

Professor Dr. Daniel Zimmer
Direktor des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
Universität Bonn
Adenauerallee 24-42
53113 Bonn

Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivatgeschäfte (BT-Drucksache 17/1952)

Öffentliche Anhörung im Finanzausschuss am 16.06.2010

1. Bedürfnis für eine gesetzliche Regelung von Leerverkäufen

Unabhängig davon, ob man ein gesetzliches Verbot von ungedeckten Leerverkäufen für wünschenswert hält, sprechen aus juristischer Sicht gute Gründe dafür, die Rechtslage durch eine gesetzliche Regelung der einen oder anderen Art zu klären. Derzeit besteht nämlich eine erhebliche Unsicherheit: Die BaFin hat seit 2008 wiederholt Verbote von ungedeckten Leerverkäufen im Wege von Allgemeinverfügungen erlassen, deren rechtliche Grundlage zweifelhaft erscheint. Eine entsprechende Unsicherheit besteht bezüglich der im März 2010 von der BaFin aufgestellten Pflichten zur Offenlegung von Leerverkaufspositionen. Die BaFin hat all diese Maßnahmen – Leerverkaufsverbote wie Transparenzanordnungen – in Ermangelung einer speziellen Rechtsgrundlage auf die allgemeine Ermächtigungsnorm des § 4 WpHG gestützt. Diese Vorschrift gibt ihr das Recht, „im Rahmen der ihr zugewiesenen Aufgaben Missständen entgegen zu wirken, welche die ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenendienstleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können.“ Die Reichweite dieser Generalbefugnisnorm ist im wissenschaftlichen Schrifttum umstritten. Nach überwiegender Auffassung ist die „Aufgabenzuweisung“ an die BaFin, die den Rahmen für die Generalermächtigung absteckt, in dem Sinne zu verstehen, dass hiermit nur die im Wertpapierhandelsgesetz besonders angesprochenen Aufgaben der BaFin in Bezug genommen werden. Von einem Missstand könnte demnach auszugehen sein, soweit verbotener Insiderhandel stattfindet oder Preise von börslich gehandelten Wertpapieren manipuliert werden. Dagegen würde nach dieser – wie gesagt: herrschenden – Auffassung zur Auslegung des § 4 WpHG keine allgemeine Befugnis bestehen, ganz anderen, im WpHG nicht genannten Missständen entgegenzutreten. Da Leerverkäufe im WpHG bisher nicht in besonderer Weise adressiert werden, scheinen nach dieser Auslegung die in der jüngeren Vergangenheit von der BaFin erlassenen Leerverkaufsverbote und Transparenzgebote ohne hinreichende Ermächtigungsgrundlage ergangen zu sein. Wenn der Bundesgesetzgeber nun eine gesetzliche Regelung des einen oder anderen Inhalts schafft, hätte dies jedenfalls den großen Vorteil, dass die derzeit bestehende rechtliche Unsicherheit überwunden würde.

2. Gefahren, die durch eine gesetzliche Regelung adressiert werden könnten

Der vorliegende Gesetzentwurf (BT-Drucksache 17/1952) sieht ein generelles gesetzliches Verbot ungedeckter Leerverkäufe sowie eingehende Transparenzpflichten vor.

In der ökonomischen Literatur erfahren Leerverkäufe eine ambivalente Bewertung. Ihr informationsökonomischer Nutzen ist oft hervorgehoben worden: Mit einem Leerverkauf gelangt die Information in den Markt, dass der Verkäufer das den Gegenstand des Verkaufs bildende Finanzinstrument für überbewertet halte. Dies ist eine Information, die – auf der Grundlage der Hypothese von der Informationseffizienz der Kapitalmärkte – dem Markt nicht vorenthalten bleiben sollte. So gesehen haben Leerverkäufe – gedeckte wie ungedeckte – einen informationsökonomischen Nutzen.

Grundsätzlich ist es auch nicht so, dass Leerverkäufe Marktpreise immer nur in eine Richtung – etwa: abwärts – bewegen. Dies wird schon an der Überlegung deutlich, dass der Leerverkäufer sich die Finanzinstrumente früher oder später beschaffen muss – und zwar, jedenfalls wenn er seiner Lieferverpflichtung nachkommen möchte, auch beim *ungedeckten* Leerverkauf. Diese Beschaffungskäufe treiben den womöglich zunächst durch den Leerverkauf nach unten getriebenen Kurs wieder nach oben. Dabei können sogar exorbitante Kurssteigerungen erfolgen, falls *mehr* Papiere leer verkauft wurden als überhaupt am Markt verfügbar sind. Die Kurskapriolen der VW-Aktie im Jahr 2008 bis auf einen Kurs von über 1.000 € sind mit dem Bedürfnis von Leerverkäufern zur Tötung von Deckungskäufen in einem Ausmaß erklärt worden, wie es vom Markt gar nicht bedient werden konnte. Also: Dass Leerverkäufe Kurse notwendig zum Absturz bringen, ist nicht richtig. Allerdings zeigt das Beispiel der VW-Aktie, dass sich aufgrund ungedeckter Leerverkäufe und der Erforderlichkeit nachfolgender Deckungsgeschäfte Börsenkurse noch sehr viel weiter von einem (wie auch immer berechneten) „inneren Wert“ eines Papiers entfernen können als ohne das Vorhandensein dieser Art von Geschäften.

Stellt die Möglichkeit zur Vornahme von ungedeckten Leerverkäufen einen Weg zur schädlichen *Manipulation* von Börsenpreisen dar? Auch hier muss die Antwort differenziert ausfallen. Grundsätzlich stellen Leerverkäufe – gedeckte wie ungedeckte – nach herkömmlichem Verständnis legitime Handelsgeschäfte dar. Allerdings gibt es schon im bestehenden Recht *Grenzen für die Zulässigkeit* von Leerverkäufen. Leerverkäufe können einerseits dann eine *verbotene Marktmanipulation* darstellen, wenn sie in kurzer Frist massenhaft durchgeführt werden, um eine kurzfristige Bewegung der Preise auszulösen. Andererseits gelten ungedeckte Leerverkäufe als unzulässige Manipulationshandlungen, wenn der Leerverkäufer von vornherein nicht vorhat, sich die versprochenen Papiere im Wege des Deckungskaufs zu beschaffen. Beide Missbräuche können aber bereits nach geltendem Recht als verbotene Marktmanipulation nach § 20a WpHG verfolgt werden.

Man wird aus dem Gesagten jedoch nicht schließen können, dass gar kein Bedarf für neue Regelungen besteht. Ungedeckte Leerverkäufe erscheinen zwar außerhalb der zuletzt genannten Konstellationen nicht für sich genommen als illegitime oder gar missbräuchliche Handelspraktiken. Es ist aber darauf hinzuweisen, dass Leerverkaufspositionen einen *Anreiz* schaffen, Kurse in anderer Weise zu manipulieren, um das eingegangene Leergeschäft lukrativ werden zu lassen. Der Inhaber einer Leerverkaufsposition hat ein objektives Interesse an einem Verfall des Preises des verkauften Finanzinstruments. Damit ist ein Anreiz begründet, auf anderem Weg – beispielsweise durch das Streuen unwahrer „schlechter“ Nachrichten über einen Emittenten – den Kurs zu beeinflussen. Ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe kann daher mittelbar Manipulationen des Marktgeschehens entgegenwirken, da es Anreize zu einer auf anderem Weg vorgenommenen Marktmanipulation beseitigt.

3. Erforderlichkeit eines generellen gesetzlichen Verbots?

Es können Zweifel daran bestehen, ob für die Erreichung des Ziels der Herstellung und Sicherung der Finanzmarktstabilität ein generelles gesetzliches Verbot ungedeckter Leerverkäufe erforderlich ist. Bei der rechtlichen Beurteilung des vorliegenden Entwurfs ist diese Frage im Rahmen der Prüfung der Verhältnismäßigkeit des Eingriffs in die Handlungsfreiheit der Marktakteure zu stellen. Die Finanzmarktstabilität wird nicht generell durch die Möglichkeit eines Verfalls der Preise gewisser Finanzinstrumente gefährdet. Für das Finanzsystem ist der Fortbestand insbesondere von *systemrelevanten Unternehmen* des Finanzwesens von zentraler Bedeutung. Aus diesem Grund sind die von der BaFin seit 2008 wiederholt erlassenen Verbote ungedeckter Leerverkäufe auf Finanzinstrumente bestimmter als systemwichtig angesehener Unternehmen des Finanzsektors begrenzt worden. Ein Verfall der Preise ihrer Finanzinstrumente könnte die Refinanzierungsmöglichkeiten dieser Institute empfindlich beeinträchtigen und damit zur Insolvenz dieser Unternehmen führen. Wegen möglicher Auswirkungen auf den Bestand weiterer systemwichtiger Institute des Finanzsektors könnte ein so bedingter Ausfall eines derartigen Unternehmens das gesamte Finanzwesen in Gefahr bringen. Diese Überlegung zeigt, dass ein generelles, auch Unternehmen anderer Wirtschaftszweige erfassendes gesetzliches Verbot unverhältnismäßig erscheinen könnte. Zudem hängt die systembedrohende Wirkung einer möglicherweise bei einem Unternehmen eintretenden Insolvenz auch von der allgemeinen Verfassung des Marktes ab. Während der Ausfall eines Instituts in einem labilen Markt empfindliche Folgen zeitigen kann, hat er in einem stabilen Marktumfeld möglicherweise nur geringe Wirkungen. Auch aus diesem Grund ist die Frage zu stellen, ob ein pauschales Verbot ungedeckter Leerverkäufe mit dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz vereinbar ist.

4. Gestaltungsmöglichkeiten

Aus den genannten Gründen kann die Zulässigkeit eines generellen gesetzlichen Verbots ungedeckter Leerverkäufe zweifelhaft erscheinen. Andererseits ist nicht von der Hand zu weisen, dass in bestimmten Situationen ein temporäres Verbot ungedeckter Leerverkäufe jedenfalls in bestimmten Finanzinstrumenten zur Sicherung der Finanzmarktstabilität angezeigt erscheinen kann. Da die Rechtsgrundlage für die in der Vergangenheit von der BaFin erlassenen Leerverkaufsverbote und Transparenzgebote zweifelhaft erscheinen, ist die Schaffung einer eindeutigen gesetzlichen Grundlage für die behördliche Anordnung zeitlich befristeter Leerverkaufsverbote zu befürworten. Eine solche Grundlage könnte in modifizierender Anlehnung an den – insoweit nicht Gesetz gewordenen - Entwurf für ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz (BT-Drucksache 14/8017) wie folgt lauten:

„ § 30 h Ermächtigung für ein Verbot von Leerverkäufen in Aktien und bestimmten Schuldtiteln

(1) Die Bundesanstalt kann im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Finanzen und nach Anhörung der Deutschen Bundesbank Leerverkäufe in

1. Aktien oder
2. Schuldtiteln, die von Zentralregierungen, Regionalregierungen und örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union, deren gesetzliche Währung der Euro ist, ausgegeben wurden,

die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, untersagen, wenn eine schwere Marktstörung droht, die schwerwiegende Gefahren für die Gesamtwirtschaft oder das Finanzsystem erwarten lässt. Dies gilt nicht für Aktien von Unternehmen mit Sitz im Ausland, sofern die Aktien nicht ausschließlich an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind. Die Untersagung ist begrenzt auf maximal drei Monate. Die Bundesanstalt kann die Untersagung unter den Voraussetzungen des Satzes 1 wiederholen. Die Börsen werden von der Untersagung unterrichtet. Widerspruch und Anfechtungsklage gegen diese Maßnahmen haben keine aufschiebende Wirkung.

(2) Ausgenommen von der Verbotsermächtigung des Absatzes 1 sind Geschäfte von Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbaren Unternehmen mit Sitz im Ausland, soweit sie

1. im Wege des Eigenhandels mit Aktien oder Schuldtiteln im Sinne von Absatz 1 handeln und
2. regelmäßig und dauerhaft anbieten, diese zu selbst gestellten Preisen zu kaufen oder zu verkaufen oder regelmäßig und dauerhaft Kundenaufträge erfüllen und die hieraus entstehenden Positionen absichern

und das jeweils zugrunde liegende Geschäft zur Erfüllung dieser Tätigkeit erforderlich ist. Ausgenommen sind daneben auch Geschäfte, welche Handelsteilnehmer zur Erfüllung eines zu einem festen oder bestimmbar Preis abgeschlossenen Geschäfts in Finanzinstrumenten mit einem Kunden (Festpreisgeschäft) vereinbaren. Der Bundesanstalt ist die Absicht der Aufnahme einer Tätigkeit nach Satz 1 unverzüglich unter Angabe der jeweils betroffenen Finanzinstrumente anzuzeigen.

(3) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf,

1. nähere Bestimmungen über Inhalt, Art, Umfang und Form der Anzeigepflicht des Absatzes 2 Satz 3 erlassen und
2. für bestimmte Geschäfte Ausnahmen von der Verbotsermächtigung des Absatzes 1 vorsehen.

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung des Satzes 1 Nummer 1 durch Rechtsverordnung ohne Zustimmung des Bundesrates auf die Bundesanstalt übertragen. “

In der Vorschrift könnte zusätzlich klargestellt werden, dass die Ermächtigung grundsätzlich sowohl ein Verbot ungedeckter wie ein solches gedeckter Leerverkäufe zulässt. In der Begründung könnte ausgeführt werden, dass eine Entscheidung der Bundesanstalt darüber, ob neben ungedeckten auch gedeckte Leerverkäufe in gewissen Finanzinstrumenten untersagt werden, unter dem Gesichtspunkt der Verhältnismäßigkeit des Eingriffs zu treffen ist: Ein Verbot gedeckter Leerverkäufe könnte hiernach – als ein weitergehender Eingriff – nur bei Vorliegen einer gesteigerten Gefahr zulässig erscheinen.

Die in § 30 i des vorgelegten Gesetzentwurfs (BT-Drucksache 17/1952) vorgesehenen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen

sollten auch dann Gesetz werden, wenn dem hier entwickelten Vorschlag zur Schaffung einer gesetzlichen Ermächtigung zu einem behördlichen Leerverkaufsverbot gefolgt wird. Die mit den Mitteilungspflichten geschaffene Transparenz würde die BaFin in den Stand setzen, Entscheidungen über den Erlass von befristeten und im Hinblick auf den Kreis der erfassten Wertpapiere möglicherweise begrenzten Leerverkaufsverboten auf der Grundlage umfassender Informationen über den Bestand und die Entwicklung von Netto-Leerverkaufspositionen zu treffen.