

Deutsche Bundesbank · Postfach 10 06 02 · 60006 Frankfurt am Main

Zentrale

Per E-Mail: [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

Wilhelm-Epstein-Straße 14  
60431 Frankfurt am Main

Deutscher Bundestag  
Finanzausschuss  
Der Vorsitzende  
Herrn Dr. Volker Wissing  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

Telefon: 069 9566-0  
Telefax: 069 9566-3077

presse-information  
@bundesbank.de  
www.bundesbank.de

SWIFT MARK DE FF

Ihr Zeichen

Unser Zeichen  
F 14-1

Name, Telefon/Telefax  
Tänzler  
069 9566-3552

Datum  
15.06.2010

## **Schriftliche Stellungnahme zum Entwurf der Fraktionen der CDU/CSU und FDP für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte**

Sehr geehrter Herr Dr. Wissing,

die Deutsche Bundesbank bedankt sich für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte.

Wir begrüßen die Zielsetzung des Gesetzentwurfs, die Stabilität der Finanzmärkte zu stärken und die Transparenz hinsichtlich bestimmter Transaktionen zu verbessern.

Aus unserer Sicht sollte das vorrangige Ziel von regulatorischen Marktinterventionen zunächst sein, die Transparenz an den Finanzmärkten zu erhöhen, um den Aufsichtsbehörden ein genaueres Bild der Lage insbesondere mit Blick auf die Risikokonzentration und die Stabilität des Finanzsystems zu verschaffen.

Fallweise Eingriffe in den Handel mit Finanzinstrumenten können in Zeiten extremer Volatilität geboten sein, um die übergeordneten Ziele der Marktintegrität und Finanzstabilität zu erfüllen. Pauschale Verbote bestimmter Aktivitäten können demgegenüber die Funktionsfähigkeit und Effizienz der Finanzmärkte - insbesondere den Preisfindungsmechanismus - beeinträchtigen und sollten deshalb sorgfältig abgewogen werden.

Die Effizienz und Effektivität von Transparenzvorschriften und Markteingriffen würde entscheidend erhöht, wenn die Maßnahmen – wie von der Bundesregierung gefordert – auf internationaler Ebene, zumindest aber auf EU-Ebene, vorangetrieben würden.

## Leerverkäufe

Der Diskussionsentwurf sieht ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und bestimmten Schuldtiteln, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, sowie Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien, welche an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, vor.

Darüber hinaus soll die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf Grundlage des neu eingefügten § 4a WpHG ermächtigt werden, im Benehmen mit der Deutschen Bundesbank (BBk) unter anderem vorübergehend Geschäfte in Derivaten zu verbieten, die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise einem Leerverkauf in den oben genannten Aktien und Schuldtiteln entsprechen, wenn dies geeignet und erforderlich ist, die Stabilität und Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte zu gewährleisten. Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) soll unter anderem ermächtigt werden, diese Geschäfte durch Rechtsverordnung (dauerhaft) zu untersagen. Damit unterfallen Leerverkäufe künftig einer expliziten Regulierung im WpHG.

Grundsätzlich können Leerverkäufe wichtige ökonomische Funktionen erfüllen. So ist der Einsatz von Leerverkäufen prinzipiell dazu geeignet, die Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten zu verbessern, indem sie die Möglichkeit bieten, pessimistischen Markterwartungen einen verstärkten Ausdruck zu verleihen. Sie können damit z. B. fundamental nicht gerechtfertigten Kursanstiegen entgegenwirken. Daneben erhöhen Leerverkäufe im Allgemeinen die Liquidität im Markt und stellen ein wichtiges Instrument dar, um die sich aus Long-Positionen ergebenden Kursrisiken abzusichern. Grundsätzlich können auch ungedeckte Leerverkäufe zur Erfüllung der Absicherungsfunktion beitragen und dienen nicht notwendigerweise destabilisierender Spekulation.

Gleichzeitig können (insbesondere ungedeckte) Leerverkäufe auch für Marktmanipulation eingesetzt werden. Zu erwähnen sind in diesem Zusammenhang z. B. das sog. "Short and Distort", eine Praktik, bei der Leerverkäufe mit dem Streuen unzutreffender Gerüchte kombiniert werden, oder "Bear Raids", mit denen durch massive Leerverkäufe der Börsenpreis so nach unten getrieben wird, dass eine Verkaufspanik ausgelöst wird – um sich später zu gesunkenen Preisen einzudecken. Entsprechende missbräuchliche Transaktionen sind aber bereits heute gemäß § 20a WpHG grundsätzlich verboten.

Hinsichtlich der vorgeschlagenen Regulierung von Leerverkäufen sind aus unserer Sicht zunächst zwei Aspekte zu berücksichtigen: Zum einen legt eine Mehrzahl von Untersuchungen, die die Wirksamkeit der im Zuge der Finanzkrise international verhängten Leerverkaufsbeschränkungen analysieren, nahe, dass mit diesen Einschränkungen in der Regel negative Auswirkungen auf die Marktliquidität und die Volatilität verbunden waren, ohne dass eine positive Wirkung auf die Kursentwicklung nachgewiesen werden konnte. Zum anderen hat die EU-

Kommission einen Legislativvorschlag zur Regulierung von Leerverkäufen für Oktober 2010 angekündigt.

Vor diesem Hintergrund begrüßen wir zunächst im Grundsatz die neuen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten, da diese geeignet sind, mehr Transparenz bei Leerverkaufspositionen zu schaffen und den Empfehlungen des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) vom 2. März d. J. entsprechen. Ohne derartige Meldepflichten sind im Einzelfall aus Leerverkäufen resultierende Missstände nur schwer und mit großem Aufwand zu identifizieren.<sup>1</sup> Darüber hinaus ist zu erwarten, dass schon allein das Vorhandensein von Meldepflichten marktmissbräuchliche Verhaltensweisen tendenziell abschreckt. Durch die explizite Verankerung im WpHG wird zudem die bisherige, auf einer Allgemeinverfügung der BaFin gemäß § 4 Abs. 1 WpHG beruhende, Melde- und Veröffentlichungspflicht auf eine konkrete gesetzliche Basis gestellt. Wir regen allerdings an, Details der geplanten Regelungen, wie z. B. die *personalisierte* Veröffentlichung von Netto-Leerverkaufspositionen gegenüber der Öffentlichkeit nochmals auf ihre möglichen Marktwirkungen hin zu überprüfen.

Wir begrüßen zudem die Intention der allgemeinen Ermächtigungsklausel des neuen § 4a Abs. 1 WpHG, die es der BaFin – im Benehmen mit der BBk – ermöglicht, zusätzliche diskretionäre Maßnahmen zur Sicherstellung bzw. Wiederherstellung der Stabilität und Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte auch im Hinblick auf Leerverkäufe zu treffen.

Vor diesem Hintergrund könnte ein dauerhaftes Verbot von ungedeckten Leerverkäufen des § 30h WpHG-E und die in § 4a Abs. 5 WpHG-E vorgesehene Ermächtigung des BMF, „derivative Leerverkäufe“ durch Rechtsverordnung zu verbieten, entbehrlich sein. Sofern an der in § 4a Abs. 5 WpHG-E geplanten Verordnungsermächtigung im weiteren Gesetzgebungsverfahren festgehalten wird, schlagen wir vor, in Anlehnung an die in § 4a Abs. 1 WpHG-E vorgesehene Benehmensherstellung eine Anhörung der BBk vor dem Erlass entsprechender Rechtsverordnungen vorzusehen. Dadurch wäre gewährleistet, dass die Bundesbank ihre Expertise zu Fragen der Finanzmarktstabilität einbringen kann.

### **Verbot von bestimmten Kredit- und Währungsderivaten**

Aus unserer Sicht ist es vorrangiges Ziel, zunächst die Transparenz an den Derivatemärkten z. B. durch das Clearing von standardisierten Derivaten über regulierte zentrale Gegenparteien und durch Meldung der Geschäfte an zentrale Datenregister für OTC-Derivate zu erhöhen.

---

<sup>1</sup> Dies steht im Übrigen auch im Einklang mit dem von der IOSCO geforderten Prinzip „Short selling should be subject to a reporting regime that provides timely information to the market or to market authorities“, siehe Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions: Regulation of Short Selling, Final Report, June 2009.

Obwohl wir in diesem Zusammenhang pauschale Verbote bestimmter Derivate grundsätzlich kritisch sehen, erkennen wir an, dass insbesondere ungedeckte Kreditausfallversicherungen, denen kein originäres Absicherungsinteresse zugrunde liegt, unerwünschte Marktentwicklungen verstärken können. Angesichts der aus unserer Sicht noch ungeklärten Umsetzung und Wirkung des im neuen § 30j WpHG vorgesehenen generellen Verbots wäre zu erwägen, Verbote solcher Geschäfte künftig auf Grundlage des neuen § 4a Abs. 1 WpHG fallweise auszusprechen. Weitergehende gesetzliche Maßnahmen könnten dann im Zuge der von der EU-Kommission angekündigten Legislativvorschläge sowohl für die Erhöhung der Transparenz an den Derivatemärkten als auch zum Thema „spekulative CDS“ erfolgen.

Auch das bei Währungsderivaten im Wege der Verordnungsermächtigung des BMF gemäß § 4a Abs. 5 WpHG-E angelegte (dauerhafte) Verbot ist sorgfältig abzuwägen. Grundsätzlich erfüllen Währungsderivate zahlreiche wichtige ökonomische Funktionen. Unter anderem steigern sie tendenziell die Kapitalmobilität, was für sich genommen den Wechselkurskanal des geldpolitischen Transmissionsprozesses fördert. Realwirtschaftlich dienen Währungsderivate unter anderem der Absicherung von Währungsrisiken außenhandelsorientierter Unternehmen. Die Folgen des gemäß § 4a Abs. 5 WpHG-E möglichen Verbots bestimmter Währungsderivate sowohl auf den geldpolitischen Transmissionsprozess, als auch auf das Risikomanagement können derzeit nicht abgeschätzt werden. Statt der Möglichkeit eines dauerhaften Verbots sollte daher auch hier der neue § 4a Abs. 1 WpHG als Grundlage ausreichen, künftig in bestimmten Marktsituationen entsprechende Verbote auszusprechen. Sollte dennoch an der Verordnungsermächtigung festgehalten werden, sollte auch hier eine vorherige Anhörung der BBk vorgesehen werden.

Mit freundlichen Grüßen

DEUTSCHE BUNDESBANK

gez. Dr. Bischofberger      gez. Dr. Liebig