

An den
Vorsitzenden des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestags
Herrn MdB Dr. Volker Wissing
Platz der Republik 1
11011 Berlin



Professor Dr. Thomas M. J. Möllers
Universität Augsburg ■ Universitätsstraße 2 ■ 86135
Augsburg
Tel. +49(0) 821 598-4516 ■ Fax +49(0) 821 598-4517

thomas.moellers@jura.uni-augsburg.de
www.thomas-moellers.de

Augsburg, den 15. Juni 2010

Stellungnahme zum Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte

Sehr geehrter Herr Vorsitzender, sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Einladung des Finanzausschusses, zum Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte Stellung zu beziehen.

I. Mögliche Regelungskonzepte

Zunächst möchten wir auf die Möglichkeiten einer Regulierung ungedeckter Leerverkäufe eingehen. Dabei soll eine mögliche Erhöhung der Transparenzvorschriften, auf eine verbesserte Durchsetzung der Lieferverpflichtungen und auf das angedachte Verbot erörtert werden. Im Anschluss möchten wir uns zur Problematik ungedeckter Kreditderivate äußern. Dort wird die Einführung zentraler Gegenparteien, die Einführung von Transaktionsregistern und ein Verbot ungedeckter Kreditderivate diskutiert.

II. Ungedeckte Leerverkäufe

1. Ermächtigungsgrundlage für die BaFin

§ 4a WpHG-E schafft eine Befugnis für die BaFin, den Handel in bestimmten Finanzinstrumenten vorübergehend zu untersagen oder den Handel auszusetzen, soweit Nachteile für die Stabilität der Finanzmärkte zu befürchten sind. Da die Tauglichkeit von § 4 Abs. 1 WpHG für ein vorübergehendes Verbot von Leerverkäufen zu bezweifeln ist, schafft § 4a WpHG-E nun eine angemessene Rechtsgrundlage.¹ Damit wird ein flexibles System geschaffen, um auf aktuelle Marktentwicklungen reagieren zu können.

2. Erhöhung der Transparenz, § 30i WpHG-E

Marktmissbräuchliches Verhalten oder *abusive naked short sales* stellen die größte Gefahr ungedeckter Leerverkäufe dar. Eine erhöhte Transparenz von Leerverkäufen ist dazu geeignet, marktmissbräuchliches Verhalten festzustellen. Auch die Aufsichtsbehörden anderer Mitgliedstaaten haben als Maßnahmen ergänzende Offenlegungspflichten für Leerverkaufspositionen eingeführt (so etwa Belgien, Griechenland, Spanien und das Vereinigte Königreich).²

Der bestehende Regelungsvorschlag zur Einführung eines dualen Transparenzsystems ist daher zu begrüßen. Die in § 30i WpHG-E vorgeschlagenen Offenlegungspflichten von Netto-Leerverkaufspositionen liefern dem Markt und Aufsichtsbehörden Informationen über ein mögliches abgestimmtes oder missbräuchliches Verhalten. Eine potentielle Kursmanipulation durch den Aufbau massiver Leerverkaufspositionen könnte somit unterbunden werden. Eine Offenlegung stellt zudem einen negativen Anreiz dar, große Leerverkaufspositionen zu halten, so dass einer zu schnellen Abwärtsbewegung des Marktes entgegen gewirkt wird.³ Durch die Offenlegung an die BaFin kann diese schnell erkennen, ob Verdachtsmomente für eine Marktmanipulation vorliegen und ob die Notwendigkeit zum Eingreifen besteht,⁴ ohne dass der Markt durch eine Erhöhung der Zahl der Mitteilungen informationell überbelastet wird. Erreicht

¹ Zimmer/Beisken, WM 2010, 485, 491.

² Committee of European Securities Regulators (CESR), Measures adopted by CESR Members on short selling, 2009.

³ Committee of European Securities Regulators (CESR), Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, July 2009, S. 6, 9; FSA, Consultation Paper 09/1, Temporary short selling measures, 2009, S. 25; IOSCO, Regulation of Short Selling Final Report, June 2009, S. 12.

⁴ Ebenda.

die Netto-Verkaufsposition eine Schwelle von 0,5% so wird der Markt informiert und erhält das Signal, dass das Papier von einigen Marktteilnehmern als überbewertet angesehen wird. Dies kann gerade bei schnellen Aufwärtsbewegungen im Markt einer Blasenbildung entgegenwirken.⁵ Die Meldung von Netto-Leerverkaufspositionen verbessert zudem die Preisbildung, indem sie auch Derivatepositionen über die Zusammenrechnung indirekt transparent macht.

Für die Berechnung der Schwellenwerte sollte allerdings die Anzahl an Stimmrechten zugrunde gelegt werden, die nach § 26a WpHG vom Emittenten gemeldet werden müssen. Der Bafin liegen diese Daten vor. Im § 30i Abs. 1 WpHG-E wird dagegen auf die ungenauere Zahl „ausgegebene Aktien“ abgestellt.⁶

3. Verringerung von *fails to deliver*

Neben einer erhöhten Transparenz kommt als Regulierungsmöglichkeit auch eine verbesserte Durchsetzung der Lieferpflichten im Rahmen von ungedeckten Leerverkäufen in Betracht. Die Diskussion um ungedeckte Leerverkäufe ist in den USA weiter fortgeschritten. Dort wird in einer Dreiteilung zwischen *short sales*, *naked short sales* und *abusive naked short sales* unterschieden. *Abusive naked short sales* liegen vor, wenn der Leerverkäufer von Anfang an nicht die Absicht hat, die Aktien tatsächlich zu liefern und der Leerverkauf nur mit dem Ziel der Manipulation des Aktienkurses durchgeführt wurde.⁷ Zur Regulierung strebt die SEC mit der *Regulation SHO* eine Minimierung der Ausfälle bei Wertpapierverpflichtungen an. Ungedeckte Leerverkäufe dürfen nur durchgeführt werden, wenn die Finanzinstrumente nach gutem Glauben der Händler verfügbar sind.⁸ Gemäß Rule 204 der Regulation SHO dürfen Teilnehmer eines Wertpapierhandelssystems keine ungedeckten Leerverkäufe mehr tätigen, wenn sie mit zu erfüllenden Positionen in Verzug sind (*fails to deliver*).⁹ Leerverkäufe bei Wertpapieren mit hohen Lieferverzugsraten dürfen nicht ungedeckt leerverkauft werden. Die 2005 eingeführten Regelungen waren bisher erfolgreich. Die *fails to deliver* konnten seitdem um über 50% gesenkt

⁵ Mittermeier, ZBB 2010, 139, 146.

⁶ Vgl. DAI, Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Stabilität der Finanzmärkte v. 28.5.2010.

⁷ Trüg/Gerson, Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?, NJW 2009, 3202, 3204.

⁸ Rule 203(a)(1) der Regulation SHO 2004, Release-No. 34-50103; McCaffrey, Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis., Albany Law Review, 73(2), 2010, 483, 487.

⁹ SEC, Amendments to Regulation SHO, Release-No. 34-60388, S. 6.

werden.¹⁰ Im Februar 2010 führte die SEC schließlich ein *Circuit Breaker*-System ein, das nach einem Kursrückgang von 10% den Handel aussetzt, um Marktturbulenzen vorzubeugen.¹¹

Auch in Deutschland könnten die bestehenden Regelungen zur Erfüllungsdurchsetzung durch das bisherige System der Clearingstellen der Aktienbörsen weiter verschärft werden, um ungedeckte Leerverkäufe ohne Erfüllungsabsicht zu unterbinden. Die Lieferdisziplin könnte beispielsweise gestärkt werden, wenn der Auktionspreis im Rahmen einer Zwangseindeckung nicht mehr auf das Doppelte beschränkt bleibt.¹²

Analog zur Regulation SHO in den USA könnten Händler verpflichtet werden, zunächst zu prüfen, ob zur Eindeckung genügend Wertpapiere auf dem Markt verfügbar sind. Bei Zweifeln sollte der ungedeckte Leerverkauf vorübergehend unmöglich sein. Außerdem sollten sowohl Leerverkäufer als auch Unternehmen mit hohen *fails to deliver* Raten von Leerverkäufen ausgeschlossen werden. Dies könnte eine systematische Kursbeeinflussung bestimmter Marktteilnehmer unterbinden.

Circuit Breakers können schließlich ein geeignetes Mittel zur Stabilisierung von Kursen darstellen.¹³ Ab einem Kursverlust von bspw. 10 % greifen Handelsbeschränkungen ein, um den Handel zu beruhigen. Allerdings kann bei Annäherung an die Schwelle ein noch größerer Verkaufsdruck entstehen und so den Kursverfall noch beschleunigen.

III. Verbot ungedeckter Leerverkäufe

1. Regelungsgehalt und kritische Würdigung des § 30h WpHG-E

Das geplante Verbot ungedeckter Leerverkäufe nach § 30h WpHG-E erscheint in sich nicht stimmig. Zunächst ist nach § 30h Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-E das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen auf alle Aktien vorgesehen. Anders als das vorübergehende Verbot durch die BaFin bleibt dieses Verbot auch nicht auf ausgewählte Finanzunternehmen beschränkt.¹⁴ Das

¹⁰ SEC, 2009-172, SEC Takes Steps to Curtail Abusive Short Sales and Increase Market Transparency; SEC, Amendments to Regulation SHO, Release-No. 34-60388, S. 27; Norris, The New York Times v. 1.5.2009, S. B1.

¹¹ McCaffrey, Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis., Albany Law Review, 73(2), 2010, 483, 515.

¹² Vgl. Clearing-Bedingungen der Eurex Clearing AG, Kapitel V., 2.2 lit. c.

¹³ Avgouleas, A new framework for the global regulation of short sales, Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 16, No. 2, 2010, der ein System erhöhter Transparenz und Handelsbeschränkungen als beste Möglichkeit zur Regulierung von Leerverkäufen sieht; Mittermeier, ZBB 2010, 139, 145; Harris, Trading and Exchanges, 2003, S. 572 ff.

¹⁴ Vgl. Allgemeinverfügungen der BaFin v. 18. Mai 2010 und 19. September 2008.

Verbot zielt damit auf eine Verbesserung der Marktintegrität und Marktstabilität ab¹⁵ und nicht nur auf eine vorübergehende Einschränkung von Leerverkäufen zur Kursstabilisierung bestimmter Unternehmen. Der erweiterte Ordnungsrahmen ist grundsätzlich zu begrüßen, da punktuelle Verbote zum Zweck der Kursstabilisierung bislang kaum erfolgreich waren.¹⁶ Unternehmen können jedoch ebenso durch spekulative Angriffe auf ihre Anleihen in Bedrängnis gebracht werden, wie durch Leerverkäufe in ihren Aktien. Deshalb müsste sich ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe konsequenterweise auch auf Unternehmensanleihen beziehen.

Dagegen beschränkt sich das Verbot nach § 30h Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-E auf Euro-Schuldtitle von Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Die Schutzrichtung zielt damit anders als § 30h Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-E auf die Vermeidung von Spekulationen gegen Mitglieder der Euro-Zone ab. Diese Einschränkung hat zur Konsequenz, dass Fremdwährungsanleihen nicht erfasst werden.¹⁷ Fremdwährungsanleihen stellen ebenso Verbindlichkeiten der EU-Staaten dar und unterscheiden sich von Euroanleihen nur hinsichtlich der Währung. Sie könnten ebenso Angriffspunkt einer Spekulation sein und sollten konsequenterweise mite erfasst werden. Selbst wenn die Währungsrisiken von Fremdwährungsanleihen durch den Staat abgesichert werden, ergeben sich zumindest mittelbar Risiken für die Versicherungsprämien, wenn diese Anleihen Ziel von Angriffen werden.

Davon zu unterscheiden ist der Handel von Anleihen anderer EU-Mitgliedstaaten, die jedoch nicht Mitglied der Euro-Zone sind (etwa britische Staatsanleihen, die in Pfund Sterling ausgegeben werden). In einem ersten Schritt steht zunächst der Schutz der europäischen Währung im Mittelpunkt, sodass eine Ausweitung des Verbots auf solche Anleihen derzeit nicht durchgeführt werden sollte. Letzten Endes ist dies jedoch eine politische Entscheidung.

Zuletzt wäre auch an eine Ausdehnung des Verbots auf im Inland gehandelte ausländische Anleihen von Nicht-Mitgliedstaaten zu denken (etwa Anleihen der USA). Hier werden keine ureigenen wirtschaftlichen Interessen des Euro-Raumes oder der Bundesrepublik Deutschland

¹⁵ Begr. RegE, S. 6.

¹⁶ Vgl. *Boehmer/Jones/Zhang*, Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban, Johnson School Research Paper Series No. 34-09, 2009; *McCaffrey*, Review of the Policy Debate Over Short Sale Regulation During the Market Crisis., Albany Law Review, 73(2), 2010, 483, 498; *Bris/Goetzmann/Zhu*, Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World, Yale ICF Working Paper No. 02-45, 2004; ebenso *Cox*, der das Leerverkaufsverbot von Finanzaktien als den größten Fehler seiner Karriere bezeichnet; im Internet abrufbar unter: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/12/23/AR2008122302765.html>.

¹⁷ Beispielsweise hat die Bundesrepublik Deutschland am 14.09.2009 eine 4 Mrd. US-Dollar Fremdwährungsanleihe begeben, die an der Frankfurter Börse gehandelt wird. Ziel der Emission ist eine Ausweitung der Investoren-Basis.

berührt. Zu denken wäre jedoch an eine Abstimmung auf internationaler Ebene, nach der ein gemeinsames Transparenzregime etabliert werden könnte.

2. Verhältnismäßigkeit des Verbots ungedeckter Leerverkäufe

Ausweislich der Begründung des Gesetzesentwurfes soll das Verbot ungedeckter Leerverkäufe dazu dienen, Marktmanipulationen zu verhindern und den Finanzmarkt zu stabilisieren.¹⁸ Marktmanipulationen durch Leerverkäufe werden indes schon nach geltendem Recht unter § 20a WpHG erfasst.¹⁹ Es ist daher fraglich, ob eine darüber hinaus gehende Regulierung verhältnismäßig ist.²⁰

a) Geeignetheit

Zunächst ist das vorgeschlagene Verbot darauf zu untersuchen, ob es zur Zielerreichung geeignet ist. Hinsichtlich des Ziels der Stabilisierung der Finanzmärkte sind Zweifel angebracht. Die weltweiten Verbote von Leerverkäufen im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 führten nicht zu einer Kursstabilisierung.²¹ Eine Einschränkung von ungedeckten Leerverkäufen allein kann nicht verhindern, dass die Kurse von in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen oder Staaten aufgrund eines schwindenden Vertrauens der Anleger einbrechen.²²

Die wenigen verfügbaren Daten sprechen ungedeckten Leerverkäufern einen großen Einfluss auf das Marktgeschehen ab.²³ Die Wirksamkeit des alleinigen deutschen Verbots wird dadurch eingeschränkt, dass zur Umgehung des Verbots ein Ausweichen auf alternative, weniger regulierte, Finanzplätze leicht vollzogen werden kann. Somit sinkt die Liquidität des deutschen Finanzplatzes, was wiederum eine höhere Volatilität nach sich zieht. Mithin ist zu bezweifeln, dass ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe geeignet ist, das Ziel einer Marktstabilisierung zu erreichen.

¹⁸ Begr. RegE, S. 6.

¹⁹ Zimmer/Beisken, WM 2010, 485, 488; Trüg/Gerson, NJW 2009, 3202–3206, 3206.

²⁰ Gegen eine weitergehende Regulierung von Leerverkäufen Mittermeier, ZBB 2010, 139, 144; FSA, Short selling, Discussion Paper 09/1, 2009, 4.14.

²¹ Vgl. Fn. 3.

²² Deutsche Bank, Short selling, April 2010, S. 6.

²³ FSA, Short selling, Discussion Paper 09/1, 2009, 4.12.

b) Erforderlichkeit

Zur Rechtfertigung eines Verbots dürfte kein anderes, milderer Mittel zur Regulierung zu Verfügung stehen. Abwicklungsschwierigkeiten aufgrund ungedeckter Leerverkäufe werden bereits durch Zinszahlungen und zu hinterlegenden Sicherheiten für die Darlehen beschränkt.²⁴ Die bestehenden Börsenregelungen²⁵ sehen zudem eine Regulierung ungedeckter Leerverkäufe vor, nach der die Positionen des Leerverkäufers nach einer bestimmten Frist automatisch geschlossen werden. Mitglieder des Clearing-Systems, die sich im Verzug befinden, können keine weiteren Positionen eröffnen, bis sie die offenen Positionen geschlossen haben.²⁶ Die Marktmanipulation mithilfe ungedeckter Leerverkäufe wird bereits von § 20a WpHG erfasst. Allerdings ergeben sich hier schwer zu bewältigende Nachweisprobleme. Zudem bietet § 20a WpHG nur die Möglichkeit, ex post eine Manipulation zu sanktionieren; in diesem Fall ist der Schaden jedoch bereits entstanden.

§ 4a WpHG-E schafft eine Ermächtigungsgrundlage für die BaFin, um in Ausnahmesituationen flexibel auf sich aktuelle Marktentwicklungen reagieren zu können. Ein solch flexibles System verbunden mit einer erhöhten Transparenz und einer verbesserten Durchsetzung der Lieferpflichten stellt einen ausreichenden Schutz vor den Gefahren ungedeckter Leerverkäufe dar, sodass ein vollständiges Verbot als härteres Mittel nicht mehr erforderlich ist.

c) Verhältnismäßigkeit

Die von ungedeckten Leerverkäufen ausgehende Gefahr liegt aber darin, dass sie einen Anreiz zur Marktmanipulation im Sinne von § 20a WpHG schaffen. Eine Abwärtsbewegung von Aktien oder Anleihen kann durch das willentliche Eingehen großer Leerverkaufspositionen initiiert oder verstärkt werden. Darüber hinaus steigen durch ungedeckte Leerverkäufe die Transaktionskosten, wenn es zu Fehlern in der Abwicklung kommt (sog. *fails to deliver*). Damit einhergehend ist die Problematik, dass theoretisch mehr Aktien verkauft werden können, als

²⁴ Mittermeier, ZBB 2010, 139, 141.

²⁵ Bspw. §§ 9-11 der Handelsbedingungen der Frankfurter Wertpapierbörse; Kap. I, Abschnitt 7.1 der Clearing-Bedingungen der Eurex Clearing AG.

²⁶ Kapitel I, 7.1 Abs. 5 der Clearing-Bedingungen der Eurex Clearing AG v. 2.11.2009.

überhaupt verfügbar sind. Dies führt regelmäßig zu für das Vertrauen in den Kapitalmarkt schädlichen Kurskapriolen.²⁷

Da diese Gefahren aber durch mildere Mittel abgewendet werden können, stellt sich die Frage nach der Verhältnismäßigkeit im Hinblick auf mögliche Nachteile eines Verbotes von ungedeckten Leerverkäufen. Die positiven Wirkungen von Leerverkäufen auf den Markt sind wissenschaftlich ausreichend dargelegt worden.²⁸ Neben der Verbesserung der Preiseffizienz durch die Verfügbarkeit wichtiger Informationen,²⁹ können auch Überbewertungen und Blasenbildungen am Kapitalmarkt verhindert werden. Auch *ungedechte* Leerverkäufe haben positive Effekte für die Funktionsfähigkeit und Qualität des Kapitalmarkts. Sie tragen zu einer deutlich reduzierten Fehlerrate im Preisfindungsprozess und zu einer verringerten Volatilität von Aktienkursen und Bid-Ask Spreads bei.³⁰ Insbesondere Market Maker benutzen ungedeckte Leerverkäufe zur Bedienung von Kundenanfragen und erhöhen damit die Liquidität des Handels.³¹ Im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Liquidität ist der Ausnahmetatbestand für Market Maker nach § 30h Abs. 2 WpHG-E zu begrüßen.

Insgesamt ist ein Verbot von Leerverkäufen auch im Hinblick auf das angemessene Verhältnis der zu erwartenden Vorteile im Vergleich zu den volkswirtschaftlichen Einschränkungen abzulehnen.

3. Empfehlung

Begrüßenswert ist eine Erhöhung der Transparenz für ungedeckte Leerverkäufe wie sie nach § 30i WpHG-E vorgeschlagen wird. Ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe erscheint angesichts milderer Mittel aber als unverhältnismäßig.

²⁷ Prominentes Beispiel hierfür ist der starke Anstieg der VW-Aktie (Short-Squeeze), als bekannt wurde, dass weniger Aktien am Markt vorhanden sind als leerverkauft wurden. Nachdem Porsche gemeldet hatte, insgesamt Zugriff auf etwa 75% der Aktien zu haben und das Land Niedersachsen 20% hielt, waren nur noch 5% der Aktien frei handelbar. In dieser Situation waren 12 – 15% leerverkauft worden. Vgl. Spiegel Online v. 28.10.2008, Hedgefonds verzockten fast 15 Milliarden Euro mit VW-Aktien.

²⁸ *Gilson/Kraakman*, 70 Vir. L. Rev. 549 (1984); *Boehmer/Jones/Zhang*, Which shorts are informed; *Boehmer/Wu*, Short selling and the informational efficiency of prices; *Fotk/Raman/Yadav*, Naked short selling: The Emperor's New Clothes?, 2009; *Kolasinski/Reed/Thornock*, Prohibitions versus Constraints: The 2008 Short Sales Regulations, AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, 2009; *FSA*, Consultation Paper 09/1, Temporary short selling measures, 2009, S. 4; *SEC*, Amendments to Regulation SHO, Release-No. 34-59748, S. 9 f.

²⁹ *Boehmer/Jones/Zhang*, Which Shorts Are Informed?, *Journal of Finance*, 2007, 491–527; *Boehmer/Wu*, Short Selling and the Price Discovery Process, 2010.

³⁰ *Fotak/Raman/Yadav*, Naked Short Selling: The Emperor's New Clothes?, 2009.

³¹ *FSA*, Short selling, Discussion Paper 09/1, 2009, 4.13.

Auf europäischer Ebene bestehen keine Rechtsvorschriften zum Verbot und zur Transparenz von Leerverkäufen. Vergleichbar zu den Maßnahmen der SEC hat auch die Europäische Kommission in ihrem Vorschlag einer Richtlinie zur Regelung von Managern alternativer Anlageformen eine Pflicht der Mitgliedstaaten zur Vermeidung von *fails to deliver* eingefügt.³² Der deutsche Alleingang durch die Allgemeinverfügung der BaFin irritierte andere europäische Länder und zerstörte das Vertrauen an den Kapitalmärkten.³³ In Bezug auf weitere Maßnahmen ist ein einheitliches europäisches Vorgehen zu empfehlen.³⁴ Am 14.6.2010 ließ die Europäische Kommission verlautbaren, dass sie auf europäischer Ebene kein Verbot ungedeckter Leerverkäufe anstrebt, sondern eine punktuelle Regelung durch Aufsichtsbehörden für sinnvoll erachtet.³⁵

IV. Regelungskonzepte zur Erfassung von Kreditderivaten

1. Mehrwerte und Gefahren von Kreditderivaten

Kreditderivate sind seit Ausbruch der Finanzmarktkrise in der Kritik. Durch ein hohes Maß an Intransparenz können sie eine Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte darstellen.³⁶ Der außerbörsliche Handel schränkt die Transparenz des Marktes ein. Eine systemische Gefahr ist durch die hohe Hebelwirkung und durch das Ausfallrisiko der Gegenpartei begründet.³⁷ Während bei gedeckten Kreditderivaten der Sicherungsnehmer an der Bonität des Referenzschuldners

³² Art. 11 Abs. 4 des Vorschlags für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates über die Verwaltung alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RL 2004/39/EG und 2009/.../EG, KOM (2009= 207 endgültig. „Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass AIFM, die bei Anlagen im Namen eines oder mehrerer AIF Leerverkäufe tätigen, über Verfahren verfügen, die gewährleisten, dass sie zu dem Zeitpunkt, zu dem sie zur Lieferung verpflichtet sind, auch tatsächlich Zugang zu den betreffenden Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten haben, und dass das Risikomanagement dieser AIFM eine angemessene Steuerung der mit der Lieferung leerverkaufter Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente verbundenen Risiken ermöglicht.“

³³ Handelsblatt v. 19.5.2010, Deutscher Alleingang verärgert EU-Partner.

³⁴ Siehe auch die Antwort der Marktteilnehmer auf die Anfrage der FSA, Consultation Paper 09/1, Temporary short selling measures, 2009, S. 17, sowie auf den Vorschlag des CESR, Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, July 2009, S. 7, 10.

³⁵ EU-Kommission, Memo/10/255 v. 14.6.2010, abrufbar unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/255&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

³⁶ Beispielhaft für das von Derivaten ausgehende systemische Risiko steht der fast-Zusammenbruch des Versicherungskonzerns AIG im Juni 2008. AIG hatte derivative Finanzinstrumente in Form von Credit Default Swaps (CDS) in Höhe von 446 Milliarden US-Dollar verkauft. Ein Ausfall dieses Schuldners hätte das globale Finanzsystem vollends zum Erliegen gebracht Vgl. *Cecchetti et al.*, BIS Quarterly Review, September 2009, S. 45.

³⁷ Der Ausfall von Lehman Brothers verdeutlichte diese Gefahr.

interessiert ist, schaffen ungedeckte CDS eine problematische Anreizstruktur.³⁸ Es besteht die Gefahr einer *moral hazard* Situation, in der der Sicherungsnehmer auf die Pleite des Referenzschuldners spekuliert.³⁹ Auf der anderen Seite sorgen ungedeckte Kreditderivate dafür, dass die Liquidität des Marktes zur Absicherung von Kreditrisiken verbessert wird. Marktteilnehmer mit einem berechtigten Absicherungsinteresse können somit geeignete Käufer ihrer Kreditrisiken finden. Ein liquider Kreditderivatemarkt verbessert die Preiseffizienz des Marktes und kann so frühzeitig auf Fehlentwicklungen hinweisen.⁴⁰ Ungedeckte Kreditderivate leisten somit einen wichtigen Beitrag zur Allokationseffizienz am Kapitalmarkt.

2. Abwicklung über zentrale Gegenparteien

Zunächst sollen mögliche Konzepte zur Regulierung bestimmter Kreditderivate vorgestellt werden. Im Anschluss daran wird das geplante Verbot ungedeckter Kreditderivate auf die Verhältnismäßigkeit geprüft.

Die zur Aufbereitung der Finanzkrise einberufene Expertengruppe um *de Larosière*, sowie die *G20* verlangen eine verbesserte Regulierung außerbörslicher (Kredit)Derivate.⁴¹ Die EU-Kommission plant daher eine Richtlinie, nach der künftig außerbörsliche Derivate (sog. *OTC*-Derivate) über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden.⁴² Auch die Entwürfe zur Finanzmarktregulierung in den USA befürworten das Modell zentraler Gegenparteien.⁴³ Darüber hinaus wird eine weitere Standardisierung bis hin zu einem komplett über Börsen abgewickelten Derivatehandel befürwortet. Die zentrale Gegenpartei übernimmt dabei das Clearing (Abrechnung und Abwicklung) sowie das Settlement einer Position. Die Abwicklung von Kreditderivaten über zentrale Gegenparteien ist vielversprechend, da ein zentrales Clearing verschiedene Risikopositionen gegeneinander aufrechnen kann und somit die Systemrisiken im Derivatemarkt erheblich gesenkt werden.⁴⁴ Für die Abwicklung der Kreditderivate über zentrale

³⁸ *Luttermann*, Kreditversicherung (Credit Default Swaps): Vertrag, Restrukturierung und Regulierung (Hedge-Fonds, Rating, Schattenbanken), RIW, 2008, 737, 740.

³⁹ *Soros* fordert daher ein Verbot aller ungedeckten CDS, Wall Street Journal v. 24.03.2009, online abrufbar unter: <http://online.wsj.com/article/SB123785310594719693.html>.

⁴⁰ *Effenberger*, Credit derivatives: effects on the stability of financial markets, 2004, S.2.

⁴¹ *de Larosière-Group*, Report from the High-level Group on Financial Supervision chaired by Jaques de Larosière, 2009, Empfehlung 8, S. 29; *G20*, Leaders' Statement, The Pittsburgh Summit, 2009, S. 9.

⁴² *Mitteilung der Kommission*, KOM(2009) 563 v. 20.10.2009.

⁴³ Restoring American Financial Stability Act of 2010, Sec. 725. Derivatives clearing organizations.

⁴⁴ Ausführlich zum „multilateralen netting“ bei: *Cecchetti et al.*, BIS Quarterly Review, September 2009, S. 49 ff.

Clearing Stellen oder gar Börsen könnten auch mehrere alternative Handelssysteme denkbar sein.⁴⁵ Dies hätte den Vorteil eines erhöhten Wettbewerbs zwischen den einzelnen Anbietern und vermindert wiederum die Gefahr vor Klumpenrisiken.

3. Einführung von Transaktionsregistern

Darüber hinaus könnte ebenso die Einführung von Transaktionsregistern die notwendige Transparenz im Markt erhöhen.⁴⁶ Gerade im Zusammenhang mit der Einführung zentraler Clearing Stellen wäre dieses System leicht zu implementieren. Marktmissbräuchliches Verhalten, sowie der Aufbau zu großer Risikopositionen können damit von Aufsichtsbehörden wirksam bekämpft werden. Auch die aufgeworfene Frage nach dem zugrundeliegenden Anlagemotiv kann bei einer zentralen Abwicklung effizienter durchgesetzt werden. Mithin erhöhen die vorgeschlagenen Lösungen die Stabilität der Kreditmärkte.⁴⁷

4. Erweiterung der Befugnisse der BaFin nach § 4a WpHG-E

Nach § 4a WpHG-E werden der BaFin erweiterte Befugnisse eingeräumt für die Regulierung von Derivaten auf Aktien oder Schuldtiteln von EU-Staaten, sowie Währungsderivaten, die ihren Wert vom Euro ableiten. Auch Kreditderivate könnten in diese Vorschrift aufgenommen werden. Dies hat den Vorteil, dass damit ein flexibles System geschaffen wird, um angemessen auf aktuelle Marktentwicklungen reagieren zu können. Insbesondere könnte somit gegen irrationale Marktverwerfungen vorgegangen werden, ohne den Beitrag von Kreditderivaten zur Steigerung der Preiseffizienz des Marktes zu stark zu beschneiden.

⁴⁵ Squam Lake Working Group on Financial Regulation, Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Exchanges, Council on Foreign Relations, 2009, S. 6.

⁴⁶ Die mangelhafte Transparenz ist einer der größten Risikofaktoren für Marktteilnehmer und Regulierungsbehörden; *Kiff et al.*, Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options, IMF Working Paper WP/09/254, 2009; *Mitteilung der Kommission*, KOM(2009) 563 v. 20.10.2009, S. 1.

⁴⁷ *International Monetary Fund*, Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System, Global Financial Stability Report, 2010; *Squam Lake Working Group on Financial Regulation*, Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Exchanges, Council on Foreign Relations, 2009, S. 6.

V. Das Verbot von Kreditderivaten nach § 30j WpHG-E

1. Die geplante Neuregelung

Der Gesetzentwurf sieht nach § 30j WpHG-E ein Verbot von Kreditderivaten ohne Absicherungsinteresse (ungedekte oder *naked* CDS) mit EU-Mitgliedsstaaten als Referenzschuldner vor. Ziel ist damit eine Eindämmung von Spekulationen gegen EU-Mitgliedsstaaten. Fraglich ist, ob dies der richtige Ansatzpunkt ist. Nicht Kreditderivate haben die europäische Schuldenkrise verursacht. Da Griechenland und andere Staaten sich eine verfehlte Fiskalpolitik vorhalten lassen müssen, könnte hier eine Verwechslung von Ursache und Wirkung vorliegen.⁴⁸ Ein solches Verbot könnte gar zu einer Verschlechterung der Finanzierung von Staatsdefiziten führen, da die Liquidität des Anleihemarktes beschädigt werden würde.⁴⁹ Zudem bleibt offen, wie ein Verbot außerbörslicher Derivate durchgesetzt werden kann.⁵⁰ Der Handel mit Kreditderivaten birgt Gefahren für die Stabilität der Finanzmärkte. Eine angemessene Regulierung ist auch im Hinblick auf die Vermeidung von Marktmanipulationen wünschenswert, sollte aber international abgestimmt werden und anhand einer ausführlichen ökonomischen Folgenabschätzung erfolgen.

2. Prüfung der Verhältnismäßigkeit des Verbots nach § 30j WpHG-E

Im Folgenden wird geprüft, ob das komplette Verbot ungedeckter Kreditderivate verhältnismäßig ist, oder ob die milderen Regelungskonzepte ausreichend sind.

a) Geeignetheit

Zweck der geplanten Vorschrift ist die Verbesserung der Stabilität der Finanzmärkte und die Verhinderung schädlicher Anreize.⁵¹ Das geplante Verbot müsste zunächst geeignet sein, den Zweck mindestens zu fördern.

Negative Auswirkungen des Kreditderivatemarktes auf den Anleihenmarkt für Staatsanleihen konnten nicht nachgewiesen werden.⁵² Es ist schwer vorstellbar, dass der CDS-

⁴⁸ Weber, ZfK, 2010, 257.

⁴⁹ Hampden-Turner/Goves/King, Sovereign CDS, 2010.

⁵⁰ Gensler, in: New York Times v. 17.03.2010, E.U. Derivatives Ban Won't Work, U.S. Says.

⁵¹ Begr. RegE, S. 8.

Markt auf griechische Staatsanleihen in Höhe von 8 Mrd. € eine Gefahr für die Stabilität des griechischen Staatsanleihenmarktes von 270 Mrd. € darstellt.⁵³ Zudem wird der überwiegende Teil der CDS über London abgewickelt.⁵⁴ Außer einer Signalwirkung wäre daher die Wirkung der geplanten Vorschrift aufgrund der zu erwartenden Regulierungsarbitrage äußerst gering. Eine Stabilisierung der Renditeaufschläge auf Staatsanleihen durch das geplante Verbot ist nicht zu erwarten, da der Markt sich andere Kanäle sucht, um eine eventuelle Fehlbewertung auszudrücken. Allerdings könnte ein Verbot zumindest die negativen Anreizstrukturen von ungedeckten Kreditderivaten verhindern und ist in diesem Sinne geeignet.

b) Erforderlichkeit

Die geplante Vorschrift ist erforderlich, wenn kein milderes Mittel zur Verfügung steht. Die Einführung von Transparenzvorschriften stellen im Vergleich zu einem Verbot das mildere Mittel dar. Sie könnten einen positiven Beitrag zur Systemstabilität leisten.⁵⁵ Anreize zu einem marktmissbräuchlichen Verhalten könnten eingedämmt werden, indem Aufsichtsbehörden anhand von Transaktionsregistern eine massenhafte Spekulation gegen bestimmte Referenzschuldner erkennen und eindämmen könnten. Damit bleibt die Signalwirkung von Kreditderivaten erhalten. Exzesse könnten dennoch vermieden werden. Ein Verbot ungedeckter Kreditderivate ist aufgrund der zur Verfügung stehenden milderer Mittel daher nicht erforderlich.

c) Angemessenheit

Ein komplettes Verbot geht zu weit.⁵⁶ Bei der Abwägung der Vor- und Nachteile der Kapitalmarktesetzgebung sind insbesondere ökonomische Gesichtspunkte, wie die effiziente

⁵² *BaFin*, Bislang keine Anhaltspunkte für massive Spekulation gegen griechische Anleihen, Pressemitteilung vom 8. März 2010, *Hampden-Turner/Goves/King*, Sovereign CDS, 2010.

⁵³ *Felsenheimer*, FAZ v. 18. Mai 2010, abrufbar unter: <http://www.faz.net/s/Rub09A305833E12405A808EF01024D15375/Doc~EE4421F110F8E4F7DABF76A79FEB3C145~ATpl~Ecommon~Sspezial.html>; ebenso *N-TV*, <http://www.n-tv.de/wirtschaft/dossier/Wir-sind-nicht-schuld-article758028.html>.

⁵⁴ Selbst die Deutsche Bank betreibt ihr Kreditderivatgeschäft in London, *Wirtschaftswoche* v. 26.05.2010, <http://www.wiwo.de/finanzen/die-wetten-laufen-weiter-431000>.

⁵⁵ Hierzu sogleich zu den Ausführungen über zentrale Gegenparteien unter 4.

⁵⁶ Auch der US-Senat hat ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe kürzlich abgelehnt, *Wall Street Journal* v. 18.05.2010, abrufbar unter: <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20100518-715238.html>.

Kapitalallokation, zu berücksichtigen.⁵⁷ Der bisher funktionierende Markt zur Absicherung von Kreditrisiken würde durch das Verbot von nicht zur Absicherung erworbenen CDS über Gebühr beschädigt. Ohne die Übernahme der Kreditrisiken durch spekulative ungedeckte Kreditderivate verschlechtern sich die Absicherungsmöglichkeiten. Auch Unternehmen könnten damit das Risiko eines Staatsbankrotts im EU-Ausland nicht mehr absichern. In der Folge wird der Finanzplatz Deutschland im Hinblick auf verfügbare Instrumente zur Kreditrisikosteuerung beschnitten. Außerdem kann schwerlich eine Abgrenzung und Beweisführung hinsichtlich des Anlagemotivs erfolgen.⁵⁸ Ein Verbot im Alleingang erscheint nicht sinnvoll. Außer Verunsicherung auf den Kapitalmärkten wäre nichts gewonnen, da entweder andere Instrumente oder andere Märkte zur Spekulation benutzt werden. Erst ein einheitlicher internationaler Regulierungsrahmen⁵⁹ führt zu einer angemessenen Kontrolle von Kreditderivaten. § 30j WpHG-E ist mithin auch nicht angemessen.

3. Empfehlung

§ 30j WpHG-E sollte gestrichen werden. Kreditderivate sollten ebenso wie die ursprünglich nach § 30k WpHG-E geregelten Währungsderivate in die erweiterten Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems nach § 4a WpHG-E aufgenommen werden. Damit könnte in Ausnahmesituationen flexibel auf sich verändernde Marktgegebenheiten reagiert werden. Im Anschluss daran sollte die international abgestimmte Regulierung von Kredit- und Währungsderivaten, die durch die Bestrebungen u.a. der EU-Kommission und der USA bereits auf dem Weg ist, abgewartet werden.

VI. Zusammenfassung

Der Nutzen und die Zweckmäßigkeit von § 30h WpHG-E zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe ist fraglich. Für eine effektive Rechtssetzung sollte eine europäische Lösung abgewartet werden. Zur angemessenen Regulierung von Leerverkäufen sind vielmehr erhöhte Transparenzvorschriften, wie nach § 30j WpHG-E vorgeschlagen, der richtige Ansatzpunkt. Ein

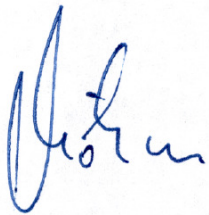
⁵⁷ Hierzu *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 - 36.

⁵⁸ *Geithner*, Geithner testifies on financial regulation reform v. 26.03.2009, abrufbar unter: <http://www.reuters.com/article/idUSTRE52P49920090326>.

⁵⁹ Einen Überblick über die internationale Gesetzgebung ist abrufbar unter: <http://www.derivalert.org/regulation>.

übereiltes Verbot ungedeckter Kreditderivate auf EU-Staatsanleihen zur Verhinderung von Spekulationen ist nicht erforderlich. Die EU-Kommission und die Regulierungsbehörden in den USA arbeiten seit geraumer Zeit an sinnvollen Lösungen für eine angemessene Regulierung. Die von außerbörslichen Derivaten und damit insbesondere von CDS ausgehenden Gefahren werden durch zentrales Clearing und Transaktionsregister gesenkt. Auch zur Regulierung von ungedeckten Leerverkäufen sind Vorschläge der EU-Kommission für den Herbst 2010 zu erwarten.⁶⁰

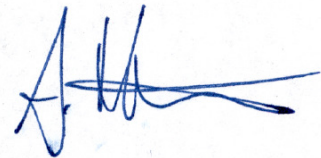
Mit freundlichen Grüßen,



Prof. Dr. Thomas M.J. Möllers



Dominique Christ



Andreas Harrer

⁶⁰ Am 8. September 2010 will die EU-Kommission sowohl einen Gesetzentwurf für eine bessere Abstimmung bezüglich ungedeckter Leerverkäufe, als auch einen Richtlinienentwurf für Derivate vorlegen, Handelsblatt v. 15.06.2010, EU will Leerverkäufe nicht stoppen.