

Stellungnahme

zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte

Datum
11. Juni 2010

Seite
1 von 13

Der BDI als Spitzenverband der deutschen Industrie und der industrienahen Dienstleister in Deutschland spricht für 34 Branchenverbände. Er repräsentiert die politischen Interessen von über 100.000 Unternehmen mit gut sieben Millionen Beschäftigten gegenüber Politik und Öffentlichkeit.

Am 2. Juni 2010 hat das Bundeskabinett den Entwurf eines Gesetzes gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte beschlossen.

Durch das gesetzliche Verbot bestimmter, potenziell krisenverstärkender Transaktionen und eine verbesserte Transparenz soll negativen Marktentwicklungen entgegengetreten werden. Der Entwurf bezweckt dabei, sowohl allgemeine Bedrohungen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts als auch besondere, durch die Finanzmarktkrise verursachte bzw. verstärkte Bedrohungen speziell zu Lasten des Euro und von Staaten der EU, deren gesetzliche Währung der Euro ist, zu entschärfen.

Der BDI nimmt zu dem Diskussionsentwurf wie folgt Stellung:

A. Regulierung von Leerverkäufen in Aktien

Der BDI begrüßt, dass die Bundesregierung Vorschläge des BDI aufgreift, die die deutsche Industrie mit dem „Eckpunktepapier für mehr Transparenz am Kapitalmarkt“ vom 15. Februar 2010 zur Regulierung von Leerverkäufen in Aktien vorgelegt hat.

Leerverkäufe in Aktien können Kursverzerrungen auslösen, die die Aktienpreisentwicklung in beide Richtungen (bei Abschluss nach unten, beim Eindecken nach oben) beschleunigen können. Sie sind damit beson-

**Bundesverband der
Deutschen Industrie e.V.**
Mitgliedsverband
BUSINESSEUROPE

Telekontakte
T: 030 2028- 1422....
F: 030 2028- 2422....

Internet
www.bdi.eu

E-Mail
r.kudiss@bdi.eu

ders geeignet, zu Zwecken des Insiderhandels und der Marktmanipulation missbräuchlich eingesetzt zu werden. Wir befürworten daher grundsätzlich die Vorschläge zur Regulierung von Leerverkäufen in Aktien.

I. Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien

Aufgrund ihrer Hebelwirkung besteht bei ungedeckten Leerverkäufen in Aktien in besonderer Weise das Risiko, dass sie Marktverzerrungen ohne Bezug zum wahren Unternehmenswert herbeiführen. Vor allem in Kombination mit (ungerechtfertigten) negativen Marktgerüchten weisen sie ein besonderes Missbrauchspotential auf. Dieses wird nicht allein dadurch eingefangen, dass Marktmanipulation oder Insiderhandel durch ungedeckte Leerverkäufe bereits jetzt strafbewehrt sind. Der Nutzen ungedeckter Leerverkäufe für den Kapitalmarkt und seine Teilnehmer ist demgegenüber begrenzt, zumal sämtliche positive Markteffekte in ähnlicher Weise durch gedeckte Leerverkäufe erreicht werden können.

§ 30h Abs. 1 Nr. 1 WpHG-E sieht daher zu Recht ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe vor.

Richtig ist, für den Zeitpunkt des Eingreifens des Verbots auf den Zeitpunkt des Abschlusses des Leerverkaufs abzustellen. Demgegenüber könnten die mit ungedeckten Leerverkäufen verbundenen Risiken mit einem Abstellen auf den Tagesendbestand nicht eingefangen werden, da nach wie vor die Möglichkeit bestünde, mehr Aktien zu verkaufen als am Markt als Free Float verfügbar sind bzw. sogar emittiert wurden.

1. Ergänzung der Definition „ungedekter Leerverkauf“

Nachbesserungsbedürftig ist aus unserer Sicht indessen die derzeitige Definition eines ungedeckten Leerverkaufs:

a) Verknüpfung von Nr. 1 und Nr. 2 in § 30h Abs. 1 Satz 4 WpHG-E

Die gewählte „Und“-Verknüpfung zwischen Nr. 1 und Nr. 2 des § 30h Abs. 1 Satz 4 WpHG-E ist (vermutlich versehentlich) irreführend, da der derzeitige Gesetzestext eine Negativformulierung gewählt hat. Richtig müsste es heißen:

„Ein ungedeckter Leerverkauf liegt vor, wenn der Verkäufer der in Satz 1 genannten Wertpapiere zum Zeitpunkt des Abschlusses des jeweiligen Geschäftes

- 1. nicht Eigentümer der verkauften Wertpapiere ist ~~oder~~ und*
- 2. keinen schuldrechtlich oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren gleicher Gattung hat.*

Alternativ bietet sich auch eine „Weder“ (...Eigentümer...) – „Noch“ (...Anspruch auf...)-Formulierung an.

b) Mehrfachleerverkäufe

Die derzeitige Gesetzesfassung des § 30h Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG-E ist umgehungsanfällig, da es dem Eigentümer im Sinne der Nr. 1 möglich ist, die in seinem Eigentum befindlichen Aktien mehrfach zu verkaufen, ohne dass dies bei wortgetreuer Gesetzesanwendung verboten ist. Denn bezogen auf jeden einzelnen Leerverkauf ist der Leerverkäufer Eigentümer der verkauften Aktien, wenngleich sein Eigentum in der Summe zur Deckung aller Leerverkäufe nicht ausreichen würde. Die Norm ist daher dahingehend zu präzisieren, dass das vorhandene Eigentum an Aktien sämtliche Leerverkäufe abdecken muss.

Gleiches gilt entsprechend für die Nr. 2.

2. Erweiterung der Ausnahmen auf Konsortialführer

Die im Gesetzentwurf vorgesehene Ausnahme für Market Maker und Skontroführer, soweit sie in dieser Funktion agieren, ist sachgerecht;

ebenso sollten Konsortialführer bei Kapitalmaßnahmen vom Verbot ungedeckter Leerverkäufe ausgenommen werden.

Der Gesetzentwurf sieht in § 30 h (7) vor, dass – zusätzlich zu den im Diskussionsentwurf genannten Ausnahmen - auch solche Handelsteilnehmer vom Verbot ungedeckter Leerverkäufe freigestellt werden sollen, die freiwillig auf Basis individueller Entscheidungen Geld- und Briefkurse stellen (sog. Liquidity Provider). Anders als offizielle Market Maker und Skontroführer, die sich vertraglich zur Kursstellung für bestimmte Mindestmengen während der gesamten Handelszeit verpflichtet haben, können sich diese Wertpapierhändler jederzeit aus dieser Aktivität zurückziehen. Es ist daher nicht gerechtfertigt, sie in gleicher Weise zu privilegieren. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe würde dadurch zu stark aufgeweicht und weitgehend entwertet; diese zusätzliche Ausnahme ist daher abzulehnen.

II. Offenlegungspflicht gedeckter Leerverkäufe (§ 30i WpHG-E)

Wir unterstützen die Einführung eines Meldesystems für gedeckte Leerverkäufe. Die damit geschaffene Transparenz ermöglicht es den Marktteilnehmern, Kursschwankungen künftig besser interpretieren zu können. Daneben vermag die neue Offenlegungspflicht auch abschreckende Wirkung gegen den missbräuchlichen Einsatz von Leerverkäufen entfalten, etwa wenn Leerverkäufer mit gezielten Gerüchten in Medien den Aktienkurs zu beeinflussen zu versuchen. Richtig ist daher auch die Einführung einer öffentlichen Meldung unter namentlicher Nennung des Leerverkäufers.

Die mit dem Entwurf verfolgten Transparenzziele gehen uneingeschränkt in die richtige Richtung. Allerdings bleiben nach dem derzeitigen Entwurfsstand noch deutliche Transparenzlücken.

Um eine möglichst vollständige und unverfälschte Transparenz über gedeckte Leerverkaufspositionen zu erzielen, schlagen wir vor, § 30i WpHG-E um folgende Regelungen zu ergänzen bzw. zu ändern:

- **Meldung des Bruttobestandes:** Anstelle der Offenlegung einer Netto-Leerverkaufsposition sollte der Gesamt-Bruttobestand gemeldet werden.
- **Vermeidung von Umgehungsstrategien:** Bei der Ermittlung der Gesamt-Brutto-Leerverkaufsposition sollten Konzernsachverhalte und andere Zurechnungstatbestände analog § 22 WpHG berücksichtigt werden, um Umgehungsstrategien zu verhindern.
- **Kürzere Meldefrist:** Der Zeitraum bis zur Offenlegung einer meldepflichtigen Leerverkaufsposition an BaFin und Marktteilnehmer sollte verkürzt werden.

1. Brutto- statt Nettomeldung

Der vorliegende Entwurf spricht sich für eine Saldierung von Short- und Long-Positionen aus. Dabei ist entsprechend der BaFin-Transparenzverordnung davon auszugehen, dass die Berechnung des Short-Überhangs im Wege einer Delta-Gewichtung der einzelnen Finanzinstrumente vorzunehmen ist.

Für die Delta-basierte Berechnung ist der innere Wert des jeweiligen Finanzinstruments zu ermitteln. Dieser hängt von unterschiedlichen Faktoren ab wie Volatilität des Basiswerts, Laufzeit, usw.; dabei gibt es unterschiedliche Berechnungsmethoden, die zu unterschiedlichen Meldeergebnissen führen können. Erforderlich ist zudem eine tägliche Berechnung, da Schwellen allein durch eine Veränderung des Deltas erreicht, über- oder unterschritten werden können.

Mit einer Netto-Meldung sind daher nicht nur erhebliche Compliance-Kosten verbunden. Eine Netto-Meldung vermittelt dem Markt auch ein unzureichendes bzw. verfälschtes Bild über die getätigten Leerverkäufe, da mit dem Saldo nur eine Teilmenge der getätigten Transaktionen auf fallende Kurse vermittelt wird. Eine Netto-Meldung ist damit auch umgehungsanfällig, da unentdeckt bleibende Leerverkäufer nach Konstrukten suchen werden, die eine möglichst hohe Saldierungsquote erreichen.

Vorzugswürdig ist aus unserer Sicht daher die Einführung einer Bruttomeldung mit den entsprechenden Ausnahmen für Market Maker und Skontroführer sowie Konsortialführer. Nur mit einer Bruttomeldung erhält der Markt ein zutreffendes Bild über getätigte Leerverkäufe. Lediglich eine Bruttomeldung ist daher auch geeignet, eine abschreckende Wirkung gegen den missbräuchlichen Einsatz von Leerverkäufen zu entfalten.

2. Offenlegung der Gesamt-Brutto-Leerverkaufsposition

Unklar ist, ob eine (von uns abgelehnte) Saldierung einzelner Short- und Long-Instrumente innerhalb eines Konzerns, also zwischen den einzelnen Konzerngesellschaften, stattfindet. Nach der BaFin-Transparenzverordnung soll keine Saldierung innerhalb des Konzerns stattfinden. Das ist sachgerecht, da anderenfalls Umgehungsanreize geschaffen werden.

Die Entwurfsbegründung ist indessen insoweit unklar, als es dort für die Bestimmung des Meldepflichtigen heißt: „Als übergeordnetes Prinzip ist in Konzernen oder Gruppenstrukturen auf die Ebene abzustellen, auf der die Investitionsentscheidung getroffen wird“. Unklar ist insbesondere, wie mit zentral geführten Konzernen umzugehen ist, wenn die Investitionsentscheidung z.B. in der Holding getroffen und in einer unteren Konzerntochter lediglich ausgeführt wird. Fraglich ist sowohl für die Bestimmung des Meldepflichtigen als auch für die Frage der Saldierung, auf wessen „ökonomisches Gesamtinteresse“ abzustellen ist – auf dasjenige

der die Entscheidung ausführenden Konzerngesellschaft als eigenständige Rechtsträgerin oder dasjenige der Holdinggesellschaft als Entscheidungsträgerin?

Im Gesetzentwurf ist eine Zusammenrechnung (Addition) von Leerverkaufspositionen verschiedener Personen entsprechend der Zurechnungsregeln des § 22 WpHG nicht vorgesehen. Dies ist nicht sachgerecht, weil damit dem Meldepflichtigen vielgestaltige Umgehungsmöglichkeiten offenstehen. Insbesondere können die Leerverkaufsaktivitäten auf verschiedene Konzerntöchter, jeweils unterhalb der Meldeschwelle, verteilt werden, um so die Meldepflichten zu umgehen. Will man die neue Transparenzpflicht nicht leerlaufen lassen, ist eine Zusammenrechnung verschiedener Leerverkaufspositionen unter Berücksichtigung der Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG erforderlich.

Anstelle einer Nettomeldung ist die Gesamt-Brutto-Leerverkaufsposition auf Basis des Nominalwerts zu melden. Eine Saldierung von Short- und Long-Positionen findet weder beim meldepflichtigen Rechtsträger selbst noch innerhalb eines Konzerns statt. Leerverkaufspositionen verschiedener Personen sind analog § 22 WpHG zusammenzurechnen, um keine Umgehungsanreize zu schaffen.

3. Hilfsweise Ergänzung

Sollte es gleichwohl bei der im Entwurf vorgesehenen Nettomeldung bleiben, regen wir an, durch die Hinzufügung von „sonstigen Instrumenten“ in § 30i Abs. 2 Satz 1 WpHG-E klarzustellen, dass auch solche Short- bzw. Long-Instrumente zu saldieren sind, die nicht unter die Begriffsdefinition des Finanzinstruments im Sinne von § 2b WpHG fallen. Dadurch wird klargestellt, dass z.B. auch der Rückforderungsanspruch aus einem Wertpapierdarlehen als „sonstiges Instrument“ als Long-Position bei der Saldierung zu berücksichtigen ist.

Klarzustellen wäre ferner, dass solche Aktien aus Wertpapierdarlehen oder Repo-Geschäften nicht zu saldieren sind, die allein zur Deckung des

Leerverkaufs beschafft wurden (siehe BaFin-Transparenzverfügung, FAQs).

4. Kürzere Meldefrist

Die öffentliche Meldung hat nach § 30i Abs. 1 Satz 2 WpHG-E über den eBundesanzeiger zu m Ende des jeweils nächsten Handelstages (T + 1) zu erfolgen.

Mit Blick auf die Leverageeffekte und das Missbrauchspotential von Leerverkäufen halten wir diese Zeitspanne für zu lang. Die Meldung der aggregierten Leerverkaufsposition sollte am Abend des Handelstages, spätestens jedoch zu Beginn des darauffolgenden Tages erfolgen.

B. Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems (§ 4a WgHG-E)

I. Verbot von Geschäften in Derivaten, die einem Leerverkauf in Aktien entsprechen (§ 4a Abs. 1 Nr. 1 a) und Abs. 5 Nr. 1 a) WpHG-E)

Vorzugswürdig und daher grundsätzlich zu begrüßen ist die Entscheidung, anstelle eines starren gesetzlichen Verbots die BaFin bzw. das BMF zu ermächtigen, Derivategeschäfte situationsangemessen zu verbieten, die ähnliche (negative) Wirkungen wie Leerverkäufe in Aktien entfalten. Mögliche Umgehungsgeschäfte, die insbesondere vom Verbot ungedeckter Leerverkäufe nicht erfasst sind, können dadurch wirksam unterbunden werden.

Auch im Regierungsentwurf ist jedoch noch nicht hinreichend klar, welche Derivategeschäfte einem Leerverkauf in Aktien „bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise“ entsprechen. Neu gegenüber dem BMF-Diskussionsentwurf ist auch, dass offensichtlich nicht mehr zwischen gedeckten und ungedeckten Derivategeschäften differenziert wird. Um hier

mehr Rechtsklarheit und Rechtssicherheit zu erlangen, ist eine erläuternde Gesetzesbegründung wünschenswert.

II. Verbot von Währungsderivaten (§ 4a Abs. 1 Nr. 1 b) und Abs. 5 Nr. 1 b) WpHG-E)

BaFin und BMF werden durch den Entwurf ermächtigt, temporäre bzw. dauerhafte Verbote von Währungsderivaten auf den Euro, die keinen Absicherungszwecken dienen, zu erlassen. Auch wenn auf das ursprünglich im Diskussionsentwurf des BMF vorgesehene generelle Verbot solcher derivativer Transaktionen verzichtet wird, sind auch die nunmehr vorgesehenen Ermächtigungen in hohem Maße problematisch und daher grundsätzlich abzulehnen.

Aus unserer Sicht handelt es sich hier um eine regulatorische Überreaktion, die erhebliche negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft hat. Angesichts der jüngsten Entwicklungen von einer besorgniserregenden Euro-Schwäche zu sprechen, die eine derart weitreichende Regulierung rechtfertigen könnte, ist unseres Erachtens unangemessen. Derzeit befindet sich der Euro-Kurs gegenüber dem US-Dollar in der Mitte seiner bisherigen Kursbandbreite zwischen 0,82 und 1,60 USD pro Euro. Der Rückgang des Euro ist sehr wesentlich Ausdruck eines ausgesprochenen Misstrauens der Märkte in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in der Euro-Zone. Hier liegen die eigentlichen Ursachen, nicht in der vermeintlichen Spekulation, die durch weitreichende Markteingriffe unterbunden werden soll.

Mit den vorgeschlagenen Regelungen für Währungsderivate wird versucht, auf Devisentransaktionen das Prinzip des Leerverkaufsverbots zu übertragen mit dem Ziel, zwischen (zu verbietenden) spekulativen und (unverändert zulässigen) zu Sicherungszwecken abgeschlossenen Transaktionen zu differenzieren.

In der Praxis ist eine solche Differenzierung jedoch nicht darstellbar. Eine 1:1-Absicherung von offenen Risikopositionen ist weder technisch möglich

noch üblich. Währungsderivaten lässt sich nicht immer eindeutig ein Grundgeschäft zuordnen. Das gilt insbesondere, wenn es um die Risikoabsicherung von Planumsätzen geht, die naturgemäß im Zeitpunkt des Abschlusses des Derivategeschäfts noch nicht (vertraglich) konkretisiert sind. Gleiches gilt für die Absicherung von Gesamtpositionen (sog. Makro-Hedge). Zu berücksichtigen und uneingeschränkt zulässig muss es außerdem sein, bei Änderungen von Umfang und Struktur des Grundgeschäfts oder je nach absolutem Kurs der Fremdwährung den Sicherungsgrad entsprechend einer allgemeinen Sicherungspolitik innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite nach oben oder unten anzupassen. Nicht zuletzt muss es Unternehmen möglich sein, Translationsrisiken aus in Fremdwährung getätigten Investitionen durch Abschluss geeigneter Derivate auch langfristig zu hedgen.

Der Wortlaut der gesetzlichen Ermächtigungsgrundlage berücksichtigt zudem die Praxis in Unternehmen nicht, die heute ganz überwiegend als Konzern mit zentralisierter Treasury organisiert sind. Die Anknüpfung der Ausnahme vom Verbot bzw. von der Untersagung an die Absicherung „eigener“ Währungsrisiken spricht dafür, dass das Sicherungsgeschäft und das Grundgeschäft stets in einer einzigen Rechtseinheit zusammenfallen müssen. Die (Konzern-)Praxis ist jedoch anders: Regelmäßig liegt die Finanzhoheit bei der Holdinggesellschaft. Diese schließt daher auch die Währungsderivategeschäfte konzernweit für sämtliche konzernverbundenen Töchter-, Enkel- und Urenkelgesellschaften ab. Die operativen Grundgeschäfte erfolgen indessen auf unteren Konzernebenen, die auch die Währungsrisiken für ihre Geschäfte tragen. Ob nach derzeitiger Lesart die Holding in diesen Fällen die zu beurteilenden Währungsgeschäfte zur „eigenen“ Absicherung abschließt, ist zweifelhaft. Es ist daher klarzustellen, dass für das Absicherungsinteresse eine konzern- bzw. gruppenweite Betrachtung maßgeblich ist.

Der Gesetzentwurf wirft darüber hinaus weitere Fragen auf, die der vorherigen Klärung bedürfen:

- Wie werden Überdeckungen behandelt, wenn sich für manche Währungsgeschäfte keine Swappartner finden lassen, die zu angemessenen Konditionen zur Übernahme des Risikos – gemessen an Umfang und Struktur des Grundgeschäfts – bereit sind?
- Werden die wirtschaftlichen Folgen hinreichend beachtet, wenn die Unternehmen nach Erlass eines Verbots durch die BaFin oder das BMF in kürzester Zeit zu Positionsglattstellungen verpflichtet werden?
- Wie sind Transaktionen zu behandeln, die nur teilweise der Absicherung dienen?
- Wer beurteilt, ob eine Transaktion als Sicherungsgeschäft zu qualifizieren ist?

Auch wenn Unternehmen bei Grundgeschäftsbezug von einem potenziellen Verbot von Währungsderivaten ausgenommen werden, besteht das erhebliche Risiko einer indirekten Beeinträchtigung, weil der Devisenmarkt auf Bankenseite zu stark ausgetrocknet wird. Nach dem Gesetzentwurf sind BaFin und BMF befugt, nur solche Währungsderivate von einem Verbot auszunehmen, die der Absicherung eigener Währungsrisiken dienen. Daher ist zu befürchten, dass es künftig an entsprechenden Gegenparteien für solche Währungsgeschäfte der Industrie mangeln wird. Um über ausreichende Liquidität für entsprechende Sicherungsgeschäfte zu verfügen, sind die Marktteilnehmer, d.h. sowohl die absicherungsbedürftigen Unternehmen als auch ihre Vertragspartner, sei es als Market Maker oder Intermediäre, auf entsprechende Drittparteien angewiesen, die bereit sind, Währungsrisiken einzugehen. Sind solche Drittgeschäfte ohne eigene Absicherungsabsicht künftig verboten, verhindert dies indirekt die wichtige Absicherung von Währungsrisiken oder erhöht die Kosten erheblich.

Die vorgeschlagene Regulierung hat daher einen erheblichen Einfluss auf die exportierende und importierende Realwirtschaft. Instrumente, die dem Unternehmen zur Risikosicherung dienen, werden aufgrund fehlender Liquidität am Markt eventuell nur noch eingeschränkt verfügbar sein. Dabei tragen die betroffenen Unternehmen aufgrund ihrer auslandsorientierten

Geschäftsstruktur als Euro-Käufer zur Absicherung ihrer Exporterlöse eher zu einer Stabilisierung des Euros bei. D.h. eine gesetzliche Einschränkung von Sicherungsinstrumenten steht unter Umständen in direktem Gegensatz zu dem primären Ziel der Regulierung, den Euro zu stabilisieren.

Darüber hinaus ist zu bedenken, dass eine gesetzliche Derivatebeschränkung in Deutschland allein keinen weitreichenden Effekt haben wird. Der Devisenmarkt ist bereits jetzt sehr international organisiert und kann jederzeit noch weiter ins Ausland verlagert werden. Solange eine solche Regulierung nicht zumindest europaweit eingeführt wird, kann sie von spekulativ orientierten Marktteilnehmern durch Verlagerung ins Ausland unterlaufen werden.

Die Ermächtigung hat für Unternehmen ähnliche Konsequenzen wie ein direktes Verbot. Gegenüber einem gesetzlichen Verbot wäre sie allerdings das deutlich geringere Übel, da die BaFin bzw. das BMF eine sachgemäße Ermessensabwägung vorzunehmen haben, wenn sie die Autorisierung tatsächlich nutzen wollen.

Dennoch haben die Unternehmen starke Bedenken auch gegen diese schwächere Form der Regulierung für Währungsderivate. In jedem Fall müssen die zum Zeitpunkt eines Verbots bereits bestehenden Derivategeschäfte Bestandsschutz genießen; es darf keine Verpflichtung zur Zwangsglattstellung eingeführt werden. Die Untersagung neuer Währungsderivatetransaktionen durch die BaFin wird vor allem dann erfolgen, wenn die Devisenmärkte großen Schwankungen unterworfen sind. Jedoch gerade in Zeiten hoher Volatilität werden die Unternehmen Sicherungsgeschäfte mit derivativen Finanzinstrumenten abschließen. Die mit der Untersagungsermächtigung verbundene Unsicherheit könnte deshalb dazu führen, dass das Risikomanagement an Auslandsstandorte verlagert wird, die keine vergleichbaren Regelungen haben. Alternativ müssten die Unternehmen sogar erwägen, die Wertschöpfung ins Ausland zu verlagern.

Insgesamt ist deshalb zu befürchten, dass die Regelung den Industriestandort Deutschland einseitig benachteiligen wird, ohne einen nennenswerten Beitrag zur Stabilisierung des Euro zu leisten.

Letztlich bleibt noch die Frage der Praktikabilität. Im Vergleich zu den Wertpapiermärkten werden Währungen zum überwiegenden Teil außerhalb reglementierter Börsen gehandelt. Damit stellt sich die Frage, welchen administrativen Aufwand die Überwachung verursachen würde.

Die vorgeschlagenen Befugnisse zum temporären oder dauerhaften Verbot von bestimmten Währungsderivaten sind daher aus unserer Sicht insgesamt abzulehnen.

Wenn trotz dieser schwerwiegenden Bedenken die vorgeschlagene Regulierung für Währungsderivate eingeführt werden soll, darf aus Sicht der Industrie der erforderliche Nachweis über den Zusammenhang von Derivate- und Grundgeschäft nicht zu eng gefasst werden. Effiziente und kostengünstige Makrohedges und die Absicherung von Translationsrisiken müssen weiterhin möglich und praktikabel bleiben. Maßstab hierfür sollte eine konzern- bzw. gruppenweite Betrachtung der Absicherungspraxis sein. Die Anforderungen an ein Hedge Accounting als Voraussetzung für einen zulässigen Einsatz von Währungsderivaten sind in jedem Fall zu restriktiv.