

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

14. Juni 2010

Grundsätzliche Bemerkungen

Das Deutsche Aktieninstitut dankt für die Möglichkeit, zu dem Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte Stellung nehmen zu können.

Gerade weil die Notwendigkeit einer besseren Regulierung der Finanzmärkte im Grundsatz anerkannt ist und hierüber in den letzten Jahren auch international Einigkeit erzielt werden konnte, ist es erforderlich, vorgeschlagene Maßnahmen, die tief in die Funktionsweise der Kapitalmärkte eingreifen, sorgfältig zu bewerten und zu kommentieren. Hierbei wird deutlich, dass es bei den Akteuren am Finanzmarkt durchaus unterschiedliche Positionen geben kann, die es abzuwägen gilt.

Unabhängig davon greift der Regierungsentwurf aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts mit der Regulierung von Leerverkäufen von Aktien eine wichtige ordnungspolitische Frage der vergangenen Jahre auf. Es hat sich gezeigt, dass insbesondere die Unkenntnis über das Volumen von Leerverkäufen, aber auch das Eingehen ungedeckter Leerverkäufe – vor allem in Verbindung mit Gerüchten – mit erheblichen Risiken für die Integrität der Kapitalmärkte verbunden sein können.

Das Deutsche Aktieninstitut hatte aber gegen den Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stabilität der Finanzmärkte insoweit erhebliche Bedenken vorgebracht, als die vorgeschlagenen Verbote auch derivative Instrumente auf Aktien, Kredite und Währungen erfassen sollten. Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt daher grundsätzlich, dass im vorliegenden Entwurf diesen Bedenken insofern Rechnung getragen wird, als von direkten Verboten von Aktien- und Währungsderivaten abgesehen wird und die Ausnahme in § 30j WpHG-E sprachlich präzisiert wurde. Dies ist eine flexiblere Lösung als noch im Diskussionsentwurf vorgesehen.

Gleichwohl erfüllt auch der jetzt vorliegende Entwurf in Bezug auf die drohenden Verbote von Währungs- und Aktienderivaten nicht das Bedürfnis der Wirtschaft nach stets verfügbaren Möglichkeiten der Risikoabsicherung.

Selbst wenn die Ermächtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (§ 4a Abs. 1 WpHG-E) oder das Bundesministerium der Finanzen (§ 4a Abs. 5 WpHG-E) nicht genutzt würde, drohen aus unserer Sicht deshalb erhebliche negative Folgen für Realwirtschaft und Finanzplatz. So wird das stete Risiko, entsprechende Derivategeschäfte nicht mehr tätigen zu können, die Unternehmen schon jetzt dazu veranlassen, die Verlagerung des Risikomanagements an Standorte außerhalb Deutschlands zu prüfen, wo solche Regulierungen nicht bestehen. Dies gilt erst recht für den Fall, dass eine Ermächtigung ausgenutzt wird. Aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts sollte daher auf die entsprechenden Ermächtigungen verzichtet werden.

Zu § 4a WpHG-E (Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems)

BaFin und Bundesministerium der Finanzen (BMF) werden durch den Entwurf ermächtigt, temporäre (BaFin, § 4a Abs. 1 WpHG-E) bzw. dauerhafte (BMF, § 4a Abs. 5 WpHG-E) Verbote von Transaktionen in Aktien- und Währungsderivaten zu erlassen.

Trotz der jetzt vorgesehenen flexiblen Ermächtigungen sieht das Deutsche Aktieninstitut auch die Möglichkeit des Verbots solcher derivativer Positionen insgesamt als problematisch an.

Aus unserer Sicht handelt es sich hierbei um eine regulatorische Überreaktion, die im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise und dem Kursrückgang des Euro zu sehen ist. Die vorgesehenen Maßnahmen sind jedoch ungeeignet, einer solchen Entwicklung entgegenzuwirken. Die Euro-Krise hat ihren fundamentalen Kern darin, dass die Investoren der Tragfähigkeit einiger öffentlicher Haushalte in der Euro-Zone, im besonderen in Griechenland, misstraut haben und deshalb die Zusagen für die Refinanzierung öffentlicher Haushalte kritischer sehen als noch vor einiger Zeit. Außerdem sehen die Märkte offenbar in der Entscheidung der EZB, Staatsanleihen am Sekundärmarkt aufzukaufen, ein stabilitätspolitisches Risiko für den Euro.

Instrumente zu verbieten, die eine solche Skepsis im Preis zum Ausdruck bringen, ändert an den Ursachen für die gewachsene Skepsis nichts. Ein Verbot wird daher im Hinblick auf das Ziel der Eindämmung eines Eurokursrückgangs wirkungslos bleiben. Etwaige Marktreaktionen werden sich nur an anderer Stelle als in den vom Verbot angesprochenen Instrumenten zeigen – etwa in einem direkten Preisverfall von Staatsanleihen, sinkender Finanzierungsbereitschaft für Staatsdefizite oder dem Verkauf des Euro am Devisenmarkt. Abgesehen davon sollte bedacht werden, dass ein Rückgang des Wechselkurses des Euro gegenüber dem Dollar aus volkswirtschaftlicher Sicht nicht zwingend negativ sein muss. Zum einen deuten einschlägige Modelle darauf hin, dass sich der Euro-Wechselkurs seiner langfristigen Kaufkraftparität angenähert hat. Zum anderen muss man sehen, dass ein Rückgang von Wech-

selkursen für ein exportorientiertes Land wie Deutschland zunächst einmal mit Wettbewerbsvorteilen verbunden ist.

Darüber hinaus blendet die vorgeschlagene Ermächtigung die erheblichen Risiken aus, die sich aus einem Verbot ergeben:

Ganz allgemein ist das Eingehen von ungedeckten Positionen in den betroffenen Instrumenten durch bestimmte Marktteilnehmer Voraussetzung dafür, dass es überhaupt einen Markt für solche Instrumente gibt und sie zur Absicherung von Risiken genutzt werden können. Die Trennung zwischen Absicherungszweck und anderen Zwecken ist aufgrund komplexer Wechselwirkungen weder möglich noch sinnvoll. Jeder staatliche Eingriff droht daher den bislang funktionierenden Markt für Absicherungsgeschäfte in wesentlichen Teilen zu behindern und die Verfügbarkeit von Instrumenten zur Risikobegrenzung für Industrie und Finanzwirtschaft am Standort Deutschland einzuengen. Insbesondere droht, dass Gegenparteien sich aus dem stetigen Angebot von Währungsabsicherungen zurückziehen. Wo solche Market Maker fehlen, trocknet der Markt aus. Das Risikomanagement für (Industrie-) Unternehmen wird hierdurch erheblich erschwert. Entsprechende Sicherungsaktivitäten können entweder gar nicht mehr stattfinden oder werden – soweit möglich – in andere Märkte verlegt, um der Regulierung zu entgehen. In der Folge können z.B. Wechselkursrisiken nicht mehr adäquat durch die Unternehmen gesteuert werden, was u.a. die Exportfähigkeit bedroht. Bei Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors wird dagegen u.a. die Fähigkeit geschwächt, Anlagerisiken adäquat zu steuern.

Diese Probleme treten nicht nur bei einem direkten und dauerhaften Verbot auf, sondern auch dann, wenn Verbote im Bedarfsfall – ggf. zeitlich befristet – erlassen werden. Unternehmen wird auch hier die Fähigkeit genommen, ihre Risiken adäquat zu steuern, weil es ihnen u.U. an Gegenparteien fehlt, die bereit sind, diese Risiken zu übernehmen. Hinzu kommt, dass die Unternehmen sich nicht darauf verlassen können, dass es einen Markt, der zur Absicherung genutzt werden kann, in Deutschland jederzeit gibt. Die Folge drohender Verbote sind damit erhebliche Organisationsrisiken für das zentrale Risikomanagement, so dass allein die bloße Möglichkeit eines Verbots die Unternehmen dazu veranlassen kann, ihr Risikomanagement in Länder zu verlegen und nach Gegenparteien zu suchen, für die solche Verbote nicht drohen. Folge wäre dabei auch eine spürbare Schwächung des Finanzplatzes, auch im Vergleich zu anderen europäischen Plätzen, für die die geplante EU-Regulierung des Derivatemarktes gelten würde.

Aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts sollte daher auf die Ermächtigungsklauseln des § 4a WpHG-E verzichtet werden.

Neben dem grundsätzlichen Argument gründet unser Petitum auch auf einer Reihe von Unklarheiten in den jeweiligen Ermächtigungsklauseln.

Im Hinblick auf das mögliche Verbot von derivativen Positionen in Aktien ist z.B. unklar, welche Transaktionen nach „wirtschaftlicher Betrachtungsweise“ eigentlich verboten werden können sollen. So ist die Ermächtigungsklausel noch weiter gefasst als die vergleichbare Verbotsnorm aus § 30h Abs. 2 WpHG-E des Diskussionsentwurfes für ein Gesetz zur Finanzmarktstabilität, indem dem Wortlaut nach auch gedeckte Leerverkäufe in Derivaten von einem Verbot erfasst sein könnten. Aber selbst ein mögliches Verbot ungedeckter Leerverkäufe beurteilen wir sehr kritisch: Eine ungedeckte Short-Position entsteht z.B., wenn ein Marktteilnehmer eine Call-Option oder einen Futurekontrakt verkauft. Wäre die Vorschrift so zu lesen, dass solche Geschäfte erst erlaubt sind, wenn zuvor ein entsprechendes Gegengeschäft (Hedging) in Aktien oder anderen Derivaten getätigt wird, würde dies aus unserer Sicht auf ein Verbot aller Netto-Short-Positionen hinauslaufen. Mindestens würde jedoch der Handel in derivativen Finanzinstrumenten massiv behindert und ihr Angebot deutlich eingeschränkt. Die Folge wäre u.a., dass (viele) Absicherungsgeschäfte nicht mehr möglich wären, denn es wäre dem jeweiligen Stillhalter schlicht verboten, ein entsprechendes Angebot zur Absicherung zu unterbreiten, wenn er nicht selbst über die Aktien oder ein entsprechendes Sicherungsgeschäft verfügt. Auch insgesamt wären die Folgen für den Derivatmarkt unabsehbar.

Im Hinblick auf das mögliche Verbot von Währungsderivaten (jeweils Nr. 1 b) ist zu fragen, was genau eine Ausnahme vom Verbot wegen der „Absicherung eigener Währungsrisiken“ rechtfertigt. Der Wortlaut des Gesetzes droht jedenfalls, eine Reihe von ernsthaften Problemen für das Management von Währungsrisiken in (Industrie-)Unternehmen aufzuwerfen.

- In Unternehmen eine 1:1-Absicherung von offenen Risikopositionen zu erreichen ist weder technisch möglich noch üblich, so dass es immer wieder zu temporären Überdeckungen der tatsächlichen Risiken kommen kann. Ein Beispiel hierfür ist die Absicherung von Planzahlen, also noch nicht vertraglich fixierter Geschäfte. Es ist nach dem Wortlaut von § 4a WpHG-E völlig unklar, ob solche Geschäfte verboten werden könnten, weil im Zeitpunkt der Absicherung noch kein konkretes Grundgeschäft (Underlying) existiert. Dies muss verhindert werden, denn sonst würden Unternehmen ggf. gezwungen, Risiken einzugehen anstatt sich rechtzeitig dagegen abzusichern, was den Regelungsbemühungen des Gesetzgebers zuwiderlaufen würde. Hier ist in jedem Fall eine Klarstellung erforderlich, dass auch eine Absicherung künftiger, erwarteter Geschäfte privilegiert ist.
- Ein anderes Problem ist die Zusammenführung verschiedener, täglich schwankender Risikopositionen in der Konzernzentrale: Für diese wird häufig ein längerfristiges Sicherungsgeschäft eingegangen, das sich auch nach der tatsächlichen Verfügbarkeit im Markt richtet. So muss eine Überdeckung z.B. auch dann in Kauf genommen werden, wenn sich ein

Swappartner in einem Währungsgeschäft nur für ein leicht größeres als das tatsächliche Risikopotential finden lässt. Eine Gefährdung solcher Geschäfte durch eine kurzfristige Anordnung der BaFin oder Verordnung kann nicht gewollt sein.

- Auch gilt es zu bedenken, dass es wirtschaftlich nahezu unmöglich ist, in Reaktion auf eine etwaige Anordnung in einer kurzen Zeit eine Glattstellung zu bewerkstelligen. Hinzu kommt, dass Glattstellungen für einen Teil von Sicherungsgeschäften (also die Überdeckung) i.d.R. nicht durchführbar sind, so dass dann im Falle eines Verbotserlasses, sei es im Wege der Anordnung (Abs. 1) oder der Rechtsverordnung (Abs. 5), die (Industrie-) Unternehmen ihre gesamten Absicherungen glattstellen müssten. Dies bedeutet für ein (Industrie-) Unternehmen faktisch den Totalverlust der Absicherung der Risiken und damit eine drastische Erhöhung des Währungsrisikos. Abgesehen davon würde eine regulatorisch erzwungene Glattstellung (großer) Positionen in Währungsderivaten – entgegen der Intention des Gesetzgebers – zu erheblichen Marktverwerfungen führen. Deshalb muss unbedingt klargestellt werden, dass von einem etwaigen Verbot bestehende Geschäfte nicht betroffen sein können – es also allenfalls für „Neugeschäfte“ Anwendung finden kann.
- In Konzernen erfolgt die Währungsabsicherung für die Gruppe aus Gründen des Risikomanagements und aus Kostengründen in der Regel zentral: Es muss den zentralen Treasuryabteilungen der Unternehmen erlaubt bleiben, die Sicherungsgeschäfte für ihre Tochterunternehmen abzuschließen oder zunächst mit ihren Tochterunternehmen abzuschließen, um so Konzernrisiken gesamthaft zu ermitteln, zentral zu managen und am Markt zu platzieren. Nach dem Wortlaut des Gesetzes scheint nicht ausgeschlossen zu sein, dass es im schlimmsten Fall sogar untersagt sein könnte, zentral die Währungsabsicherung für die Gruppe zu übernehmen, wenn die zugrundeliegende Risikoposition juristisch einer Tochtergesellschaft zugeordnet ist, denn es heißt „...soweit diese Derivate nicht der Absicherung eigener Währungsrisiken dienen“. Die prinzipiell gleichen Probleme stellen sich für Unternehmen aus dem Finanz- und Versicherungsbereich, die die Währungsrisiken aus ihren Anlagen ebenfalls zentral auf Konzernebene managen. Insgesamt sollte daher unbedingt klar gestellt werden, dass das zentrale Management von Währungsrisiken weiter erlaubt ist und das Absicherungsinteresse dann auf Gruppenebene zu beurteilen ist.

Insgesamt zeigen die zahlreichen grundsätzlichen und Detailprobleme, dass sich aus den Ermächtungsklauseln für Realwirtschaft und Finanzplatz problematische Wirkungen ergeben können, die vom Gesetzgeber nicht gewollt sein können. **Deshalb sollten die Ermächtigungen aus unserer Sicht gestrichen werden.**

Sollte der Gesetzgeber trotz dieser Bedenken an den Ermächtigungsklauseln festhalten, so müssten die genannten Probleme mindestens durch eine Präzisierung und Einengung der Formulierung der Ermächtigungsklauseln deutlich entschärft werden:

- Die Ermächtigungen an die BaFin und das BMF im Hinblick auf die von einem Verbot erfassten Instrumente sind sehr weit gefasst. Denkbar wäre z.B. sogar ein Verbot der in den Regelbeispielen gerade nicht erfassten Fallgruppen, wie das Verbot von Währungsderivaten, die der Absicherung dienen. Da dies nicht intendiert sein kann, wäre es in jedem Fall gesetzlich zu fixieren, dass der Absicherung dienende Geschäfte niemals verboten werden dürfen. Wegen der Bedeutung von Gegenparteien für das Angebot solcher Sicherungsgeschäfte wäre dabei zudem sicherzustellen, dass Geschäfte immer dann zulässig sind, wenn mindestens eine der Parteien die Geschäfte zur Absicherung eigener Risiken schließt, so dass ein Geschäft zwischen einem an eine Absicherung interessierten Industrieunternehmen und einem spekulativ tätigen Partner erlaubt bliebe. Außerdem müsste sichergestellt sein, dass Market Making-Aktivitäten in den genannten Instrumenten nicht erfasst sind, damit die Liquidität des Marktes nicht gefährdet wird.
- Wie oben dargelegt, müsste zudem unbedingt sichergestellt werden, dass a) die Absicherung zukünftiger Geschäfte (Planzahlen) nicht von einem Verbot erfasst werden kann, b) dass "eigene" Währungsrisiken im Sinne der Ausnahme auch Risiken von (konzernrechtlich) verbundenen Unternehmen sind, dass c) Überdeckungen aus technischen Gründen nicht vom Verbot erfasst (jedenfalls solange ein Sicherungszusammenhang begründet ist) sind und dass d) etwaige Verbote nur für Neugeschäfte erlassen werden dürfen, so dass keine Glattstellungen erzwungen werden dürfen.
- Auch die Ermächtigung an die BaFin im Hinblick auf den Inhalt der Anordnung ist unspezifiziert (§ 4a Abs. 1 WpHG-E), so dass Anordnungen zur "Sicherung des Finanzsystems" getroffen werden können, die weit über die Regelbeispiele hinausgehen. Auch hier sollte eine engere Eingrenzung erfolgen.
- Schließlich sollte die Anordnungsbefugnis in § 4a Abs. 2 WpHG-E zur Offenlegung von Geschäften in Finanzinstrumenten so gefasst werden, dass (zumindest bei Personen, die nur privilegierte Geschäfte eingegangen sind) nur eine Meldung an die Behörde verlangt werden und allenfalls eine anonyme Veröffentlichung der Positionen durch die BaFin erfolgen kann. Für die Unternehmen sind Positionen in Währungsderivaten, die der Absicherung dienen, von zentraler wettbewerblicher Relevanz, da sich aus solchen Meldungen wichtige Anhaltspunkte für Konkurrenten ergeben können.

Was den Rahmen für die Abwägungsentscheidung der BaFin bzw. des Bundesministeriums anbelangt, lässt weder der Wortlaut des Gesetzes noch die Begründung erkennen, nach welchen Kriterien ein Eingriff stattfinden kann. So ist zum Beispiel unklar, was eine „unklare Nachrichtenlage“ ist, die als Begründung für die Beruhigung von Märkten herangezogen werden könnte. Zudem fehlen in Begründung und Gesetz Anhaltspunkte, dass auch die Gefahren des Eingriffs selbst auf die Funktionsfähigkeit der Märkte bedacht werden müssen. So wäre aus unserer Sicht zwingend bei einer Abwägungsentscheidung zu berücksichtigen, ob die Verfügbarkeit von Techniken des Risikomanagements so eingeschränkt würde, dass sich hieraus ebenfalls systemische Probleme ergeben könnten.

Zu § 30i WpHG-E (Melderegime für Leerverkäufe)

Die Erweiterung der Transparenzregeln für Leerverkäufe ist sehr zu begrüßen, denn wie die Begründung zu Recht ausführt, vereinfacht die Kenntnis hierüber die sachgerechte Beurteilung der Lage an den Finanzmärkten. Der konkrete Vorschlag ist deshalb ein Schritt in die richtige Richtung.

Gleichwohl ist die Vorschrift relativ komplex und fügt sich „technisch“ nicht besonders gut in das bestehende Melderegime ein:

- **Hohe Komplexität:** Leerverkäufe sollen nach dem Regierungsentwurf als Netto-Short-Position gemeldet werden, d.h. Long-Positionen sollen mit Short-Positionen saldiert werden. Zudem soll dabei wohl eine Deltagewichtung vorgenommen werden, wie es die CESR-Empfehlung vorsieht. Die Begründung führt dies aber nicht explizit aus, wohl aber die FAQ der BaFin zu den bereits existierenden Meldepflichten in Bezug auf Aktien des Finanzsektors, so dass dieser Schluss nahe liegt. Die Netto-Meldepflicht erhöht die Komplexität der Regelung und wird im Vergleich zu einer Meldung auf Brutto-Basis zu deutlich mehr Neu- und Nachadjustierungen der Meldungen durch die Meldepflichtigen führen – und zwar auch dann, wenn sich der Nominalbestand an Leerverkäufen nicht ändert. Hinzu kommt, dass die Verrechnung lediglich mit Finanzinstrumenten erfolgen soll, wodurch die in den §§ 25 und 25a WpHG-E zusätzlich der Meldepflicht unterworfenen „sonstigen Instrumente“ nicht in die Berechnung einbezogen werden müssen. Für die Marktteilnehmer wird es daher sehr schwierig sein, den ökonomischen Gehalt unterschiedlicher Meldungen nachzuvollziehen.
- **Umgehungen nicht ausgeschlossen:** In gewisser Weise konsequent ist zwar innerhalb des Netto-Regimes, dass auf die Rechtsträger abgestellt wird, welche die Nettoposition halten bzw. die die Investitionsentscheidung treffen. Dadurch wird zumindest verhindert, dass Long- und Short-Positionen dann miteinander verrechnet werden können, wenn innerhalb

eines Konzerns oder unterhalb einer Kapitalanlagegesellschaft mehrere Einheiten/Fonds mit unterschiedlichen Investitionskonzepten operieren. Gleichwohl erleichtert diese Abgrenzung auch, Short-Positionen auf formal unabhängige Einheiten aufzuteilen, um so den Sinn der Vorschrift zu unterlaufen.

Aus unserer Sicht könnte der Vorschlag deshalb – wie nachstehend skizziert – weiterentwickelt werden, um praktikabel handhabbar zu sein und damit seinen Zweck vollumfänglich zu erfüllen:

- **Bruttomeldepflicht:** Das Deutsche Aktieninstitut präferiert eine Bruttomeldepflicht für Leerverkäufe, bei der Long-Positionen nicht saldiert werden können. Dies ist durch die Marktteilnehmer leichter nachvollziehbar.
- **Zurechnung anhand des Regimes für Stimmrechtsmitteilungen:** Aus Gründen der Einfachheit und zur Vermeidung von Umgehungen sollten außerdem prinzipiell die gleichen Zurechnungsregeln wie für Stimmrechtsmitteilungen gelten.

Aus eher technischer Sicht sind zudem folgende Fragen/Anregungen zu diskutieren:

- Bei der Berechnung von Netto-Short-Positionen sollten Index-/Basket-Konstruktionen bis zu einem gewissen Grad von der Berechnung ausgenommen werden, weil solche Instrumente zur Manipulation der Kurse von Einzeltiteln nur dann eingesetzt werden können, wenn diese ein hohes Index-/Basketgewicht besitzen. Analog zu unseren Vorschlägen im Hinblick auf die Berechnung von Positionen in Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten aus § 25a WpHG-E des Diskussionsentwurfes zu Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte schlagen wir vor, dass die Instrumente dann zu erfassen sind, wenn ein Unternehmen ein Index-/Basketgewicht von mindestens einem Drittel besitzt.
- Bei Short-Positionen in Indexinstrumenten ist zudem zu bedenken, dass eine Meldepflicht insbesondere bei Versicherungsgesellschaften und Banken zu verwirrenden Marktsignalen führen kann. Diese halten üblicherweise ihre eigenen Aktien nicht als Anlageobjekt. Über einen Index wird die Aktie aber wie alle anderen darin enthaltenen Aktien „geshortet“, so dass der Eindruck entstehen kann, ein Unternehmen wäre in der eigenen Aktie „short“. Dass regulatorisch bedingt ein solch verwirrendes Marktsignal entsteht, kann nicht gewollt sein. Bei den Meldepflichten für Short-Positionen sollte daher eine Ausnahme für eigene Aktien bzw. für Aktien der verbundenen Unternehmen gemacht werden.
- Sollte sich der Gesetzgeber nicht zu einer Aggregation analog der Zurechnungsregeln bei den Stimmrechtsmitteilungen (siehe oben) entschließen

können, bitten wir darum, in der Begründung zu präzisieren, was in Konzern- oder Gruppenstrukturen „unter der Ebene, auf der die Investitionsentscheidung getroffen wird“ zu verstehen ist. Dies kann in Abhängigkeit von dem jeweiligen Geschäft durchaus nicht einheitlich sein, so dass hier eine klarere Zurechnungsregel erforderlich ist.

- Die Ermittlung der Positionen bei Fonds soll pro Fonds erfolgen. Die Gesetzesformulierung „Inhaber der Netto-Leerverkaufsposition sind die Rechtsträger oder die Sondervermögen, welche die saldierten Finanzinstrumente halten“ ist missverständlich, weil auch die Sondervermögen Rechtsträger besitzen (Inhaber der Fondsanteile).

Zu § 30h WpHG-E (Verbot ungedeckter Leerverkäufe)

Während gedeckte Leerverkäufe ein notwendiges und effizienzförderndes Instrument an den Kapitalmärkten sind, ist die Praxis ungedeckter Leerverkäufe skeptischer zu beurteilen.

Wie die Begründung des Entwurfs zu Recht ausführt, sind ungedeckte Leerverkäufe grundsätzlich missbrauchsanfälliger für Versuche der Marktmanipulation als gedeckte Leerverkäufe, da bei ihnen das Korrektiv einer Wertpapierleihe und damit eines weiteren Vertragspartners fehlt. Außerdem ist nicht auszuschließen, dass kurzfristig mehr Wertpapiere verkauft werden, als überhaupt emittiert worden sind, dass also Wertpapierschöpfung betrieben wird, die zu Marktstörungen beitragen kann. Beides ist aus Sicht der börsennotierten Unternehmen problematisch, denn Marktstörungen und Marktmanipulationen in Aktien der betroffenen Unternehmen fallen letztlich auf diese zurück und verunsichern andere Investoren. Auf der anderen Seite werden ungedeckte Leerverkäufe insbesondere von Market Makern eingesetzt, um die Liquidität des Handels zu gewährleisten. Zudem sind sie bei Kapitalmaßnahmen nicht unüblich, um bei einer hohen Nachfrage nach Aktien kurzfristig das Emissionsvolumen steigern zu können.

Prinzipielle Befürwortung bei Wahrung von Ausnahmen: Vor diesem Hintergrund befürwortet das Deutsche Aktieninstitut die Absicht, ungedeckte Leerverkäufe in Aktien zum Zweck der Vorbeugung der Marktmanipulation und zur Sicherung der Marktintegrität zu unterbinden. Gleichwohl sind Ausnahmeregelungen dringend erforderlich: Grundsätzlich positiv zu beurteilen ist deshalb die vorgesehene Ausnahme für Market Maker nach § 30h Abs. 2 WpHG, da diese zur Sicherung der jederzeitigen Handelbarkeit von Wertpapieren darauf angewiesen sind, kurzfristig ungedeckte Positionen einzugehen. Ergänzend ist eine explizite Ausnahme für Kapitalmaßnahmen notwendig. Bei Aktienplatzierungen gehen Konsortialführer häufig im Rahmen sog. Green-Shoe-Operationen Short-Positionen ein, um bei einer hohen Nachfrage zusätzliche Aktien des Emittenten im Markt zu platzieren. Dass diese Möglichkeit weiter zulässig ist, sollte klargestellt werden.

Internationale bzw. europäische Regulierung vorzugswürdig: Durch die Absicht der Bundesregierung, das Verbot ungedeckter Leerverkäufe zunächst national zu verankern, besteht durchaus die Gefahr, dass es zu einer Verlagerung missbräuchlicher Praktiken an weniger regulierte und/oder ausländische Marktplätze kommen könnte. Das Deutsche Aktieninstitut hält ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe für sinnvoll, wenn es in eine international einheitliche, zumindest europäische Vorgehensweise eingebettet ist. Eine Schwächung des Finanzplatzes Deutschland sollte vermieden werden.

Hinsichtlich der konkreten Formulierungen sollte aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts nachgebessert werden, um dem intendierten Regelungszweck vollumfänglich Rechnung zu tragen, ohne Umgehungsmöglichkeiten zu schaffen.

- Oder-Verknüpfung in der Definition unzutreffend; Die Definition von § 30h Abs. 1 WpHG-E ist missverständlich geraten. Statt eines „oder“ müssten die beiden unter 1. und 2. genannten Bedingungen kumulativ vorliegen, um der Intention des Gesetzgebers zu entsprechen. Die Verknüpfung müsste daher richtig lauten:

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.*

Es geht doch darum, dass nur diejenigen dem Verbot unterliegen, die weder formalrechtlicher Eigentümer sind noch einen schuldrechtlichen oder sachenrechtlichen Anspruch besitzen.

- Bedingung „kein Eigentum“ missverständlich: Die Korrektur um die „und“-Verknüpfung genügt aus unserer Sicht nicht, um mit der Definition alle problematischen Fälle zu erfassen. Im deutschen Sachenrecht verliert ein Aktionär erst zum Zeitpunkt der Übertragung der Aktien sein Eigentum. Diese Übertragung erfolgt üblicherweise zwei Handelstage nach dem Verkauf der Aktie (T+2.). Die Folge ist, dass ein und dasselbe „Eigentum“ bis T+2 mehrfach verkauft werden kann, theoretisch also eine unbegrenzte Anzahl „ungedekter“ Leerverkäufe stattfinden kann. Wir bitten daher darum, die Definition dahingehend zu präzisieren, dass ein ungedeckter Leerverkauf auch dann vorliegt, wenn zum Zeitpunkt des Abschlusses des Geschäftes zwar ein Eigentum an der Aktie oder ein schuld- oder sachenrechtlicher Anspruch bestand, hierauf aber bereits Übertragungsansprüche Dritter bestehen.

- In die Begründung sollten zudem die FAQ der BaFin zu den derzeit bestehenden Leerverkaufsverböten integriert werden. So sollte z.B. klargestellt werden, dass ein Leerverkauf eines Bund Futures nicht auch unter § 30h Abs. 1 WpHG-E fallen würde. Der Leerverkauf von Bund Futures wird zum Beispiel von der Versicherungswirtschaft zur Absicherung von Zinsrisiken genutzt, um bestimmte Lebensversicherungsverträge abzusichern. Es sollte daher in der Begründung klargestellt werden, dass – wie in der erklärenden Erläuterung der BaFin zu ihrer derzeit gültigen Allgemeinverfügung – derartige Transaktionen nicht vom Verbot erfasst sind.

§ 30j WpHG-E (Verbot von Kreditderivaten)

Wir begrüßen die Klarstellung in Bezug auf den Handel mit Kreditderivaten, nach der ein Absicherungsmotiv auch dann vorliegen kann, wenn der Sicherungsnehmer mittels eines Kreditderivats eine „sonstige bestehende Verbindlichkeit absichert, die an Wert verlieren kann, wenn sich die Bonität des Schuldners verringert“ (§ 30j Abs. 2 Nr. 2 WpHG-E). Dadurch dürfte es z.B. Industrieunternehmen weiterhin möglich sein, Handelsforderungen gegenüber staatlichen Gläubigern mittels eines Kreditderivats absichern, auch wenn diese nicht als Referenzverbindlichkeit des Derivats dienen.

Allerdings enthält § 30j WpHG-E noch eine Reihe von interpretationsbedürftigen Formulierungen:

- So ist der gesamte § 30j WpHG-E im Singular gehalten, so dass unklar ist, ob z.B. Ausnahmen nur dann gewährt werden, wenn sich einzelne Forderungen isolieren lassen. Häufig werden aber Forderungspools durch die Unternehmen abgesichert, so dass klargestellt werden sollte, dass auch die Absicherung von Forderungspools erlaubt ist.
- Darüber hinaus ist unklar, ob auch Teilabsicherungen zugelassen sind, denn es muss mindestens „eine nicht nur unwesentliche“ Reduktion des Risikos vorliegen, d.h. ein Unternehmen steht bei der Beurteilung der Zulässigkeit eines Kreditderivats vor der Frage, ob es das Kreditrisiko aus einem Underlying ganz oder gar nicht an den Markt weitergeben will. Teilabsicherungen sind jedenfalls dem Wortlaut nach nicht ausdrücklich erlaubt.
- Schließlich sollte auch für § 30j WpHG-E klar gestellt werden, dass Sicherungsgeschäfte auf Konzernebene für Tochterunternehmen weiter möglich sind (siehe unsere analogen Anmerkungen zum möglichen Verbot von Währungs- und Aktienderivaten).