

**Stellungnahme des
Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI)**

zum

**Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchli-
che Wertpapier- und Derivategeschäfte**

(Drucksache 17/1952)

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) bedankt sich für die Gelegenheit zur Stellungnahme im Hinblick auf das o.g. Gesetzesvorhaben. Bereits seit dem Jahr 2008 fordert der BAI ein Transparenzregime für Leerverkaufsaktivitäten. In einem auch für das Bundesministerium der Finanzen (BMF) erstellten Positionspapier haben wir u.a. wie folgt ausgeführt:

„Anzeigepflichten führen zu Markttransparenz und Markttransparenz ist grundsätzlich zu begrüßen. Allerdings dürfen derartige Pflichten nicht dazu führen, dass proprietäre Strategien der Öffentlichkeit preisgegeben werden müssen. Wenn überhaupt, sollten diese Offenlegungspflichten nur Aufsichtsbehörden gegenüber bestehen. Ansetzen müsste eine derartige Anzeigepflicht unmittelbar bei den Marktteilnehmern, die die Leerverkäufe tätigen und denen gegenüber bei eventuellen Verstößen Sanktionen zu erlassen sind. Problematisch erscheint in diesem Zusammenhang jedoch, wie und mit welchem Aufwand z.B. international tätige Banken, die in sehr großem Umfang Eigenhandel tätigen bzw. Leerverkäufe zu Risikoabsicherungszwecken tätigen, ihre gesamten Transaktionen für derartige Meldungen erfassen und konsolidieren können. Die Datenerfassung auf der einen Seite und die Datenverarbeitung auf der anderen Seite (z.B. bei Clearing-Stellen oder den Aufsichtsbehörden) dürfte ein sehr umfangreiches und bürokratisches Meldesystem erfordern, was nur unter erheblichem Aufwand zu entwickeln und zu implementieren wäre. Zumindest wäre eine Meldepflicht gegenüber einem Verbot das mildere Mittel.“

Auch die von der BaFin aktuell und in der Vergangenheit im Hinblick auf Leerverkaufsaktivitäten getroffenen Maßnahmen werden vom BAI im Grundsatz mitgetragen. Gleiches gilt für die nunmehr im Gesetzentwurf der Bundesregierung vorgeschlagenen Maßnahmen. Allerdings bestehen erhebliche Bedenken seitens des BAI im Hinblick auf die fehlende europäische/internationale Abstimmung der Regelungen und deren Ausgestaltung im Detail.

1. Fehlende europäische/internationale Abstimmung

Nachdem die BaFin-Allgemeinverfügungen zu Leerverkäufen, bestimmten CDS-Geschäften und Schuldtiteln von Mitgliedstaaten der Eurozone sowohl bei anderen EU-Mitgliedstaaten, als auch der EU-Kommission deutliche Kritik ausgelöst haben, muss an dieser Stelle zunächst hinterfragt werden, ob es sachgerecht ist, **eine Thematik von unstrittig internationaler Dimension in einem Alleingang auf nationaler Ebene** regeln zu wollen.

Regelungen zu Leerverkaufsgeschäften bzw. deren (partielles) Verbot nur in Deutschland werden diese Techniken und Strategien nicht insgesamt einschränken, sondern allenfalls in andere Länder verlagern, sofern diese nicht ohnehin schon dort ausgeführt werden. Vor diesem Hintergrund würde ein isoliertes deutsches Gesetz eher Symbolcharakter haben und einseitig Marktakteure im Inland treffen, allerdings auch nur solange sie diese Aktivitäten noch in Deutschland ausüben. **Nicht nur aus Effizienzgesichtspunkten, sondern auch unter wettbewerbspolitischen Gründen ist das vorgeschlagene Gesetz also zu hinterfragen.** Institutionelle Anleger gleich welcher Motivation wählen heutzutage ohnehin den Handelsplatz ihrer Wahl nach ihren Bedürfnissen aus. Der derzeitige Entwurf schwächt also im Ergebnis den deutschen Finanzplatz (Reputation, Liquidität) und benachteiligt dadurch diejenigen Investoren, die auf dem deutschen Handelsplatz „bleiben“ (z.B. Retail-Investoren).

Ob die von Bundesfinanzminister Schäuble geäußerte Hoffnung, mit diesem Gesetzesvorhaben möglicherweise eine gemeinsame europäische Regelung beschleunigen zu können, sich am Ende als berechtigt erweist, muss abgewartet werden. Genauso könnte am Ende der deutsche **Gesetzgeber aufgefordert sein, ein jetzt ggf. vorschnell erlassenes Gesetz schon nach kurzer Zeit zu ändern, nämlich wenn die demnächst verabschiedete europäische Regelung zu Leerverkaufsaktivitäten von der in Deutschland abweicht.**

In diesem Kontext ist nunmehr auch auf die von der EU-Kommission am 14.6.2010 initiierte umfassende Konsultation zu Leerverkaufsgeschäften und sog. Credit Default Swaps (CDS) zu erwähnen (s. hierzu unter folgendem Link: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/short_selling/consultation_paper_en.pdf). In diesem Papier werden nachfolgend zu den vom Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden CESR im März bzw. Mai vorgelegten Vorschlägen für ein pan-europäisches Transparenzregime für Leerverkäufe (s. hierzu unter folgendem Link: http://www.cesr.eu/index.php?page=home_details&id=481) insgesamt 30 Fragen

- zum sachlichen Anwendungsbereich der Finanzinstrumente, die erfasst werden könnten,

- zur Ausgestaltung des Transparenzregimes (Offenlegung ggü. der Aufsicht und/oder Marktpublizität),
- zu Regelungsansätzen für ungedeckte Leerverkäufe,
- zu Regelungs- und Eingriffsbefugnissen der Aufsichtsbehörden

zur Konsultation gestellt. Die Bundesregierung bzw. die BaFin haben nach hiesigem Kenntnisstand bislang keine vergleichbaren Untersuchungen vorgenommen, um zum einen die Risiken von Leerverkaufsaktivitäten zu untersuchen und zum anderen auf Basis derartiger Untersuchungen den sachgerechtesten Regulierungsansatz zu bestimmen. Zudem wird bei Lektüre der Gesetzesbegründung der Eindruck erweckt, dass der gegenwärtige Gesetzentwurf zum Teil auch auf Hypothesen beruht. Auch die kurze Konsultationsfrist des Gesetzesentwurfs ermöglicht keinen adäquaten Dialog zwischen Politik und Industrie zu dieser komplexen Thematik.

Neben der Konsultation zu Leerverkäufen und CDS hat die EU-Kommission zudem ebenfalls am 14.6.2010 eine umfassende Konsultation zu Derivaten und Marktinfrastruktur gestartet (s. unter folgendem Link: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/derivatives/100614_derivative_s.pdf), in der in über 10 Fragen zu

- Clearing und Risikominimierung von OTC-Derivaten,
- Einsatz von zentralen Gegenparteien,
- Interoperabilität und
- Berichtspflichten für Treuhänder (Trade Repositories)

zur Konsultation gestellt werden.

Beide Konsultationen betreffen somit Themen, die auch im vorliegenden Gesetzentwurf behandelt werden. Beide Konsultation laufen bis zum 10. Juli 2010. Und in beiden Konsultationspapieren werden nachfolgende Regulierungsvorschläge der EU-Kommission für September 2010 angekündigt.

Vor diesem Hintergrund werden die Mitglieder des Bundestags eindringlich gebeten, abzuwägen, ob zum jetzigen Zeitpunkt tatsächlich an dem Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte in seinem jetzigen Umfang festgehalten werden soll, **oder ob nicht zumindest in Teilen der mit den vor-**
genannten Konsultationen einhergehende Erkenntnisgewinn als Grundlage für eine
gemeinsame europäische Regulierung genutzt werden sollte, die dann auch nicht zu Ausweichreaktionen bzw. zu Wettbewerbsverzerrungen führt.

Hilfsweise könnten zumindest die Regelungsinhalte des Entwurfes umfassend an die BaFin delegiert werden. Und zwar auf Basis des neu vorgeschlagenen § 4 a WpHG, der als erforderliche und sachgerechte Ermächtigungsgrundlage ausdrücklich befürwortet wird. Eine solche Lösung hätte den Vorteil, dass zum einen die Konsultationen und Vorschläge auf europäischer Ebene berücksichtigt werden können. Zum anderen wäre die BaFin als zuständige und sachnähere Institution in der Lage, nach fundierter Analyse situationsbedingt erforderliche Regelungen zu treffen und ggf. Verbote zu erlassen. Auch in anderen Jurisdiktionen, wie z.B. in den USA oder Großbritannien sind die jeweiligen Aufsichtsbehörden SEC bzw. die FSA ermächtigt, entsprechende Regelungen in Eigenregie zu treffen.

Dass partielle oder temporäre Verbote nicht zwingend gesetzlich angeordnet werden müssen, zeigen auch die aktuellen BaFin-Allgemeinverfügungen zu Leerverkaufsgeschäften und CDS Transaktionen. Diese dienen der BaFin jedenfalls nunmehr auch als Grundlage für die weitere Beobachtung von Leerverkaufsaktivitäten, die neben der EU-Konsultation weitere Erkenntnisse liefern können.

2. Anregungen für Detailänderungen im Gesetzentwurf

A) **Verzicht auf die Veröffentlichung von Netto-Leerverkaufspositionen**, die eine Höhe von 0.5 % erreichen, überschreiten oder unterschreiten, **im elektronischen Bundesanzeiger**. Stattdessen anonymisierte und aggregierte Veröffentlichung durch die BaFin.

Eine Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen ab/oberhalb bestimmter Schwellenwerte wird zwar derzeit von CESR vorgeschlagen, die EU-Kommission teilt diese Sicht in ihrem

vorzitierten Konsultationspapier aber nicht uneingeschränkt und stellt diese daher auch zur Diskussion.

Eine solche Veröffentlichung unter Nennung des Inhabers der Short-Position ist – anders als die Veröffentlichung von Stimmrechtspositionen – nach hiesiger Sicht jedenfalls auch nicht geboten und zudem mit Risiken verbunden.

Zum einen wird eine derartige Offenlegungsverpflichtung im Bundesanzeiger dazu führen, dass eine nicht zu vernachlässigende Zahl von Marktteilnehmern Leerverkaufsgeschäfte aufgeben wird. Die Unternehmensberatung Oliver Wyman geht in einer Studie von einem **Rückgang dieser Transaktionen von ca. 20-25 %** aus (Quelle: The effects of short-selling public disclosure regimes on equity markets, Oliver Wyman, 2010). Zu den wesentlichen Gründen für diesen Rückgang gehört der Umstand, dass Marktteilnehmer mit negativer Markteinschätzung nicht wollen, dass ihre Einschätzung bzw. Strategie „public domain“ wird. Im Übrigen müssen auch andere Marktteilnehmer ihre Strategien nicht offen legen. Zudem besteht bei einer Offenlegung unter Nennung des Inhabers der Short-Position die Gefahr, dass derartige Informationen fehlinterpretiert werden können und ggf. ein unerwünschtes Herdenverhalten auslösen.

Durch den Marktaustritt dieser Marktteilnehmer wird es in der Folge zu einem signifikanten Verlust an Marktliquidität kommen. Nach der vorgenannten Studie von Oliver Wyman sind in diese Zusammenhang an den Wertpapiermärkten

- ein Rückgang der Handelsvolumina
- eine Ausweitung der Geld-Brief-Spannen (bid-ask-spreads)
- eine weniger effiziente Preisfindung
- ein Anstieg der Intra-day-Volatilität

zu erwarten.

Diese Bedenken sind ernst zu nehmen und die Konsultation der EU-Kommission gibt Gelegenheit diese Auswirkungen zunächst weiter zu analysieren. Offenlegungspflichten sollten also nur Aufsichtsbehörden gegenüber bestehen, die dann wiederum dem Markt ano-

nymisierte und aggregierte Informationen – ggf. mit einer zeitlichen Verzögerung - zur Verfügung stellen könnten. Auch die bisherige BaFin-Allgemeinverfügung sieht lediglich eine Offenlegung gegenüber der Aufsicht vor, die dann eine anonymisierte und aggregierte Veröffentlichung auf ihrer Homepage vornimmt. Auch andere Jurisdiktionen wie z.B. Hong Kong beschränken sich auch auf Offenlegungspflichten ggü. der Aufsicht.

Eine Veröffentlichung im Bundesanzeiger unter Nennung des jeweiligen Inhabers der Short-Position bringt schließlich keinen Mehrwert. Für den Markt reichen aggregierte und anonymisierte Veröffentlichungen durch die BaFin vollkommen aus. Auch die abschreckende Wirkung der Veröffentlichungsverpflichtung, die zum Teil ins Feld geführt wurde, stellt aus hiesiger Sicht keinen Mehrwert dar. Im Gegenteil. Es kann nicht Sinn und Zweck einer Offenlegungsverpflichtung sein, Marktteilnehmer mit einer negativen Markteinschätzung vom Markt zu eliminieren. Leerverkäufer sind häufig diejenigen Marktteilnehmer, die in fallenden Märkten Wertpapier kaufen. Sie bilden also die Nachfrageseite, die für das Funktionieren des Marktes auch in dieser Situation dringend erforderlich sind.

§ 30 i Abs. 1 Satz 2 und Satz 3 Nummer 2 WpHG-E sind also zu streichen. Korrespondierend kann die BaFin dann – entweder in Eigenregie oder durch gesetzliche Vorgabe – eine Veröffentlichung von Short-Positionen ab einer Höhe von 0,5 % auf ihrer Homepage wie schon bisher in anonymisierter und aggregierter Form vornehmen.

B) Modifikation der Definition des ungedeckten Leerverkaufs.

Bereits in der Anhörung des Bundesfinanzministeriums hat sich gezeigt, dass

- es zum einen im elektronischen Wertpapierhandel zum Teil nicht möglich ist, vor jedem Leerverkaufsgeschäft ein entsprechendes Wertpapierleihgeschäft abzuschließen,
- zum anderen, dass mit Hilfe von kurzfristigen („intra-day“) Leerverkaufspositionen kein negativer Einfluss auf Unternehmen bzw. deren Aktienkurs ausgeübt werden kann.

Für die Definition des ungedeckten Leerverkaufs stellt § 30 h WpHG-E aber auf den Zeitpunkt des Leerverkaufs ab und qualifiziert damit auch diejenigen Transaktionen, bei denen selbst kurzfristig danach ein Deckungsgeschäft getätigt wird, als ungedeckten Leerverkauf, der verboten ist. Und dies, obwohl die Schädlichkeit der Transaktion mehr als zweifelhaft ist, insbesondere wenn z.B. Vorkehrungen getroffen wurde, dass kurzfristig ein Deckungsgeschäft abgeschlossen wird, oder die Position wieder geschlossen wird.

Vor diesem Hintergrund erscheint die vorgeschlagene Definition in § 30 h WpHG-E zu eng und es wäre überlegenswert,

1. entweder den Beurteilungszeitpunkt nach hinten zu verschieben, zum Beispiel auf das Ende des jeweiligen Handelstages,

oder

2. in § 30 h WpHG-E die Definition des ungedeckten Leerverkaufs um eine weitere Alternative zu erweitern, nämlich dass ein ungedeckter Leerverkauf auch dann vorliegt, wenn der Verkäufer „zum Zeitpunkt des Abschlusses des jeweiligen Geschäfts nicht sicherstellt, dass entsprechende Wertpapiere gleicher Gattung rechtzeitig geliehen werden können, damit das Verkaufsgeschäft erfüllt werden kann“. Dabei würde den Verkäufer die Beweislast treffen, ob und in welcher Form er die rechtzeitige Leihe sichergestellt hat. Sofern er dies nicht sicherstellt, drohen ihm ohnehin – wie schon bisher im sog. Buy-in-Verfahren Sanktionen.

Für Alternative 1 spricht deren **Einfachheit, deren Praktikabilität und schließlich deren Einklang mit den gegenwärtigen Veröffentlichungspflichten unter den BaFin-Allgemeinverfügungen**. Auch unter diesen sind Meldungen von innerhalb eines Handelstages auftretenden Schwellenberührungen nicht erforderlich und maßgeblich sind allein die Netto-Leerverkaufsposition am Ende des jeweiligen Handelstages ist (s. BaFin-FAQ-Liste zur Transparenzregelung für Netto-Leerverkaufspositionen (Stand: 23.03.2010)). Hier käme es also zu einem Gleichlauf der Beurteilungszeitpunkte.

Für Alternative 2 spricht die **Kompatibilität zum einen mit einer maßgeblichen Definition bzw. Ausnahmeregelungen der SEC und voraussichtlich auch der EU-Kommission**. Die SEC lässt in entsprechenden Fällen eine Ausnahme zum Leihfordernis für Broker und Dealer zu. Aber auch die EU-Kommission scheint sich bei der Definition des ungedeckten Leerverkaufs an diesem Ansatz zu orientieren, denn sie beschreibt auf Seite 9 des Konsultationspapiers als weiteren Unterfall den, in dem Leerverkäufer nicht sicherstellt, dass er das Wertpapier nicht leihen kann. Unter Alternative 2 käme es also voraussichtlich zu einer weitgehenden Anpassung der Definition an internationale Standards.

C) **Berichtigung § 30h Abs. 2 Nr. 1 WpHG-E**

Ggf. ein Redaktionsversehen ist der Bezug in der in § 30 h Abs. 2 Nr. 1 WpHG-E statuierten Ausnahme für den Eigenhandel ausschließlich auf „Aktien oder Schuldtitel“. Diese Wörter sollten durch das Wort „Finanzinstrumente“ ersetzt werden, welches auch im Rahmen der Ausnahme für das Festpreisgeschäft verwendet wird. Market Maker üben ihre Aktivitäten durch den Einsatz sehr unterschiedlicher Instrumente aus. Die Begrenzung auf Aktien und Schuldtitel wäre somit deutlich zu eng gefasst und würde die Tätigkeit von Market Makern signifikant einschränken, was in diesem Kontext als verfehlt erscheint.

D) **Schlussbemerkung:**

Sollte an der Veröffentlichungspflicht im Bundesanzeiger und der bislang vorgeschlagenen Definition des ungedeckten Leerverkaufs im Gesetz festgehalten werden, sind Ausweichreaktionen zu erwarten, z.B. auf den OTC Märkten und z.B. in Form von Contracts for Difference, CFDs. Vorzugswürdig sollte doch gerade eine Regelung sein, die Transparenz fördert, nicht aber Gegenreaktionen auslöst. Differenzgeschäfte wie CFDs haben die gleiche Wirkung wie Leerverkäufe und sind zudem auch ungedeckt. Pragmatische Regulierungsansätze sowohl bei der Definition des (un-) gedeckten Leerverkaufs, als auch bei den Transparenzanforderungen sind daher wichtig.

Annex 1: Weiterführende Hinweise zur Regulierung von Leerverkäufen in den USA

Hierzu zunächst die von der SEC gewählte Definition von „short sale“:

<http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=b710d28a31f9fcd13472b68a029bc83f&rqn=div8&view=text&node=17:3.0.1.1.3.0.100.7&idno=17>

Nachfolgend die entsprechende Regelung zu Ausnahmen von den „borrowing and delivery requirements“ für Broker und Dealer (s. dort unter b) short sales ii))

<http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=a4e3f717c5a1369625a8422a9bd13ff1&rqn=div8&view=text&node=17:3.0.1.1.3.0.100.9&idno=17>

Eine vergleichbare Regelung im WpHG würde die notwendige Flexibilität bringen, die der derzeitige Entwurf nicht leisten kann. Ggf. wird auch die US-Regelung bzw. der von der EU-Kommission gewählte Ansatz Grundlage für eine internationale Regulierung dieser Thematik sein.

Die SEC befasst sich seit 1938 intensiv mit Leerverkäufen und deren Regulierung. Einen guten Überblick und den gegenwärtigen Stand der Regulierung von Leerverkäufen finden Sie in den von der SEC im März verabschiedeten modifizierten Regeln zu Leerverkaufsgeschäften unter nachfolgendem Link:

<http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>

Die SEC verbietet dabei ausdrücklich keine Leerverkaufsgeschäfte, sondern sieht nunmehr sog. „circuit breaker“ vor, wenn der Aktienkurs eines Unternehmens innerhalb eines Handelstages um 10% oder mehr sinkt. In einem solchen Fall gibt es **Mindestpreisvorgaben** für Leerverkaufsgeschäfte betreffend die jeweilige Aktie. Dieses Konzept setzt also unmittelbar an der neuralgischen Stelle an, die auch mit dem vorliegenden Gesetzentwurf verfolgt wird, nämlich übertriebene Abwärtsbewegungen einer Aktie zu stoppen. Dieser sehr fokussierte Ansatz hat deutliche Vorteile gegenüber dem pauschalen deut-

schen Verbot. Gerne würden wir diesen Ansatz in der mündlichen Anhörung weiter erläutern.

ENTWURF

Annex 2: Allgemeine Erläuterungen zur Regulierung von Leerverkäufen

Der Zweck und Nutzen von Leerverkaufsgeschäften darf an dieser Stelle als bekannt vorausgesetzt werden. Als Instrument bspw.

- **zur Absicherung von Termingeschäften,**
- **zur Erhöhung der Liquidität der Finanz- und Warenmärkte, oder**
- **zur effizienteren Preisfindung**

haben Leerverkäufe auch aus volkswirtschaftlicher Sicht ihre Berechtigung, die zudem in zahlreichen wissenschaftlichen Abhandlungen bestätigt worden ist und auch von Aufsichtsbehörden bzw. Aufsichtsgremien in der ganzen Welt anerkannt wird.

Leerverkäufe sind auch nicht etwa Transaktionen, die ausschließlich von Spekulanten getätigt werden. Leerverkäufe sind ein Instrumentarium, welches von diversen Marktteilnehmern genutzt wird. In der Mehrzahl dürften Leerverkäufe von Banken oder anderen Unternehmen getätigt werden, und zwar zur Risikoabsicherung, oder im Rahmen von Market Maker Aktivitäten. Auch Kapitalanlagegesellschaften können direkt oder indirekt ein „Short-Exposure“ eingehen. Schließlich können über Spezialbroker für Daytrader auch Privatpersonen „short gehen“. Dieses Verständnis ist unabdingbar für eine sachliche Diskussion einer möglichen Einschränkung von Leerverkäufen.

Auch Spekulation als solche sollte nicht als „schädlich“ oder grundsätzlich negativ beurteilt werden, wie dies zurzeit aber häufig erfolgt. Spekulation wird gemeinhin als eine auf Gewinnerzielung aus Preisveränderungen gerichtete Geschäftstätigkeit beschrieben. **Auch derjenige, der eine Aktie in der Erwartung kauft, dass deren Preis steigt, spekuliert!** Genauso wie es also Spekulation auf steigende Märkte gibt, gibt es Spekulation auf fallende Märkte. Ein Instrument, mit dem diese Spekulation vollzogen werden kann, ist der Leerverkauf.

Leerverkäufe, egal ob gedeckt oder ungedeckt, finden spätestens seit den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts in größerem Umfang auf den Finanzmärkten statt, auch wenn erst in den letzten 20 bis 30 Jahren ein signifikanter Anstieg der Transaktionen zu beobachten ist. Ebenfalls seit den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts gibt es Regulierungs-

ansätze von Leerverkaufsaktivitäten, insbesondere durch die SEC. Im Zuge des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes war auch in Deutschland die Einführung einer Ermächtigung für die BaFin geplant, Leerverkäufe zu untersagen, die dann jedoch unterblieb. Auf Basis des § 4 WpHG und erst recht durch den neu vorgeschlagenen § 4a WpHG hat die BaFin notwendige Eingriffsbefugnisse, um eventuellen Missständen entgegenzuwirken.

Im Zuge der Finanzkrise gab es weltweit eine konzertierte Aktion zur Regulierung von Leerverkaufsaktivitäten, um vermeintlichen Risiken dieser Geschäfte zu begegnen, angefangen von Totalverboten von Leerverkäufen, über partielle Verbote bis hin zu Offenlegungsverpflichtungen. Neben den Inhalten der Regelungen war auch die Dauer der Maßnahmen höchst unterschiedlich, von nur wenigen Wochen in den USA bis hin zu fast einhalb Jahren in Deutschland.

Während der Finanzkrise wurden sodann diverse Studien durchgeführt, die die Auswirkungen der diversen Leerverkaufsverbote bzw. Einschränkungen, die weltweit verfügt wurden, zum Gegenstand hatten (z.B. **The Undesirable Effects of Banning Short Sales, EDHEC Business School, April 2009**); Does short-selling amplify price declines or align stocks with their fundamental values?, Curtis (University of Utah) et al., Mai 2008; Price Efficiency and Short Selling, IESE Business School, April 2008; Short Selling Activity in Financial Stocks and the SEC July 15th Emergency Order, IMD, August 2008; The effects of short-selling public disclosure regimes on equity markets, Oliver Wyman, 2010).

Die Ergebnisse der Studien bestätigen nicht ansatzweise den erhofften Nutzen der Leerverkaufsrestriktionen, insbesondere konnten fallende Aktienkurse nicht gestoppt werden. Und laut den Untersuchungen vom Yale Center for Finance (s. auch Handelsblatt vom 7. Oktober 2008, Seite 33) war der Kursrutsch der Finanzaktien bis zum Verbotserlass auch nicht auf Leerverkäufe zurückzuführen. Zudem entwickelten sich die jeweiligen Titel nach dem Verbot sogar schlechter als der Gesamtmarkt. Und noch im März hat die **BaFin festgestellt, dass es keine Anhaltspunkte für massive Spekulationen gegen griechische Anleihen gibt.**

Vor diesem Hintergrund und dem Umstand, dass Leerverkäufe ein notwendiges Instrument auf den Finanzmärkten sind, um zu einer sachgerechten Preisfindung beizutragen,

sollte sehr sorgfältig evaluiert werden, ob und unter welchen Umständen diese dauerhaft verboten bzw. eingeschränkt werden sollten. Insbesondere sollten die vom Bundesfinanzministerium als federführendem Ministerium zugrunde gelegten Annahmen auf ihre Stichhaltigkeit überprüft werden.

Aus Sicht des BAI dürften es jedenfalls Krisensituationen sein, in denen Leerverkaufsaktivitäten trendverstärkende Wirkung haben können. Der Umstand, dass Leerverkaufsaktivitäten nicht nur in Deutschland, sondern auch in der EU, über viele Jahrzehnte hinweg - abgesehen von klar marktmissbräuchlichem Verhalten wie „short und distort“ – unkritisch waren und auch vorgenannte Studien belegen, dass nicht etwa durch Leerverkaufsgeschäfte die Marktturbulenzen ausgelöst wurden, erscheint es nicht gerechtfertigt, Leerverkäufe insgesamt und generell zu verbieten bzw. derart zu regulieren, dass Marktteilnehmer diese nicht mehr durchführen. Gerade dies steht aber durch den vorgelegten Gesetzesentwurf zu befürchten.

Der BAI plädiert daher für eine Regulierung, die Leerverkaufsgeschäfte nicht grundsätzlich beschränkt, sondern gezielt bei marktmissbräuchlichem Verhalten ansetzt. Zudem sollte sich eine solche Regulierung am Grundsatz der Verhältnismäßigkeit orientieren. Bei der Art und Weise der Regulierung ist daher zu beachten, dass allein schon im Hinblick auf den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit ein Verbot nur das letzte Mittel sein kann, wenn andere Maßnahmen nicht geeignet sind. Zudem sollten Marktteilnehmer die mit einer Regulierung **verbundenen Anforderungen mit angemessenem Aufwand erfüllen können**. Schließlich muss den Aufsichtsbehörden ein geeignetes und effektives Instrumentarium an die Hand gegeben wird, mit dem die Einhaltung der Regelungen überwacht werden kann.

Basis für eine Regulierung von Leerverkaufsgeschäften ist daher eine **Offenlegungsverpflichtung derartiger Transaktionen gegenüber der Aufsichtsbehörde**, wie in § 30i WpHG-E vorgeschlagen. Die Offenlegung derartiger Positionen ermöglicht

- eine effektive Kontrolle dieser Transaktionen bei gleichzeitiger Kenntnisnahme der Parteien,
- eine Sanktionierung marktmissbräuchlichen Verhaltens, sowie

- **die Einleitung von Maßnahmen bei einer Gefährdung der Finanzmarktstabilität.**

Ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe, wie im Entwurf zusätzlich zu der Offenlegungsverpflichtung vorgeschlagen, dürfte dagegen kaum weitergehenden Nutzen bringen, zumal es auch andere Instrumente gibt, um auf fallende Kurse zu setzen, auch ohne in Besitz eines entsprechenden Wertpapiers zu sein, wie z.B. Contracts for Difference (CFD). Dies sind Laufzeit-unabhängige Vereinbarung über einen Barausgleich aus der Differenz zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis eines Finanzinstruments. Dieser reflektiert damit die genaue Kursentwicklung des zu Grunde liegenden Basiswertes, ohne dass dieser durch entsprechenden Kapitaleinsatz erworben werden muss. Es stellt sich also die Frage, ob und in welchem Umfang ein Verbot auch effektiv derartige alternativen Instrumente und Techniken erfassen kann und soll. Auch dies ist bei den Beratungen des Gesetzentwurfes zu berücksichtigen.

Zudem ist im Hinblick auf klassische Leerverkaufsgeschäfte zu berücksichtigen, dass es mit dem „Buy-in-Verfahren“ ein Instrumentarium gibt, welches Nichtlieferung bzw. Lieferverzug sanktioniert. Dass über ungedeckte Leerverkäufe zu einem bestimmten Zeitpunkt mehr Wertpapiere veräußert werden, als tatsächlich im Umlauf sind, kann durch das „Buy-in-Verfahren“ zwar nicht im Vorfeld verhindert werden. Eine Konstellation, in der zu einem bestimmten Zeitpunkt mehr Wertpapiere leer verkauft werden, als tatsächlich im Umlauf sind, dürfte aber eher theoretischer Natur sein. Jedenfalls ist dies ein Aspekt, der zuerst näher beleuchtet werden sollte, bevor mit dieser nicht bestätigten Annahme ein Verbot installiert wird. Sollte sich herausstellen, dass es in der Tat zu gravierenden Marktbeeinträchtigungen durch ungedeckte Leerverkäufe bzw. Lieferverzug etc. kommen, wäre ein anderer Regulierungsansatz, schärfere börsenrechtliche Sanktionen bei Nichtlieferung oder Lieferverzug von Wertpapieren zu statuieren. Gerade unter Berücksichtigung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit wäre dies u.U. das mildeste aber dennoch ein probates Mittel.

Stand: 15.06.2010

Hinweis:

Bei dieser Stellungnahme handelt es sich um vorläufige Überlegungen. Sie dienen lediglich als Grundlage für weitere Diskussionen. Einer Veröffentlichung dieser Vorschläge zum jetzigen Zeitpunkt wird nicht zugestimmt.

Kontakt:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Frank Dornseifer

-Geschäftsführer Recht und Policy-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn, Deutschland

Tel.: +49-(0)228-96987-15

Fax: +49-(0)228-96987-90

E-mail: dornseifer@bvai.de

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investment-Branche in Deutschland. Er hat es sich zur satzungsmäßigen Aufgabe gemacht, insbesondere den Bekanntheitsgrad von alternativen Anlagestrategien als Assetklasse sowie deren Verständnis in der Öffentlichkeit zu steigern. Er führt den Dialog mit den politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden. Darüber hinaus pflegt er den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Der Verband verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anlegern zu erreichen und damit attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments zu schaffen.

Der Kreis der BAI-Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments Geschäfts rekrutieren, ist zwischenzeitlich auf über 130 namhafte nationale und internationale Unternehmen angewachsen, mit steigender Tendenz.