

**An den Finanzausschuss des
Deutschen Bundestages**

per e-mail: finanzausschuss@bundestag.de

Ihr Zeichen
Drucksache 17/1952

Ihre Nachricht vom
08.06.2010

Ort_Datum
Frankfurt/Main, 15.06.2010

Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte

Sehr geehrte Damen und Herren,

als bundesweite Interessenvertretung der in Deutschland tätigen unabhängigen Börsenmaklerfirmen und Wertpapierhandelshäuser bedanken wir uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme zum vorliegenden *Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier und Derivategeschäfte*. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass der Konsultationsprozess – wie bereits im Fall des dem vorliegenden Entwurf zugrundeliegenden Diskussionsentwurfs – durch einen der Komplexität und volkswirtschaftlichen Bedeutung des zu regelnden Sachverhalts in keiner Weise gerecht werdenden und daher im Grunde unverantwortlichen Zeitdruck gekennzeichnet ist. Dies voraus geschickt, nehmen wir zu dem vorgelegten Gesetzentwurf wie folgt Stellung:

Vorbemerkung

Ausdrücklich positiv sei zunächst angemerkt, dass der nunmehr auf den Weg gebrachte Gesetzentwurf gegenüber dem am seitens des BMF am 21.05.2010 vorgestellten Diskussionsentwurf in einigen wichtigen Punkten überarbeitet und verbessert wurde. Dies betrifft insbesondere den Verzicht auf ein allgemeines gesetzliches Verbot von Derivategeschäften auf Aktien, die bei wirtschaftlicher Betrachtung einem Leerverkauf entsprechen, sowie auf vom Devisenpreis des Euro abgeleitete Währungsderivate, soweit diese nicht der Absicherung eigener Währungsrisiken dienen.

Während das ursprünglich geplante Verbot von Leerverkäufen entsprechenden Derivategeschäfte auf Aktien praktisch das „Aus“ für den hiesigen Terminmarkt in diesem Segment – mit weitreichenden und kaum absehbaren Folgen nicht allein auf den Termin- sondern ebenso auf den Kassamarkt – zur Folge gehabt hätte,

**Bundesverband der Wertpapierfirmen
an den deutschen Börsen e.V.**

Sitz des Verbandes
Fasanenstraße 3
10623 Berlin

Postanschrift & Geschäftsstelle
Schillerstraße 20
60313 Frankfurt/Main

Tel.: (069) 92 10 16 91
Fax: (069) 92 10 16 92
mail@bwf-verband.de
www.bwf-verband.de

Vorstand
Prof. Dr. Jörg Franke (Vorsitzender)
Dirk Freitag
Kai Jordan
Dr. Annette Kliffmüller-Frank
Klaus Mathis
Ralf Nachbauer
Herbert Schuster
Michael Wilhelm

Geschäftsführer
Michael H. Sterzenbach
m.sterzenbach@bwf-verband.de

Justiziar
Dr. Hans Mewes
Herrengaben 31, 20459 Hamburg
Tel.: (040) 36 80 5 - 132
Fax: (040) 36 28 96
h.mewes@bwf-verband.de

Bankverbindung
Deutsche Bank PGK Frankfurt
BLZ 500 700 24, **Kto.** 0 18 32 10 00

hätte ein Verbot bestimmter Währungsderivate mit hoher Wahrscheinlichkeit zur Abwanderung des ohnehin vergleichsweise begrenzten hiesigen Markts geführt, und damit nicht zuletzt die auf Absicherungsgeschäfte zum Erhalt ihrer Wettbewerbsfähigkeit angewiesene deutsche (Export)wirtschaft vor erheblichen Schwierigkeiten gestellt.

Zu begrüßen ist weiterhin die Überarbeitung der Ausnahmeregelungen vom vorgesehenen Leerverkaufsverbot in Aktien und eurodenominierten staatlichen Schuldtiteln, welche mit dem §30h Abs. 7 WpHG(E) nunmehr ein praxisorientierteres Ausnahmeregime, insbesondere für Market Maker und Skontrofführer sowie für Festpreisgeschäfte vorsieht.

Gleichwohl bleiben wir dem Gesetzesvorhaben insgesamt äußerst kritisch gegenüber eingestellt und halten die in diesem zum Ausdruck kommenden grundsätzliche Marktskepsis (was letzten Endes nichts anderes bedeutet als ein allgemeines Misstrauen gegenüber Investoren, auf deren Vertrauen auch Deutschland heute mehr denn je angewiesen ist) für falsch und in der gegenwärtigen Situation kontraproduktiv.

Soweit bereits der Titel sowie die formulierte Zielsetzung des Gesetzentwurfs suggerieren, bei den derzeit zu beobachtenden Neubewertungen von Risiken auf den Märkten für eurodenominierte Staatsanleihen und der damit einhergehenden gestiegenen Volatilität des Euro selber handele es sich um Marktversagen in Folge „missbräuchlicher“ Geschäfte, denen nunmehr durch gesetzliche Verbote entgegen getreten werden müsse, ist einer solchen Sichtweise nachdrücklich zu widersprechen. Eine solche These ist nicht nur empirisch nicht zu belegen¹, sondern birgt darüber hinaus die Gefahr, das auf Seiten der Investoren noch verbliebenen Vertrauen in die nicht zuletzt durch Rechtsicherheit beförderte Stabilität der hiesigen Finanzmärkte zu beschädigen und Befürchtung hinsichtlich zukünftiger, politisch motivierter, Eingriffe in den Preisfindungsprozess Vorschub zu leisten.

Äußerst skeptisch bleiben wir zudem gegenüber dem mit dem Gesetzentwurf – nach dem Leerverkaufsverbot der BaFin vom 25. Mai 2010 – fortgesetzten Weg

¹ Die deutsche Finanzaufsicht hat vor nicht allzu langer Zeit selber darauf hingewiesen, dass gestiegene CDS-Spreads für griechische Staatsanleihen auf „die gestiegene Nachfrage nach Kreditabsicherungen [Hervorhebung unsererseits] für das Länderrisiko Griechenland“ zurückzuführen seien und gleichzeitig das Nettovolumen der ausstehenden CDS auf Griechische Staatsanleihen seit Januar 2010 nahezu unverändert sei. Entsprechend kommt die BaFin zu dem Schluss, dass „vorliegende Marktdaten [...] damit nicht auf eine massive Spekulation schließen [lassen]“. Quelle: Presseerklärung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 8. März 2010: „BaFin stellt klar: Bislang keine Anhaltspunkte für massive Spekulation gegen griechische Anleihen“. – So lange sich freilich noch nicht einmal für Papiere des, zumindest bis vor kurzem (Stichwort: „Griechenland Rettungsschirm“), von akuter Zahlungsunfähigkeit bedrohten Hellenischen Republik „massive Spekulationen“ nachweisen lassen, muss im Lichte der bedrohlichen Krisenrhetorik des vorliegenden Gesetzentwurfs die Frage erlaubt sein, ob es sich hierbei nicht eher um populistischen Aktionismus handelt, der an den ökonomischen Realitäten schlicht vorbei geht?

demonstrativer deutscher Alleingänge auf regulatorischer Ebene. Grundsätzlich halten wir isolierte Aktionen einzelner Staaten für ungeeignet den marktseitigen Auswirkungen einer Staatsschuldenkrise zu begegnen, die den Euroraum insgesamt erfasst. Vielmehr bergen derart unabgestimmte Alleingänge die Gefahr, das Vertrauen der Investoren in die Krisenbewältigungskompetenz der Mitgliedsstaaten der europäischen Währungsunion weiter zu schwächen und die Kooperationsbereitschaft derjenigen Euroländer, in denen der Anpassungsdruck aufgrund der jeweiligen Verschuldungssituation am Größten ist, zu untergraben.

Hinzu kommt, dass die Europäische Kommission am 14. Juni 2010 eine öffentliche Konsultation in Bezug auf einen möglichen künftigen Vorschlag der Kommission für Rechtsvorschriften im Umgang mit potenziellen Risiken aus Leerverkäufen begonnen hat². Vor diesem Hintergrund wäre ein nationaler Alleingang von deutscher Seite zum jetzigen Zeitpunkt umso unverständlicher.

Ein nationales Verbot bestimmter Finanztransaktionen welches dazu führt, dass diesbezügliche Marktliquidität fortan in andere Jurisdiktionen abwandert, wäre zudem verbunden mit einem entsprechenden regulatorischen Kontroll- und Kompetenzverlust der hiesigen Aufsicht³. Dies käme, gerade wenn man bestimmte Transaktionen – berechtigt oder nicht – im Hinblick auf ihre Marktwirkung für problematisch hält einer „Vogel Strauß Politik“ gleich, die schlechterdings nicht gewollt sein kann. Dass derartige nationale Verbote darüber hinaus geeignet sind, den sich in einem harten internationalen Standortwettbewerb befindenden „Finanzplatz Deutschland“ und damit der Wettbewerbsfähigkeit der hiesigen Finanzinstitute erheblichen Schaden zuzufügen, liegt auf der Hand.

Zu den Regelungsvorschlägen im Einzelnen:

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

Der Gesetzentwurf sieht vor, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Benehmen mit der Deutschen Bundesbank zukünftig weitreichende Markteingriffsbefugnisse einzuräumen. Hierzu zählen im Einzelnen

- das vorübergehende Verbot von Geschäften in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten – § 4a Abs. 1 Nr. 1 WpHG(E)
- die Anordnung der vorübergehenden Handelsaussetzung von einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten – § 4a Abs. 1 Nr. 2 WpHG(E)
- Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten von Marktteilnehmer betreffend Positionen ab einer bestimmten – von der BaFin zu bestimmenden –

² http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_de.htm

³ Erinnerung sei in diesem Zusammenhang an den vergleichsweise geringen regulatorischen Eingriff in Form einer Mindestreservepflicht auf Wertpapierpensionsgeschäfte auf Schuldtitel des Bundes in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre des letzten Jahrhunderts, welche dazu führte, dass praktisch der gesamte Handel in Bundesanleihen nach London abwanderte.

Größenordnung in zu bestimmenden Finanzinstrumenten– § 4a Abs. 2
WpHG(E)

Entsprechende Anordnungen hinsichtlich des Verbots bestimmter Geschäfte oder der Handelsaussetzung im Einvernehmen mit der Deutschen Bundesbank im pflichtgemäßen Ermessen erfolgen können, sofern diese *„geeignet und erforderlich sind, Missstände, die Nachteile für die Stabilität der Finanzmärkte bewirken oder das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte erschüttern können, zu beseitigen oder zu verhindern.“*

Bereits heute hat die BaFin jedoch nach § 4 Abs. 1 WpHG *„Missständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können“*. Hierzu kann Sie gemäß § 4 Abs. 1 Satz 3 WpHG *„Anordnungen treffen, um Missstände zu beseitigen und zu verhindern“*.

Soweit die BaFin und das Bundesministerium der Finanzen die bestehende Eingriffsbefugnis bereits bisher soweit auslegen, dass sie damit u.a. Markteingriffe in Form der seit dem 18. Mai bestehenden Leerverkaufsverbote für bestimmte Finanztitel, in Euro denominateden Staatsanleihen sowie CDS auf Staaten der Eurozone glauben rechtfertigen zu können, obwohl eine Beeinträchtigung des Handels in den betroffenen Finanzinstrumenten nicht erkennbar gewesen ist und sich die BaFin selber noch im März berufen fühlte darauf hinzuweisen, dass keine *„massive Spekulation“* in griechischen Staatsanleihen festzustellen sei, ist zunächst zu fragen, warum es einer solchen Neuregelung überhaupt bedarf?

Dies gilt umso mehr, als die vorgeschlagenen Regelungen hinsichtlich der Anknüpfungspunkte für derart weitreichende Eingriffsbefugnisse in gleicher Weise unbestimmt bleiben wie die geltende Vorschrift. Dabei erschöpft sich die vorliegende Gesetzesbegründung weitestgehend in nichtssagenden Allgemeinplätzen wie etwa der Aussage, dass *„Geschäfte in Finanzinstrumenten [...] trendverstärkend wirken [können]“*, was wiederum zu einer *„erhöhten Anfälligkeit der Finanzmärkte etwa gegen (sic!) spekulative Geschäfte führen [können]“*. Wer dann noch glaubt, man könne mit *„präventiv[en]“* (sic!) Handelsverboten *„erst einmal Ruhe in die Märkte“* bringen, der gibt – sollte es tatsächlich zu ernstzunehmenden Marktstörungen und krisenhafte Verwerfungen kommen – bereits heute Zeugnis von einem offensichtlich unerschütterlichen, wenngleich vermutlich realitätsfernen, regulatorischen Gestaltungsoptimismus.

Um nicht missverstanden zu werden: Dort wo Märkte ihre Preisbildungs- und Allokationsfunktion, aus welchen Gründen auch immer, vorübergehend verloren haben oder diese in einem volkswirtschaftlich erheblichen Umfang eingeschränkt ist, können als *ultima ratio* auch direkte Marktinterventionen bis hin zu Handels-

verboten ordnungspolitisch gerechtfertigt sein⁹. Hierzu bedarf es indes eines engen, ökonomisch fundierten, transparenten und nachvollziehbaren Kriterienkatalogs, von dem jedoch bisher mit Blick auf die vorgeschlagene Neuregulierung auch nicht ansatzweise die Rede sein kann. In der vorliegenden Form und nicht zuletzt vor dem Hintergrund der aktuellen Erfahrungen mit der international unabgestimmten hiesigen „Nacht-und-Nebel-Aktion“ Leerverkaufsverbote, wäre es nicht verwunderlich, wenn durch das Gesetz im Falle seiner Verabschiedung, gerade auch bei internationalen Investoren, die Befürchtung letztendlich „politisch“ motivierter zukünftiger Markteingriffe der deutsche Finanzaufsicht zuzunehmen würde.

Der Umstand, dass es über die geplanten temporären Eingriffsbefugnisse der BaFin hinaus dem BMF zukünftig gemäß § 4a Abs. 5 WpHG(E) auf der Grundlage einer einfachen Rechtsverordnung möglich sein soll, auch unbefristet und dauerhaft nach eigenem Ermessen praktisch jedes Finanzinstrument bzw. jede Geschäftstypologie zu verbieten, dürfte nicht nur die oben skizzierte Gefahr weiter verschärfen, sondern erscheint darüber hinaus auch aus ordnungspolitischer Sicht kaum angebracht für eine Volkswirtschaft wie der deutschen, zu deren wesentlichen Wettbewerbsvorteilen nicht zuletzt ein berechenbarer und verlässlicher Rechtsrahmen zählt.

Verbot von Derivategeschäften in Aktien und in Euro denominateden Staatsanleihen – § 4a Abs. 1 Nr. 1 a & § 4a Abs. 5 Nr. 1 a WpHG(E)

Als exemplarische Geschäfte, die Gegenstand einer vorübergehenden Verbotsverfügung der BaFin als auch eines dauerhaften Verbots auf Grundlage einer Rechtsverordnung des BMF sein können, werden zunächst Geschäfte in Derivaten auf Aktien oder in Euro denominateden Staatsanleihen genannt, soweit diese Geschäfte „*bei wirtschaftlicher Betrachtung einem Leerverkauf [...] entsprechen*“.¹¹ Dabei erweckt der zitierte formal eingeschränkte Anwendungsbereich die fehlerhafte Annahme, man könne – wie dies am Kassamarkt in der Tat möglich ist – isoliert lediglich solche Geschäfte verbieten, die in ihren wirtschaftlichen Auswirkungen für den Investor einer Leerverkaufsposition entsprechen, den übrigen Markt hingegen unberührt lassen. Dies ist indes kaum möglich, da am Terminmarkt eine Seite des Kontraktes zumeist einer „Short-Position“ entspricht: sei es der Verkauf eines Futures, der Kauf einer Verkaufsoption oder – mit Einschränkungen – der Verkauf (Stillhalteposition) einer Kaufoption¹². Mit anderen Worten, wer die „Short-Seite“ des Terminmarktes verbieten will, der verbietet das Marktgeschehen

⁹ Ein Beispiel hierfür liefern die Regelungen zu „Volatilitätsunterbrechungen“ wie sie in den hiesigen Börsenregularien seit langem Standard sind.

¹¹ § 4a Abs. 1 Nr. 1 a WpHG(E) & § 4a Abs. 5 Nr. 1 a WpHG(E)

¹² Auch der Verkäufer einer Kaufoption setzt auf fallende (zumindest aber gleichbleibende) Kurse und hat insofern ein Interesse daran, dass der Preis des Basiswertes nicht steigt. Sein wirtschaftlicher Gewinn ist indes nicht proportional abhängig vom Sinken des Kurses des Basiswertes, sondern auf die für den Verkauf vereinnahmte Optionsprämie beschränkt.

insgesamt. Da am Terminmarkt jeweils spezifische, durch den jeweiligen Marktbetreiber geschaffene Produkte gehandelt werden, wären regulatorisch angeordnete Handelsverbote mit weitreichenden Folgen verbunden. Es ist daher nicht auszuschließen, dass bereits die „Androhung“ derart weitreichender Eingriffe in Form der geplanten Ermächtigungen für BaFin und BMF dem hiesigen Terminmarkt erheblichen Schaden in Form einer Liquiditätsabwanderung an konkurrierende ausländische Marktplätze zufügen könnte. – Dies gilt umso mehr, als der Einsatz der benannten Verbotsverfügungen/-verordnungen, ausweislich der Gesetzesbegründung, ausdrücklich auch „präventiv“ möglich sein soll.

Verbot bestimmter Währungsderivate auf den Euro – § 4a Abs. 1 Nr. 1 b & § 4a Abs. 5 Nr. 1 b WpHG(E)

Als weiteres Beispiel für die inhaltlich Ausgestaltung der in Folge der möglichen Verabschiedung des Gesetzes zukünftig ermöglichten Verbotsverfügungen/-verordnungen wird das Verbot von nicht zur Absicherung eigener Währungsrisiken dienender Währungsderivate auf den Devisenpreis des Euro genannt. Hierbei muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass ein nicht konzertierter isolierter Eingriff von deutscher Seite in den Währungsterminmarkt letztlich ein „stumpfes Schwert“ wäre. Dies liegt schlicht daran, dass sich der globale Devisenhandel im Wesentlichen auf die Finanzplätze London, New York und Singapur im asiatischen Raum konzentriert und der hiesige Marktanteil demgegenüber bereits heute kaum ins Gewicht fällt. Als „politisches Signal“, dürfte eine derartige Verbotsandrohung zudem alles andere als geeignet sein, das Vertrauen der Investoren in den Euro zu stärken und her als Zeichen der Schwäche gewertet werden.

Auch wenn Währungstermingeschäfte, die zur Absicherung eigener Währungsrisiken dienen von einem solchen Verbot ausdrücklich ausgenommen sein sollen, so könnte sich aufgrund des Liquiditätsabflusses die Möglichkeiten der Absicherung gegenüber den Euro-Währungsrisiko verteuern, wodurch der Verkaufsdruck am Kassamarkt für in Euro denominierte Anleihen in einer Krisensituation tendenziell weiter erhöht würde.

Anordnung von Anzeige- und Offenlegungsverpflichtungen für bestimmte Positionen – § 4a Abs. 2 WpHG(E)

Weiterhin soll es der BaFin nach § 4a Abs. 2 WpHG(E) in Zukunft möglich sein, Marktteilnehmer dazu zu verpflichten, ihre Positionen in zu bestimmenden Finanzinstrumenten der Aufsichtsbehörde mitzuteilen und diese Positionen gegenüber dem Markt zu veröffentlichen.

Redaktionell hierzu zunächst der Hinweis, dass eine derartige Regelung gesetzes-systematisch zumindest unter einem Punkt § 4a Abs. 1 Nr. 3 WpHG(E) gefasst werden sollte, da die Eingriffsbefugnis ansonsten noch nicht einmal von den Erfordernissen des § 4a Abs. 1 Satz 1 WpHG(E) erfasst würde.

Inhaltlich ist zu bedenken, dass sich die hier geplante Eingriffsbefugnis in ihrer Wirkung erheblich von der im Rahmen des geplanten Transparenzregimes für Netto Leerverkaufspositionen vorgesehenen Veröffentlichungspflichten¹⁴ unterscheidet. Dies schon allein deshalb, weil den Investoren der Zeitpunkt und die Tatbestandsvoraussetzungen des Einsetzens einer solchen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nicht im Vorhinein bekannt sind. Da zudem der Widerspruch gegen eine solche Anordnung nach § 4a Abs. 4 WpHG(E) keine aufschiebende Wirkung haben soll, würde eine solche Regelung aus Investorensicht ein erhebliches rechtliches Unsicherheitspotenzial bzw. Risiko darstellen. Dies gilt umso mehr, als seitens des Investors keinerlei Verschulden im Sinne eines Rechtsverstoßes vorliegen muss, um einen solchen weitreichenden Eingriff, der mit erheblichen negativen wirtschaftlichen Auswirkungen für die betroffenen Portfolien verbunden sein kann, zu rechtfertigen.

Soweit die Gesetzesbegründung hierzu ausführt, man wolle mit einer solchen Maßnahme die „übrigen Marktteilnehmer in die Lage versetz[en], das Marktgeschehen besser überblicken zu können“, wodurch „im Einzelfall ein erheblicher Preisdruck auf bestimmte Finanzinstrumente und die damit einhergehenden drohenden Nachteile für die Stabilität der Finanzmärkte verhindert oder gemindert werden [könne]“, so erscheint eine solche Annahme in einem durchaus naiv zu nennenden Sinn „optimistisch“ und losgelöst von jeder nachvollziehbaren ökonomischen Analyse. Als sicher kann indes gelten, dass bereits die Existenz einer derartigen Eingriffsbefugnis die (ohnehin begrenzte) Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland als Standort zur Verwaltung großer institutioneller Portfolien negativ beeinträchtigt würde. – Wir bitten daher nachdrücklich darum, die vorgesehene Veröffentlichungspflicht aus dem Gesetzentwurf zu streichen oder hilfsweise im Fall eines derartigen Markteingriffs zumindest eine angemessene Frist vorzusehen, die es den Investoren ermöglicht, ihre veröffentlichungspflichtige Position ohne Marktverwerfungen abzubauen bzw. unter den veröffentlichungspflichtigen Schwellenwert zurückzuführen.

Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und bestimmten Schuldtiteln

– § 30h WpHG(E)

Der vorliegende Gesetzentwurf sieht vor, dass zukünftig Leerverkäufe in Aktien und in Euro denominateden Schuldtiteln von öffentlichen Schuldnern, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind (betroffen sind insoweit faktisch nur deutsche und österreichische Papiere), von engen Ausnahmen – vor allem bei Market Makern, Skontroführern und Liquidity Providern – abgesehen, verboten sein sollen.

Begründet wird dies damit, dass von ungedeckten Leerverkäufen vermeintlich „besondere Risiken für die Stabilität und Integrität des Finanzmarktes“ ausgehen. Ursächlich für diese Risiken soll zum einen der fehlende finanzielle Aufwand für

¹⁴ Vgl. § 30i Abs. WpHG(E)

eine (beim gedeckten Leerverkauf vorliegende) Wertpapierleihe, sowie das von der Gesetzesbegründung selber als lediglich „*theoretisch*“ für möglich gehaltene Szenario, dass im Zuge ungedeckter Leerverkäufe mehr Aktien und Schuldtitel verkauft würden, als am Markt verfügbar sind, sein. Ein auch nur ansatzweise überzeugender, geschweige denn validierbarer Nachweis, dass den benannten Geschäften tatsächlich die behauptete Gefahr beizumessen ist, vermag die Gesetzesbegründung indes nicht zu liefern, vielmehr wirkt sie mit Verlaub schlicht „an den Haaren herbeigezogen“.

Genauso wenig überzeugt die zusätzliche Begründung, das Verbot diene „*auch einer Verhinderung von Marktmanipulationen, welche unter Nutzung ungedeckter Leerverkäufe erfolgen können*“. Das Argument ist schon allein deshalb untauglich, weil es – sofern ein Leerverkauf im Rahmen einer Marktmanipulation eingesetzt würde – für die Frage des Vorliegens einer Preismanipulation völlig unerheblich wäre, ob diese durch einen ungedeckten oder einen gedeckten Leerverkauf verwirklicht würde. Im Übrigen sind Leerverkäufe in keiner Weise prädestiniert, als Instrumente im Rahmen von – zu Recht strafbewährtem – manipulativem Handeln Verwendung zu finden. Im Gegenteil, nicht selten sind es gerade gezielte aggressive Käufe in marktengen Papieren, mit denen leichtgläubige Investoren zum Engagement in einem vermeintlich erfolgversprechenden Investment motiviert werden sollen. Tatsächlich aber ermöglichen die derart hinters Licht geführten Investoren mit ihrem Engagement den Initiatoren der Marktpreismanipulation den lukrativen „Exit“ aus bereits zuvor aufgebauten Positionen, während Erste auf den häufig substantiell wertlosen Papieren sitzen bleiben (sog. „Pump & Dump“).

Auch die bisherigen Erfahrungen mit den im Mai im nationalen Alleingang erlassenen Verboten ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien, Euro-Staatsanleihen und bestimmten CDS durch die BaFin¹⁵ lassen sich kaum zu einer Begründung des geplanten regulatorischen Markteingriffs heranziehen. Dabei hat die Marktwirkung, insbesondere bei den betroffenen Aktien hinreichend deutlich, gezeigt, dass hier ein weitgehend untaugliches Mittel zur Krisenbekämpfung etabliert wurde¹⁷ und Deutschland sich mit dem insoweit international nicht abgestimmten Vorgehen mehr oder weniger diskreditiert hat.

Das geplante Gesetzesvorhaben ist auch insoweit kritikwürdig, als die mit dem vorliegenden Gesetzentwurf materiell stigmatisierten Leerverkäufe durchaus eine

¹⁵ Vgl. „Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien vom 18. Mai 2010“, „Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Schuldtiteln von Mitgliedsstaaten der EU, deren gesetzliche Währung der Euro ist, vom 18. Mai 2010“ sowie „Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot der Begründung oder des rechtsgeschäftlichen Eintritts in ein Kreditderivat, soweit keine nicht nur unwesentliche Risikoreduktion beim Sicherungsnehmer gegeben ist, vom 18. Mai 2010“.

¹⁷ Vgl. hierzu die in Anlage 1 dargestellten Kursverläufe der vom Leerverkaufsverbot erfassten Aktien.

marktwirtschaftlich bedeutsame Korrektivfunktion zur Gewährleistung liquider Märkte und eines effizienten Preisfindungsmechanismus erfüllen¹⁸. Dabei sind aufgrund bestehender Lieferverpflichtungen im Rahmen der Wertpapierabwicklung ungedeckte Leerverkäufe – zumindest für die in den zentralen Kontrahenten („CCP“) einbezogene Werte – ohnehin nur in sehr begrenztem Umfang möglich, da im Falle einer Nichtbelieferung ein Eindeckungsprocedere angestoßen wird, welches für den säumigen Marktteilnehmer mit erheblichen Kosten verbunden ist.

Ob das vorgesehene Verbot ungedeckter Leerverkäufe prinzipiell geeignet ist, das in der Gesetzesbegründung benannte Ziel, einen dämpfenden Einfluss auf die Volatilität der betroffenen Finanzinstrumente auszuüben, zu befördern, erscheint zudem zweifelhaft. Die akademische Literatur zum Thema „Short Selling“ und jüngst zu den Auswirkungen entsprechender regulatorischer Maßnahmen zu deren Verbot oder Beschränkung weckt diesbezüglich jedenfalls erhebliche Zweifel: So weist eine aktuelle Untersuchung von *Abraham Lioui* für die Aktienmärkte in den USA, dem Vereinigten Königreich, Frankreich und Deutschland nach, dass Leerverkaufsverbote die Volatilität, nicht allein der betroffenen Werte, sondern auch die der jeweiligen Marktindices, weiter erhöhen und daher ein ungeeignetes Instrument darstellen, um einen beobachteten allgemeinen Verkaufsdruck abzuschwächen.²⁰

Dem Gesetzgeber sollte daher bewusst sein, dass er mit dem vorgeschlagenen Verbot unter Umständen genau das Gegenteil von dem bewirkt, was ursprünglich intendiert gewesen ist: In dem Maße wie die geplanten Maßnahmen zu einem absehbaren Liquiditätsverlust im hiesigen Markt und zu Vertrauensverlusten bei den Investoren – und gemeint sind hier nicht vermeintliche „Spekulanten“, auf die das Gesetz abzielen vorgibt – führen können, besteht auch die Gefahr, dass sich Refinanzierungsaktivitäten der Staaten sowie der Kredit- und Realwirtschaft signifikant verteuern. Der damit einhergehende konjunkturdämpfende Mechanismus könnte zusammen mit dem bewirkten Effizienzverlust der Märkte zudem zu einer weiteren Erhöhung der Risikoaufschläge beitragen.

Für den Fall, dass der Gesetzgeber gleichwohl an der geplanten Verbotsvorschrift festzuhalten beabsichtigt, sollte zumindest erwogen werden, solche Leerverkaufspositionen von dem Verbot auszunehmen, die im Laufe eines Handelstages

¹⁸ Die allgemeine politische Diskussion über Leerverkäufe erscheint an dieser Stelle auch insofern einseitig, als im Hinblick auf eine Short-Strategie stets allein auf den initialen (Leer)verkauf abgestellt wird. Einen wirtschaftlichen Ertrag (bzw. eine Begrenzung seines eingetretenen Verlustes) erzielt ein Leerverkäufer – unabhängig davon, ob es sich um einen „gedeckten“ oder „ungedekten“ Leerverkauf handelt – allerdings erst durch einen die Leerverkaufsposition glattstellenden Deckungskauf. In den Fällen, in denen ein Leerverkäufer dabei einen Gewinn realisiert, kauft dieser regelmäßig in einen fallenden Markt hinein und wirkt damit der Abwärtsbewegung tendenziell entgegen.

²⁰ Vgl. Abraham Lioui, „*Spillover Effects of Counter-cyclical Market Regulation: Evidence from the 2008 Ban on Short Sales*“, EDHEC position paper, Nice, March 2010.

bereits wieder geschlossen werden und insofern auf die „ungedechte“ Tagesendposition abstellen. Dies erscheint bereits deshalb geboten, weil derartig kurzfristige Leerverkaufspositionen, bei denen auf den Verkauf ein gleichzeitiger Deckungskauf folgt, kaum geeignet sein dürften den „Missbrauchstatbestand“ im Sinne des Gesetzentwurfs zu erfüllen. Abwicklungstechnisch wäre das „Decken“ einer nur „intraday“ bestehenden Leerverkaufsposition im Zuge einer Wertpapierleihe zudem insofern überflüssig, als durch das gleichzeitige Schließen der Position am Tagesende auch keine Lieferverpflichtung – deren Erfüllung den eigentlichen Zweck des Leihegeschäftes darstellt – mehr besteht.

Ausnahmen vom Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und bestimmten Schuldtiteln – § 30h Abs. 2 WpHG(E)

Soweit der Gesetzentwurf Ausnahmen von dem geplanten Verbot ungedeckter Leerverkäufe insbesondere für Market Maker, Skontroführer und sonstige Liquidity Provider vorsieht, ist dies ausdrücklich zu begrüßen. Derartige Ausnahmeregelungen sind nicht nur wünschenswert, sondern notwendig, um einen liquiden Markt in den betroffenen Bereichen sicher zu stellen. Dies gilt schon allein deswegen, weil es im Rahmen der Market Maker-Tätigkeit regelmäßig dann zu einem „ungedeckten“ Leerverkauf kommt, wenn der Market Maker eine marktseitige Kauforder erfüllt, ohne dass zeitgleich eine korrespondierende marktseitige Verkaufsorder vorhanden ist. Die im Buch des Market Makers hierdurch entstehende Leerverkaufsposition gleicht dieser mit zeitlicher Verzögerung entweder durch ihm angetragene Verkaufsaufträge aus oder er stellt sich durch einen unmittelbaren Deckungskauf in einem anderen Marktsegment (beispielsweise auf XETRA) glatt.

Positiv zu werten ist in diesem Zusammenhang auch, dass der vorliegende Textentwurf, abweichend vom Diskussionsentwurf nicht mehr auf eine entsprechende vertragliche Verpflichtung des Market Makers abstellt, da eine solche in vielen Bereichen nicht besteht und vor allem im OTC Handel, in dem sich beispielsweise die überwiegende Liquidität des Anleihehandels konzentriert, auch nicht praktikabel wäre.²¹

Ausgenommen von dem Verbot sollen zudem Festpreisgeschäfte sein, „*welche Handelsteilnehmer zur Erfüllung eines zu einem festen oder bestimmbar Preis abschließen*“. Auch dies ist ausdrücklich zu begrüßen. Hierunter fallen beispielsweise sog. „AQR“ oder „VWAP“-Orders²², bei denen ein Wertpapierhandelsunternehmen seinen Kunden eine bestimmte Ausführungsqualität im Sinne eines vorab nicht bekannten, sich am Markt ergebenden gewichteten Durchschnittspreises

²¹ Der Market Maker müsste sich in diesem Fall gegenüber jedem Marktteilnehmer, mit dem er handelt vorab entsprechend vertraglich binden, was einer faktischen Unmöglichkeit gleichkäme.

²² Bei den verwendeten Akronymen handelt es sich um Kürzel, die zur Abfrage des gewichteten Durchschnittspreises in einen Wert in gängigen Marktdatensystemen dienen. „AQR“ steht hierbei für „average quote request“ und „VWAP“ für „volume weighted average price“.

zusichert. Nicht selten werden derartige Aufträge zudem im Hinblick auf einen Anteil vom Gesamthandelsvolumen erteilt.

Ein Händler, der beispielsweise in einer bestimmten Aktie über einen angenommenen Zeitraum von drei Stunden ein Drittel des Volumens „AQR“ verkaufen soll, hat demnach zwei sich kontinuierlich verändernde Zielgrößen (Handelsvolumen und gewichteter Durchschnittspreis) im Auge zu behalten. In einem dynamischen Marktumfeld können daher im Zuge des Abarbeitens einer solchen Order auch zeitweise von der Order nicht „gedeckte“ (Leer)verkaufspositionen entstehen. Wären derartige Festpreisgeschäfte von der vorgeschlagenen Ausnahmeregelung nicht erfasst, so wären die benannten Geschäfte, die keinen spekulativen Zweck verfolgen, sondern der Sicherung einer bestimmten Ausführungsqualität für den Investor dienen, fortan nicht mehr möglich.

In der Gesetzesbegründung heißt es hierzu: *„Ebenfalls nicht erfasst sind Festpreisgeschäfte in den betroffenen Aktien oder Schuldtiteln.“* Da der vorangehende Absatz den Umfang der Anwendbarkeit der Ausnahmeregelung im Hinblick auf eine Market-Maker-Tätigkeit abgrenzt, schlagen wir im Sinne einer sprachlichen Klarstellung vor, im oben zitierten Satz die Wörter *„nicht erfasst“* durch *„vom Verbot ausgenommen“* zu ersetzen.

Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen – § 30i WpHG(E)

Soweit der Gesetzentwurf in Anlehnung an den CESR Bericht vom März 2010²³ die Einführung eines Mitteilungs- und Veröffentlichungs-Regimes für Leerverkaufspositionen ab einem bestimmten Schwellenwert vorsieht, so unterstützen wir grundsätzlich das Bestreben eine größere Markttransparenz im Bereich der Leerverkäufe herzustellen.

Da die CESR Vorschläge jedoch auch Gegenstand der von der Europäischen Kommission aktuell durchgeführten Konsultation hinsichtlich einer möglichen Regulierung von Leerverkäufen auf europäischer Ebene sind, halten wir einem deutschen Alleingang zum gegenwärtigen Zeitpunkt für nicht sinnvoll. Die Chance, hier zu einer – gerade auch hinsichtlich des Informationswertes derartiger Transparenzvorschriften unbedingt wünschenswerten – europaweit einheitlichen Regelung zu gelangen, dürfte durch ein vorauseilendes einseitiges „Fakten schaffen“ eher behindert als befördert werden.

Verbot von bestimmten Kreditderivaten – § 30j WpHG(E)

Hier gilt im Hinblick auf die Wirksamkeit einer solchen einzelstaatlichen Regelung im Wesentlichen das bereits zu einem möglichen Verbot von Währungsderivaten

²³ Committee of European Securities Regulators, Report: *„Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime“*, Paris, March 2010, Ref. CESR 10/088

auf den Euro Vorgetragene. Auch im Falle der Credit Default Swaps (CDS) befindet sich der relevante Markt nur zu einem sehr geringen Teil in Deutschland. Die Regelung würde – abgesehen von einer auch hier zu antizipierenden voraussichtlich erheblichen negativen „politischen“ Signalwirkung– im Wesentlichen leer laufen.

Erinner sei an dieser Stell zudem noch einmal daran, dass die BaFin auch im Hinblick auf den Einsatz von CDS bisher noch nicht einmal im Falle Griechenlands außergewöhnliche „spekulative“ Marktaktivitäten feststellen konnte.²⁴ Ob CDS aus regulatorischer Sicht überhaupt eine derart weitreichende Markteingriff rechtfertigende Gefahr darstellen, wie es die vorliegende Gesetzesbegründung suggeriert, darf daher zumindest bezweifelt werden. Gegen die Annahme eines solchen Gefährdungspotential spricht zudem der Umstand, dass trotz einer in jüngster Vergangenheit zu beobachtenden deutlichen Zunahme des Handels von CDS auf Kreditrisiken einzelner Staaten, die Nettopositionen derartiger Kreditversicherungen für die von der aktuellen Staatsverschuldungskrise am stärksten betroffenen europäischen Länder, nach wie vor deutlich unter 5% der ausstehenden Staatsschulden liegen. Für Griechenland liegt der Wert nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich aktuell lediglich bei rund 2% der griechischen Staatsschulden und hat sich damit, trotz der krisenhaft zugespitzten Situation, gegenüber 2009 nur geringfügig erhöht.²⁵

Mit freundlichen Grüßen

Michael H. Sterzenbach
Geschäftsführer

²⁴ Vgl. hierzu Fußnote 3

²⁵ Vgl. Bank for International Settlement, BIS Quarterly Review, Basel, March 2010, S. 4

Anlage 1

Kursverläufe der vom Verbot ungedeckter Leerverkäufe vom 18. Mai 2010 (Markierung) erfassten Aktien (dunkelblau) im Vergleich zum DAX Index (hellblau).

Beobachtungszeitraum: 20. Februar bis heute. Quelle: Bloomberg

In keinem Wert lässt sich ein Rückgang der Volatilität in Folge des Leerverkaufsverbotes feststellen. In der Mehrzahl der Fälle verlief die Performance gegenüber dem Leitindex nach Inkrafttreten des Leerverkaufsverbotes zudem deutlich schwächer als in den Monaten davor.

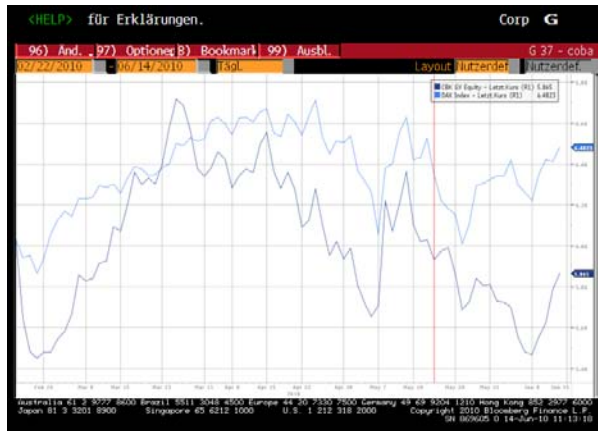
AAREAL BANK AG



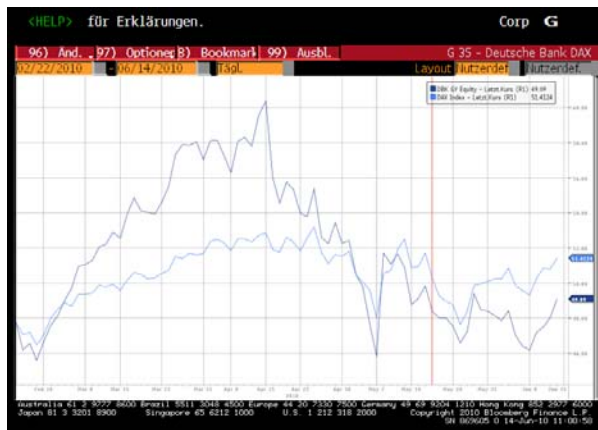
ALLIANZ SE



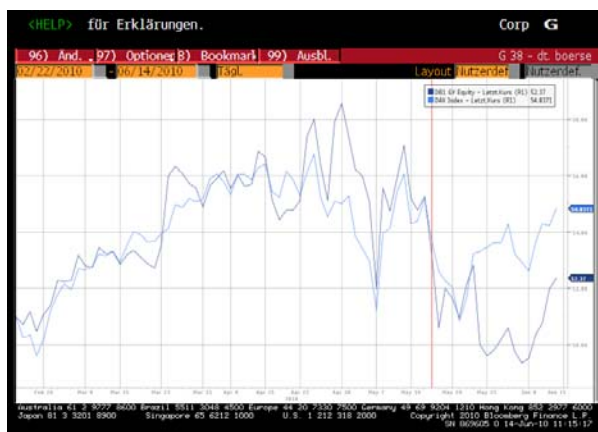
COMMERZBANK AG



DEUTSCHE BANK AG



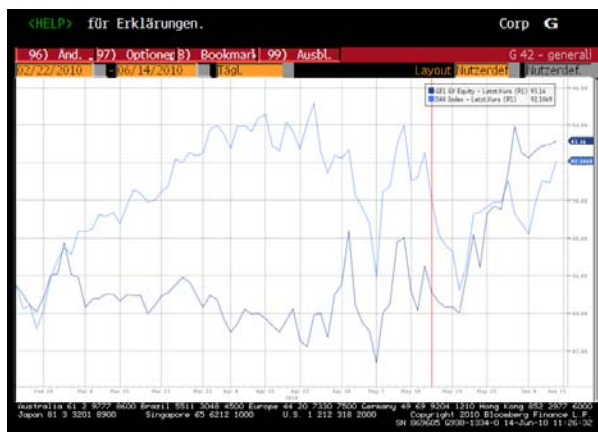
DEUTSCHE BÖRSE AG



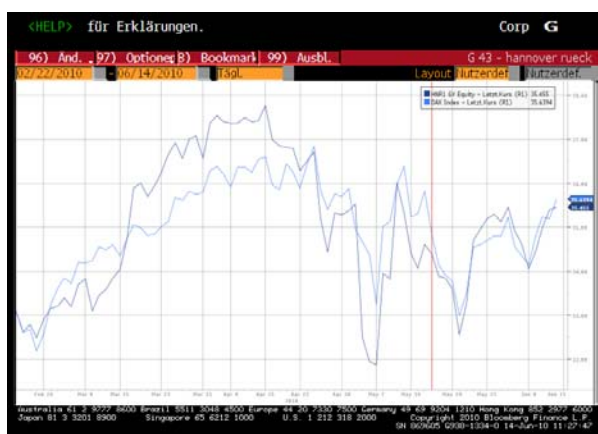
DEUTSCHE POSTBANK AG



GENERALI Deutschland HOLDING AG



HANNOVER RÜCKVERSICHERUNG AG



MLP AG



MÜNCHENER RÜCKVERSICHERUNGS-GESELLSCHAFT AG

