

## **Stellungnahme**

für die Öffentliche Anhörung

vor dem Finanzausschuss des

Deutschen Bundestages

am 16. Juni 2010

zum

### **Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte**

BT-Drucksache 17/1952

**Thomas A. Beisken, LL.M.**  
(University of Canterbury)

Rechtsanwalt  
Rheinort 5  
40213 Düsseldorf

## 1. Einleitung

Bei einer Regulierung ungedeckter Leerverkäufe sind die Risiken und der Nutzen derartiger Anlage- und Spekulationsgeschäfte abzuwägen und ein angemessener Regulierungsmechanismus zu entwickeln.

Einerseits haben Leerverkäufe einen hohen informationsökonomischen Nutzen und erhöhen die Marktliquidität. Andererseits weisen gerade ungedeckte Leerverkäufe ein erhebliches Preisbeeinflussungspotential auf und können – insbesondere in Zeiten einer Finanzmarktkrise – eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems insgesamt darstellen.

Aus rechtlicher Perspektive sind Leerverkäufe trotz der aufgezeigten Risiken im Grundsatz als kapitalmarktkonform einzustufen und stellen insbesondere keine verbotene Marktmanipulation oder verbotenen Insiderhandel dar. Im Einzelfall können allenfalls massenhaft, zur bewussten Preisbeeinflussung durchgeführte Leerverkäufe (sog. *bear raids*) sowie solche Leerverkäufe, bei denen der Leerverkäufer von Anfang an gar nicht beabsichtigt hat, seiner Lieferverpflichtung gegenüber dem Käufer nachzukommen (sog. *abusive naked short sales*) eine verbotene Manipulationshandlung darstellen, die schon nach aktueller Gesetzeslage gemäß § 20a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) verboten ist.

## 2. Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und bestimmten Schuldtiteln

### 2.1. *Erfordernis einer gesetzlichen Regelung*

Die Untersagung ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Finanzinstrumenten bedarf einer gesetzlichen Grundlage.

Die Allgemeinverfügungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom 19. und 21. September 2008 sowie vom 18. Mai 2010, mit denen unter anderem ungedeckte Leerverkäufe in Aktien von bestimmten Unternehmen der Finanz- und Versicherungsbranche untersagt wurden, wurden auf die wertpapierhandelsrechtliche Generalermächtigung des § 4 Abs. 1 WpHG gestützt. Entsprechendes gilt für die Transparenzverfügung der BaFin vom 4. März 2010. Die Tauglichkeit des § 4 Abs. 1 WpHG als Grundlage für die von der BaFin erlassenen Verbots- und Transparenzverfügungen begegnet gewissen Zweifeln. Die Vorschrift ermächtigt die BaFin, „im Rahmen der ihr zugewiesenen Aufgaben“ Missständen entgegenzuwirken und entsprechende Anordnungen zu treffen. „Missstand“ ist ein unbestimmter Rechtsbegriff, dessen Inhalt durch Auslegung unter anderem anhand der gesetzgeberischen Intention zu konkretisieren ist.

Leerverkäufe waren bereits im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland

vom 21. Juni 2002 (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) Gegenstand der gesetzgeberischen Diskussion, indem die Einführung einer speziellen Ermächtigungsgrundlage für ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe diskutiert wurde (§ 4a WpHG des Regierungsentwurfs, BT-Drucks. 14/8017, S. 25). § 4a WpHG wurde letztlich aus dem Regierungsentwurf gestrichen, da Leerverkäufe „ein handelsübliches Instrument“ darstellen, ein Verbot als „Insellösung“ nicht zielführend sei und zu einer Verminderung der „Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland“ führen würde (BT-Drucks. 14/8958).

Die Diskussion um eine Einführung des § 4a WpHG wäre nicht erforderlich gewesen, wenn ein Leerverkaufsverbot auch über die Generalbefugnis des § 4 Abs. 1 WpHG zu erreichen gewesen wäre. Im Übrigen wurde die Leerverkaufsproblematik überwiegend in § 20a WpHG verortet (BT-Drucks. 14/8017, S. 89).

Insofern sprechen gewichtige Anhaltspunkte für die Annahme, dass Leerverkäufe nicht als Missstand im Sinne des § 4 Abs. 1 WpHG ausgelegt werden können und es für die Allgemeinverfügungen der BaFin an einer validen gesetzlichen Grundlage fehlt.

2.2. *§ 30h WpHG in der Fassung des Entwurfes des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte*

Unabhängig von der Frage nach dem konkreten Erfordernis weitergehender kapitalmarktrechtlicher Restriktionen, ist die Herstellung einer eindeutigen Gesetzeslage zu begrüßen, um Unsicherheiten in Bezug auf die Zulässigkeit von Leerverkäufen – in Zukunft – zu vermeiden.

Allerdings stellt ein generelles Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und Schuldtiteln der Eurozone, wie in dem aktuellen Entwurf des § 30h WpHG vorgesehen, einen sehr weitgehenden und finalen Eingriff in die Anlage- und Spekulationsmöglichkeiten der Finanzmarktteilnehmer dar, der im Ergebnis sogar über die bislang von der BaFin für notwendig erachteten Maßnahmen hinausgeht.

In Hinblick auf den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit ist abzuwägen, ob das Ziel, das Vertrauen in die Finanzmärkte zu stärken und negativen Marktentwicklungen entgegen zu wirken, nicht mit mildereren Mitteln zu erreichen ist. Durch die in dem Entwurf des § 30i WpHG vorgesehenen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten (siehe dazu unten 3) ist eine Überwachung systemisch bedeutender Netto-Leerverkaufspositionen durch die BaFin gewährleistet. Ergeben sich aus den übermittelten Netto-Leerverkaufspositionen Anhaltspunkte für eine (drohende) Marktverwerfung, sollte die BaFin durch Einführung einer entsprechenden gesetzlichen Regelung ermächtigt werden, ein

---

behördliches Verbot ungedeckter Leerverkäufe auszusprechen. Der im Juni 2002 zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz entwickelte Entwurf des § 4a WpHG kann als taugliche Grundlage einer Neuregelung herangezogen werden. Dieser sah ein Einschreiten der BaFin bei Drohen einer erheblichen Marktstörung vor, die schwerwiegende Gefahren für die Gesamtwirtschaft oder das Finanzsystem erwarten lässt. Desweiteren war der Erlass eines Leerverkaufsverbots nur im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Finanzen (BMF) und nach Anhörung der Deutschen Bundesbank möglich.

Durch eine entsprechende Einzelfallermächtigung könnte die BaFin angemessen auf Marktverwerfungen reagieren: In einer ersten Stufe können ungedeckte Leerverkäufe in Finanzinstrumenten bestimmter systemrelevanter Unternehmen verboten werden. Bei weiterer Verschärfung der Lage an den Kapitalmärkten können in einer zweiten Stufe sodann ungedeckte Leerverkäufe generell untersagt werden. Grundsätzlich ist im Rahmen einer Angemessenheitsprüfung zudem zu empfehlen, die durch die BaFin zu erlassenden Leerverkaufsverbote zeitlich zu begrenzen.

Gleichzeitig würde es keiner Normierung von Ausnahmeregelungen für z.B. Market Maker, Skontroführer und Liquidity Provider oder einer Ermächtigung des BMF zum Erlass weiterer Ausnahmen bedürfen, die aufgrund ihrer Formulierung für Rechtsunsicherheit sorgen könnten. Im Rahmen einer Einzelfallermächtigung würde die BaFin in die Lage versetzt, je nach Marktsituation bestimmte Marktakteure von einem finanzinstrumentenspezifischen oder allgemeinen Leerverkaufsverbot auszunehmen.

Im Übrigen erscheint das vorgesehene gesetzliche Leerverkaufsverbot wenig flexibel, was eine zukünftige Veränderung der Lage an Kapitalmärkten betrifft. Vor allem wäre es ohne Änderung des WpHG nicht möglich, ungedeckte Leerverkäufe wieder zuzulassen, wenn beispielsweise auf europäischer Ebene eine Entscheidung gegen die Einführung eines unbeschränkten Verbots ungedeckter Leerverkäufe getroffen wird oder vorhandenen Zweifeln Rechnung getragen werden muss, dass ungedeckte Leerverkäufe nicht zwingend einen nachteiligen Einfluss auf die Volatilität an den Kapitalmärkten in Krisenzeiten haben.

### **3. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen**

Über die bestehenden wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten ist es der BaFin nicht möglich, Leerverkäufe zu erfassen und zu überwachen. Die Schaffung einer

soliden Informationsgrundlage für den Bestand von Leerverkäufen ist notwendig, um angemessene Maßnahmen zur Verhinderung schädlicher Markttendenzen oder marktmissbräuchlichen Verhaltens zu treffen. Folgerichtig hat die BaFin daher mittels Allgemeinverfügung vom 4. März 2010 nach den Vorgaben des *Committee of the European Securities Regulators* (CESR) besondere leerverkaufsspezifische Melde- und Veröffentlichungspflichten normiert. Allerdings begegnet die Rechtmäßigkeit der behördlichen Transparenzverfügung denselben Bedenken, wie die der genannten Verbotsverfügungen (oben 2.1).

Daher sind die Bestrebungen um die Einführung gesetzlicher Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Rechtsträger von Netto-Leerverkaufspositionen in der vorgesehenen Fassung des § 30i WpHG zu begrüßen.

Inhaltlich ist zu erwägen, ob die in Abs. 1 der in Rede stehenden Norm genannten Schwellenwerte von momentan 0,2 und 0,5 Prozent mittels Rechtsverordnung des BMF zu bestimmen sind, um entsprechend den Vorgaben des CESR eine spätere Anpassung der Schwellenwerte ohne Gesetzesänderung vornehmen zu können.

#### **4. Zusammenfassung**

Eine gesetzliche Ermächtigung der BaFin zum Erlass behördlicher Leerverkaufsverbote ist gegenüber einem generellen gesetzlichen Verbot vorzuziehen. Durch Mitteilung und Veröffentlichung von Netto-Leerverkaufspositionen gemäß des vorgesehenen § 30i WpHG wird es der BaFin ermöglicht, systemrelevante Leerverkaufspositionen zu identifizieren und drohende Marktverwerfungen frühzeitig zu erkennen. Es ist zu empfehlen, durch eine entsprechende Anpassung der aktuellen Entwurfsfassung des § 4a WpHG in Anlehnung an die Überlegungen zu § 4a WpHG der Entwurfsfassung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes eine leerverkaufsspezifische Ermächtigung der BaFin zu schaffen, um einzelfallbezogen entweder mittels Verbots ungedeckter Leerverkäufe in spezifischen Finanzinstrumenten oder im Wege einer generellen Untersagung die Stabilität des Finanzsystems zu schützen und Nachteile für einen ordnungsgemäßen Kapitalmarkthandel abzuwenden.