicht entflammbar, können leichter recycelt werden und sind billiger als die Lithium-Technologie. Mit einem Börsenwert von 401 Millionen US-Dollar ist EOS Energy das Unternehmen mit der geringsten Marktkapitalisierung unter den neun ausgewählten Unternehmen. EOS Energy ist an dem NASDAQ Capital Market unter dem Ticker EOSE gelistet und hat ein sekundäres Börsenlisting an der Toronto Stock Exchange (TSX). Der Shortseller Iceberg Research berichtete am 14.01.2021 unter der Schlagzeile "EOS Energy (\$EOSE): Fake customers won't recharge a dead battery", dass das Unternehmen unter anderem seine Kundenzahlen gefälscht hat. Wie es schon zuvor bei DraftKings der Fall war, erfolgte der Börsengang des Unternehmens im November 2020 als SPAC-Fusion. Im Bericht wird Kritik daran geübt, dass EOS Energy in den 12 Jahren vor dem IPO bereits 160 Millionen US-Dollar an Investorengeldern aufgebraucht hat. Zudem wurde kurz vor dem Börsengang ein unglaublicher Anstieg an Aufträgen gemeldet. Laut Iceberg Research sind die offengelegten Kunden höchstwahrscheinlich nicht in der Lage die Verträge zu erfüllen. In dem Bericht wird auf die drei Kunden Carson Hybrid Energy Storage (CHES), International Electric Power LLC (IEP) und EnerSmart Storage LLC (EnerSmart) genauer eingegangen. Iceberg Research behauptet, dass die Finanzierung des Projektes mit CHES nicht sichergestellt ist. Des Weiteren macht die Website des Unternehmens den Eindruck, ein Werbetext für EOS Energy zu sein. Der größte Kunde ist IEP, welcher allerdings seit 2015 kaum noch in Energieprojekten aktiv zu sein scheint. Laut dem investigativen Investor verfügt IEP über keinen Lagerort für die Batterien. Der Vertrag mit EnerSmart wurde als größter Vertrag der Unternehmensgeschichte angepriesen, obwohl dieser vom Volumen elfmal geringer ist als der IEP-Vertrag. Iceberg Research vermutet, dass im Vorfeld des Börsengangs Partnerschaften geknüpft wurden, um den Aktienpreis schnell ansteigen zu lassen. Vor dem IPO hatte das Unternehmen dem Bericht zufolge stark zu kämpfen, da seit 2008 nur zehn Batteriesysteme verkauft wurden. In den ersten drei Quartalen im Jahr 2020 konnten zudem nur 35 Tausend US-Dollar an Umsatz generiert werden. Generell befindet sich EOS Energy in einem schwierigen Wettbewerbsumfeld, da Lithium mit einem Marktanteil von 99% die dominante Batteriespeichertechnologie ist. Grund hierfür ist unter anderem, dass die RTE, eine wichtige Kennzahl, welche die Energiespeicherung misst, bei Zinkbatterien viel niedriger als bei Lithiumbatterien ist.

Zudem treten bei Zinkbatterien vermehrt technische Probleme auf. Potenzielle Kunden bevorzugen daher Lithiumbatterien und laut den Prognosen von Iceberg Research wird Lithium auch in Zukunft seine dominante Position am Markt halten. Der Wirtschaftsprüfer Deloitte betonte im Jahresabschluss für das Geschäftsjahr 2019, dass erhebliche Zweifel an der Fortführungsfähigkeit des Unternehmens bestehen. Dennoch verspricht EOS Energy seinen Investoren, dass die Umsätze bis 2024 bei 995 Millionen US-Dollar liegen werden. Darüber hinaus wird in dem Bericht die Partnerschaft mit Babcock and Wilcox (B&W) kritisiert, welche einen Anteil von 200.000 EOS Energy Aktien halten und diese, laut eingereichten Dokumenten bei der SEC, verkaufen wollen. Statt einer Marktkapitalisierung von 1,5 Milliarden US-Dollar, zum Zeitpunkt der Berichtveröffentlichung, schätzt Iceberg Research den fairen Wert von EOS Energy auf 144 Millionen US-Dollar.⁶⁴ EOS Energy reagierte nicht auf die Anschuldigungen von Iceberg Research.

5.2.3 iQiyi Inc.

Als nächstes wird das chinesische Unternehmen iQiyi, welches sich hauptsächlich mit der Bereitstellung von Online-Unterhaltungsdiensten beschäftigt, vorgestellt. Der Hauptsitz von iQiyi befindet sich in Peking und der Börsenwert beträgt knapp 4,8 Milliarden US-Dollar. Die Aktien des Unternehmens sind an dem NASDAQ Global Select Market unter dem Ticker IQ gelistet. Am 07.04.2020 zog iQiyi mediale Aufmerksamkeit auf sich, da Wolfpack Research einen 35-seitigen Bericht veröffentlichte, der dem Unternehmen betrügerische Handlungen vorwirft. Bei den Recherchen soll Wolfpack Research von einem anderen bekannten forensischen Shortseller, Muddy Waters Research, Unterstützung erhalten haben. In dem Bericht mit dem Titel "iQiyi: The Netflix of China? Good Luckin" wird behauptet, dass iQiyi schon lange vor seinem Börsengang im Jahr 2018 Betrug begangen hat und dies seitdem auch weiterhin tut. Die betrügerischen Handlungen des Unternehmens sollen dazu geführt haben, dass iQiyi nicht in der Lage ist, sein Geschäft legitim genug auszubauen, um seine Bilanzen zu korrigieren. Schätzungen des aktivistischen Shortsellers zufolge hat iQiyi seinen Umsatz für 2019 um ungefähr 8-13 Milliarden RMB (chinesische Währung) bzw. um 27-44% zu hoch angegeben. Dies erreichte iQiyi, indem die Nutzerzahlen um 42-60% höher angegeben wurden als sie in der Realität sind. Um den Betrug vor den Wirtschaftsprüfern und Investoren zu

⁶⁴ Vgl. Iceberg Research: EOS ENERGY (\$EOSE): FAKE CUSTOMERS WON'T RECHARGE A DEAD BATTERY, in: Iceberg Research, 14.01.2021, [online] <https://iceberg-research.com/2021/01/14/eos-energy-fake-customers-wont-recharge-a-dead-battery/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

verbergen, greift iQiyi laut dem investigativen Investor auf weitere unerlaubte Bilanzierungspraktiken zurück. Das Unternehmen bläht demnach seine Ausgaben auf. Hierbei werden vor allem die bezahlten Preise für die Programminhalte sowie für andere Vermögenswerte und Akquisitionen zu hoch angegeben. Zudem soll iQiyi die Verbuchung von Doppelmitgliedschaften nicht entsprechend den geltenden Bilanzierungsregeln durchführen, wodurch die Einnahmen künstlich aufgebläht werden. Bereits in den Jahren 2015, 2016 und 2017 war die bei der SEC gemeldete Umsatzabgrenzung um 261,7%, 165,5% und 86,2% zu hoch angegeben. Bei der Umsatzabgrenzung handelt es sich um ein Bilanzkonto, das unter anderem entstehen kann, wenn Kunden für eine in der Zukunft zu erbringende Dienstleistung voranzahlen. Ein weiterer Buchhaltungsbetrug den iQiyi begehen soll, ist die Aufblähung seiner Einnahmen aus Tauschgeschäften. Wolfpack Research verweist zudem darauf, dass iQiyi nun zehn Jahre in Folge Geld verloren hat und sich die Verluste beschleunigen. Im Jahr 2019 hat iQiyi 10,3 Milliarden RMB verloren und eine negative Bruttomarge verzeichnet. Die Auswertung von Daten aus mehreren unabhängigen Quellen zeigen außerdem, dass die Zahlen der täglich aktiven Nutzer in der Vergangenheit um 42-60% überbewertet wurden. Zwei chinesische Werbeagenturen haben Wolfpack Research hierzu Daten aus dem Back-End-System von iQiyi zur Verfügung gestellt. Aus diesen Daten geht hervor, dass iQiyi die Anzahl der täglich aktiven Nutzer im September 2019 um 60,3 % zu hoch ausgewiesen hat. Des Weiteren konnte ein im Februar 2020 veröffentlichter Sonderbericht von dem Datenbankdienstleister QuestMobile beweisen, dass die aktiven Nutzerzahlen um mindestens 42% überhöht angegeben wurden. Wolfpack Research ist der Meinung, dass das Unternehmenswachstum die einzige Grundlage für die aktuelle Bewertung von iQiyi ist. Deshalb müssen zukünftig gute Ergebnisse vorgelegt werden, damit frühere Betrügereien kompensiert werden können und das Wachstum erhalten bleibt.⁶⁵ Laut der offiziellen Pressemitteilung von iQiyi enthält der Bericht von Wolfpack Research zahlreiche Fehler, unbegründete Aussagen sowie irreführende Schlussfolgerungen. In der Mitteilung wird betont, dass die geltenden Regeln und Vorschriften der SEC eingehalten wurden.⁶⁶

⁶⁵ Vgl. Wolfpack Research: IQIYI: The Netflix Of China? Good Luckin, in: Wolfpack Research, 06.04.2020, [online] <https://wolfpackresearch.com/research/iq-netflix-of-china-good-luckin/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁶⁶ Vgl. Investor Relations iQIYI, Inc.: iQIYI Responds to Short Seller Report, in: iQiyi, 07.04.2020, [online] <https://ir.iqiyi.com/news-releases/news-release-details/iqiyi-responds-short-seller-report/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

5.2.4 Lightspeed Commerce Inc.

Lightspeed Commerce ist ein kanadisches Unternehmen mit Hauptsitz in Montreal. Das Unternehmen bietet E-Commerce-Software an und stellt Kassensysteme für Gastronomieunternehmen zur Verfügung. Gelistet ist das Unternehmen an der Toronto Stock Exchange (TSX) sowie an der NYSE unter dem Ticker LSPD. Die Marktkapitalisierung von Lightspeed Commerce beträgt 2,66 Milliarden US-Dollar. Spruce Point Capital Management, ein aktivistischer Shortseller, der sich auf kanadische Unternehmen fokussiert hat, berichtete am 29.09.2021 über das Unternehmen. In dem 125-seitigen Bericht mit dem Titel "Putting the brakes on Lightspeed" wird dem Unternehmen unter anderem Bilanzfälschung vorgeworfen. In dem Bericht werden Nachweise vorgelegt, die eine Überbewertung der Kundenzahlen um 85% vor dem Börsengang beweisen. Laut dem investigativen Investor stagnierte das Geschäft von Lightspeed Commerce bereits vor dem IPO. Der TAM liegt zum Zeitpunkt des Berichts bei schätzungsweise noch 16 Milliarden US-Dollar und ist somit 85% niedriger als in der Vergangenheit. Unter dem TAM versteht man das Umsatzpotenzial, welches sich für ein spezielles Produkt oder eine spezielle Dienstleistung ergeben würde, wenn ein Marktanteil von 100 % erreicht wird.⁶⁷ Einem ehemaligen Mitarbeiter von Lightspeed Commerce zufolge ist der durchschnittliche Umsatz pro Nutzer (ARPU) ebenfalls zurückgegangen, obwohl das Management behauptet, dass dieser gestiegen sei. In dem Bericht wird angemerkt, dass Lightspeed Commerce im dritten Quartal 2021 mit einer Reihe von M&A Transaktionen aufgefallen ist. Hierbei handelte es sich um die Übernahmen von ShopKeep, Upserve und Vend. Für die Unternehmensaufkäufe hat Lightspeed Commerce insgesamt über 1,3 Milliarden US-Dollar bezahlt. Spruce Point Capital Management kritisiert, dass die Deals mit hohen Kosten verbunden waren und wenig Chancen auf Profitabilität versprochen haben. Außerdem sollen hauptsächlich veraltete Plattformen aufgekauft worden sein. Dies begründet der aktivistische Shortseller mit dem rückläufigen Geschäftswachstum von Upserve und dass das Unternehmen Vend seine finanziellen Erwartungen nicht erfüllen kann. Bei der Akquisition von Vend für 372 Millionen US-Dollar stimmten laut den Recherchen das GTV und die Kundenzahlen nicht überein. Nach Schätzungen des investigativen Investors hat Vend die Kundenzahlen um ungefähr 25% zu hoch angegeben. Die Übernahmen zeichnen sich auch mit einer niedrigen ARPU aus, weshalb die Behauptung von Lightspeed Commerce von einem Wachstum dieser Kennzahl stark angezweifelt wird. Kritik wird auch daran geübt, dass diese

⁶⁷ Vgl. Talerico, Anna: Total Addressable Market (TAM), in: Corporate Finance Institute, 13.07.2020, [online] <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/total-addressable-market-tam/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Kennzahl in der Vergangenheit bereits dreimal verschieden definiert wurde. Nach dem Börsengang scheint das Unternehmen bezüglich der Umsatzrealisierung Lockerungen vorgenommen zu haben, damit Umsätze früher erfasst werden können. Spruce Point Capital Management ist zudem der Meinung, dass Lightspeed Commerce die Änderungen bei der Verbuchung der Umsätze von "netto" zu "brutto" aus den jüngsten Übernahmen von ShopKeep und Upserve nicht transparent gemacht hat. Hierdurch konnte das Umsatzwachstum künstlich angekurbelt werden. Das Geschäftsmodell ist ein weiterer Kritikpunkt des aktivistischen Shortsellers. In dem Zeitraum vor der Berichtsveröffentlichung haben sich die Margen für Hardwareprodukte stark verringert, weshalb Lightspeed Commerce Anfang 2019 eine neue Bezahlösung auf den Markt brachte. Das Unternehmen hat jedoch nie offengelegt, wie viele Kunden diese Zahlungsmöglichkeit nutzen. Laut den Recherchen hat Lightspeed Commerce in der jüngsten Vergangenheit seiner Bilanz neue Risiken hinzugefügt, indem die Vertragsstruktur von einer jährlichen zu einer mehrjährigen Mindestverpflichtung geändert wurde. Hierdurch erhöht sich für das Unternehmen selbstverständlich das Gegenpartearisiko. Die Umsatzschätzungen der Analysten wurden in den letzten fünf Quartalen zwar um durchschnittlich 17% übertroffen, dennoch bemängelt der forensische Shortseller, dass Lightspeed Commerce nicht in der Lage ist einen positiven Cashflow oder eine positive EBITDA-Marge zu erwirtschaften. In dem Bericht wird zudem Kritik an dem CFO Brandon Nussey geübt, der vor seiner Zeit bei Lightspeed Commerce in einen Finanzskandal verwickelt war. Des Weiteren wird die Vergütung des CEO in Frage gestellt, da diese auf Grundlage von Umsatz und EBITDA erfolgt. Seit dem Börsengang haben Insider bereits regelmäßig Aktien veräußert. Zu Beginn des IPO waren 54% der Aktien in den Händen von Insidern, nun sind es nur noch 26%. Zum Zeitpunkt der Berichtsveröffentlichung haben 78% der Analysten eine Kaufempfehlung für Lightspeed Commerce ausgegeben. Spruce Point Capital Management sieht hingegen das Potenzial für einen Kurseinbruch von 60-80%. Neben den beschriebenen Anschuldigungen gegen das Unternehmen könnten die Großkonkurrenten Amazon und Shopify ein weiterer Grund für Aktienkursrückgänge sein.⁶⁸

⁶⁸ Vgl. Spruce Point Capital Management: Lightspeed Commerce, Inc., in: Spruce Point Capital Management, 29.09.2021, [online] <https://www.sprucepointcap.com/lightspeed-commerce-inc/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Der offiziellen Pressemeldung auf der Website von Lightspeed Commerce zufolge, enthält der Bericht zahlreiche wichtige Ungenauigkeiten sowie irreführende und falsche Darstellungen. In der Stellungnahme warnt das Unternehmen seine Aktionäre davor, Investitionsentscheidungen auf Grundlage des Shortseller-Berichts zu treffen und bekräftigt die Überzeugung gegenüber seiner Geschäftsführung, seinen Geschäftspraktiken und seiner Finanzberichterstattung.⁶⁹

5.2.5 Luckin Coffee Inc.

Luckin Coffee ist ein chinesisches Unternehmen mit Hauptsitz in Xiamen. Im Mai 2019 ging die Kaffeekeite, welche sich zuvor zu der größten Konkurrenz für Starbucks in China entwickelt hat, unter dem Ticker LK an die NASDAQ-Börse. Das Unternehmen ist derzeit mit ungefähr 5,6 Milliarden US-Dollar bewertet. Die Investmentfirma Muddy Waters Research veröffentlichte am 31.01.2020 einen Tweet, in dem es seine Short-Position bei Luckin Coffee offenbarte. Im Anhang des Tweets war ein 89-seitiger Bericht zu finden, der anonym an Muddy Waters Research und andere forensische Shortseller gesendet worden sein soll. Obwohl es in der Branche unüblich ist, dass sich mehrere investigative Investoren öffentlich zu dem gleichen Unternehmen äußern, zog Citron Research mit einem Tweet weitere Aufmerksamkeit auf Luckin Coffee. In dem Tweet, welcher am selben Tag veröffentlicht wurde wie der Tweet von Muddy Waters Research, beschreibt Citron Research den anonymen Bericht als ungenau. Zudem behauptet Citron Research, dass Luckin Coffees‘ Geschäft in China sehr gut läuft und sie deshalb auf einen steigenden Aktienkurs wetten.⁷⁰

Abbildung 3: Tweet von Citron Research über Luckin Coffee



Quelle: <https://www.jcapitalresearch.com/lk.html>

⁶⁹ Vgl. Nussey, Brandon; Papageorgiou, Gus: Lightspeed comments on short seller report, in: Lightspeed Newsroom, 29.09.2021, [online] <https://investors.lightspeedhq.com/English/newsroom/news-details/2021/Lightspeed-comments-on-short-seller-report/default.aspx> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁷⁰ Vgl. J Capital Research: Luckin Coffee (LK), in: J Capital Research, 12.02.2020, [online] <https://www.jcapitalresearch.com/lk.html> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Neben Muddy Waters Research veröffentlichte auch der investigative Investor Ash Illuminations Research einen Bericht über Luckin Coffee. Die chinesische Version des Berichts erschien am 03.02.2020 und die englische Version am 05.02.2020. Zudem zog J Capital Research einen Vergleich zwischen den Daten von Citron Research und den Daten des anonymen Berichts. Die nachfolgend beschriebenen Anschuldigungen beziehen sich allesamt auf den anonymen Bericht, der von Muddy Waters Research publiziert wurde. Der Autor des Berichts sieht in Luckin Coffee ein grundlegend gescheitertes Unternehmen, welches versucht den chinesischen Verbrauchern das Kaffeetrinken durch drastische Preisnachlässe nahezubringen. Unmittelbar nach dem Börsengang im Mai 2019 hat das Unternehmen dem Bericht zufolge seine Finanz- und Betriebsergebnisse gefälscht. Luckin Coffee wird unterstellt, die Anzahl der täglich verkauften Artikel pro Laden, im dritten Quartal 2019 um mindestens 69% und im vierten Quartal um 88% aufgebläht zu haben. Als Beweis wird auf Videomaterial verwiesen, welches 11.260 Stunden des Ladenverkehrs umfasst. Um an diese Aufzeichnungen zu gelangen, hat das anonyme forensische Unternehmen insgesamt 92 Vollzeit- und 1418 Teilzeitkräfte engagiert. Zudem wurden 25.843 Kundenquittungen gesammelt und festgestellt, dass Luckin Coffee seinen Nettoverkaufspreis pro Artikel um mindestens 1,23 RMB bzw. 12,3 % überhöht hat, um das Geschäftsmodell künstlich zu stützen. Dem Bericht zufolge zeigen Marktuntersuchungen von Dritten, dass Luckin Coffee seine Werbeausgaben für das dritte Quartal 2019 um mehr als 150 % überbewertet hat. Das Management von Luckin Coffee hat außerdem 49 % seiner Aktienbestände als Sicherheit für bestehende Kredite verpfändet. Der Mitgründer und CMO des Unternehmens, Fei Yang, wurde in der Vergangenheit zu einer 18-monatigen Haftstrafe wegen illegaler Geschäftstätigkeiten verurteilt.

Neben den betrügerischen Handlungen von Luckin Coffee wird in dem Bericht auf das schlechte Geschäftsmodell eingegangen. Chinas Koffeinkonsum ist mit täglich 86 mg pro Kopf im Vergleich zu anderen Ländern außerhalb von Ostasien gering. Zudem ist der Koffeinkonsum in China zu 95% durch Tee gedeckt, wodurch der Markt für Kaffeeprodukte dementsprechend sehr klein ist und nur mäßig wächst. Die Kunden von Luckin Coffee sind sehr preispfindlich und in der Vergangenheit wurde die Kundenbindung hauptsächlich durch großzügige Preisaktionen angekurbelt. Das Vorhaben von Luckin Coffee, seine Preise in Zukunft zu erhöhen, wird laut dem Bericht nicht möglich sein. Der anonyme Autor bezeichnet die Kunden als "opportunistisch" und "ohne Markentreue". Kurz vor der Veröffentlichung des Shortseller-Berichts hat Luckin Coffee rund 865 Millionen US-Dollar durch Wandelanleihen aufgenommen. Der anonyme Autor sieht dennoch langfristig nur wenig Gewinnaussichten für das Unternehmen. Dies wird mit dem Rückgang der Artikel pro Bestellung ebenfalls

untermauert. Während es im zweiten Quartal 2019 noch 1,38 Artikel pro Bestellung waren, sank dieser Wert auf 1,14 im vierten Quartal 2019.⁷¹

Das Management von Luckin Coffee reagierte, wie Citron Research es in seinem Tweet prognostizierte, auf die Vorwürfe des anonymen Berichts und stritt alle Behauptungen ab. In der Pressemitteilung vom 03.02.2020 kritisiert das Unternehmen die Methodik des Berichts und die Behauptungen werden als falsch, irreführend oder irrelevant bezeichnet. Zudem verweist Luckin Coffee auf sein solides internes Kontrollsystem für die Datenverwaltung, welches die Behauptungen widerlegen soll.⁷²

Luckin Coffee veröffentlichte am 02.04.2020 ein offizielles Statement, in dem die Aktionäre davon in Kenntnis gesetzt wurden, dass der COO und ihm unterstellte Mitarbeiter seit dem zweiten Quartal 2019 bestimmte Transaktionen gefälscht haben. Dies wurde im Rahmen von internen Untersuchungen durch einen Sonderausschuss festgestellt.⁷³

Schließlich wurde Luckin Coffee am 29.06.2020 von dem NASDAQ Global Select Market genommen.⁷⁴ Seitdem werden die Aktien des Unternehmens außerbörslich gehandelt, sprich an keiner nationalen Wertpapierbörse, sondern über alternative Handelssysteme (OTC). Die Aktien sind derweil unter dem Ticker LKNCY gelistet.

⁷¹ Vgl. Anonymous Report: Luckin Coffee: Fraud + Fundamentally Broken Business, in: GMT Research, o.D., [online], https://cdn.gmtresearch.com/public-ckfinder/Short-sellers/Unknown%20author/Luckin%20Coffee_Anonymous.pdf (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁷² Vgl. Investor Relations Luckin Coffee: Luckin Coffee Responds to Anonymous Report Containing Misleading and False Allegations, in: Luckin Coffee, 03.02.2020, [online] <https://investor.luckincoffee.com/news-releases/news-release-details/luckin-coffee-responds-anonymous-report-containing-misleading> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁷³ Vgl. Investor Relations Luckin Coffee: Luckin Coffee Announces Formation of Independent Special Committee and Provides Certain Information Related to Ongoing Internal Investigation, in: Luckin Coffee, 02.04.2020, [online] <https://investor.luckincoffee.com/news-releases/news-release-details/luckin-coffee-announces-formation-independent-special-committee/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁷⁴ Vgl. RTTNews: Luckin Coffee To Be Delisted From Nasdaq On June 29, in: Nasdaq, 26.06.2020, <https://www.nasdaq.com/articles/luckin-coffee-to-be-delisted-from-nasdaq-on-june-29-2020-06-26> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

5.2.6 Mirati Therapeutics Inc.

Mirati Therapeutics ist ein Unternehmen aus dem US-Bundesstaat Kalifornien mit Hauptsitz in San Diego. Es handelt sich um ein biopharmazeutisches Unternehmen, welches unter anderem Medikamente zur Krebsbehandlung herstellt. Die Aktien von Mirati Therapeutics sind an dem NASDAQ Global Select Market unter dem Ticker MRTX gelistet und insgesamt mit über 1,8 Milliarden US-Dollar bewertet. Die Investmentfirma Kerrisdale Capital stellte am 21.04.2020 einen Bericht online, in welchem Mirati Therapeutics unter anderem die Fälschung von Medikamentenstudien vorgeworfen wird. Das führende Medikament von Mirati Therapeutics ist MRTX-849, ein Wirkstoff, der zur Behandlung von Tumoren mit KRAS-Mutationen angewendet wird. Die KRAS-Mutation ist ein Treiber für das Tumorwachstum bei vielen Krebserkrankungen. Das Medikament MRTX-849 zeigte tatsächlich eine Wirkung bei Patienten mit nicht-kleinzelligem Lungenkrebs. Kerrisdale Capital ist dennoch der Meinung, dass die Zulassung des Medikaments als Monotherapie aufgrund der niedrigen und zu kurz andauernden Ansprechrate unwahrscheinlich ist. Zudem kann die Wirksamkeit von MRTX-849 in Verbindung mit anderen Medikamenten oder Therapien nicht abgeschätzt werden. Deshalb spekuliert der investigative Investor darauf, dass der KRAS-Hemmstoff von Mirati Therapeutics nicht als Einzeltherapie für die Behandlung von nicht-kleinzelligem Lungenkrebs zugelassen wird. Des Weiteren wird angemerkt, dass das Medikament, selbst bei einer Zulassung der FDA, schnell veraltet sein wird. In der Vergangenheit zeigte sich, dass es eine schwierige Aufgabe ist den Marktanteil zu halten, da die Konkurrenzunternehmen oftmals schon schnell mit wirksameren Mitteln der zweiten Generation folgen. Der Bericht kritisiert auch, dass der Aktienmarkt so positiv auf die Studiendaten für MRTX-849 reagiert hat. Innerhalb eines Tages stieg die Marktkapitalisierung des Unternehmens um 750 Millionen US-Dollar. Das zweite Produkt in der Pipeline von Mirati Therapeutics ist "Sitravatinib", welches ebenfalls zur Krebsbehandlung eingesetzt wird. Auch bei diesem Produkt sieht der aktivistische Shortseller keine Erfolgchancen. Dies wird begründet durch eine "schlampige" erste Studie zu diesem Medikament aus dem Jahr 2017, welche sich laut Kerrisdale Capital mit Datendiskrepanzen und Unregelmäßigkeiten auszeichnet. Die Daten der Phase-2-Studie sowie das Fehlen von Daten-Updates seit 2018 weisen dem Bericht zufolge ebenfalls auf ein Scheitern des Produkts hin.

In der Vergangenheit wurden bereits die Medikamente “Glesatinib“ und “Mocetinostat“ hoch angepriesen und verschwanden anschließend in der Versenkung. Kerrisdale Capital geht davon aus, dass Sitravatinib und MRTX-849 denselben Weg einschlagen werden.⁷⁵ Mirati Therapeutics hat sich nicht zu den Anschuldigungen von Kerrisdale Capital geäußert.

5.2.7 Nevro Corporation

Das nächste Unternehmen, welches für die Analyse ausgewählt wurde, ist das kalifornische Unternehmen Nevro Corporation mit seinem Hauptsitz in Redwood City (USA). Es bietet Lösungen und Therapien für chronische Schmerzen an. Nevro ist an der NYSE notiert und mit 850 Millionen US-Dollar bewertet. Am 07.01.2021 wurde über das Unternehmen ein Bericht von Scorpion Capital veröffentlicht. In dem 239-seitigen Bericht werden sowohl die Produkte als auch die Studien stark kritisiert. Scorpion Capital geht davon aus, dass die Investoren von Nevro sich nicht über deren Zukunftsaussichten bewusst sind und die Produkte, den Markt sowie die Geschäftspraktiken des Unternehmens missverstehen. Im Jahr 2015 brachte Nevro sein bislang wichtigstes Produkt auf den Markt. Es handelt sich hierbei um einen Hochfrequenzstimulator zur Schmerzbehandlung. Aufgrund der guten Studienergebnisse eroberte Nevro zu Beginn der Produkteinführung rasant den Markt. Die Ärzte bemerkten jedoch schnell, dass das Produkt nicht sonderlich effektiv ist. Laut Scorpion Capital wurden die Ergebnisse der Zulassungsstudie (Senza RCT) durch Patientenmanipulation verzerrt. Ehemalige Mitarbeiter und Fachexperten behaupten, dass Nevro hierbei betrogen hat, um die Zulassung der FDA zu erhalten. Den Fachexperten zufolge ist das Schmerzzentrum, in welchem die Studie durchgeführt wurde, für Korruption bekannt. Aus den letzten Jahren gibt es mindestens drei einflussreiche Studien, die Nevros Studienergebnisse widerlegen. Da das Hauptprodukt in den letzten Jahren kaum noch verkauft wurde, sollte das neue Produkt “Omnia“, welches ebenfalls auf eine hohe Frequenz programmiert ist, für einen Turnaround sorgen. Nachteil der Hochfrequenzstimulation ist, dass die Geräte viel öfter geladen werden müssen als Konkurrenzprodukte, die auf eine niedrigere Frequenz setzen. Es wird außerdem kritisiert, dass es sehr zeitintensiv ist, die Geräte auf die Bedürfnisse des Patienten zu programmieren. Eine weitere Anschuldigung von Scorpion Capital ist, dass die Explantationsrate von Nevros Geräten viel höher ist als vom Unternehmen angegeben. In dem Bericht werden weitere Aussagen von fachkundigen Personen aufgeführt, wie zum Beispiel,

⁷⁵ Vgl. Kerrisdale Capital Management: Mirati Therapeutics, Inc. (MRTX), in: Kerrisdale Capital, 21.04.2020, [online] <https://www.kerrisdalecap.com/wp-content/uploads/2020/04/Mirati-Therapeutics-Inc.-MRTX.pdf> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

dass 75% der Patienten ein schnelles Nachlassen der Schmerzlinderung bemerkten. Der CEO von Nevro, Keith Grossmann, wird von den meisten Experten der Branche als desinteressiert beschrieben und es wird behauptet, dass er eine schlechte Unternehmensstrategie hat. Der Turnaroundplan mit Omnia sei laut dem investigativen Investor ebenfalls nicht aufgegangen. Da das Produkt kaum innovativ ist, sind die Verkaufszahlen überschaubar gewesen. Weitere Vorwürfe sind, dass Nevro auch andere Studien gefälscht hat und Ärzten Geld dafür bezahlt hat, damit diese ihre Geräte implantieren. Dies würde ein Verstoß gegen den Korruptionspraxisakt (FCPA) darstellen. Scorpion Capital sieht für das Unternehmen kaum noch Wachstumsmöglichkeiten, da die Marktanteile schnell verloren gingen und die Konkurrenz, wie beispielsweise Saluda, mittlerweile mit besseren Produkten auf dem Markt vertreten ist. In der jüngsten Vergangenheit bahnte sich in der Branche ein Preiskampf an, der für Nevro zu kleineren Margen führte. Dem Bericht zufolge liegt die Hoffnung einiger Nevro-Aktionäre darin, dass Nevro von einem anderen Unternehmen übernommen wird oder es zu einer Fusion kommt. Für Scorpion Capital ist das ein Irrglaube, da keiner das Unternehmen bei seiner derzeitigen Bewertung aufkaufen würde.⁷⁶ Das Management von Nevro reagierte nicht auf die schweren Anschuldigungen von Scorpion Capital.

5.2.8 Ormat Technologies Inc.

Ormat Technologies ist ein US-amerikanisches Unternehmen, das im Geothermiesektor tätig ist. Der Hauptsitz von Ormat Technologies ist in Reno, Nevada. Das Unternehmen ist an der NYSE unter dem Ticker ORA gelistet und die Marktkapitalisierung beträgt ungefähr 5 Milliarden US-Dollar. Hindenburg Research attackierte das Unternehmen am 01.03.2021 mittels eines Shortseller-Berichts mit dem Titel "Ormat: Dirty Dealings in "Clean" Energy". Dem investigativen Investor zufolge hat Ormat Technologies internationale Korruption begangen. Im Jahr 2020 trugen globale Elektrizitätsprojekte zu 70 % des Nettoeinkommens von Ormat Technologies bei. Insbesondere in Guatemala, Honduras und Kenia soll Ormat Technologies lukrative Verträge mit korrupten Personen ausgehandelt haben. Ehemalige Mitarbeiter und lokale Firmenunterlagen enthüllten, dass Ormat Technologies einen Teil seines in Guatemala produzierten Stroms an das Unternehmen "Comertitlan" verkauft, welches den Strom dann an die lokalen Versorgungsunternehmen weiterverkauft. Hindenburg Research hinterfragt hierbei, weshalb Ormat Technologies den Strom nicht direkt an die

⁷⁶ Vgl. Kahlon, Kir: NEVRO (NYSE: NVRO), in: Scorpion Capital, 07.01.2021, [online] <https://scorpioncapital.s3.us-east-2.amazonaws.com/reports/NVRO.pdf> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Versorgungsunternehmen verkauft. Weitere Recherchen ergaben, dass der Gründer von Comertitlan, Joseph Shilonne, in der Vergangenheit eine leitende Funktion bei Ormat Technologies innehatte. Die Transaktionen zwischen Ormat Technologies und Comertitlan sind im Bericht deshalb als eindeutiger Interessenkonflikt beschrieben. Aus den Unternehmensunterlagen geht außerdem hervor, dass Comertitlan seinen Sitz an derselben Adresse wie mehrere Tochtergesellschaften von Ormat Technologies hat. Laut Hindenburg Research deutet dies auf eine klare, nicht offengelegte Verbindung zwischen den Unternehmen hin. Offiziellen Unternehmensunterlagen zufolge wurden außerdem Energierechte, die Comertitlan mit Ormat Technologies ausgehandelt hatte, an das Unternehmen Geoconsa Energy SA übergeben. Jenes Unternehmen wird von zwei hochrangigen Regierungsbeamten geleitet, die für die Genehmigung von Ormats ursprünglichem Geschäft in Guatemala verantwortlich waren. Hindenburg Research ist der Meinung, dass dies ein direkter Beweis für korrupte Geschäfte ist. In dem Bericht werden zudem die Aktivitäten von Ormat Technologies in Kenia kritisiert. Schätzungsweise 40% des Nettoeinkommens aus 2020 wurde in Kenia generiert. Dies ist laut Hindenburg Research unverhältnismäßig viel. Es wurden Dokumente gesichtet die beweisen, dass Ormat Technologies in Kenia Auftragnehmer bezahlt hat, die mit korrupten Regierungsbeamten in Verbindung stehen. Für den „unverhältnismäßigen“ finanziellen Erfolg von Ormat Technologies in Kenia ist dem Bericht zufolge das staatliche Versorgungsunternehmen Kenya Power verantwortlich. Im Jahr 2017 wurde Ormat Technologies von der kenianischen Ethik- und Anti-Korruptionskommission (EACC) untersucht. Daraufhin wurden im Jahre 2018 zwei ehemalige CEOs von Kenya Power wegen wirtschaftlichen Verbrechen verhaftet und einige Manager des Unternehmens wegen Korruptionsdelikten angeklagt. Im ersten Quartal 2019 meldete Ormat Technologies erstmals einen verspäteten Zahlungseingang von Kenya Power. Dies ist laut Hindenburg Research nicht verwunderlich, da Kenya Power Berichten zufolge „technisch zahlungsunfähig“ ist, bei einem Umlaufvermögen von 44 Mio. KES (kenianische Währung) gegenüber kurzfristigen Verbindlichkeiten von 111 Mio. KES. Im Bericht wird angemerkt, dass die finanzielle Schieflage von Kenya Power verheerende Auswirkungen auf die gesamte Finanzlage von Ormat Technologies haben könnte. Bei den Geschäftspraktiken von Ormat Technologies in Honduras konnte Hindenburg Research ebenfalls Auffälligkeiten aufdecken. Im Jahre 2010 wurden innerhalb von wenigen Tagen mehrere unwirtschaftliche Stromlieferverträge unterzeichnet. Das Geothermiekraftwerk „Geoplatanares“, welches von Ormat Technologies betrieben wird, verstößt beispielsweise gegen die honduranischen Gesetze über erneuerbare Energien. Das PPA zwischen dem Staat und „Geoplatanares“ wurde für 30 Jahre unterzeichnet,

obwohl die maximale Laufzeit des Projekts bei 20 Jahren liegen dürfte. Ormat Technologies wird zudem eine Verbindung zu den honduranischen Drogenkartellen unterstellt. Außerdem wurde das Unternehmen im Jahr 2016 vom US-amerikanischen Justizministerium untersucht, nachdem Whistleblower behauptet hatten, Ormat Technologies habe die Rentabilität seines Werkes in Nevada falsch dargestellt, damit es sich staatliche Kredite sichern kann. Einigen Führungskräften von Ormat Technologies kann zudem eine Verbindung zu dem israelischen Unternehmen Shikun & Binui nachgewiesen werden, das wegen Bestechung strafrechtlich angeklagt wurde. Der derzeitige CEO von Ormat Technologies, Doron Blachar, war zwischen 2009 und 2013 als CFO von Shikun & Binui und zuvor in der Finanzabteilung von Teva Pharmaceutical Industries tätig. Letzteres Unternehmen wurde wegen Verstößen gegen den FCPA zu einer Strafe in Höhe von 519 Millionen US-Dollar verurteilt. Hierbei handelte es sich um Bestechungsgelder, die während der Amtszeit von Doron Blachar gezahlt wurden. Hindenburg Research kritisiert abschließend die finanzielle Gesundheit von Ormat Technologies, da diese überproportional von den aufgezählten internationalen Projekten getragen wird. Zum Zeitpunkt der Berichtsveröffentlichung war das Unternehmen mit dem 7-fachen des Umsatzes und dem 63-fachen der geschätzten Gewinne für 2021 bewertet.⁷⁷ In einer Mitteilung auf der offiziellen Unternehmenswebsite wird der Shortseller-Bericht als ungenau, falsch und irreführend bezeichnet. Ormat Technologies versichert seinen Investoren in der Erklärung, dass jederzeit nach den geltenden Gesetzen und Vorschriften gehandelt wurde.⁷⁸

5.2.9 Plug Power Inc.

Plug Power ist ein US-amerikanischer Hersteller von Brennstoffzellen- und Wasserstoffsystemen. Das Unternehmen ist in Latham im Bundesstaat New York ansässig. Die Marktkapitalisierung von Plug Power liegt bei rund 7,4 Milliarden US-Dollar und die Aktien sind an dem NASDAQ Capital Market unter dem Ticker PLUG bekannt. Über dieses Unternehmen veröffentlichte ebenfalls Spruce Point Capital Management einen forensischen Bericht. In dem Bericht mit dem Titel “Unplug the fuel cell“, welcher am 19.12.2019 online gestellt wurde, wird Kritik an den unrealistischen Unternehmenszielen geäußert. Des Weiteren

⁷⁷ Vgl. Hindenburg Research: Ormat: Dirty Dealings in ‘Clean’ Energy, in: Hindenburg Research, 01.03.2021, [online] <https://hindenburgresearch.com/ormat/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁷⁸ Vgl. Lavi, Smadar; Fink, Rob: Ormat Technologies Issues Statement, in: Ormat Technologies News, 01.03.2021, [online] <https://investor.ormat.com/news-events/news/news-details/2021/Ormat-Technologies-Issues-Statement/default.aspx> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

kritisiert Spruce Point Capital Management die in der Vergangenheit nicht eingehaltenen Versprechen des Unternehmens. Plug Power habe dem Bericht zufolge noch nie nachhaltigen Gewinn erwirtschaftet, obwohl dies immer versprochen wurde. Die angepriesenen Ziele des Managements werden laut dem investigativen Investor außerdem sowohl kurz- als auch langfristig verfehlt. Spruce Point Capital Management traut dem Versprechen, dass keine Verwässerung der Aktien vorgenommen wird, nicht. Grund hierfür ist, dass in der Vergangenheit bereits Aktien verwässert wurden. In dem Bericht wird zudem vermerkt, dass sich institutionelle Anleger weitestgehend aus der Aktie zurückgezogen haben und angezweifelt, ob die Aufrechterhaltung der aktuellen Umsatz- und Gewinnwachstumsraten ohne eine Erhöhung des Fremdkapitals oder eine weitere Verwässerung der Aktien überhaupt möglich ist. Ende 2018 wurde ein neuer Standard (ASC 842) für die Bilanzierung von Leasingverhältnissen eingeführt. Die Einführung des ASC 842 ermöglichte Plug Power die Aufblähung von Umsätzen und Gewinnen. Seitdem Plug Power die Anbieterfinanzierung (Vendor Financing) als Weg zum Wachstum entdeckt hat, soll das Unternehmen eine Reihe von Non-GAAP-Kennzahlen entwickelt haben, damit Umsätze und Gewinne im Zusammenhang mit geleasteten Produkten im Voraus erfasst werden können. Die jüngsten Verbesserungen der Rentabilität sind lediglich aufgrund dieser Buchhaltungsänderung und Non-GAAP-Anpassungen möglich gewesen, da sich das Umsatzwachstum und die Rentabilität ohne diese Änderungen bis Anfang 2019 kaum verbessert hat. Der investigative Investor kritisiert außerdem, dass Plug Power mittlerweile von der Anbieterfinanzierung abhängig ist und die Kundenverträge teilweise unwirtschaftliche Konditionen aufweisen. Spruce Point Capital Management rät davon ab, Aktien von Plug Power zu erwerben, da das Gewinnwachstum in letzter Zeit durch nicht nachhaltige Finanzierung unterstützt wurde. Außerdem wirkt sich die seit 2015 stark gestiegene Nettoverschuldung negativ auf die Kapitalstruktur des Unternehmens aus.⁷⁹ Der aktivistische Shortseller Kerrisdale Capital veröffentlichte am 20.01.2021 ebenfalls einen kritischen Bericht über Plug Power. Das Unternehmen äußerte sich allerdings in der Öffentlichkeit nicht zu den Vorwürfen.

⁷⁹ Vgl. Spruce Point Capital Management: Plug Power Inc., in: Spruce Point Capital Management, 19.12.2019, [online] <https://www.sprucepointcap.com/plug-power-inc/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

6 Forschungsdesign

Das folgende Kapitel umfasst das Forschungsdesign für die empirische Analyse. Im ersten Unterkapitel werden die Hypothesen der Forschungsarbeit aufgestellt. Anschließend wird die angewandte Methodik vorgestellt, welche unter anderem die vorausgesetzten Annahmen sowie die verwendeten Zeitfenster, Formeln, Signifikanztests etc. umfasst.

6.1 Hypothesenaufstellung

Für die Untersuchung der Aktienkursentwicklungen wird zunächst eine Hypothese und eine dazugehörige Nullhypothese aufgestellt. Die Nullhypothese ist hierbei relevant, damit der Hypothesentest durchgeführt werden kann, da sie eine Behauptung über eine Grundgesamtheit aufstellt.⁸⁰ Durch die Nullhypothese wird allgemein ausgesagt, dass es keinen Zusammenhang zwischen den untersuchten Variablen gibt. Im Gegensatz hierzu besagt die Alternativhypothese, dass diesbezüglich ein signifikanter Zusammenhang besteht. Die Entscheidung, ob die Nullhypothese widerlegt wird oder nicht, hängt von dem ermittelten p-Wert ab. Hierzu wird in dieser Forschungsarbeit der t-Test durchgeführt, welcher für Hypothesentests häufig verwendet wird. Daraus ergibt sich ein t-Wert, dessen Signifikanz durch den p-Wert bewertet werden kann. Damit die Nullhypothese verworfen werden kann, muss im Vorfeld das Signifikanzniveau festgelegt werden. In dieser Forschungsarbeit wird ein Signifikanzniveau von 10% vorausgesetzt. Alle p-Werte, die unter dem Signifikanzniveau liegen, führen dazu, dass die Nullhypothese abgelehnt wird. Der p-Wert beschreibt hierbei, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass die beobachteten Ergebnisse rein zufällig eingetreten sind.

Es wurden zur Untersuchung der Auswirkungen von Shortseller-Berichten zwei Hypothesen formuliert, welche im weiteren Verlauf der Arbeit getestet werden.

Hypothese 1: Die Veröffentlichung von Berichten durch investigative Investoren haben, sowohl über einen kurzfristigen als auch über einen langfristigen Zeitraum, einen signifikant negativen Einfluss auf den Aktienkurs der betroffenen Unternehmen.

⁸⁰ Vgl. StudySmarter: Nullhypothese, in: StudySmarter, o.D., [online] <https://www.studysmarter.de/schule/mathe/stochastik/nullhypothese/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Hypothese 2: Am Erscheinungstag der Berichte (Eventdatum) werden die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen signifikant negativ beeinflusst.

Anhand dieser Hypothesen soll in dieser Forschungsarbeit vor allem die statistische Signifikanz der Berichte aktivistischer Shortseller untersucht werden. Damit die analysierten Ergebnisse ausgewertet werden können, muss eine Nullhypothese (H_0) definiert werden. Diese soll beschreiben, inwiefern die Berichte investigativer Investoren einen signifikanten Einfluss auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen haben.

H_0 : Die Berichte der investigativen Investoren haben keinen signifikant negativen Einfluss auf die Aktienkurse der angegriffenen Unternehmen.

H_1 : Die Berichte der investigativen Investoren haben einen signifikant negativen Einfluss auf die Aktienkurse der angegriffenen Unternehmen.

Die Nullhypothese behauptet hierbei, dass die Berichte von aktivistischen Shortsellern sich nicht signifikant negativ auf den Aktienkurs der betroffenen Unternehmen auswirken. Im Kontrast hierzu behauptet die Alternativhypothese (H_1) genau das Gegenteil. Der Test der Nullhypothese wird für beide Hypothesen durchgeführt und die Ergebnisse im siebten Kapitel dargestellt sowie interpretiert.

6.2 Methodik

Damit die Auswirkungen der Shortseller-Berichte analysiert werden können, wird in dieser Forschungsarbeit eine Eventstudie durchgeführt. In der Finanzbranche hat sich die Eventstudie als eine gängige und effektive Methode zur Untersuchung von Ereignissen und ihren Auswirkungen auf die Aktienkurse etabliert. Zudem bietet die Eventstudie den Vorteil, dass sie für nahezu alle Ereignisse angewendet werden kann. Im Kapitalmarktbereich werden anhand von Eventstudien häufig Dividendenausschüttungen oder M&A-Transaktionen untersucht. In diesem Fall stellt die Veröffentlichung kritischer Berichte über verschiedene Unternehmen durch die investigativen Investoren das Event dar, welches analysiert werden soll.

Um eine Eventstudie durchzuführen, müssen im Vorfeld einige Annahmen getroffen werden. Wie es für die meisten Eventstudien üblich ist, wird auch bei dieser Analyse, die mittelstarke Kapitalmarkteffizienz unterstellt. Insgesamt gibt es drei Variationen der Markteffizienzhypothese: die schwache, mittelstarke und starke Form. Diese Hypothesen wurden von Eugene Fama, einem US-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler, entwickelt.

In seiner schwachen Form besagt die These der effizienten Kapitalmärkte, dass in den Aktienkursen lediglich die historischen Fakten eingepreist sind. Neue oder zukünftige Informationen können hingegen noch nicht in den Aktienkursen enthalten sein. Bei der mittelstarken Kapitalmarkteffizienz wird hingegen davon ausgegangen, dass sämtliche relevante Informationen aus der Vergangenheit sowie alle öffentlich zugänglichen Informationen aus der Gegenwart bereits im Aktienkurs eingepreist sind. Die stärkste Form der Markteffizienzhypothese würde bedeuten, dass alle möglichen Informationen in den aktuellen Aktienkursen bereits enthalten sind. Hierdurch könnten Anleger selbst durch Insiderinformationen keine Überrendite erzielen.⁸¹

Eine weitere Annahme ist, dass das Ereignis vollkommen unerwartet eintritt und es hierzu im Vorfeld keine Spekulationen gab. Der Hintergrund dieser Annahme ist, dass die Information sonst bereits im Aktienkurs berücksichtigt sein könnte. Des Weiteren wurde beachtet, dass keine wichtigen Ereignisse wie beispielsweise Dividendenausschüttungen oder Kapitalmaßnahmen innerhalb der kurzfristigen Eventfenster aufgetreten sind, da diese sonst für eine signifikante Änderung des Aktienkurses verantwortlich sein könnten. Während der kurzfristigen Eventfenster, welche im weiteren Verlauf dieses Kapitels definiert werden, gab es lediglich ein solches Ereignis. Das Unternehmen Ormat Technologies präsentierte innerhalb des Zeitraums [-3; 3] seine Quartalszahlen und kündigte eine Dividendenzahlung an die Aktionäre an. In einer Eventstudie beschreibt das Eventfenster den zeitlichen Rahmen um das Ereignis herum, innerhalb dessen die Auswirkungen des Events analysiert werden soll. Durch die Festlegung der Eventfenster kann für verschiedene Zeitspannen untersucht werden, ob die Berichtsveröffentlichungen die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen statistisch signifikant beeinflussen. Neben dem Eventfenster muss zudem ein Schätzfenster, im Englischen auch unter dem Begriff "Estimation Window" bekannt, festgelegt werden. Das Schätzfenster liegt in der Regel weiter in der Vergangenheit und überschneidet sich nicht mit dem Eventfenster. Außerdem umfasst das Schätzfenster normalerweise einen längeren Zeitraum als das Eventfenster.

Für die Durchführung einer Eventstudie benötigt man im ersten Schritt ein geeignetes Renditeerwartungsmodell. Diese Modelle prognostizieren hypothetische bzw. erwartete Renditen, die anschließend von den tatsächlichen Aktienrenditen abgezogen werden. Das Ergebnis daraus sind dann die sogenannten abnormalen Renditen. In der Finanzwirtschaft gibt

⁸¹ Vgl. Curry, Benjamin; Zinnecker, Sara: Was ist die Markteffizienzhypothese (Efficient-market hypothesis)?, in: Forbes, 28.11.2022, <https://www.forbes.com/advisor/de/geldanlage/was-ist-die-markteffizienzhypothese-efficient-market-hypothesis/> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

es verschiedene statistische und ökonomische Modelle zur Berechnung der erwarteten Renditen. Die am häufigsten verwendeten Renditeerwartungsmodelle in Eventstudien sind das market model, das market adjusted model und das comparison period mean adjusted model.

Die meisten Eventstudien beruhen auf dem Marktmodell (engl. market model), da dieses dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) stark ähnelt. Das Marktmodell besagt, dass die Rendite einer Aktie von der Rendite des Marktportfolios und dem Ausmaß der Reaktionsfähigkeit des Wertpapiers abhängt. Die Berechnung der abnormalen Renditen, welche für die Eventstudie von hoher Relevanz ist, beruht beim Marktmodell auf den Faktoren, die die Beziehung einer Aktie zu der Benchmark beschreiben.⁸²

Diese Eventstudie beruht ebenfalls auf dem Marktmodell. Die abnormale Rendite für das Unternehmen *i* an dem Eventtag *t*, ist definiert als

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t})$$

mit

$R_{i,t}$ = Tatsächliche Rendite der Aktie von Unternehmen *i* zum Zeitpunkt *t*

α_i = Performance der Aktie von Unternehmen *i* im Vergleich zum Gesamtmarkt

β_i = Systematisches Risiko der Aktie von Unternehmen *i*

$R_{m,t}$ = Tatsächliche Rendite des Gesamtmarktes zum Zeitpunkt *t*

In dieser Forschungsarbeit wurden für die Berechnung der abnormalen Renditen die Faktoren α_i und β_i für das Schätzfenster berechnet. Grund dafür ist, dass die beiden Parameter nicht von dem Ereignis, welches in der Eventstudie analysiert wird, beeinflusst werden sollen. Somit wird die Beziehung zwischen dem Wertpapier und dem Markt durch konstante Alpha- und Beta-Faktoren repräsentiert, welche unabhängig von den Berichtsveröffentlichungen ermittelt wurden.

Damit die Abhängigkeit einer Aktie zum Gesamtmarkt gemessen werden kann, muss im Vorfeld eine Benchmark festgelegt werden. Von den neun untersuchten Unternehmen haben sechs ihren Sitz in den USA und außer Luckin Coffee, deren Aktien mittlerweile außerbörslich gehandelt werden, haben alle Unternehmen ihre Aktien an nordamerikanischen Börsen gelistet.

⁸² Vgl. NASDAQ: Market model, in: Nasdaq, o.D. [online] <https://www.nasdaq.com/glossary/m/market-model> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Deshalb wurden bei der Auswahl der Benchmark nur US-amerikanische Börsenindizes in Betracht gezogen.

Zu den weltweit bekanntesten Aktienindizes zählt der S&P 500, welcher die Aktien von den 500 größten börsennotierten Unternehmen aus den USA umfasst. Da der Fokus dieses Index jedoch auf sehr große Konzerne mit einer hohen Marktkapitalisierung liegt, ist er für die Eventstudie nicht passend. Um in den S&P 500 aufgenommen werden zu können, muss ein Unternehmen zudem eine Marktkapitalisierung von mindestens 12,7 Milliarden US-Dollar aufweisen.⁸³ Von den Unternehmen, die für die Analyse ausgewählt wurden, kann zum Zeitpunkt der Datenerhebung lediglich DraftKings dieses Kriterium erfüllen.

Eine weitere mögliche Benchmark ist der Russell 1000, in dem die 1.000 größten US-amerikanischen Unternehmen enthalten sind. Der Russell 1000 ist eine Teilmenge des Russell 3000 und enthält ungefähr 93% der gesamten Marktkapitalisierung aller börsennotierten US-Aktien. Im Russell 1000 sind insbesondere Unternehmen enthalten, welche an der NYSE oder an der NASDAQ-Börse gelistet sind. Da ein Großteil der Analyseobjekte ebenfalls an einen der beiden Börsen gelistet ist, bietet sich dieser Index als Benchmark an. Allerdings werden die Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung in dem Index stärker gewichtet als kleinere Unternehmen, wodurch es die Repräsentativität für die Stichprobe beeinträchtigt.⁸⁴ Da die Eigenschaften des S&P 500 und des Russell 1000 nur bedingte Überschneidungen mit den untersuchten Unternehmen aufweisen, wurde daher ein weiterer US-Börsenindex für die Analyse in Betracht gezogen.

Die dritte Benchmark ist der NASDAQ Composite Index, dem größten Aktienindex der NASDAQ-Börse. Er beinhaltet über 3.000 verschiedene Aktien, wobei der Schwerpunkt auf dem Technologiesektor liegt. Auch wenn nur rund ein Drittel der zu untersuchenden Unternehmen dem Technologiesektor zugeordnet werden können, ist der Index von den drei vorgestellten Benchmarks am besten geeignet, da der Großteil der Unternehmen an der NASDAQ-Börse gelistet ist. Die historischen Daten des NASDAQ Composite Index, welche für die Eventstudie benötigt wurden, basieren auf der Quelle Yahoo Finance.

⁸³ Vgl. S&P Dow Jones Indices: S&P Dow Jones Indices Announces Update to S&P Composite 1500 Market Cap Guidelines and Results of S&P Composite 1500 Index Consultation on Market Capitalization and Liquidity Eligibility Criteria, in: S&P Global, 04.01.2023, [online] <https://press.spglobal.com/2023-01-04-S-P-Dow-Jones-Indices-Announces-Update-to-S-P-Composite-1500-Market-Cap-Guidelines-and-Results-of-S-P-Composite-1500-Index-Consultation-on-Market-Capitalization-and-Liquidity-Eligibility-Criteria> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

⁸⁴ Vgl. Ganti; Akhilesh: What Is the Russell 1000 Index? Definition, Holdings, and Returns, in: Investopedia, 03.07.2023, [online] https://www.investopedia.com/terms/r/russell_1000index.asp (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Zu Beginn der Analyse muss das systematische Risiko der einzelnen Aktien berechnet werden. Unter dem systematischen Risiko versteht man, laut dem CAPM, den Anteil von Aktienkursschwankungen, der auch nicht durch Diversifikation eines Portfolios eliminiert werden kann. Das systematische Risiko ist auch als Beta-Faktor bekannt und zeigt, wie sensibel ein Wertpapier auf Veränderungen des Marktes reagiert. Der Beta-Faktor einer Aktie ist definiert als

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

Die Kovarianz misst hierbei den Zusammenhang zwischen den Aktienrenditen und den Indexrenditen. Eine positive Kovarianz deutet daraufhin, dass sich die beiden Variablen in die gleiche Richtung bewegen. Das bedeutet, dass die Aktie im Regelfall bei einem steigenden Markt auch an Wert gewinnt. Umgekehrt verliert die Aktie aber dann auch an Wert, wenn der Markt sinkt. Eine negative Kovarianz bedeutet hingegen, dass sich die Aktie entgegengesetzt zum Markt verhält. Neben der Beziehung zwischen der Aktie und dem Markt muss zudem die Varianz der Marktrenditen berechnet werden. Die Varianz ist ein Streuungsmaß und beschreibt die Streuung der Werte um den Mittelwert. In diesem Fall wird dementsprechend gemessen, inwieweit die Marktrenditen vom Mittelwert abweichen. Wie bereits erwähnt, wurde zur Berechnung der Beta-Faktoren für die neun ausgewählten Unternehmen das Schätzfenster herangezogen. In der Theorie kann der Beta-Faktor jeden Wert annehmen. Typischerweise haben die meisten Aktien in der Praxis jedoch einen positiven Beta-Wert, wobei ein Beta von 1 auch als "Marktbeta" bezeichnet wird, da die Aktie sich dann im Einklang mit dem Markt entwickelt. Steigt beispielsweise der Index um 10% würde bei einem Beta von 1 auch die Aktie um 10% an Wert gewinnen. Ein Beta-Wert von 1,5 bedeutet, dass die Aktie um 15% steigt, wenn der Markt einen Anstieg von 10% verzeichnet. Negative Beta-Werte sind ebenfalls möglich, kommen in der Realität allerdings selten vor. Von den neun untersuchten Unternehmen wies lediglich ein Unternehmen einen negativen Beta-Wert auf. Dieser kann so interpretiert werden, dass die Aktie über den vorgegebenen Zeitraum ein inverses Verhältnis zum Gesamtmarkt hatte.

Um die erwarteten Renditen berechnen zu können benötigt man neben dem Beta-Faktor für das jeweilige Unternehmen auch den Alpha-Faktor. Dieser Faktor drückt die Über- oder Unterbewertung einer Aktie aus und ist definiert als

$$\alpha_i = r_i - rf - \beta_i \cdot (r_m - rf)$$

mit

$rf =$ Risikofreier Zinssatz

Für den risikofreien Zins wurden in dieser Eventstudie die Kurse für Staatsanleihen der USA mit einer einjährigen Laufzeit verwendet. Die historischen Daten hierzu wurden von Investing.com bezogen. In der Finanzbranche werden Staatsanleihen oft als risikofreies Anlageinstrument verwendet, da Investoren alternativ zu einem Aktien-Investment auch mit einem sehr niedrigen Ausfallrisiko in Staatsanleihen investieren könnten. Die oben dargestellte Formel wird für jeden einzelnen Tag innerhalb des Schätzfensters angewendet. Anschließend ergibt sich der Alpha-Wert des Unternehmens aus dem Mittelwert der jeweiligen Ergebnisse über diesen Zeitraum.

Ein negatives Alpha bedeutet, dass die tatsächliche Rendite einer Aktie während des betrachteten Zeitraums niedriger war als die erwartete Rendite. Eine Aktie mit einem negativen Alpha-Wert hat unter Berücksichtigung ihres systematischen Risikos (β_i) und der risikofreien Rendite im Vergleich zum Gesamtmarkt unterdurchschnittlich performt. Je höher der Alpha-Faktor einer Aktie ist, desto besser hat diese im betrachteten Zeitraum abgeschnitten. Von den neun untersuchten Unternehmen konnte innerhalb des Schätzfensters bei einer Aktie ein negativer Alpha-Wert festgestellt werden, während die anderen acht Unternehmen besser abgeschnitten haben, wie der Markt es erwartet hat.

Nach der Berechnung von den Alpha- und Beta-Faktoren können die abnormalen Renditen für die jeweiligen Unternehmen für einen beliebigen Zeitraum bestimmt werden. Hierzu müssen zuerst die erwarteten Renditen pro Börsentag berechnet werden. Jene Formel ist definiert als

$$\alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t}$$

Anschließend wird, wie bereits erwähnt, die erwartete Rendite von der tatsächlich erzielten Rendite der Aktie abgezogen, um die abnormale Rendite zu bestimmen. Für die Eventstudie sind lediglich die abnormalen Renditen für die festgelegten Eventfenster relevant. Die Ergebnisse können hierbei selbstverständlich positiv oder negativ ausfallen.

Negative abnormale Renditen zeigen, dass die Aktie schlechter abgeschnitten hat, als es erwartet wurde. Eine positive abnormale Rendite würde dem Gegenteil entsprechen und darauf hinweisen, dass das Unternehmen an einem bestimmten Tag die Erwartungen des Marktes übertroffen hat. Durch die abnormale Rendite kann für jedes der untersuchten Unternehmen und Eventfenster eine Aussage getroffen werden, inwiefern der Shortseller-Bericht sich auf den Aktienkurs ausgewirkt hat. Auf die statistische Signifikanz der Ergebnisse wird im Verlaufe des nächsten Kapitels noch detailliert eingegangen.

Um den Einfluss des Events auf ein bestimmtes Unternehmen zu untersuchen, müssen die abnormalen Renditen über den festgelegten Zeitraum aufsummiert werden. Bei Eventstudien ist dies unter dem Begriff "Cumulative Abnormal Return" (CAR) bekannt, welche folgendermaßen definiert sind

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

Die Formel führt zu den kumulierten abnormalen Renditen für das Unternehmen i zwischen dem Zeitpunkt t_1 und t_2 (also dem Eventfenster). Das Ergebnis zeigt, ob das Unternehmen innerhalb des Eventfensters eine Über- oder Unterrendite erzielt hat. Hierbei kann auch die statistische Signifikanz der realisierten Über- oder Unterrenditen berechnet werden. Damit analysiert werden kann, wie sich die Veröffentlichung der Shortseller-Berichte an bestimmten Tagen auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen ausgewirkt haben, müssen die durchschnittlichen abnormalen Renditen berechnet werden. Das Ergebnis, welches auch als "Average Abnormal Return" (AAR) bekannt ist, definiert sich wie folgt

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

Die Interpretation der AAR-Werte ist allerdings insofern eingeschränkt, als dass innerhalb der festgelegten Eventfenster hauptsächlich das Eventdatum und die darauffolgenden Tage relevant sind. Es lässt sich durch Anwendung der vorgestellten Formel zu jedem bestimmten Tag innerhalb eines Eventfensters eine Aussage treffen, ob die Unternehmen eine über- oder unterdurchschnittliche Performance hingelegt haben. Zudem kann für jeden untersuchten Tag die statistische Signifikanz der durchschnittlichen abnormalen Renditen ermittelt werden.

Damit der Einfluss der Berichte investigativer Investoren über bestimmte Zeiträume analysiert werden kann, müssen die durchschnittlichen abnormalen Renditen für die jeweilig festgelegten Eventfenster aufsummiert werden. Das Ergebnis ist in der Finanzwelt auch als “Cumulative Average Abnormal Return“ (CAAR) bekannt. Zuvor wurde bereits die Formel zur Berechnung der kumulierten abnormalen Renditen für die jeweiligen Unternehmen vorgestellt. Anhand des Durchschnitts der Summe dieser CAR-Werte kann ebenfalls die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite pro Eventfenster berechnet werden. Die Formel hierfür lautet

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i$$

Ein positiver CAAR-Wert würde darauf hinweisen, dass die erwarteten Renditen, trotz der Shortseller-Berichte, innerhalb des Eventfensters übertroffen wurden. Eine negative durchschnittliche abnormale Rendite würde hingegen zeigen, dass das Event in dem betrachteten Zeitraum einen negativen Einfluss auf die Aktienkurse hatte.⁸⁵

Diese Eventstudie soll untersuchen, ob die Berichte aktivistischer Shortseller einen signifikant negativen Einfluss auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen haben. Zudem wird sowohl eine kurz- als auch längerfristige Analyse des Einflusses der veröffentlichten Berichte vorgenommen. Hierzu wurden insgesamt sechs Eventfenster festgelegt, in denen der Einfluss des Events analysiert werden soll.

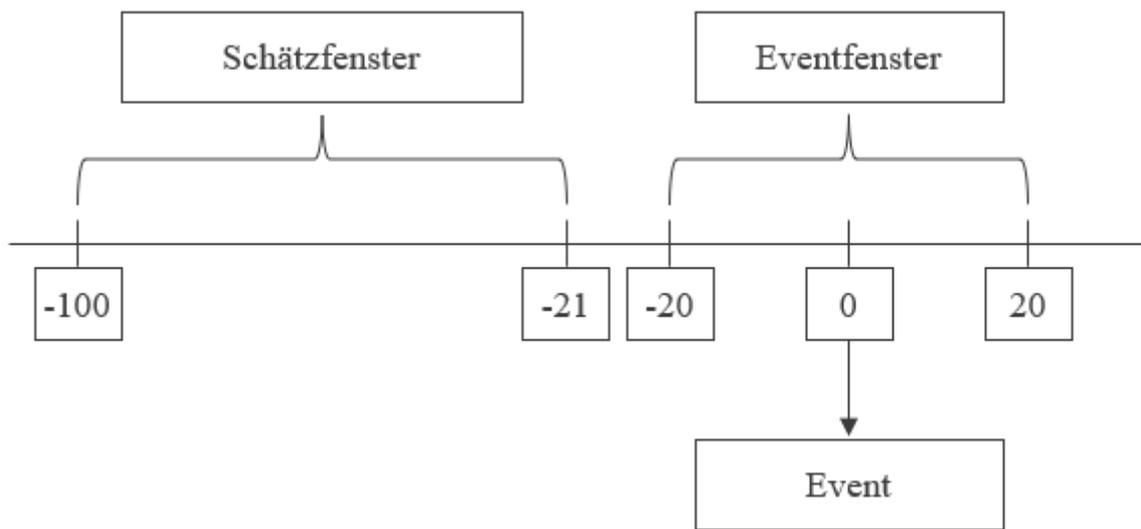
Kurzfristige Analyse: [-1;1], [-3;3], [-5;5], [-10;10]

Längerfristige Analyse: [-20;20], [-30;30]

Es wird davon ausgegangen, dass der Einfluss des Events über einen längerfristigen Zeitraum abnimmt, da bei langen Eventfenstern einige andere Faktoren mitwirken, welche die CAAR-Werte beeinflussen könnten. Dies ist der Hauptgrund, weshalb die Analyse in zwei Teile untergliedert wurde.

⁸⁵ Vgl. Event Study Tools: Introduction to the Event Study Methodology, in: eventstudytools, o.D., [online] <https://www.eventstudytools.com/introduction-event-study-methodology> (zuletzt geprüft am 05.09.2023)

Abbildung 4: Zeitfenster der Eventstudie



Quelle: Eigene Darstellung

Für die Eventfenster $[-1; 1]$, $[-3; 3]$, $[-5; 5]$, $[-10; 10]$ und $[-20; 20]$ wurde das Schätzfenster auf $[-100; -21]$ gesetzt, damit über einen längerfristigen Zeitraum vor dem Event die Alpha- und Beta-Faktoren bestimmt werden können. Für die Analyse des längsten Eventfensters $[-30; 30]$ wurde das Schätzfenster auf $[-120; -31]$ gesetzt, da sich das Eventfenster nicht mit dem Schätzfenster überschneiden sollte.

Die Interpretation der Ergebnisse und der aufgestellten Hypothesen erfolgt im nachfolgenden Kapitel. Für die empirische Analyse wurden sowohl Daten zu den historischen Aktienkursen als auch für das Handelsvolumen und Short Interest der betroffenen Unternehmen benötigt. Diese Daten stammen von dem Finanzdienstleister Refinitiv Eikon.

7 Interpretation der Ergebnisse

7.1 Abnormale Renditen

Tabelle 2: Renditen der ausgewählten Unternehmen am Eventdatum

Unternehmen	Tatsächliche Rendite	Erwartete Rendite	AR an Tag 0
DraftKings	-4,17%	-1,03%	-3,14%
EOS Energy	-13,55%	0,41%	-13,96%
iQiyi	3,22%	-0,21%	3,44%
Lightspeed Commerce	-11,74%	-0,05%	-11,69%
Luckin Coffee	-10,74%	-0,87%	-9,87%
Mirati Therapeutics	-10,23%	-3,47%	-6,76%
Nevro Corporation	-2,72%	1,62%	-4,34%
Ormat Technologies	-1,17%	2,50%	-3,67%
Plug Power	1,03%	0,86%	0,17%
Mittelwert	-5,56%	-0,03%	-5,53%

Quelle: Eigene Darstellung

An dem Tag, an dem die investigativen Investoren ihre Berichte über die Unternehmen veröffentlicht haben, verloren die neun untersuchten Unternehmen durchschnittlich 5,56% an Börsenwert. Aus der Tabelle 2 ist zudem ersichtlich, dass lediglich die Aktienkurse von zwei Unternehmen nicht negativ auf den Bericht reagiert haben. Die Unternehmen EOS Energy, Lightspeed Commerce, Luckin Coffee und Mirati Therapeutics haben mit einem Rückgang des Aktienkurses von mehr als 10% sogar sehr stark auf die Berichtsveröffentlichung reagiert. Die abnormalen Renditen, welche sich aus der Differenz zwischen den tatsächlichen und den erwarteten Renditen ergeben, lagen am Tag des Events bei durchschnittlich -5,53%. Verglichen mit den tatsächlichen Renditen ist lediglich ein leichter Unterschied zu erkennen. Das bedeutet, dass die erwartete Rendite am Eventdatum bei durchschnittlich -0,03% lag. Daraus kann man schließen, dass die Aktien eine deutlich schlechtere Performance hingelegt haben als es erwartet wurde. Auf die statistische Signifikanz der durchschnittlichen abnormalen Renditen am Tag des Events wird im nächsten Unterkapitel noch genauer eingegangen. Zusammenfassend zeigt die dargestellte Tabelle, dass bei fünf der neun Unternehmen zwar eine negative Rendite erwartet wurde, allerdings alle Unternehmen außer iQiyi und Plug Power die erwarteten Renditen, die auf der Beziehung der Aktie zur Benchmark basieren, deutlich verfehlt haben.

7.2 Durchschnittliche abnormale Renditen

Die durchschnittlichen abnormalen Renditen der neun Unternehmen wurden jeweils für die Eventfenster [-1; 1], [-3; 3], [-5; 5] und [-10; 10] analysiert, da die Anzahl der untersuchten Tage in diesen Zeiträumen noch überschaubar ist. Die Ergebnisse sind in der nachfolgenden Tabelle aufgeführt.

Tabelle 3: Durchschnittliche abnormale Renditen im Eventfenster [-10; 10]

Eventtag	AARs	Standard- abweichung	t-Wert	p-Wert
-10	-1,25%	0,0331346	-1,135922	14,44%
-9	-1,05%	0,0377670	-0,837952	21,32%
-8	0,20%	0,0585997	0,103149	46,02%
-7	-2,08%	0,0432656	-1,441283*	9,37%
-6	0,96%	0,0282616	1,023247	16,81%
-5	-0,69%	0,0672148	-0,307480	38,32%
-4	-0,64%	0,0493595	-0,389301	35,36%
-3	0,25%	0,0273642	0,277809	39,41%
-2	-2,88%	0,0411682	-2,097011**	3,46%
-1	-3,74%	0,0479642	-2,336999**	2,38%
0	-5,53%	0,0562220	-2,953470***	0,92%
1	-2,43%	0,0399341	-1,823054*	5,29%
2	2,52%	0,0570523	1,325691	11,08%
3	-0,99%	0,0268217	-1,110190	14,96%
4	-0,15%	0,0410151	-0,107206	45,86%
5	-1,26%	0,0313965	-1,204183	13,15%
6	-0,14%	0,0351796	-0,119049	45,41%
7	-0,04%	0,0325601	-0,034867	48,65%
8	0,10%	0,0204132	0,141631	44,54%
9	1,38%	0,0342899	1,208408	13,07%
10	-0,25%	0,0694033	-0,106294	45,90%

* statistisch signifikant auf dem 10% Signifikanzniveau

** statistisch signifikant auf dem 5% Signifikanzniveau

*** statistisch signifikant auf dem 1% Signifikanzniveau

Quelle: Eigene Darstellung

Im kürzesten Eventfenster [-1; 1] zeigen alle AAR-Werte statistische Signifikanz. Mit einer durchschnittlichen abnormalen Rendite von -3,74% am Tag vor der Berichtsveröffentlichung ist dieser Wert auf dem 5% Signifikanzniveau statistisch signifikant. Diese Feststellung könnte darauf hinweisen, dass aktivistische Shortseller erst kurz vor der Veröffentlichung der Berichte ihre Short-Positionen eingehen oder diese dann noch weiter ausbauen. Eine alternative Erklärung könnte sein, dass Insider bereits im Vorfeld von der Berichtsveröffentlichung erfahren haben und daher ihre Aktien veräußerten oder selbst Short-Positionen bei diesen Unternehmen eröffneten. Am Tag der Berichtspublikation reagierten die Aktienkurse der Unternehmen besonders stark, wie bereits analysiert wurde. Mit einer durchschnittlichen abnormalen Rendite von -5,53% ist dieser Wert auf dem 1% Signifikanzniveau statistisch signifikant. Die unterdurchschnittliche Performance der Aktien an diesem Tag ist auf die Reaktion der Aktionäre auf die Anschuldigungen der investigativen Investoren zurückzuführen. Für das Eventdatum kann die Nullhypothese definitiv abgelehnt werden. Hierdurch kann die zweite Hypothese bestätigt werden, da die Shortseller-Berichte am Tag der Veröffentlichung den Aktienkurs der betroffenen Unternehmen nachweislich negativ beeinflussen. Einen Tag nach der Berichtsveröffentlichung konnte ebenfalls ein statistisch signifikanter Wert auf dem 10% Signifikanzniveau nachgewiesen werden, mit einer durchschnittlichen abnormalen Rendite von -2,43%. Dies bestätigt die negative Reaktion des Marktes auf die Veröffentlichung der Shortseller-Berichte.

Erweitert man das Eventfenster auf [-3; 3], lässt sich ein weiterer statistisch signifikanter Wert nachweisen. Zwei Tage bevor die Berichte öffentlich gemacht wurden, verzeichneten die neun Unternehmen eine durchschnittliche abnormale Rendite von -2,88%. Dieser Wert ist auf dem 5% Signifikanzniveau statistisch signifikant und stützt die These, dass die investigativen Investoren ihre Short-Positionen in den Tagen vor der Berichtsveröffentlichung aufbauen. Interessant ist zudem, dass die Aktien zwei Tage nach Bekanntwerden der Anschuldigungen eine durchschnittliche abnormale Rendite von 2,52% erreichten. Obwohl dieser AAR-Wert nicht statistisch signifikant ist, könnte er darauf hinweisen, dass der Markt möglicherweise übermäßig auf die Berichte reagiert hat und sich in der Folge von den starken Kurseinbrüchen erholte. Investoren, die trotz der Vorwürfe an die Unternehmen und ihre Zukunftsaussichten glauben, könnten sogar einige Tage nach der Veröffentlichung der Berichte Aktien erworben haben. Es besteht auch die Möglichkeit, dass die Shortseller bereits kurz nachdem sie ihre Anschuldigungen öffentlich präsentieren, ihre Positionen zumindest teilweise schließen, um Risiken zu minimieren. Der Anstieg der Aktienkurse zwei Tage danach, könnte

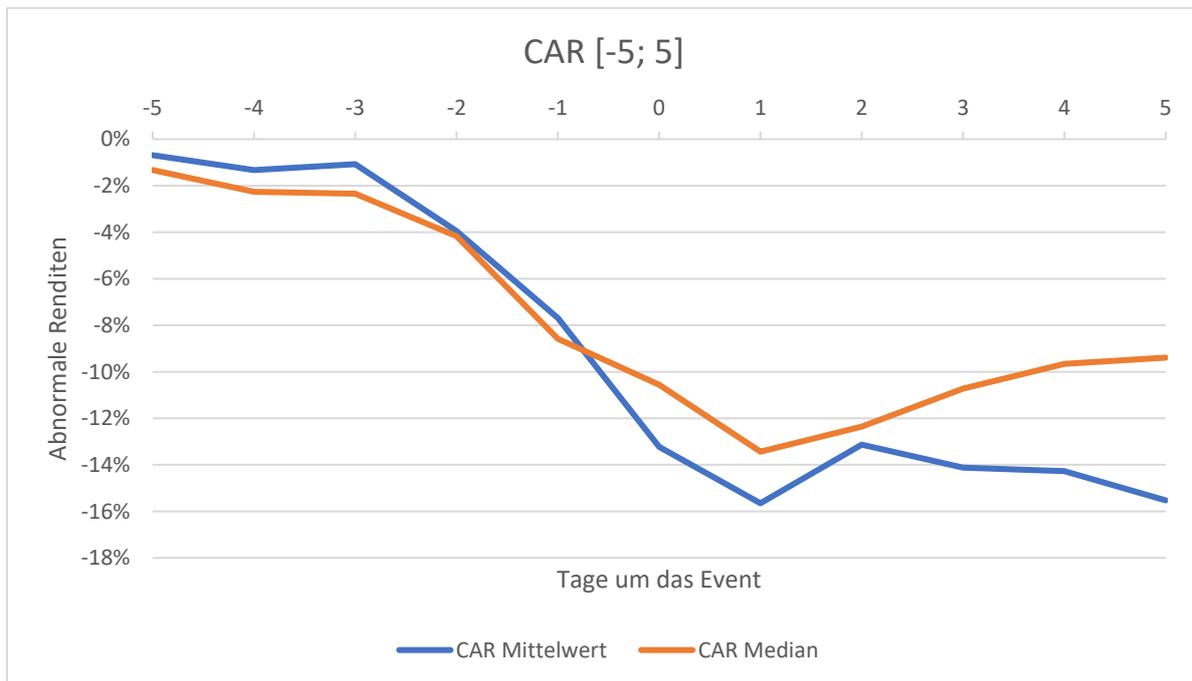
dementsprechend auf den Rückkauf von Aktien durch aktivistische Shortseller zurückzuführen sein.

Bei einer Erweiterung des Zeitfensters auf $[-5; 5]$ konnten keine weiteren statistisch signifikanten AAR-Werte ermittelt werden. Dies verdeutlicht, dass der Kapitalmarkt vor allem kurzfristig stark auf die Berichte reagiert hat. Im Eventfenster von $[-10; 10]$ konnte ein weiterer statistisch signifikanter Wert analysiert werden. Sieben Tage vor der Veröffentlichung der Shortseller-Berichte lagen die durchschnittlichen abnormalen Renditen bei $-2,08\%$. Dieser Wert, der auf dem 10% Signifikanzniveau statistisch signifikant ist, könnte zufällig aufgetreten sein oder darauf hinweisen, dass die investigativen Investoren während ihrer Recherchen bereits Leerverkäufe tätigten. Es lässt sich jedoch nicht nachweisen, dass dieser Wert in Beziehung zu den Berichten steht.

7.3 Kumulierte abnormale Renditen

Bei der Analyse der kumulierten abnormalen Renditen (CAR) wurden zwei Eventfenster, nämlich [-5; 5] und [-10; 10] genauer betrachtet, um die Ergebnisse detailliert zu interpretieren. Die Interpretation der CAR-Werte wird hierbei auf Basis des Mittelwerts und des Medians durchgeführt. Der CAR-Mittelwert am letzten Tag des jeweiligen Zeitfensters repräsentiert die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite (CAAR) über die Eventfenster [-5; 5] und [-10; 10].

Abbildung 5: Kumulierte abnormale Renditen im Eventfenster [-5; 5]

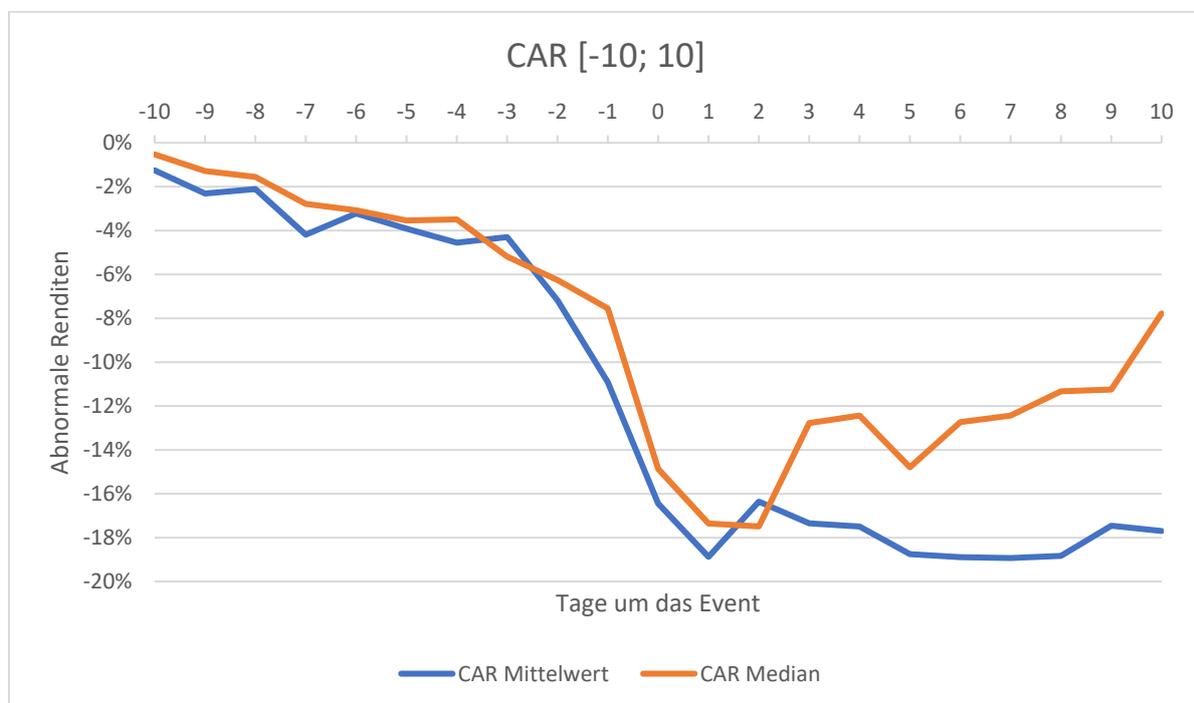


Quelle: Eigene Darstellung

Die vorliegende Abbildung zeigt die kumulierten abnormalen Renditen über das Eventfenster [-5; 5]. Daraus wird ersichtlich, dass die neun untersuchten Unternehmen in dem beobachteten Zeitraum durchschnittlich schlechter abschnitten als vom Kapitalmarkt erwartet. Die Aggregation der abnormalen Renditen verdeutlicht zudem, dass bereits in den drei Tagen vor der Berichtsveröffentlichung negative abnormale Renditen verzeichnet wurden. Am Eventdatum betrug die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite (CAAR) -13,23%. Die Kurve, die den Median der kumulierten abnormalen Renditen darstellt, verläuft ab dem Eventdatum oberhalb der Kurve für die CAR-Mittelwerte. Dies deutet darauf hin, dass einige Aktien stärker auf die Berichte reagierten als andere. Allerdings ist hierbei eine gewisse Interpretationsvorsicht geboten.

Am Ende des elftägigen Eventfensters liegt der Durchschnitt der kumulierten abnormalen Renditen bei -15,53%. Dieser Wert entspricht dem CAAR für das Eventfenster [-5; 5] und bedeutet, dass die Aktien über diesen Zeitraum im Durchschnitt um 15,53% unter den erwarteten Werten abgeschnitten haben. Die tatsächlichen Renditen waren dementsprechend erheblich schlechter als prognostiziert. Dies legt nahe, dass der Kapitalmarkt zumindest kurzfristig äußerst empfindlich auf die Berichte investigativer Investoren reagiert. Der niedrigste Wert der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen trat einen Tag nach dem Event auf, was darauf hindeutet, dass die erwarteten Renditen an diesem Tag ebenfalls verfehlt wurden.

Abbildung 6: Kumulierte abnormale Renditen im Eventfenster [-10; 10]



Quelle: Eigene Darstellung

Wenn das Eventfenster auf [-10; 10] erweitert wird, zeigt sich, dass der Median der kumulierten abnormalen Renditen nahezu durchgehend über dem Mittelwert liegt. Die höhere Position des CAR-Medians im Vergleich zum Mittelwert könnte darauf hinweisen, dass einzelne Aktien stärkere Reaktionen auf den Bericht zeigten als andere. Der CAAR-Wert am Eventdatum beträgt -16,45% für das erweiterte Zeitfenster [-10; 10]. Im Vergleich zum kürzeren Eventfenster [-5; 5] lässt sich erkennen, dass die Berichtsveröffentlichung vor allem kurzfristig zu einer stark negativen Auswirkung auf die Aktienkurse führte. Diese Beobachtung stärkt die Annahme, dass die Events einen erheblich negativen Einfluss auf die Aktienkurse der Unternehmen haben.

Am Ende des längeren Zeitraums liegt die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite bei -17,70%. Innerhalb der 21 beobachteten Tage haben die Aktien der neun Unternehmen entsprechend um 17,70% schlechter abgeschnitten als vom Markt erwartet. Auf die statistische Signifikanz dieser Werte wird im nachfolgenden Unterkapitel eingegangen, allerdings kann bereits festgehalten werden, dass die Berichte definitiv einen kurzfristigen Einfluss auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen haben.

7.4 Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen

Um die Auswirkungen der Berichte von den aktivistischen Shortsellern auf ihre statistische Signifikanz zu analysieren, wurden die Eventfenster in kurze und längere Zeiträume unterteilt. Die Ergebnisse der kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen für die definierten Eventfenster sind in der nachfolgenden Tabelle abgebildet.

Tabelle 4: Kumulierte durchschnittliche abnormale Renditen der untersuchten Eventfenster

	kurzfristige Analyse				längerfristige Analyse	
	[-1; 1]	[-3; 3]	[-5; 5]	[-10; 10]	[-20; 20]	[-30; 30]
N	9	9	9	9	9	9
Min	-27,70%	-27,82%	-44,09%	-60,84%	-70,69%	-98,85%
Max	-1,52%	-0,20%	2,13%	6,25%	58,63%	43,94%
Median	-11,41%	-12,55%	-9,39%	-7,78%	-4,83%	-24,23%
% < 0	100,00%	100,00%	77,78%	66,67%	55,56%	77,78%
Standardabweichung	0,01560527	0,02670494	0,02161972	0,01785029	0,01756731	0,01578896
Tage im Eventfenster	3	7	11	21	41	61
t-Wert	-4,3279765	-1,8107611	-2,1658475	-2,1636288	-1,3134385	-2,1767192
p-Wert	0,13%	5,39%	3,11%	3,12%	11,27%	3,06%
Statistische Signifikanz	***	*	**	**		**
CAAR	-11,70%	-12,79%	-15,53%	-17,70%	-14,77%	-26,84%

Quelle: Eigene Darstellung

Im kürzesten Eventfenster [-1; 1] wurde eine kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite (CAAR) von -11,70% ermittelt. Diese Feststellung weist auf eine statistische Signifikanz auf dem 1% Signifikanzniveau hin, was bedeutet, dass dieser CAAR-Wert mit lediglich einer einprozentigen Wahrscheinlichkeit zufällig auftrat. Folglich kann bestätigt werden, dass die Berichte der investigativen Investoren eine erheblich negative Auswirkung auf die Aktienkurse der betrachteten Unternehmen hatten. Im Eventfenster [-3; 3] wurde ein CAAR-Wert von -12,79% festgestellt, der auf dem 10% Signifikanzniveau statistisch signifikant ist. Die Berichtsveröffentlichung und deren Einfluss auf die Aktienkurse kann innerhalb der kurzen

Zeitfenster optimal analysiert werden, da das Event weitestgehend von anderen Ereignissen und allgemeinen Markttrends isoliert wird.

Die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen für die Zeiträume [-5; 5] und [-10; 10] sind jeweils auf dem 5% Signifikanzniveau statistisch signifikant. Innerhalb des elftägigen Eventfenster wurde ein CAAR-Wert von -15,53% beobachtet und im Zeitfenster [-10; 10] betrug die kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite -17,70%. Diese Ergebnisse zeigen, dass die Aktien auch nach der Veröffentlichung der Berichte eine schlechtere Performance aufwiesen als prognostiziert. Dennoch ist zu beachten, dass die aggregierten Durchschnittswerte der abnormalen Renditen möglicherweise von einzelnen Unternehmen beeinflusst wurden, die bereits in den Tagen vor der Berichtsveröffentlichung negative abnormale Renditen verzeichneten. Ein Vergleich des CAAR-Wertes im Zeitfenster [-1; 1] mit dem im Zeitraum [-10; 10] verdeutlicht, dass der Markt vor allem unmittelbar um das Eventdatum herum, besonders stark auf die Berichte reagierte. In den darauffolgenden Tagen blieben die Aktien zwar weiterhin hinter den Erwartungen zurück, jedoch nicht mehr in einem solch starken Ausmaß wie während des Eventfensters [-1; 1].

Bei der längerfristigen Analyse sollte im Vorfeld darauf hingewiesen werden, dass zahlreiche weitere Faktoren Einfluss auf die Aktienkurse haben könnten. Das Zeitfenster [-20; 20] zeigt zwar keinen statistisch signifikanten Durchschnittswert für die kumulierten abnormalen Renditen, dennoch lässt der CAAR-Wert von -14,77% darauf schließen, dass die neun betrachteten Unternehmen über den Zeitraum von 41 Tagen durchschnittlich 14,77% unter den Markterwartungen performt haben. Für das längste Zeitfenster [-30; 30] sollte vor der Interpretation nochmals angemerkt werden, dass die abnormalen Renditen anhand abweichender Alpha- und Beta-Faktoren berechnet wurden. Innerhalb dieses Zeitraums wurde ein signifikanter CAAR-Wert von -26,84% festgestellt, der unter dem 5% Signifikanzniveau liegt. Dies belegt, dass das Event auch über einen längeren Zeitraum hinweg eine nachhaltige negative Auswirkung auf die Aktienkurse der Unternehmen hatte. Dennoch ist es wichtig zu betonen, dass die Aktienkurse einiger Unternehmen, wie beispielsweise iQiyi, Lightspeed Commerce oder Ormat Technologies, nach der Berichtsveröffentlichung eine erheblich schwächere Performance verzeichneten, als vom Markt prognostiziert. Dies zieht den Durchschnitt der kumulierten abnormalen Renditen selbstverständlich nach unten. Allerdings konnten mit EOS Energy und Plug Power auch zwei Unternehmen (innerhalb des betrachteten Eventfensters) besser abschneiden als erwartet. Die Abnahme der statistischen Signifikanz bei der längerfristigen Analyse ist nachvollziehbar, da der Einfluss des Events über einen längeren Zeitraum hinweg naturgemäß abnimmt. Dennoch

konnte auch durch die längerfristige Analyse belegt werden, dass die Berichte einen spürbaren Einfluss auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen haben. Es darf jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass bei den beiden längeren Eventfenstern andere Faktoren, wie beispielsweise die Veröffentlichung von Quartalsergebnissen, die abnormalen Renditen einzelner Unternehmen maßgeblich beeinflusst haben könnten. Die Nullhypothese für die erste Hypothese kann anhand der analysierten Eventfenster ebenfalls abgelehnt werden und es wurde anhand der Ergebnisse bewiesen, dass die Berichte investigativer Investoren einen signifikant negativen Einfluss auf die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen haben.

Um die tatsächlichen Auswirkungen der Shortseller-Berichte auf die Aktienkurse präzise zu erfassen, empfiehlt es sich, auch die realisierten Renditen zu analysieren. Die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen beschreiben zwar die Performance der Aktien innerhalb eines bestimmten Zeitrahmens im Vergleich zur Markterwartung sehr gut und ermöglichen eine Analyse der statistischen Signifikanz des Events, allerdings liefern sie keine direkte Aussage über die tatsächliche Entwicklung der Aktien. Daher wird im nächsten Unterkapitel ein genauerer Blick auf die tatsächlichen Aktienkursentwicklungen nach den Berichtsveröffentlichungen geworfen.

7.5 Tatsächliche Renditen

Es empfiehlt sich, dass man hierzu die tatsächlich realisierten Renditen über einen längeren Zeitraum analysiert. Hierzu wurden die Aktienkursentwicklungen der neun untersuchten Unternehmen von dem Tag der Veröffentlichung des Berichts bis zu 180 Börsentagen danach untersucht.

Tabelle 5: Aktienkursentwicklungen der ausgewählten Unternehmen

Unternehmen	Aktienkursentwicklung im Zeitraum [0; 180]
DraftKings	-52,20%
EOS Energy	-42,18%
iQiyi	-1,91%
Lightspeed Commerce	-78,08%
Luckin Coffee	-86,00%
Mirati Therapeutics	155,09%
Nevro Corporation	-26,50%
Ormat Technologies	-3,24%
Plug Power	300,34%

Quelle: Eigene Darstellung

Wie es in der Tabelle 5 zu erkennen ist, haben sich die Aktienkurse von DraftKings, EOS Energy, Lightspeed Commerce, Luckin Coffee und Nevro Corporation in den 180 Tagen nach der Berichtsveröffentlichung sehr negativ entwickelt. Es konnte aber auch bei zwei Unternehmen eine sehr positive Entwicklung beobachtet werden. Mirati Therapeutics sowie Plug Power haben mit einer Performance von +155,09% bzw. +300,34% ihren Börsenwert in dem untersuchten Zeitraum enorm erhöht. Das weist daraufhin, dass die Investoren nicht allen Vorwürfen der aktivistischen Shortseller glauben. Die Aktienkurse von Ormat Technologies und iQiyi waren 180 Tage nach dem Eventdatum nur leicht niedriger als zu dem Zeitpunkt der Berichtspublikation. Durch die Analyse der tatsächlichen Aktienkursentwicklung wird deutlich, dass ein Großteil der betroffenen Unternehmen langfristig eine schlechte Aktienkursperformance aufweist. Es macht den Anschein, dass einige Marktteilnehmer den Anschuldigungen der investigativen Investoren vertrauen und sich daher aus den Aktien zurückziehen.

7.6 Aussagefähigkeit der Ergebnisse

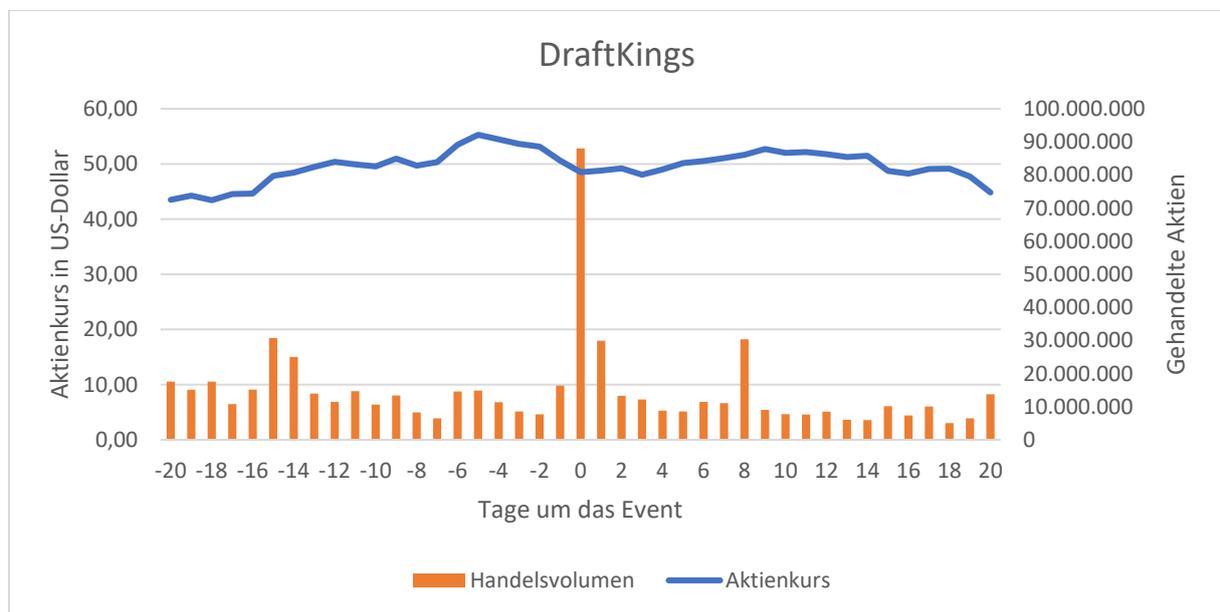
Die Aussagekraft der Ergebnisse ist beschränkt, da der Stichprobenumfang der Analyse mit neun Unternehmen relativ klein gehalten war. Dadurch haben Unternehmen, wie beispielsweise iQiyi, Lightspeed Commerce, Luckin Coffee oder Ormat Technologies, welche stark negativ auf die Berichte reagierten, einen erheblichen Einfluss auf die Ergebnisse und verzerren diese teilweise. Außerdem lässt sich durch die Analyse keine Aussage darüber treffen, wie die Performance der investigativen Investoren ausfällt. Des Weiteren wurde die Reputation der aktivistischen Shortseller in dieser Forschungsarbeit nicht berücksichtigt. In der Realität gibt es Shortseller, welche sich über die letzten Jahre ein hohes Ansehen aufgebaut haben, indem sie tatsächliche Betrugsfälle durch ihre Rechercharbeiten und Berichte aufdeckten. Muddy Waters Research, Viceroy Research oder Hindenburg Research könnten als geeignete Beispiele von investigativen Investoren mit einer guten Reputation angesehen werden. Dies ist insofern von Relevanz, dass die Anleger den Anschuldigungen eher Glauben schenken, wenn sich der Shortseller in der Vergangenheit bereits mit guten Recherchen bewiesen hat. In der Analyse wurden jedoch nur Unternehmen berücksichtigt, die ins Visier von bekannten investigativen Investoren geraten sind. Hierdurch hängt die Aussagefähigkeit mit dem Bekanntheitsgrad des investigativen Investors zusammen. Generell ist die Analyse sehr spezifisch, da der Fokus, durch die festgelegten Parameter, auf eine bestimmte Art von Unternehmen gelegt wurde. Dennoch ist die Aussagefähigkeit der Ergebnisse hoch und die im Vorfeld der Analyse aufgestellten Vermutungen konnten nachgewiesen werden. Zudem konnte die statistische Signifikanz des Events durch die Interpretation der verschiedenen Ergebnisse belegt werden.

8 Weitere Auswirkungen der Shortseller Berichte

8.1 Handelsvolumen

Im Rahmen der vorliegenden Forschungsarbeit wurde nicht nur die Kursentwicklung der Aktien analysiert, sondern auch das Handelsvolumen in einem Zeitraum von 20 Tage vor und nach der Veröffentlichung der Shortseller-Berichte untersucht. Näher betrachtet wurden die Unternehmen DraftKings, iQiyi und Ormat Technologies. Hierzu wurden die Auswirkungen der Berichte auf das Handelsvolumen in den nachfolgenden Abbildungen grafisch veranschaulicht.

Abbildung 7: Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens von DraftKings

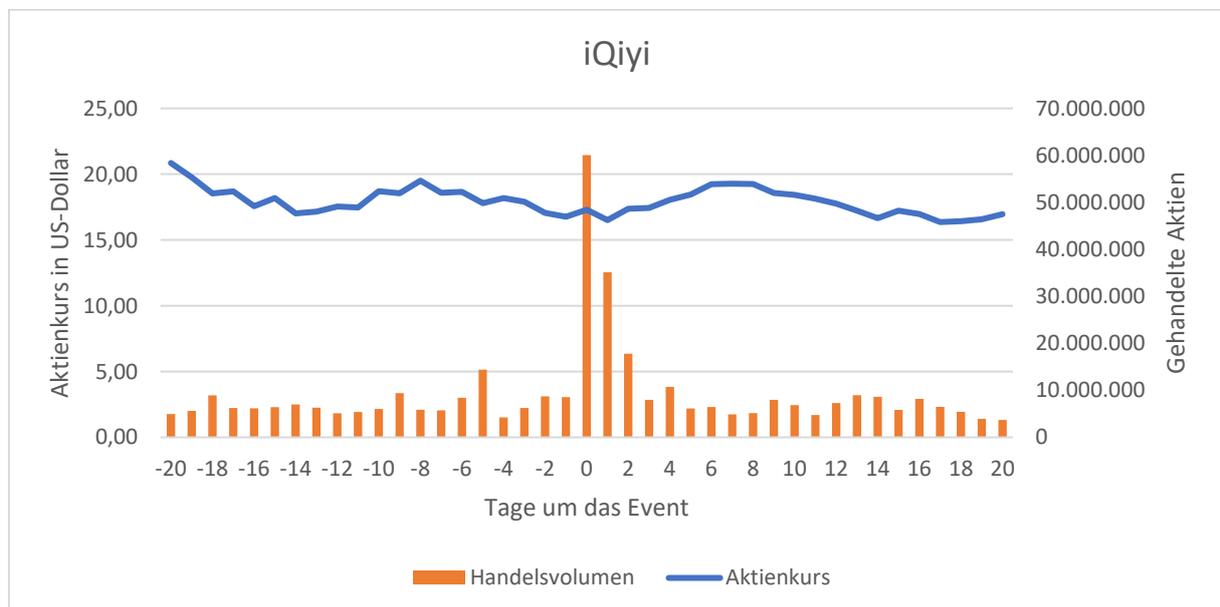


Quelle: Eigene Darstellung

Die Abbildung zeigt eindrücklich, dass das Handelsvolumen bei DraftKings am Eventdatum erheblich höher war als an den übrigen Tagen innerhalb des definierten Zeitfensters. An diesem Tag wurden sechsmal mehr Aktien gehandelt als der Durchschnitt im Zeitraum [-20; 20]. Dieses erhöhte Handelsvolumen am Tag der Berichtsveröffentlichung lässt darauf schließen, dass viele Anleger die Vorwürfe des investigativen Investors wahrgenommen haben und dieser Bericht einen maßgeblichen Einfluss auf ihre Investitionsentscheidungen hatte. Die bereits zuvor analysierte negative Auswirkung des Berichts am Ereignistag wird durch die Beobachtung des Handelsvolumens weiter untermauert. Ein hohes Handelsvolumen geht oft mit erhöhter Volatilität einher, was den Kurseinbruch der DraftKings-Aktie nach dem Shortseller-Bericht erklären könnte. Auch einen Tag danach war das Handelsvolumen wesentlich höher als der Durchschnitt im festgelegten Zeitraum.

Es könnte zudem spekuliert werden, ob der investigative Investor etwa zwei Wochen vor Veröffentlichung des Berichtes seine Short-Position eröffnet hat, da hier eine leichte Zunahme des Handelsvolumens erkennbar war. Acht Tage nach Erscheinen des Berichts konnte erneut eine Steigerung des Handelsvolumens festgestellt werden. Möglicherweise wurden zu diesem Zeitpunkt bereits Teile der Short-Position geschlossen. Natürlich könnten auch andere Faktoren eine Rolle spielen und es ist nicht eindeutig festzustellen, was genau zu diesem erhöhten Handelsvolumen geführt hat. Die Präsentation von Quartalsergebnissen oder die Ankündigung von Dividenden bzw. anderen Kapitalmaßnahmen können für DraftKings innerhalb dieses Zeitraums allerdings ausgeschlossen werden.

Abbildung 8: Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens von iQiyi

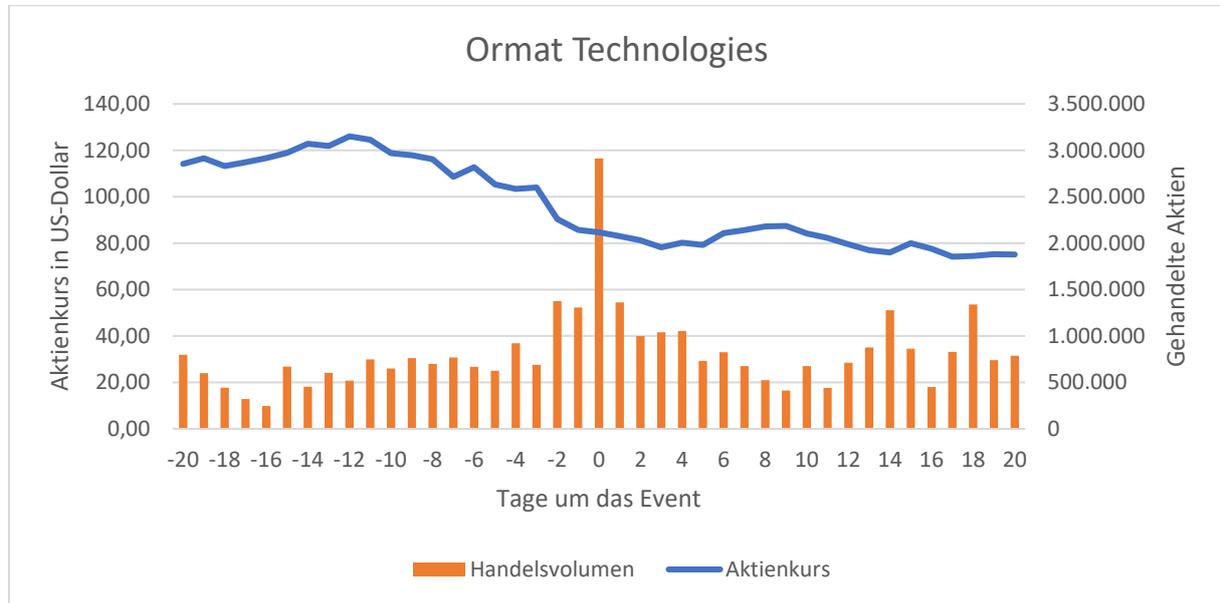


Quelle: Eigene Darstellung

Bei dem Unternehmen iQiyi konnte ebenso ein signifikant erhöhtes Handelsvolumen für das Eventdatum festgestellt werden. Mit rund 60 Millionen gehandelten Aktien an diesem Tag übertraf das Volumen den Durchschnitt im Zeitraum [-20; 20] um mehr als das Sechsfache. Interessanterweise wies das Unternehmen iQiyi, wie bereits in Tabelle 2 dargestellt, am Tag der Berichtsveröffentlichung sogar eine positive Rendite auf. Dies lässt darauf schließen, dass das erhöhte Handelsvolumen an diesem Tag durch vermehrte Aktienkäufe und nicht durch Aktienverkäufe verursacht wurde. In den beiden Tagen nach Bekanntgabe der Vorwürfe durch den aktivistischen Shortseller blieb das Handelsvolumen ebenfalls überdurchschnittlich hoch. Im Allgemeinen konnte bei nahezu jedem der neun Unternehmen beobachtet werden, dass das Handelsvolumen mindestens zwei weitere Tage nach dem Ereignis erhöht war.

Auch für iQiyi lassen sich für das beobachtete Zeitfenster andere Ereignisse wie Quartalsergebnisse, Dividendenzahlungen oder Kapitalmaßnahmen ausschließen.

Abbildung 9: Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens von Ormat Technologies



Quelle: Eigene Darstellung

Das Unternehmen Ormat Technologies hebt sich als einziges der neun untersuchten Unternehmen durch die Präsentation seiner Quartalsergebnisse innerhalb des Zeitfensters [-20; 20] hervor. Am 24.02.2021, drei Börsentage vor der Veröffentlichung des Shortseller-Berichts, stellte Ormat Technologies seine Geschäftszahlen für das vierte Quartal 2020 vor und kündigte zugleich eine Dividendenausschüttung für die Aktionäre an. Diese Ereignisse werden ebenfalls in Betracht gezogen, da sie oft zu einer Zunahme des Handelsvolumens führen und die Analyse der veröffentlichten Berichte beeinflussen könnten. In den zwei Tagen vor der Berichtsveröffentlichung führten die Quartalsergebnisse dementsprechend zu einem erhöhten Handelsvolumen. Dennoch konnte am Eventdatum eine signifikante Steigerung des Handelsvolumens beobachtet werden. An den darauffolgenden Tagen war weiterhin ein leicht erhöhtes Handelsvolumen zu erkennen. Dies unterstreicht die These, dass das Anlegerverhalten durch die Veröffentlichung von kritischen Berichten erheblich beeinflusst wird. Am 10.03.2021, dem siebten Tag nach der öffentlichen Bekanntmachung der Anschuldigungen gegenüber Ormat Technologies, war das Ex-Dividenden-Datum (bzw. der Ex-Tag). Darunter versteht man das Datum, bis zu dem ein Investor die Aktie besitzen muss, damit er einen Anspruch auf die Dividendenzahlung hat. Die tatsächliche Ausschüttung der Dividende erfolgte am 29.03.2021, dem letzten Tag des beobachteten Zeitraums. An diesen beiden Tagen wurde jedoch keine wesentliche Zunahme des Handelsvolumens festgestellt. Für Ormat Technologies

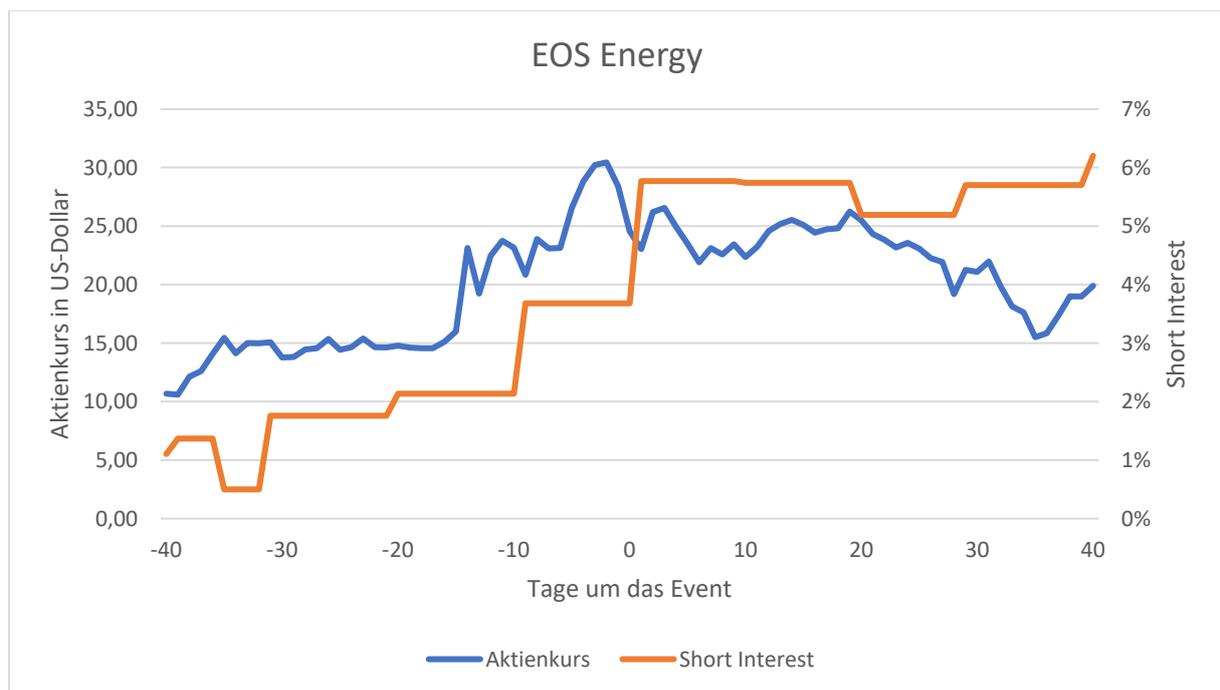
kann nun eine Aussage darüber getroffen werden, inwieweit der Shortseller-Bericht im Vergleich zu anderen Ereignissen wie den Quartalsergebnissen das Handelsvolumen beeinflusst hat. Es wurde beobachtet, dass der Einfluss des Berichts auf das Handelsvolumen wesentlich stärker war, als der Einfluss der Quartalsergebnisse. Neben dem erhöhten Handelsvolumen zeigt Abbildung 9, dass die Aktie von Ormat Technologies während des betrachteten Zeitraums sehr schlecht abgeschnitten hat. Dies könnte mit den präsentierten Geschäftszahlen und den Anschuldigungen des investigativen Investors in Zusammenhang stehen. Dennoch könnten weitere Faktoren ebenfalls zur schlechten Performance der Aktie beigetragen haben.

Bei den anderen sechs Unternehmen konnte ebenfalls ein deutlich höheres Handelsvolumen am Eventdatum beobachtet werden als der Durchschnitt über die 41 Tage.

8.2 Short Interest

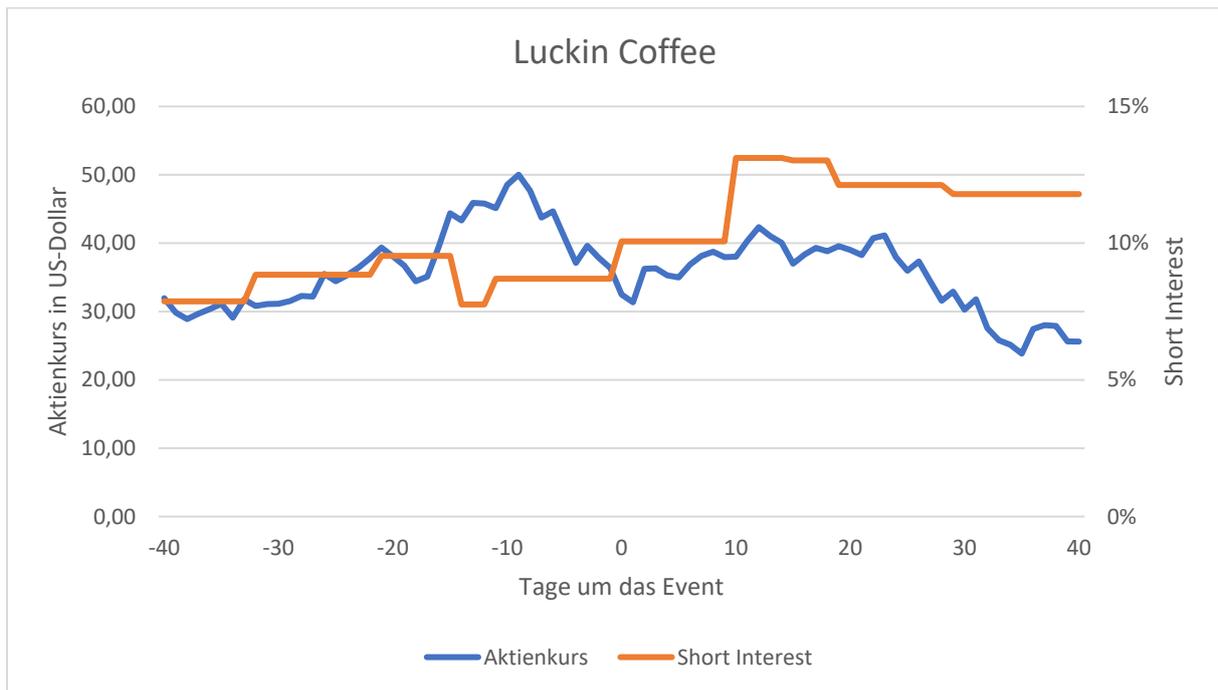
Im Kontext der Berichte investigativer Investoren ist es sinnvoll, das Short Interest der Unternehmen zu untersuchen und dessen Entwicklung im Zeitraum um das Ereignis herum zu analysieren. Grund dafür ist, dass von dieser Investorengruppe größtenteils Short-Positionen genutzt werden, um Profite zu erwirtschaften. Da die Daten zum Short Interest von Refinitiv nur etwa alle zehn Tage aktualisiert werden, erstreckt sich das Betrachtungsfenster auf [-40; 40]. Für eine umfassende Analyse der Beziehung zwischen Short Interest und Aktienkurs wurden zusätzlich die Aktienkursentwicklungen der jeweiligen Unternehmen in den folgenden Abbildungen berücksichtigt. Im nachfolgenden werden die Unternehmen EOS Energy, Luckin Coffee, Mirati Therapeutics sowie Plug Power bezüglich der Leerverkaufsaktivitäten genauer betrachtet. Hierdurch kann analysiert werden, ob sich durch die Veröffentlichung von Berichten investigativer Investoren ein erheblicher Anstieg der Short-Positionen ergibt.

Abbildung 10: Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von EOS Energy



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 11: Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von Luckin Coffee

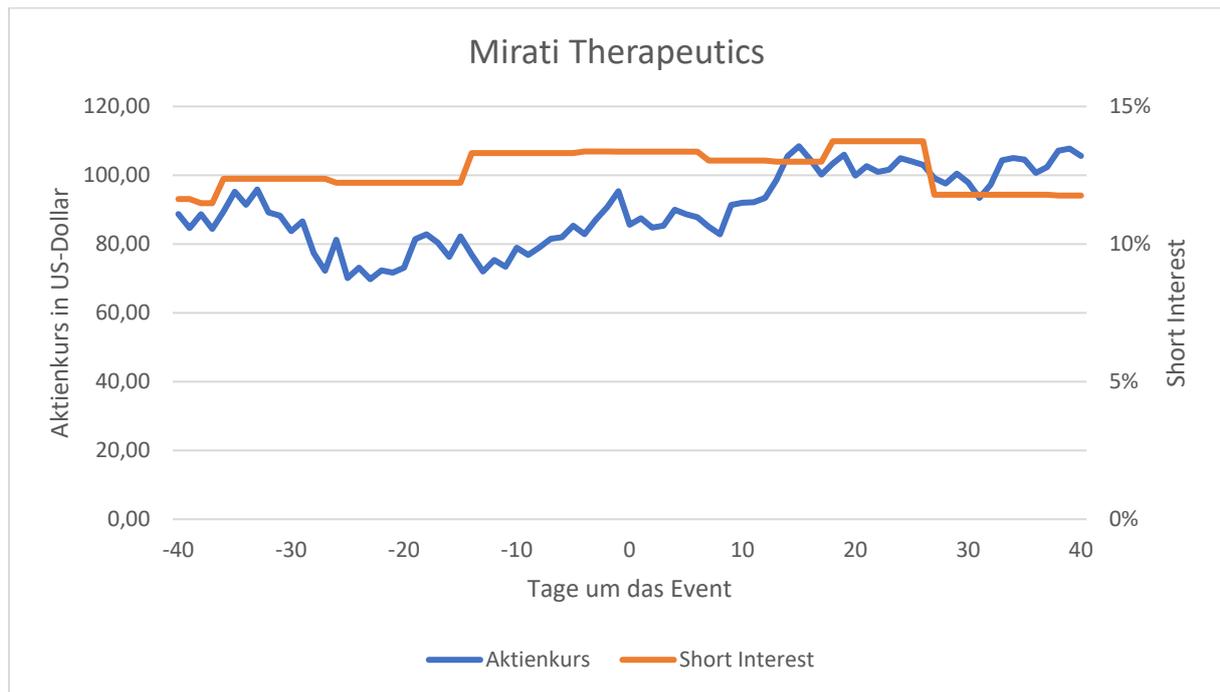


Quelle: Eigene Darstellung

Bei den Unternehmen EOS Energy und Luckin Coffee konnte jeweils ein Anstieg des Short Interest nach der Veröffentlichung der Shortseller-Berichte festgestellt werden. Das Short Interest von EOS Energy stieg innerhalb des betrachteten Zeitraums von 1% auf über 6%. Dieser Anstieg zeigt eindeutig die Aktivitäten des investigativen Investors. Der Anstieg des Short Interest nach dem Eventdatum von 3,7% auf 5,8% lässt darauf schließen, dass weitere Shortseller infolge des Berichts eine Short-Position bei EOS Energy eingegangen sind. Obwohl das Short Interest mit einem Höchstwert von 6,2% relativ moderat blieb, zeigt es dennoch das steigende Interesse von Shortsellern.

Bei Luckin Coffee hingegen wurde ein beträchtliches Short Interest von über 13% beobachtet. Ein Short Interest von über 10% gilt allgemein als hoch. Ähnlich wie bei EOS Energy stieg das Short Interest vor allem infolge des Berichts stark an, genauer gesagt von 8,7% auf 13,1%. Auch hier lässt sich vermuten, dass weitere Shortseller aufgrund der plausiblen Vorwürfe eine Position gegen Luckin Coffee eröffneten. Für beide Unternehmen zeigte sich zudem ein Abfall des Aktienkurses, nachdem die kritischen Berichte publiziert wurden.

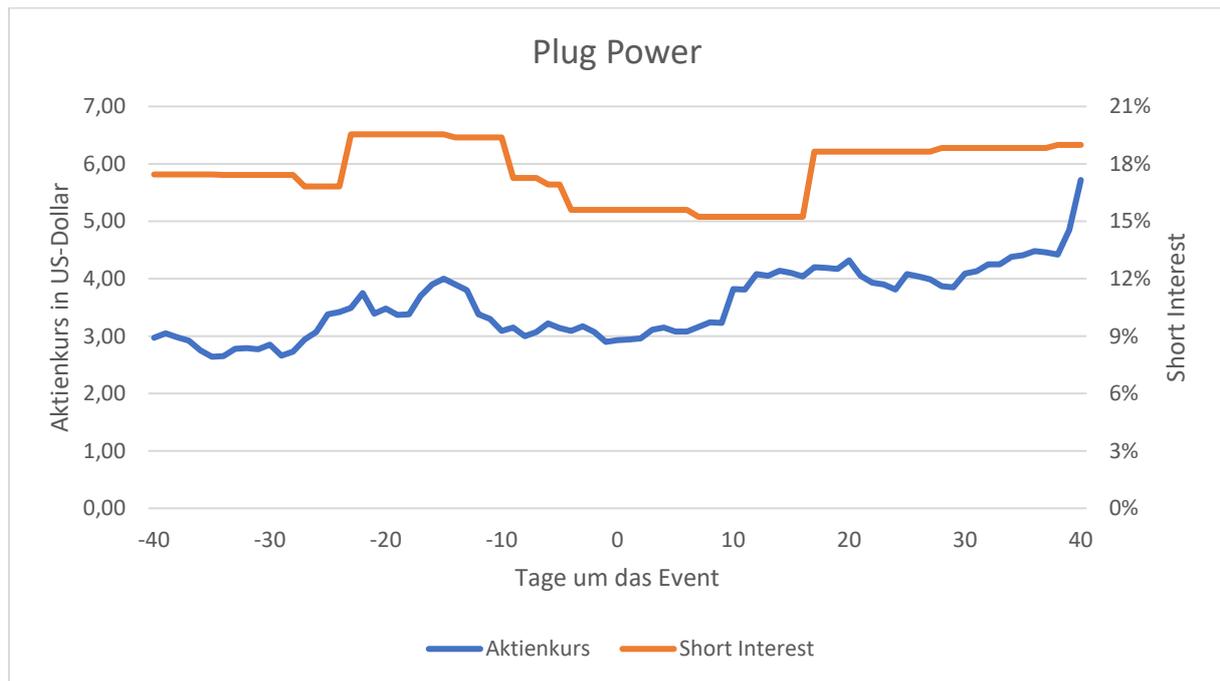
Abbildung 12: Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von Mirati Therapeutics



Quelle: Eigene Darstellung

Das Short Interest von Mirati Therapeutics verzeichnete im Gegensatz zu den zwei zuvor analysierten Unternehmen nur geringfügige Veränderungen. Innerhalb des betrachteten Zeitraums [-40; 40] bewegte sich das Short Interest konstant im Bereich von 11,5% bis 13,8%. Diese Werte deuten allgemein auf ein beachtliches Short Interest hin. Auffällig ist zudem, dass sich der Aktienkurs im Nachgang des Berichtes positiv entwickelt hat. Rund 25 Tage nachdem Kerrisdale Capital seine Anschuldigungen gegenüber Mirati Therapeutics öffentlich gemacht hatte, reduzierte sich das Short Interest von 13,8% auf 11,8%. Diese Veränderung könnte ein Indiz dafür sein, dass der investigative Investor zumindest teilweise seine Short-Position aufgelöst hat, da der Aktienkurs in den Tagen zuvor erheblich gestiegen war.

Abbildung 13: Entwicklung des Aktienkurses und des Short Interest von Plug Power



Quelle: Eigene Darstellung

Plug Power weist, mit teilweise über 19%, das höchste Short Interest unter den neun untersuchten Unternehmen auf. Allgemein wird ein Short Interest von über 20% in der Finanzbranche als sehr hoch angesehen. Wie aus der Abbildung 13 ersichtlich wird, ist das Short Interest kurz vor der Berichtsveröffentlichung von 19,5% auf rund 15% gesunken. Jedoch erfolgte etwas mehr als 15 Tage danach, erneut ein deutlicher Anstieg des Short Interest auf das vorherige Niveau. Diese Schwankung ist ebenfalls ein Indiz dafür, dass ein oder mehrere Shortseller verstärktes Interesse an dem Unternehmen zeigten. Trotz der Schwankung des Short Interest verzeichnete der Aktienkurs von Plug Power im beobachteten Zeitraum eine sehr positive Entwicklung. Insbesondere gegen Ende des Zeitfensters [-40; 40] legte Plug Power eine beachtliche Rendite hin.

Bei der Untersuchung der anderen Unternehmen wurden ebenfalls signifikante Schwankungen im Short Interest unmittelbar um das Eventdatum festgestellt. Durchschnittlich lag das Short Interest der neun Unternehmen bei rund 8%. Dieser Wert verdeutlicht, dass einige Investoren eine pessimistische Haltung gegenüber den Unternehmen haben und mit einem zukünftigen Rückgang der Aktienkurse rechnen.

9 Schlussfolgerung

Abschließend kann festgehalten werden, dass kritische Berichte von investigativen Investoren verheerende Auswirkungen auf die betroffenen Unternehmen haben können. Dies betrifft allerdings nicht nur den Aktienkurs der Unternehmen. Durch die schweren Vorwürfe erleiden die Unternehmen einen starken Imageschaden, welcher ebenfalls finanzielle Nachfolgen hat. Die Shortseller-Berichte können dazu führen, dass das betroffene Unternehmen weniger Kunden gewinnen kann, da potenzielle Kunden sehr vorsichtig mit derartigen Informationen umgehen. Oftmals sind die betroffenen Unternehmen bereits finanziell angeschlagen und die Berichte von investigativen Investoren verschärfen die finanzielle Lage zusätzlich. Zu den möglichen Folgen zählen Gewinnrückgänge, hohe Kosten für interne Untersuchungen oder eine Herabsetzung der Kreditwürdigkeit. Die betroffenen Unternehmen müssen das Vertrauen der Investoren schnellstmöglich zurückgewinnen, damit die finanziellen Auswirkungen im Rahmen gehalten werden. Anhand dieser Forschungsarbeit konnte ebenfalls beobachtet werden, dass nur wenige der betroffenen Unternehmen auf die Berichte reagiert haben. Es lässt sich zwar nicht sagen, ob es für die Unternehmen sinnvoller ist auf die Anschuldigungen zu reagieren oder diese zu ignorieren, allerdings zeigt eine öffentliche Stellungnahme Transparenz gegenüber den Aktionären. Des Weiteren kann es dafür sorgen, dass die Auswirkungen auf den Aktienkurs eingeschränkt werden und die Reputation nicht langfristig negativ beeinflusst wird.

Investigative Investoren haben meines Erachtens nach, eine sehr wichtige Rolle im Kapitalmarkt. In der Vergangenheit wurde durch diese Investorengruppe unter anderem der Bilanzskandal von Wirecard als auch von Luckin Coffee aufgedeckt. Es gibt noch viele weitere Beispiele, die jedoch weniger bekannt sind. In der Finanzwelt sind die investigativen Investoren allerdings sehr umstritten. Vielen aktivistischen Shortsellern wird vorgeworfen Falschinformationen zu verbreiten und sich dadurch an den Aktionären der Unternehmen zu bereichern. Außerdem werden neben den betroffenen Unternehmen auch die jeweilig verantwortlichen Wirtschaftsprüfer in ein schlechtes Licht gerückt. Meiner Meinung nach ist die Intention der investigativen Investoren jedoch die Richtige und solange keine falschen Informationen veröffentlicht werden, bietet diese Investorengruppe einen Mehrwert für den Kapitalmarkt, da betrügerische Handlungen von Unternehmen aufgedeckt werden, die sonst vermutlich unentdeckt geblieben wären.

Literaturverzeichnis

- Admirals: Was sind Leerverkäufe? So setzen Sie auf fallende Kurse, in: Admiral Markets, 16.09.2022, [online] <https://admiralmarkets.com/de/wissen/articles/trading-instruments/leerverkaeufe-trading> [05.09.2023]
- Anonymous Report: Luckin Coffee: Fraud + Fundamentally Broken Business, in: GMT Research, o.D., [online], https://cdn.gmtresearch.com/public-ckfinder/Short-sellers/Unknown%20author/Luckin%20Coffee_Anonymous.pdf [05.09.2023]
- Barth, Ulrike: Block und Hindenburg Research: Sind Shortseller Korrektiv oder Zocker am Aktienmarkt?, in: t3n, 24.03.2023, [online] <https://t3n.de/news/shortseller-hindenburg-research-block-1543707/> [05.09.2023]
- Breakout POINT: Activist short Selling in 2022, in: Breakout POINT, 31.12.2022, [online] <https://breakoutpoint.com/blog/2022/12/activist-short-selling-in-2022/> [05.09.2023]
- Brendel, Jana: Aktion & Reaktion: Unternehmensreaktionen auf Shortseller-Berichte, in: TRR 266 Accounting for Transparency, 27.05.2021, [online] <https://www.accounting-for-transparency.de/de/aktion-reaktion-unternehmensreaktionen-auf-shortseller-berichte/> [05.09.2023]
- Bocconi Students Investment Club: Activist Short-Sellers: Manipulative Profit Seekers or Bearers of Justice?, in: BSIC, 05.03.2023, [online] <https://bsic.it/activist-short-sellers-manipulative-profit-seekers-or-bearers-of-justice/> [05.09.2023]
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Netto-Leerverkaufspositionen, in: BaFin, 31.03.2021, [online] https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2020_21_Corona_andereBehoerden/meldung_2021_03_16_corona_virus_134_ESMA_Leerverkaufspositionen.html [05.09.2023]
- Chen, James: Short and Distort, in: Investopedia, 29.04.2022, [online] <https://www.investopedia.com/terms/s/shortanddistort.asp> [05.09.2023]
- Curry, Benjamin; Zinnecker, Sara: Was ist die Markteffizienzhypothese (Efficient-market hypothesis)?, in: Forbes, 28.11.2022, <https://www.forbes.com/advisor/de/geldanlage/was-ist-die-markteffizienzhypothese-efficient-market-hypothesis/> [05.09.2023]
- Ehrensberger, Wolfgang: Aktivist gegen Aktivist: Shortseller attackiert Börsenlegende Icahn, in: Börse Online, 05.05.2023, [online] <https://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/aktivist-gegen-aktivist-shortseller-attackiert-boersenlegende-icahn-20331504.html> [05.09.2023]
- Engelkamp, Maik: Deep Value Investing – Definition & Bedeutung, in: DeltaValue, o.D., [online] <https://www.deltavalue.de/deep-value-investing/> [05.09.2023]
- EU-Verordnung: VERORDNUNG (EU) Nr. 236/2012 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, in: Amtsblatt der Europäischen Union, 24.03.2012, [online] <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236&from=DE> [05.09.2023]
- Event Study Tools: Introduction to the Event Study Methodology, in: eventstudytools, o.D., [online] <https://www.eventstudytools.com/introduction-event-study-methodology> [05.09.2023]
- Fink, Alexander; Leithäuser, Roland: Short Selling Activism in Europe – A Strategic Communications Perspective, in: Kekst CNC, 07.06.2022, <https://www.kekstcnc.com/insights/short-selling-activism-in-europe-a-strategic-communications-perspective> [05.09.2023]
- Ganti; Akhilesh: What Is the Russell 1000 Index? Definition, Holdings, and Returns, in: Investopedia, 03.07.2023, [online] https://www.investopedia.com/terms/r/russell_1000index.asp [05.09.2023]
- Gleim, Fiona: Enron: Ein Meisterwerk der Bilanzfälschung, in: Banking Club, 11.03.2022, [online] <https://www.bankingclub.de/news/anlage/enron-ein-meisterwerk-der-bilanzfaelschung/> [05.09.2023]

- Graf, Nadine: Shortselling: Wie funktionieren Leerverkäufe?, in: t3n, 07.05.2021, [online] <https://t3n.de/news/shortselling-leerverkaeufe-erklaert-1377318/> [05.09.2023]
- Hayes, Adam: What Is a Stock Loan Fee (Borrow Fee)? Definition and Example, in: Investopedia, 02.06.2021, [online] <https://www.investopedia.com/terms/s/stock-loan-fee.asp> [05.09.2023]
- Hindenburg Research: DraftKings: A \$21 Billion SPAC Betting It Can Hide Its Black Market Operations, in: Hindenburg Research, 15.06.2021, [online] <https://hindenburgresearch.com/draftkings/> [05.09.2023]
- Hindenburg Research: Ormat: Dirty Dealings in ‘Clean’ Energy, in: Hindenburg Research, 01.03.2021, [online] <https://hindenburgresearch.com/ormat/> [05.09.2023]
- Holmey, Olivier: Die heißen Wetten der Leerverkäufer, in: FAZ, 28.01.2022, [online] <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/boerse-wer-sind-die-leerverkaeuer-17665083.html> [05.09.2023]
- Iceberg Research: EOS ENERGY (\$EOSE): FAKE CUSTOMERS WON’T RECHARGE A DEAD BATTERY, in: Iceberg Research, 14.01.2021, [online] <https://iceberg-research.com/2021/01/14/eos-energy-fake-customers-wont-recharge-a-dead-battery/> [05.09.2023]
- IG Group: Was bedeutet Short Interest bei Aktien?, in: IG, o.D., [online] <https://www.ig.com/de/trading-strategien/was-bedeutet-short-interest-bei-aktien--230314> [05.09.2023]
- Investor Relations iQIYI, Inc.: iQIYI Responds to Short Seller Report, in: iQiyi, 07.04.2020, [online] <https://ir.iqiyi.com/news-releases/news-release-details/iqiyi-responds-short-seller-report/> [05.09.2023]
- Investor Relations Luckin Coffee: Luckin Coffee Responds to Anonymous Report Containing Misleading and False Allegations, in: Luckin Coffee, 03.02.2020, [online] <https://investor.luckincoffee.com/news-releases/news-release-details/luckin-coffee-responds-anonymous-report-containing-misleading> [05.09.2023]
- Jansen, Jonas: Warnschuss, in: FAZ, 15.06.2023, [online] <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/aktivistische-investoren-warnschuss-18966496.html> [05.09.2023]
- J Capital Research: Luckin Coffee (LK), in: J Capital Research, 12.02.2020, [online] <https://www.jcapitalresearch.com/lk.html> [05.09.2023]
- Jostardt, Dr. Philipp; Wolf, Rüdiger; Degen, Dominik: Aktivistische Investoren, in: BCG, 03.02.2020, [online] <https://media-publications.bcg.com/BCG-Aktivistische-Investoren-Report-2020.pdf> [05.09.2023]
- Kahlon, Kir: NEVRO (NYSE: NVRO), in: Scorpion Capital, 07.01.2021, [online] <https://scorpioncapital.s3.us-east-2.amazonaws.com/reports/NVRO.pdf> [05.09.2023]
- Kerridale Capital Management: Mirati Therapeutics, Inc. (MRTX), in: Kerridale Capital, 21.04.2020, [online] <https://www.kerridalecap.com/wp-content/uploads/2020/04/Mirati-Therapeutics-Inc.-MRTX.pdf> [05.09.2023]
- Kessler, Nikolas: „Sachlich falsch und irreführend“ – Block reagiert auf Short-Attacke, in: Der Aktionär, 23.03.2023, [online] <https://www.deraktionaer.de/artikel/aktien/sachlich-falsch-und-irrefuehrend-block-reagiert-auf-short-attacke-20329006.html> [05.09.2023]
- Kirchner, Christian: Leerverkäufe: Wer verleiht die Aktien an die Spekulanten?, in: Capital, 08.04.2019, [online] <https://www.capital.de/geld-versicherungen/leerverkaeufe-wer-verleiht-die-aktien-an-die-spekulanten> [05.09.2023]
- Köhler, Peter: Aktivistische Aktionäre greifen an der Börse zu, in: Handelsblatt, 20.01.2023, [online] <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/hedgafonds-strategien-aktivistische-aktionaere-greifen-an-der-boerse-zu/28935750.html> [05.09.2023]
- Lavi, Smadar; Fink, Rob: Ormat Technologies Issues Statement, in: Ormat Technologies News, 01.03.2021, [online] <https://investor.ormat.com/news-events/news/news-details/2021/Ormat-Technologies-Issues-Statement/default.aspx> [05.09.2023]
- Manager Magazin: Wirecard-Erzfeind wettet nun gegen MDax-Konzern Grenke, in: Manager Magazin, 15.09.2020, [online] <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/wirecard-jaeger-fraser-perring-wettet-nun-gegen-mdax-konzern-grenke-a-3b33365d-caec-44a9-8461-75f40c5c1755> [05.09.2023]

Mandl, Carolina; French, David; Herbst-Bayliss, Svea: Short selling comes under fire as regional banks sell off, in: Reuters, 09.05.2023, [online] <https://www.reuters.com/markets/us/short-selling-comes-under-fire-regional-banks-sell-off-2023-05-04/> [05.09.2023]

Matthews, Tom et al.: Short selling bans and market restrictions – Considerations for investors, in: White & Case, 15.02.2021, [online] <https://www.whitecase.com/insight-alert/short-selling-bans-and-market-restrictions-considerations-investors> [05.09.2023]

McDowell, John: The Short Seller Restriction Rule (SSR) Explained for Day Trading, in: TradingSim, 24.05.2022, [online] <https://www.tradingsim.com/blog/the-short-seller-restriction-rule-ssr-explained#:~:text=According%20to%20the%20short%20sale,price%20of%20the%20prior%20session> [05.09.2023]

McKenzie, Malcolm et al.: Shareholder Activism In Europe, in: Alvarez & Marsal, 04.07.2023, [online] <https://www.alvarezandmarsal.com/sites/default/files/2023-06/A%26M%20Activist%20Alert%20Interim%20Outlook%202023.pdf> [05.09.2023]

Mohanram, Partha; Srivastava, Anup; Basirianmahabadi, Elnaz: Activist short sellers bring many a mighty down, in: California Review Management, 12.06.2023, [online] <https://cmr.berkeley.edu/2023/06/activist-short-sellers-bring-many-a-mighty-down/> [05.09.2023]

NASDAQ: Market model, in: Nasdaq, o.D. [online] <https://www.nasdaq.com/glossary/m/market-model> [05.09.2023]

Nussey, Brandon; Papageorgiou, Gus: Lightspeed comments on short seller report, in: Lightspeed Newsroom, 29.09.2021, [online] <https://investors.lightspeedhq.com/English/newsroom/news-details/2021/Lightspeed-comments-on-short-seller-report/default.aspx> [05.09.2023]

Overdahl, Jim: A ban on short selling is a bad idea, in: Financial Times, 15.05.2023, [online] <https://www.ft.com/content/0e336bf8-9d1c-4716-b288-6a73d21d808c> [05.09.2023]

Paugam, Luc; Stolowy, Hervé: How Activist Short Sellers Police Financial Markets, in: HEC Paris, 15.12.2020, [online] <https://www.hec.edu/en/knowledge/articles/how-activist-short-sellers-police-financial-markets> [05.09.2023]

Pelster, Patrick: Wachsende Bedeutung aktivistischer Investoren, in: Bain & Company, 20.07.2015, [online] <https://www.bain.com/de/ueber-uns/presse/pressemitteilungen/germany/2015/wachsende-bedeutung-aktivistischer-investoren/> [05.09.2023]

Pham, Lisa: Why Activist Short Sellers Get Everyone So Worked Up, in: Washington Post, 29.05.2023, [online] https://www.washingtonpost.com/business/2023/05/19/why-activist-short-selling-is-a-controversial-trading-strategy/Od892df0-f66f-11ed-918d-012572d64930_story.html [05.09.2023]

Pham, Lisa; Surane, Jenny; Serafino, Phil: What Is Short Selling, and Who Is Hindenburg Research?, in: Washington Post, 23.03.2023, [online] https://www.washingtonpost.com/business/2023/03/23/what-is-short-selling-hindenburg-stock-bets-explained/e822c884-c9a3-11ed-9cc5-a58a4f6d84cd_story.html [05.09.2023]

RTTNews: Luckin Coffee To Be Delisted From Nasdaq On June 29, in: Nasdaq, 26.06.2020, <https://www.nasdaq.com/articles/luckin-coffee-to-be-delisted-from-nasdaq-on-june-29-2020-06-26> [05.09.2023]

SEC: Key Points About Regulation SHO, in: U.S. Securities and Exchange Commission, 31.05.2022, [online] <https://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm> [05.09.2023]

Slodczyk, Katharina: "Staatsfeind Nummer Eins" - wie ein Shortseller an Wirecard scheiterte, in: Manager Magazin, 29.01.2021, [online] <https://www.manager-magazin.de/unternehmen/banken/wirecard-shortseller-matthew-earl-berichtet-ueber-seine-versuche-den-betrug-zu-stoppen-a-100699fc-4056-4676-bd31-46bdd3addda8> [05.09.2023]

Spruce Point Capital Management: Lightspeed Commerce, Inc., in: Spruce Point Capital Management, 29.09.2021, [online] <https://www.sprucepointcap.com/lightspeed-commerce-inc/> [05.09.2023]

Spruce Point Capital Management: Plug Power Inc., in: Spruce Point Capital Management, 19.12.2019, [online] <https://www.sprucepointcap.com/plug-power-inc/> [05.09.2023]

StudySmarter: Nullhypothese, in: StudySmarter, o.D., [online] <https://www.studysmarter.de/schule/mathe/stochastik/nullhypothese/> [05.09.2023]

S&P Dow Jones Indices: S&P Dow Jones Indices Announces Update to S&P Composite 1500 Market Cap Guidelines and Results of S&P Composite 1500 Index Consultation on Market Capitalization and Liquidity Eligibility Criteria, in: S&P Global, 04.01.2023, [online] <https://press.spglobal.com/2023-01-04-S-P-Dow-Jones-Indices-Announces-Update-to-S-P-Composite-1500-Market-Cap-Guidelines-and-Results-of-S-P-Composite-1500-Index-Consultation-on-Market-Capitalization-and-Liquidity-Eligibility-Criteria> [05.09.2023]

Talerico, Anna: Total Addressable Market (TAM), in: Corporate Finance Institute, 13.07.2020, [online] <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/total-addressable-market-tam/> [05.09.2023]

Teitelbaum, Richard: The most dangerous trade - How short sellers uncover fraud, keep markets honest, and make and lose billions, New Jersey: John Wiley & Sons, 2015

Tillar, Jannik: Carl Icahn: Warum die legendäre Wall-Street-Heuschrecke nun selbst attackiert wird, in: Capital, 03.05.2023, [online] <https://www.capital.de/geld-versicherungen/carl-icahn--warum-der-wall-street-investor-nun-selbst-attackiert-wird--33433404.html> [05.09.2023]

Wilkins, Pit: Short Interest Ratio – Definition & Bedeutung, in: DeltaValue, o.D., [online] <https://www.deltavalue.de/short-interest-ratio/> [05.09.2023]

Wilkins, Pit: Short Selling (Leerverkäufe) – Definition & Erklärung, in: DeltaValue, o.D., [online] <https://www.deltavalue.de/short-selling-leerverkaeufe/> [05.09.2023]

Wille, Robin: Wirecard-Shortseller knöpft sich einen der größten Immobilienkonzerne vor – das sind die Vorwürfe gegen die Adler Group, in: Business Insider, 16.10.2021, <https://www.businessinsider.de/wirtschaft/wirecard-shortseller-knoepft-sich-einen-der-groessten-immobilienkonzerne-vor-das-sind-die-vorwuerfe-gegen-die-adler-group-a/> [05.09.2023]

Wolfpack Research: IQIYI: The Netflix Of China? Good Luckin, in: Wolfpack Research, 06.04.2020, [online] <https://wolfpackresearch.com/research/iq-netflix-of-china-good-luckin/> [05.09.2023]

Eigenständigkeitserklärung

Ich versichere, dass ich die vorliegende Bachelorarbeit selbständig angefertigt, nicht anderweitig für Prüfungszwecke vorgelegt, alle benutzten Quellen und Hilfsmittel angeben, sowie wörtliche und sinngemäße Zitate gekennzeichnet habe.

Aichtal, den 10.09.2023

Kevin Hoss