

Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes
zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des
Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März
2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von
Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-
Ausführungsgesetz, BT-Drucks. 17/9665)
für den Deutschen Bundestag

– Sitzung des Finanzausschusses
am 13. Juni 2012 –

von

Heribert Hirte, Dr. iur. (Köln), LL.M. (Berkeley),
Universitätsprofessor,
Geschäftsführender Direktor des Seminars für Handels-,
Schiffahrts- und Wirtschaftsrecht der Universität Hamburg

Inhalt

I. Einleitung	1
II. Einzelfragen	1
1. Grundlagen	1
2. Zuständigkeit	2
3. Rechtsfolgen von Verstößen	4
4. Übergangsregelung	6
III. Zusammenfassung	6

I. Einleitung

Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf will (und muss) der deutsche Gesetzgeber auf die Verlagerung der Zuständigkeit für die Regulierung von Leerverkäufen und Credit Default Swaps von der nationalen auf die europäische Ebene reagieren. Deutschland hatte hier mit den jetzt wieder abzuschaffenden nationalen Regelungen seinerzeit eine durchaus kontrovers beurteilte Vorreiterrolle gespielt. Das hier zu beurteilende Gesetz kann daher, auch wenn es in erster Linie die Abschaffung eigener nationaler Regelungen vorsieht, zunächst einmal als Bestätigung der seinerzeitigen politischen Position gewertet werden. Andererseits reduziert sich durch die Verlagerung der Regelungszuständigkeit von der nationalen auf die europäische Ebene der Regelungsspielraum des deutschen Gesetzgebers - und entsprechend die Zahl der in dieser Stellungnahme anzusprechenden Fragen.

II. Einzelfragen

1. Grundlagen

Ob Leerverkäufe ökonomisch Sinn machen oder nicht,¹ ist ebenso umstritten, wie die Frage, ob das Verbot oder die Beschränkung solcher Verkäufe sie gegebenenfalls wirksam verhindern können.² Die Frage braucht hier nicht weiter erörtert zu werden, weil der europäische Gesetzgeber sie einstweilen durch die „Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps“³ (im Folgenden: Verordnung) für uns verbindlich entschieden hat. Mittelbar wirkt sie sich aber bei den Sanktionen aus (dazu unten 3.b).

Jedenfalls ist der eher auf Transparenz denn auf Verbote fokussierte Ansatz der Verordnung vor dem Hintergrund einer unsicheren volkswirtschaftlichen Beurteilung grundsätzlich zu begrüßen.⁴ Fraglich ist vor diesem Hintergrund allerdings, warum das (öffentliche) Transparenzregime nicht (auch) Positionen in öffentlichen Schuldtiteln umfasst (Art. 6 der

¹ Für einen Überblick das (noch unveröffentlichte) Manuskript von *Juurikkala*, S. 5 f., 8 (demnächst in ECFR); *Mock*, WM 2010, 2248, 2249 m.w.N.

² Nachweise zu rechtstatsächlichen Untersuchungen über die Wirkweise von Leerverkaufsverboten bei *Juurikkala*, S. 15 ff. (demnächst in ECFR).

³ ABl. L 88 v. 24.3.2012, S. 1.

⁴ Ebenso *Juurikkala*, S. 8 (demnächst in ECFR).

Verordnung einerseits, Art. 7 und 8 andererseits).⁵ Auf der anderen Seite sind die Beschränkungen für ungedeckte Credit Default Swaps in Bezug auf öffentliche Schuldtitel (Art. 14 der Verordnung) strenger als diejenigen in Bezug auf private (dort keine), was einerseits als widersprüchlich angesehen wird,⁶ andererseits - und vor allem - aber dazu führen kann, dass sich die mit Leerverkäufen assoziierten Negativeffekte als Folge von Arbitrage statt auf den Schuldner-Staat auf die im ihm ansässigen Unternehmen fokussiert - mit möglicherweise noch stärkeren Folgen.⁷

Im Übrigen sei (vorsorglich) darauf hingewiesen, dass die tatbestandliche Ausgestaltung der Leerverkaufsbeschränkungen noch in zahlreichen Einzelfragen von noch zu erwartender **delegierter Gesetzgebung der ESMA** abhängig ist (siehe Art. 42 der Verordnung i.V.m. insbesondere Art. 4 Abs. 2 und diversen weiteren Bestimmungen der Verordnung).

2. Zuständigkeit

Der Gesetzentwurf definiert in seinem (etwas unscheinbaren) § 30h Abs. 1 Satz 2 („§ 15a Absatz 5a des Börsengesetzes bleibt unberührt“) und dem entsprechenden Entwurf eines § 15 Abs. 5a BörsG die **Börsengeschäftsführungen** als „zuständige Behörde“ im Sinne von Art. 23 Abs. 1 der Verordnung.

a) Der Bundesrat sieht demgegenüber in seiner Stellungnahme zum Gesetzentwurf die Gefahr eines nicht einheitlichen Normvollzugs und von Arbitrage. Dementsprechend plädiert er für eine **einheitliche Zuständigkeitszuweisung an die BaFin**.

Der Einwand des Bundesrates hinsichtlich der Möglichkeit nicht einheitlicher Entscheidungen ist insoweit ebenso berechtigt wie der Hinweis der Bundesregierung in ihrer Gegenäußerung, dass die Börsengeschäftsführungen bei einer Entscheidung über die Frage der Handelsaussetzung „näher dran“ sind.

Allerdings bleibt ein gewisses Maß an Arbitrage auch auf der Grundlage der jetzt europäisierten Regelung ohnehin nicht ausgeschlossen (erst recht im Verhältnis zu außer-europäischen Handelsplätzen), und einige Fälle sind durch die gesetzliche Regelung

⁵ *Juurikkala*, S. 9 (demnächst in ECFR).

⁶ *Juurikkala*, S. 20 (demnächst in ECFR), weil es bei öffentlichen Schuldtiteln kein Missbrauchspotential in Form von Insiderhandel und der Abspaltung von Kreditrisiko und Verbindlichkeit gibt.

⁷ *Juurikkala*, S. 21 (demnächst in ECFR).

möglicherweise sogar vorgezeichnet (dazu oben 1.). Vor diesem Hintergrund erscheint die Entscheidung der Bundesregierung im Ansatz zutreffend. Denkbar wäre aber, das Verfahren des Art. 26 Abs. 1 der Verordnung, nach dem eine (nationale) zuständige Behörde vor der Verhängung von Beschränkungen nach Art. 23 der Verordnung „die ESMA und die anderen zuständigen Behörden [gemeint: der anderen Mitgliedstaaten] **über die von ihr vorgeschlagene Maßnahme“ unterrichten** muss, auch auf das Verhältnis der deutschen Börsengeschäftsführungen zueinander (und gegebenenfalls auch zur BaFin) zu übertragen.

b) Richtig ist schließlich der Einwand des Bundesrates, dass die (Vor-)Frage eines Verbots oder der Beschränkung von Leerverkäufen, ob es sich um gedeckte oder ungedeckte Verkäufe handelt, von der **Börsengeschäftsführung allein nicht geprüft** werden kann.

Allerdings erscheint es ausreichend, diese Eingriffsvoraussetzung dadurch abzusichern, dass die BaFin den primär zuständigen Börsengeschäftsführungen die entsprechenden Informationen im Wege der Amtshilfe mitteilt. Hinzu kommt, dass die erforderliche „Deckung“ auch an Handelsplätzen außerhalb Deutschlands bereitgestellt werden kann; eine Zentralisierung der Entscheidung nach Art. 23 Abs. 1 der Verordnung würde daher in solchen Fällen auch nicht weiter helfen. Letzteres dürfte vor allem die Fälle betreffen, in denen sich die zur Deckung notwendigen Bestände noch nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, dieser aber darauf gesichert zugreifen kann (dazu Art. 2 Abs. 1 b), Art. 12 und 13 der Verordnung sowie die Erwägungsgründe 19 und 20).⁸

Das zuvor angeregte Unterrichtsverfahren würde auch hier dazu beitragen, potentielle Konflikte zu beseitigen.

c) Der Bundesrat rügt in seiner Stellungnahme schließlich das Fehlen einer unmittelbaren **Anordnungsbefugnis der ESMA gegenüber den Börsengeschäftsführungen** (sofern man diese unverändert als zuständige Behörde qualifiziert). Die Bundesregierung ist dem unter Hinweis darauf entgegengetreten, dass es ein unmittelbares Durchgriffsrecht der ESMA gegenüber den Börsengeschäftsführungen gar nicht gebe, das ESMA nach der Verordnung nur in grenzüberschreitenden Fällen einen Schlichtungsbeschluss herbeiführen könne (Art. 23 Abs. 4 UA 3 der Verordnung).

Das trifft meines Erachtens nicht ganz den Kern. Denn ein solcher Schlichtungsbeschluss beinhaltet durchaus die verbindliche Feststellung - und damit Anordnung -, dass die

⁸ Zu den Auswirkungen dieser Frage auf die *Sanktionen* nach dem noch geltenden Recht *Mock*, WM 2010, 2248, 2251 f.

zuständige nationale Behörde eines bestimmten Staates zum Eingreifen verpflichtet sei. Allerdings vermag ich nicht zu erkennen, dass dafür eine weitergehende Regelung im nationalen Recht erforderlich ist, die über die Festlegung der Zuständigkeiten hinausgeht.

3. Rechtsfolgen von Verstößen

Ein Augenmerk soll schließlich den - wie bei europäischen Rechtsakten üblich - in die nationale Zuständigkeit fallenden Rechtsfolgen von Verstößen gelten.⁹ Der Gesetzentwurf orientiert sich insoweit an der Lage nach dem noch geltenden Recht.

Allerdings bleibt - wie schon für das noch geltende Recht - fraglich, ob (allein) damit eine „wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktion“ erreicht wird, wie Art. 41 UA 1 der Verordnung dies vorgibt (und die Begründung des Gesetzentwurfs dies behauptet).

a) Das gilt jedenfalls - und vorab anzusprechen - für die Sanktion für die nicht angemessene **Ausgestaltung des „Eindeckungsverfahrens“** nach Art. 15 der Verordnung. Hier sieht § 39 Abs. 2d Nr. 5 RegE nur einen mit € 500.000 Bußgeld bewehrten Ordnungswidrigkeitstatbestand für den Fall vor, dass jemand „entgegen Art. 15 Absatz 1 nicht sicherstellt, dass er über ein dort genanntes Verfahren verfügt“.

Art. 15 Abs. 2 UA 2 der Verordnung verlangt demgegenüber von einer zentralen Gegenpartei, dass die *täglichen* Zahlungen, die sie von ihrem Gegenüber bei Nicht-Lieferung der zur Abwicklung des Geschäfts erforderlichen Aktien fordern muss, „so hoch angesetzt [werden], dass vom Scheitern der Geschäftsabwicklung eine abschreckende Wirkung auf natürliche oder juristische Personen ausgeht“.

Vor diesem Hintergrund dürfte die öffentlich-rechtliche Sanktion weit hinter dem zurückbleiben, was die zentrale Gegenpartei selbst von ihrem Gegenüber verlangen muss - und daher nicht den Anforderungen des Art. 41 UA 1 der Verordnung genügen. Naheliegender wäre demgegenüber, die Sanktion ebenfalls in Form eines *multiple* auszugestalten und unabhängig davon sicherzustellen, dass nicht nur einmalig die Nicht-Einrichtung des „dort genannten Verfahrens“ als Bußgeldtatbestand anzusehen ist.

b) Für die Sanktionierung von Verstößen insgesamt gilt im Übrigen Folgendes: Was eine zusätzlich denkbare **strafrechtliche Sanktionierung** angeht, ist zunächst hervorzuheben,

⁹ Hierzu ausführlich für das noch geltende Recht *Mock*, WM 2010, 2248, 2252 ff.

dass die Tatbestandsverwirklichung der jetzt als bloßer Ordnungswidrigkeitstatbestand ausgestalteten Norm - anders als etwa beim Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) - denkbar einfach ist, weil es sich der Sache nach um eine extreme Vorverlagerung der Sanktionsbewehrung in Form eines Gefährdungstatbestandes handelt.¹⁰ Das spricht - auch mit Blick auf die Vergleichbarkeit der Sanktionsfolgen (Art. 3 GG) - gegen eine Ausgestaltung als Straftatbestand. Andererseits dürfte eine Strafbarkeit nicht ausgeschlossen sein, wenn *zusätzlich* die Voraussetzungen des § 38 Abs. 2 i.V.m. § 20a WpHG erfüllt sind; die neuen Ordnungswidrigkeitstatbestände bilden also keine Privilegierung.¹¹ Nachdem Art. 17 der Verordnung selbst nunmehr bestimmte Market-Making-Aktivitäten aus dem Anwendungsbereich der Verbote ausklammert, ist die nach dem bislang geltenden Recht ungeklärte Frage erledigt, ob die vergleichbaren Ausnahmen im Rahmen von § 20a WpHG für das Leerverkaufsverbot entsprechend Geltung beanspruchen konnten.¹²

Hinsichtlich der **zivilrechtlichen Sanktionen** enthält sich der Gesetzentwurf einer Aussage. Das liegt auf der Linie mit anderen kapitalmarktrechtlichen Gesetzen und führt im Ergebnis dazu, dass vor allem die Frage des Schutzgesetzcharakters der entsprechenden Bestimmungen im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB jeweils hochgradig streitig ist. Dies gilt im vorliegenden Zusammenhang umso mehr, als der Bundesgerichtshof vor kurzem eine Schutzgesetzeigenschaft für die in mancher Beziehung regelungsverwandten Bestimmungen zum Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) ausdrücklich abgelehnt hat.¹³ Ungeachtet der in dieser gesetzgeberischen Enthaltensamkeit liegenden Entscheidungskohärenz sprechen hier gewichtige Gründe *gegen* die Annahme des Schutzgesetzcharakters der entsprechenden Normen. Denn die Handelsverbote und Transparenzgebote der Verordnung stellen der Sache nach - wie bereits ausgeführt - eine erhebliche Vorverlagerung der Kriminalisierung in Form bloßer Gefährdungstatbestände dar. Zivilrechtlich würde das aber bedeuten, dass selbst bei Annahme einer Schutzgesetzeigenschaft der entsprechenden Normen der Kausalitätsnachweis für etwaige Schäden nur unter erheblichen Schwierigkeiten zu erbringen wäre oder ein Schadenersatzanspruch aufgrund bloßer Wahrscheinlichkeiten bejaht werden müsste, was dem deutschen Recht bislang fremd ist. Erschwerend wirkt sich bei der Schadensfeststellung aus, dass der ökonomische Sinn und die Wirkungsweise der Verbote nicht frei von Zweifeln sind (siehe die Eingangsbemerkung oben 1.), was letztlich auch unter verfassungsrechtlichen

¹⁰ So im Ergebnis auch für das bislang geltende Recht *Mock*, WM 2010, 2248, 2252 (im Zusammenhang mit den - deshalb faktisch verzichtbaren - Anforderungen an ein subjektives Tatbestandselement).

¹¹ Ebenso wohl für das noch geltende Recht *Mock*, WM 2010, 2248, 2253.

¹² Für das noch geltende Recht verneinend *Mock*, WM 2010, 2248, 2253 f.

¹³ BGH, Urt. v. 13.12.2011 – XI ZR 51/10, ZIP 2012, 318 = WM 2012, 823 = EWiR § 37b WpHG 1/12, 159 (*Seibt*) (vorgesehen für die Aufnahme in die amtliche Sammlung).

Gesichtspunkten die Zuerkennung dann exorbitanter zivilrechtlicher Ersatzansprüche zweifelhaft erscheinen lässt. Umgekehrt dürfte bei völlig unkalkulierbaren Schadenersatzverbindlichkeiten und bei einer im Haftungsfall existenzvernichtenden Höhe dieser Verbindlichkeiten die Präventionsfunktion des Haftungsrechts völlig fehlen. Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte daher erwogen werden, Ausführungen zum fehlenden Schutzgesetzcharakter der Bestimmungen der Verordnung in die Gesetzesbegründung aufzunehmen.

Gerade vor diesem Hintergrund hat der Unterzeichner schon mehrfach auf die Möglichkeit von **Tätigkeitsverboten** (*directors' disqualification*) **als alternative Sanktion** hingewiesen.¹⁴ Sie lassen sich allerdings sicher nicht in Form einer „Insellösung“ nur für Verstöße gegen das Verbot von Leerverkäufen verwirklichen.

c) Hinsichtlich sämtlicher Sanktionen ist schließlich zu bedenken, dass die ESMA mittelfristig darauf hinwirken kann (und gegebenenfalls wird), einen **einheitlichen Ansatz** zu verwirklichen (Art. 41 UA 2 und 3 der Verordnung).

4. Übergangsregelung

Auffallend ist das Fehlen einer Übergangsregelung, auch wenn sich - jedenfalls auf den ersten Blick - wegen des im Wesentlichen unveränderten materiellen Rechts keine Übergangsfragen stellen dürften.

Zweifelhaft erscheint aber in jedem Fall, ob das nach Art. 3 des Gesetzentwurfs vorgesehene Inkrafttreten „am Tag nach der Verkündung“ nicht abgestimmt werden müsste mit dem Beginn der Geltung der Verordnung am 1. November 2012 (Art. 48 UA 2 der Verordnung).

III. Zusammenfassung

1. a) Bezüglich der Festlegung der **Zuständigkeit** für die nach Art. 23 Abs. 1 der Verordnung

¹⁴ So zuletzt in der „Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz) für den Deutschen Bundestag“ (Sitzung des Finanz- und Rechtsausschusses am 6. Oktober 2010), sub III.2 (und öfter).

zu treffenden Maßnahmen (Börsengeschäftsführungen statt BaFin) ist der Einwand des Bundesrates hinsichtlich der Möglichkeit nicht einheitlicher Entscheidungen ebenso berechtigt wie der Hinweis der Bundesregierung in ihrer Gegenäußerung, dass die Börsengeschäftsführungen bei einer Entscheidung über die Frage der Handelsaussetzung „näher dran“ sind.

b) Denkbar wäre aber, das Verfahren des Art. 26 Abs. 1 der Verordnung, nach dem eine (nationale) zuständige Behörde vor der Verhängung von Beschränkungen nach Art. 23 der Verordnung „die ESMA und die anderen zuständigen Behörden [gemeint: der anderen Mitgliedstaaten] **über die von ihr vorgeschlagene Maßnahme“ unterrichten** muss, auch auf das Verhältnis der deutschen Börsengeschäftsführungen zueinander (und gegebenenfalls auch zur BaFin) zu übertragen.

c) Einer besonderen Regelung hinsichtlich einer unmittelbaren **Anordnungsbefugnis der ESMA gegenüber den Börsengeschäftsführungen** bedarf es demgegenüber entgegen der Auffassung des Bundesrates nicht.

2. a) Nicht ausreichend erscheinen die Sanktionen für die **Ausgestaltung des „Eindeckungsverfahrens“** nach Art. 15 der Verordnung.

b) Hinsichtlich der **übrigen Sanktionen** besteht demgegenüber **kein Korrekturbedarf**. Insbesondere ist es sachgerecht, wenn Verstöße gegen die Verordnung nicht über § 823 Abs. 2 BGB eine zivilrechtliche Haftung begründen. Das sollte allerdings in der Begründung noch klargestellt werden.

3. Zu prüfen ist, ob eine **Übergangsregelung** fehlt.

Credit Default Swaps and the EU Short Selling Regulation: A Critical Analysis

by

OSKARI JUURIKALA*

Draft, 20 April 2012

c. 13800 words (10600 without footnotes)

Erscheint demnächst in

European Company and Financial Law Review

This article provides a detailed analysis of the EU Short Selling Regulation (236/2012), which imposes significant changes to the European credit default swap (CDS) market. The Regulation consists of two principal elements: a disclosure regime and short selling restrictions. The disclosure regime is broadly reasonable, but it includes several inconsistencies, which exacerbate regulatory fragmentation and reduce the ability of regulators to identify abuses in the CDS market. The restrictions on uncovered sovereign CDS positions reflect an insurance-based view of credit default swaps, which finds modest support in the empirical literature, but is not developed consistently in the Regulation. The definition of hedging will cause uncertainty, and the exclusion of corporate CDSs provides opportunities for regulatory arbitrage. The opting-out regime may be neglected, because the conditions for using it are so tight and even illogical. The Regulation also creates powers of intervention in exceptional situation, potentially provoking turf battles among national regulators and the European Securities and Markets Authority (ESMA).

* Researcher, Institute of International Economic Law, University of Helsinki; PhD (Law and Economics), MSc (Economics), LLB.

Table of Contents

I. Introduction	3
II. Short Selling and Credit Default Swaps	4
1. Regulating Short Selling: Politics vs. Economics	5
2. CDSs: Concerns and Related Legislation.....	6
III. Disclosure Regulation	8
1. Ordinary Disclosure Regime: Separate Rules for Shares and Bonds	8
2. Sovereign Debt Shorting: No Public Disclosure	9
3. CDS Disclosure: Corporate vs. Sovereign Debt.....	10
4. Emergency Powers: Exceptional Disclosure Regime	11
a) Inclusion of Corporate Debt and CDSs	12
b) Intervention Conditions	12
c) National and European Interventions	13
IV. Short Selling Restrictions.....	14
1. Commission vs. Parliament	14
2. Insurable Interest and Uncovered CDS.....	15
a) The Pros and Cons of CDS Shorting	16
b) Insurable Interest: What Makes a Hedge.....	18
3. Scope: Sovereign vs. Corporate CDS.....	20
4. Powers of Intervention in Exceptional Situations	21
a) Significant Fall in Price: Circuit Breakers and CDSs.....	22
b) The Relevant Competent Authority	23
c) ESMA Interventions	23
5. Opting-out	24
V. Further Issues	25
1. Exemption of Market Making.....	26
2. Effectiveness.....	26
VI. Conclusion	27

I. Introduction

Credit default swaps (CDSs), essentially a form of insurance against credit risk, have received a barrage of criticism during the recent financial crises. The banking crisis of 2007-09 was partly blamed for the opacity of risks created by securitization and CDSs, while the European sovereign debt crisis brought the accusation that aggressive CDS speculation had aggravated the situation of troubled states.¹ Whatever the truth of these criticisms, one of their practical consequences is the new EU Short Selling Regulation (henceforth “the Regulation”).²

The Regulation consists of two principal measures. The first is to increase transparency by mandating the disclosure of major net short positions in shares, sovereign debt and sovereign CDSs.³ The second measure is to restrict uncovered short positions in shares and sovereign debt, and, controversially, prohibit uncovered credit default swaps in sovereign debt.⁴ The advocates of the Regulation hailed its passage as a victory of “political will” over “speculating on a country’s default”.⁵ Yet the appropriateness of the Regulation has been fiercely contested by its critics, who argue that it will impose unnecessary expenses and that the restrictions on CDS trade will increase the costs of sovereign borrowing.⁶

This article provides a critical discussion of the Short Selling Regulation, its theoretical underpinnings and its practical implications. Focusing principally on the effects on credit default swaps, it argues that while the Regulation seems to be rooted more in politics than economics, it is neither as tenuous as some critics have claimed, nor as damaging as it could have been. Yet, there are a number of inconsistencies between the recommendations of economic theory and the Regulation. Further, it is demonstrated that the CDS short selling ban reflects an insurance-based understanding of credit default swaps, an understanding that is economically sensible. However, this approach is not developed consistently in the Regulation, and the result is a mixture of contradictory elements.

Section II provides a brief on CDSs and short selling regulation. Section III discusses the transparency regulations mandating disclosure of major net short positions. Section IV analyzes the provisions restricting uncovered short positions. Section V examines the exemption of market makers and

¹ See Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, January 2011, <<http://fcic.law.stanford.edu/report>>, 8–10, 50–51, 140–146, 188–195, 200–202, 243–244, 348–351, 376–379 (for a dissenting view, see 447); James Rickards, ‘How markets attacked the Greek piñata’, *Financial Times* (11 February 2010) <<http://www.ft.com/cms/s/0/e7168fc6-1740-11df-94f6-00144feab49a.html>>; Wolfgang Münchau, ‘Time to outlaw naked credit default swaps’ *Financial Times* (28 February 2010) <<http://www.ft.com/cms/s/0/7b56f5b2-24a3-11df-8be0-00144feab49a.html>>; Satyajit Das, ‘Sovereign CDS – The Case for Control’, *Euro Intelligence* (16 March 2010) <http://www.eurointelligence.com/eurointelligence-news/home/singleview/article/sovereign-cds-the-case-for-control.html?no_cache=1>.

² Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps [2012] OJ L86/1 (Short Selling Regulation).

³ Articles 5–8 of the Regulation (henceforth “Articles” refer to the Short Selling Regulation unless otherwise stated).

⁴ Articles 12–14.

⁵ European Parliament, ‘Parliament seals ban on sovereign debt speculation and short selling limitations’, Press Release, 15 November 2012. The quoted words are those of rapporteur Pascal Canfin (Greens, FR).

⁶ See Darrell Duffie, ‘Is there a case for banning short speculation in sovereign bond markets?’ (2010) 14 *Banque de France: Financial Stability Review*, 55–59; Christian Weistroffer, ‘Why getting tough on credit default swaps does more harm than good’ *EurActiv* (14 April 2010) <<http://www.euractiv.com/financial-services/why-getting-tough-credit-default-swaps-does-more-harm-good-analysis-445627>>; Andrew Baker, ‘Reasons not to ban naked sovereign CDS’ *Financial Times* (9 October 2011) <<http://www.ft.com/cms/s/0/4e954256-ef3e-11e0-918b-00144feab49a.html>>.

the effectiveness of the Regulation. The conclusion summarizes key findings and provides a look into the future.

II. Short Selling and Credit Default Swaps

Short selling is the activity of selling a financial instrument without owning it at the time of sale by borrowing or agreeing to borrow the same instrument for delivery at settlement.⁷ It is widely practised by investors to adopt a negative position on the price of a security, either for hedging or speculative purposes.⁸ Studies in the US indicate that short sales account for 15–30 % of equity trading volume, although in short sales on some financial institutions exceeded 40 % of the trading volume in 2008.⁹ In Europe, the levels of short selling activity are lower, and not accurately known.¹⁰

The concept of “short sale” in the strict sense does not cover credit default swaps, but these are economically closely related. In simple terms, a CDS is an over-the-counter (OTC) contract between two parties, whereby one party (“protection buyer”) pays periodic fees in return for a promise by the other (“the protection seller”) to compensate the loss of value of the reference entity in case of a credit default.¹¹ The OTC nature of CDS transactions implies that statistical data is limited, but it is estimated that the gross notional size of the global CDS market was USD 14.5 trillion in May 2010, with 2.1 million contracts outstanding; the sovereign CDS market was worth USD 2.2 trillion, with 0.2 million contracts outstanding (15.2% and 9.5% of the total, respectively).¹² In terms of market participants, major investment banks serve as the principal dealers, and other important participants include banks, hedge funds and insurance companies.¹³

Economically, CDSs are equivalent to *credit insurance*. In the language of financial derivatives, they resemble *put options* on credit default (all insurance contracts can be reconstructed as knock-in put options). Thus calling them “swaps” is misleading, because a swap is an exchange of two cash flows, and CDSs exchange one cash flow for the promise of a lump sum payment in the event of a credit default. The economic equivalence of CDSs and insurance have led some commentators to argue that they should be

⁷ The Regulation provides an essential similar but longer definition in Article 2(1)(b). The Commission will, upon consulting the European Securities and Markets Authority (ESMA), adopt delegated acts to specify the concept of “owning” a financial instrument (Article 2(2)).

⁸ See generally Financial Services Authority (FSA), *Short Selling*, DP09/1, February 2009, ch 2 <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09_01.pdf>.

⁹ See European Commission, ‘Impact Assessment, Accompanying document to the Proposal for a Regulation on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps’, 15 September 2010, SEC(2010) 1055, 11, and the references cited therein.

¹⁰ *ibid* 11–13.

¹¹ The Regulation defines a credit default swap as “a derivative contract in which one party pays a fee to another party in return for a payment or other benefit in the case of a credit event relating to a reference entity and of any other default, relating to that derivative contract, which has a similar economic effect” (Article 2(1)(c)).

¹² European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 14 (based on Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) data).

¹³ David Mingle, ‘Credit Derivatives: An Overview’ (2007), *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Fourth Quarter 1, 9.

regulated as insurance contracts; it has even been claimed that some CDS transactions are *de jure* insurance contracts, following general insurance law principles.¹⁴

1. *Regulating Short Selling: Politics vs. Economics*

In financial regulation, there is a constant tension between the industry and political pressures. In the words of one regulator, “There is always a problem when regulation is politicized. [...] Regulators are really technocrats who take account of predictable outcomes. When they have to respond to political pressure, you get a different result.”¹⁵ The politicisation of regulation has intensified since the ongoing financial crisis that started in 2007, making it more likely that unnecessary and costly rules are imposed.¹⁶

Whatever the merits of the Short Selling Regulation, its passage was heavily influenced by political pressures and facilitated by the European sovereign debt crisis.¹⁷ Initially, the UK was clearly against it, considering any kind of short selling legitimate; Italy and Spain were also sceptical, fearing a ban would drive investors away and put pressure on their borrowing costs.¹⁸ However, the deepening of the European debt crisis gave an impetus for regulation.

Political motivation does not automatically exclude economic rationale, but their relationship tends to be strained. While short-sellers may not always be benign, their role in bringing markets down has probably been exaggerated ever since the Dutch market collapse in 1610 and the crash of 1929.¹⁹ The political sentiment toward short selling curbs has been well expressed by Nuncan Niederauer, the head of NYSE Euronext, who in 2009 stated that while “there was no economic benefit” from having an uptick rule (a form of short selling regulation), “it would go a long way to adding confidence.”²⁰

There is an extensive literature on the economics of short selling.²¹ On the *positive side*, it is widely acknowledged that short selling contributes to the accurate valuation of financial instruments, because it allows contrarian views to be expressed and reduces overvaluation in relation to fundamental

¹⁴ Arthur Kimball-Stanley, ‘Insurance and Credit Default Swaps: Should Like Things Be Treated Alike?’ (2008) 15 *Connecticut Insurance Law Journal* 241; Benjamin B Saunders, ‘Should Credit Default Swap Issuers Be Subject to Prudential Regulation?’ (2010) 10 *Journal of Corporate Law Studies* 427; Oskari Juurikkala, ‘Credit Default Swaps and Insurance: Against the Potts Opinion’ (2011) 26 *Journal of International Banking Law and Regulation* 128.

¹⁵ Martin Wheatley, CEO of Hong Kong’s Securities and Futures Commission (SFC), in Margie Lindsay, ‘Hong Kong regulator predicts continued success in attracting hedge fund managers’ *Hedge Funds Review* (2 December 2012) <<http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/news/1929653/hong-kong-regulator-predicts-continued-success-attracting-hedge-fund-managers>>.

¹⁶ Niamh Moloney, ‘EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “More Europe” or More Risks?’ (2010) 47 *Common Market Law Review* 1317, 1372–1373.

¹⁷ On the European debt crisis, see Clas Wihlborg, Thomas D Willett and Nan Zhang, ‘The Euro Debt Crisis: It Isn’t Just Fiscal’ (2010) 11 *World Economics* 51.

¹⁸ Alex Barker, ‘EU ban on naked CDS to become permanent’ *Financial Times* (19 October 2011) <<http://www.ft.com/cms/s/0/cc9c5050-f96f-11e0-bf8f-00144feab49a.html>>.

¹⁹ See Erik S Sirri, ‘Regulatory Politics and Short Selling’ (2010) 71 *University of Pittsburgh Law Review* 517, 520–521; Investopedia, ‘Short Selling: Making the Ban’ (11 June 2009) <<http://www.investopedia.com/articles/stocks/09/short-selling-ban.asp>>.

²⁰ Quoted in Sirri, ‘Regulatory Politics and Short Selling’ (n 19) 533.

²¹ For a literature review, see FSA, *Short Selling* (n 8) Annex 1.

value.²² Importantly, studies suggest that short sellers tend to be well informed about fundamentals and likely future events.²³ Short selling also enhances liquidity (the ease of completing a trade), because there are more market participants.

On the *negative side*, short selling is claimed to be associated with instability and market abuse. While it does not explain price declines as such, the evidence suggests that it aggravates crashes and makes negative returns more negative.²⁴ For some firms such as banks, price declines may even become a self-fulfilling prophecy.²⁵ There is also some evidence that short sellers may use insider information to cause disorderly price movements.²⁶ These concerns explain why regulators intervened heavily to restrict short selling during the 2008 crisis.²⁷

2. CDSs: Concerns and Related Legislation

The use of credit default swaps for short selling purposes has similar effects, but CDSs also raise different concerns. First, while credit risk transfer enables better risk management, it may also decrease efficiency by *reducing lenders' incentives to monitor borrowers*.²⁸ The overall effect may be positive or negative, depending on the circumstances.²⁹

Second, CDSs may *alter market dynamics* in damaging ways. Their value is determined by credit events, which can be problematic, because restructuring and bankruptcy are socially and economically costly processes. Thus, holders of speculative CDS positions are set to profit from a credit event, and may try to cause one.³⁰ Likewise, bondholders possessing CDS protection (so-called basis holders) have control rights but not traditional economic ownership, so they may benefit from pushing stressed debtors into bankruptcy (this is known as the “empty creditor problem”).³¹ However, one should note that

²² Arturo Bris, William N Goetzmann and Ning Zhu, ‘Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World’ (2007) 62 *Journal of Finance* 1029.

²³ Ekkehart Boehmer, Charles M Jones and Xiaoyan Zhang, ‘Which shorts are informed?’ (2008) 63 *Journal of Finance* 491.

²⁴ Bris, Goetzmann and Zhu (n 22), 1060–1063.

²⁵ FSA, *Short Selling* (n 8) 12.

²⁶ Stephen E Christophe, Michael G Ferri and James J Angel, ‘Short-selling prior to earnings announcements’ (2004) 59 *Journal of Finance* 1845.

²⁷ An overview is provided in Seraina N Gruenewald, Alexander F Wagner and Rolf Weber, ‘Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis’ (June 22, 2010) <<http://ssrn.com/abstract=1441236>>. A summary of existing European regulations can be found in ESMA, ‘Final Report – Draft technical standards on the Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps’, 28 March 2012, ESMA/2012/228, 18–23 <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-228_0.pdf>.

²⁸ Alan D Morrison, ‘Credit Derivatives, Disintermediation, and Investment Decisions’ (2005) 78 *Journal of Business* 621.

²⁹ Hendrik Hakenes and Isabel Schnabel, ‘Credit Risk Transfer and Bank Competition’ (2009) Max Planck Institute for Research on Collective Goods <http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2009_33online.pdf>.

³⁰ Rym Ayadi and Patrick Behr, ‘On the necessity to regulate credit derivatives markets’ (2009) 10 *Journal of Banking Regulation* 179; David McIlroy, ‘The regulatory issues raised by credit default swaps’ (2010) 11 *Journal of Banking Regulation* 303.

³¹ Henry TC Hu and Bernard Black, ‘Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions’, (2008) 156 *University of Pennsylvania Law Review* 625; Patrick Bolton and Martin Oehmke, ‘Credit Default Swaps and the Empty Creditor Problem’ (2011) 24 *Review of Financial Studies* 2617.

the mere existence of destructive incentives does not mean *ability* to cause a crash, and “empty creditors” do not always have destructive incentives.³²

Third, restrictions on, and disclosures of, short positions limit the chances of insider dealing, but CDSs have created new opportunities for *market abuse*, given their opaque OTC-nature.³³ There is strong evidence that insider trading does happen in the CDS market,³⁴ and authorities on both sides of the Atlantic have claimed that there is also collusive behaviour in the market.³⁵ Importantly, the EU Market Abuse Directive currently in force does not cover OTC transactions,³⁶ although some national market abuse regimes may cover CDSs.³⁷ The Commission has recently proposed a new market abuse Regulation that covers the OTC market and specifically mentions the importance of CDSs.³⁸

Fourth, *counterparty risk* is a major worry that gives rise to systemic stability concerns.³⁹ The notorious collapse and bailout of AIG in 2008 is but a symptom of a larger problem.⁴⁰ In this respect, the principal response in both the EU and the US is to force the majority of CDS transactions into central clearing, which is believed to reduce counterparty risks.⁴¹ However, critics argue that concentrating risks in central counterparties may exacerbate systemic risks.⁴²

The Short Selling Regulation only focuses on disclosure and selling restrictions, so at best it can address issues of *market opacity* and *moral hazard* due to speculative positions. There are, on the other hand, interconnections between this Regulation and the other legislative proposals: more extensive disclosures to regulators facilitate the detection of market abuse, and increased use of central counterparties makes the market more transparent.

³² European Central Bank, *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*, August 2009, 72–73.

³³ Joanna Benjamin, *Financial Law* (Oxford University Press 2007), 74 (para 4.52).

³⁴ Viral V Acharya and Timothy C Johnson, ‘Insider trading in credit derivatives’ (2007) 84 *Journal of Financial Economics* 110; Gaiyan Zhang and Sanjian Zhang, ‘Information efficiency of the U.S. credit default swap market: Evidence from earnings surprises’ (2011) *Journal of Financial Stability* (forthcoming, available online 4 November).

³⁵ See European Commission, ‘Antitrust: Commission probes Credit Default Swaps market’, 29 April 2011, IP/11/509; Michael Mackenzie and Gillian Tett, ‘US probe just what the credit derivatives sector did not need’ *Financial Times* (15 July 2009) <<http://www.ft.com/cms/s/0/e21277e8-70b9-11de-9717-00144feabdc0.html>>.

³⁶ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) [2003] OJ L96/16 (Market Abuse Directive); see European Commission, ‘Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Regulation on insider dealing and market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation’, 20 October 2011, SEC(2011) 1217 final, 19.

³⁷ For example, the UK FSA considers that “most CDSs are likely to be caught by the UK market abuse regime”: see FSA, *Market Watch*, Issue 30, November 2008, 13 <http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter30.pdf>.

³⁸ European Commission, ‘Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)’ COM (2011) 651 final.

³⁹ John Kiff, Jennifer Elliott, Elias Kazarian, Jodi Scarlata and Carolyne Spackman, ‘Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options’ (2009), IMF WP/09/254 <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09254.pdf>>; European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 25.

⁴⁰ See William K Sjostrom Jr., ‘The AIG Bailout’ (2009) 66 *Washington & Lee Law Review* 943.

⁴¹ In the EU, the so-called European Market Infrastructure Regulation (EMIR): see European Parliament legislative resolution of 29 March 2012 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (COM(2010)0484 – C7-0265/2010 – 2010/0250(COD)); in the US, the Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010 (Dodd-Frank Act), Title VII (Wall Street Transparency and Accountability Act).

⁴² Frederik Dømler, ‘A critical evaluation of the European credit default swap reform: Its challenges and adverse effects as a result of insufficient assumptions’ (2012) *Journal of Banking Regulation* (forthcoming, available online 14 March).

III. Disclosure Regulation

Economists generally argue that short selling prohibitions cause more harm than good.⁴³ In line with this, the Regulation generally favours greater disclosure, avoiding bans on short selling activity (with exceptions discussed later). In fact, the Parliament added a sentence to Recital 5 of the Regulation to the effect that “While in certain situations it could have adverse effects, under normal market conditions, short selling plays an important role in ensuring the proper functioning of financial markets, in particular in the context of market liquidity and efficient price formation.”

The principal objective of disclosure regulation is to enable regulators to better detect market abuse, position build-up and their implications for market disorders.⁴⁴ It is also hoped that, especially if significant short positions must be disclosed publicly, this will reduce insider dealing and deter the taking of aggressive short positions, which might destabilise the market.⁴⁵ In most EU countries there are no disclosure requirements for short positions, and the requirements that do exist tend to be diverse, creating additional compliance costs; in this respect, the Regulation seeks to provide greater harmonisation.⁴⁶

The following subsections discuss the ordinary disclosure regime for shares and bonds, the different rules for corporate and sovereign bonds, the disclosure of CDS positions, and the emergency disclosure regime in exceptional situations.

1. Ordinary Disclosure Regime: Separate Rules for Shares and Bonds

The new disclosure rules are an amalgam of mixed elements. In relation to *significant net short positions in shares*, the Regulation imposes a two-fold obligation, following the German model.⁴⁷ First, such positions have to be *notified to the regulators* when they reach the notification threshold of 0.2% of the issued share capital of the company concerned, as well as each 0.1% above that (Article 5). Second, net short positions in shares must be *publicly disclosed to the market* when they reach the publication threshold of 0.5% of the issued share capital of the company concerned, as well as each 0.1% above that (Article 6).

It was acknowledged by the legislators that the regulatory rationale with respect to short positions in *sovereign debt and credit default swaps* is largely similar. However, the rules are slightly different (see Articles 7 and 8). For one thing, the *notification thresholds* have to be defined separately,

⁴³ Menachem Brenner and Marti G Subrahmanyam, ‘Short Selling’, in Viral V Acharya and Matthew Richardson (eds), *Restoring Financial Stability* (Wiley 2009) 269–276; Seraina N Gruenewald, Alexander F Wagner and Rolf H Weber, ‘Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited’ (2010) 7 *International Journal of Disclosure & Governance* 108.

⁴⁴ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 28; CESR, ‘Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime’, CERS/10-088, March 2010 <http://www.esma.europa.eu/system/files/10_088.pdf>, 5.

⁴⁵ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 28–30; CERS (n 44), 6; FSA, *Short Selling* (n 8) 24–25.

⁴⁶ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 28.

⁴⁷ See European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) Annex 3.

because they cannot be defined in terms of issued share capital. The principle will be the same, however: there is an initial level and then additional incremental levels (Article 7(2)). The Commission will specify the amounts and incremental levels after consulting the European Securities and Markets Authority (ESMA) (article 7(3)).⁴⁸

Further, according to Article 8, the disclosure of short positions on sovereign CDSs is only relevant when such positions are exceptionally permitted by the regulators in accordance with Article 14(2), which is discussed later. Apart from these minor issues, there are two points that stir attention: there is no public disclosure requirement for sovereign debt, and the transparency regulations do not cover short positions in corporate debt at all. These are discussed next in detail.

2. Sovereign Debt Shorting: No Public Disclosure

The transparency obligations related to short positions in sovereign debt are limited to notification to the regulators; there is no requirement of public disclosure. Given that such a publication requirement was imposed in relation to shares, and that it would have seemed politically opportune to discourage the taking of aggressive short positions in sovereign debt, one wonders why public disclosure was excluded here.

The matter received only a limited attention in the preparatory materials. The Commission impact assessment only noted that, in the public consultation, “serious concerns were expressed about the potential negative impact on liquidity of public disclosure of sovereign bonds and sovereign CDS short positions.”⁴⁹ One reason for those concerns was a widely publicized study in 2010 by the consulting firm Oliver Wyman, claiming that when the UK imposed a partial public disclosure regime on shares in 2008, short selling participation was reduced by 20–25%, the trading volume of shares covered by the regime decreased by 13%, and their bid-ask spreads widened by as much as 45%.⁵⁰

On the other hand, the Commission went on to question the claims that public disclosure of significant short positions would have harmful effects, citing analyses made by the Commission of European Securities Regulators (CESR) and the UK Financial Services Authority (FSA).⁵¹ It also noted that the Oliver Wyman study was probably “distorted by the comparison of data in a declining market in 2008 with data in a benign market from April 2009 onwards.”⁵² In fact, one might even interpret the reduction of short seller participation and the widening of bid-ask spreads as evidence of the effectiveness of the public disclosure regime in moderating downward pressure on shares.⁵³

⁴⁸ See ESMA, ‘Consultation Paper – ESMA’s draft technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No XX/2012)’, 15 February 2012, ESMA/2012/98, 41–56 <<http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-98.pdf>>.

⁴⁹ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 64.

⁵⁰ Bradley P Ziff and Thayer Moeller, ‘The effects of short selling public disclosure regimes on equity markets: A comparative analysis of US and European markets’ (2010) Oliver Wyman, 4–5 <http://www.oliverwyman.com/pdf_files/OW_EN_FS_PUBL_2010_Short_Selling.pdf>.

⁵¹ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 58.

⁵² *ibid* 59.

⁵³ See FSA, *Short Selling* (n 8) 16.

Another concern is that public disclosure might cause harmful effects in the form of short squeezes, copy cat trades and herd behaviour.⁵⁴ A *short squeeze* is produced by rapidly rising prices, which may force short sellers to liquidate their position, thereby adding momentum to the price escalation. Public disclosure of short positions can be a problem for short sellers, as others may exploit the information and seek to manipulate short-term prices to create a short squeeze.⁵⁵ *Copy cat trades* can be harmful especially for funds engaged in price arbitrage strategies, which may lose their research-based competitive advantage as a result of public disclosure.⁵⁶ This is a loss to the traders, but a benefit to market efficiency.⁵⁷ Note also that short squeezes and copy cat trades are not directly harmful for debtors (including troubled member states); whether they are indirectly harmful requires more study. Therefore they are not strong reasons to oppose public disclosure of short positions in sovereign debt, especially if similar disclosure exists for shares.

In contrast, *herd behaviour* by investors can be damaging for debtors. Herding happens when some investors are relatively poorly informed and make decisions based on imitation, or when they try to profit by jumping on the bandwagon. As herding reinforces the price tendency, public disclosure of short positions will exacerbate downward price spirals if investors imitate major short sellers on trust.⁵⁸

3. CDS Disclosure: Corporate vs. Sovereign Debt

Another exception is that the disclosure regime only covers sovereign debt⁵⁹. Again, the Commission proposal did not supply much explanation for this limitation, apart from pointing to the public consultation, which “showed very limited support for the inclusion of corporate bonds and their derivatives in a disclosure regime”.⁶⁰

This is surprising, particularly in relation to corporate CDSs, which raise specific issues such as market abuse and the empty credit problem. In fact, the European Parliament’s Committee on Economic and Monetary Affairs felt differently that “it would be appropriate to extend to corporate debt and corporate CDS the notification regime [in order to] ensure to the issuers that there is no price manipulation

⁵⁴ The Impact Assessment (n 9) 58, notes that market participants felt that “if their positions are disclosure to the market, other investors may copy their strategies (‘herding behaviour’) and this could result in them making losses (‘short squeezes’).” This is not an accurate expression, however, because short squeezes and short-selling herding are opposite processes, so one cannot cause the other.

⁵⁵ A survey by Oliver Wyman consultants found that 69% of fund managers were concerned that short squeezes would intensify as a result of public disclosure of short positions: Bradley P Ziff and Carey Shu, ‘The effects of short selling public disclosure of individual positions on equity markets’ (2011) Oliver Wyman, 21–22 <http://www.oliverwyman.com/pdf_files/OW_EN_FS_Publ_2011_Short_Selling_Public_Disclosure_Equity_Markets.pdf>.

⁵⁶ *ibid* 29–30.

⁵⁷ A difficult question is how efficient is optimal, as pricing efficiency will be reduced if investors have no incentives to do the research: see generally Sanford J Grossman and Joseph E Stiglitz, ‘On the Impossibility of Informationally Efficient Markets’ (1980) 70 *American Economic Review* 393.

⁵⁸ See FSA, *Short Selling* (n 8) 25.

⁵⁹ “Sovereign debt” is defined in Article 2(1)(d) broadly to include any debt instrument issued by the European Union; a Member State or a government department, agency or special purpose vehicle (SPV) of the Member State; a member of a federal Member State; an SPV for several Member States (e.g. the European Financial Stability Facility); an international financial institution established by Member States (e.g. the European Stability Mechanism); and the European Investment Bank.

⁶⁰ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 64.

on these instruments.”⁶¹ Yet the move was opposed by some Committee members, notably UK’s Conservative MEP Syed Kamall, who argued that the Regulation also covers short positions in shares, so “it would be disproportionate to also extend disclosure obligations to debt instruments issued by corporate issuers”.⁶² However, the disclosure of major short positions in shares is not by itself a reason to exclude disclosure of short positions in bonds; these can be similar in economic function, and it would be logical to have similar regulatory principles in both cases.

Indeed, it has been argued that European financial regulation is suffering from significant *regulatory fragmentation*.⁶³ In this respect, the present Regulation does well to cover sovereign CDSs, and not only sovereign debt, in order to reduce regulatory arbitrage. On the other hand, the corporate CDS market remains an exception. In fact, some countries, including Spain and the UK, have adopted mandatory reporting of some OTC derivatives transactions (including corporate CDSs) in their national rules, along the lines of MiFID.⁶⁴ But these reporting requirements differ from the disclosure of significant net short positions in the Regulation, and they do not exist in most member states.⁶⁵ Therefore, the result is that different are applicable for *short positions in shares* (disclosure to regulators and market), *sovereign debt and CDSs* (disclosure to regulators only), and *corporate debt and CDSs* (some or no disclosure).

Apart from regulatory fragmentation, another implication is that those wishing to bet against troubled companies may increasingly do so using credit default swaps, thus avoiding disclosing their position to the market. This is unlikely to be a welcome result, as CDS dynamics are less predictable and there are more concerns about abusive behaviour.

4. Emergency Powers: Exceptional Disclosure Regime

The apparent inconsistencies of the Regulation may be explained by two factors: political pressure and the emergency powers. The passage of the Regulation was heavily influenced by the European sovereign debt crisis, and given the contentious nature of the rules, it may have been easier to agree to regulate the sovereign debt market more heavily. Further, Chapter V of the Regulation grants regulators powers of intervention in “exceptional circumstances”. These emergency powers include the right to demand disclosures and to impose trade restrictions.

⁶¹ European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, ‘Draft report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps’ (COM(2010)0482 – C7-0264/2010 – 2010/0251(COD)), 24 November 2010, 78; see also 7–8 (amendment 5) and 38–39 (amendment 63).

⁶² See European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, ‘Amendments 139–336, proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps’ (COM(2010)0482 – C7-0264/2010 – 2010/0251(COD)), 20 January 2011, 16.

⁶³ See Moloney (n 16).

⁶⁴ The UK rule is found in *FSA Handbook*, SUP17.1.4 R(2), which covers the reporting of transactions in “any OTC derivative the value of which is derived from, or which is otherwise dependent upon, an equity or debt-related financial instrument which is admitted to trading on a regulated market or on a prescribed market”. This possibility is mentioned in Recitals 45 and 46 of the Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments [2004] OJ L145/1 (MiFID).

⁶⁵ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 19.

a) Inclusion of Corporate Debt and CDSs

According to Article 18, national regulators may require investors that have net short positions to disclose details of their positions. Article 19 also enables regulators to demand from lenders information about significant changes in their fees. Several things are worth noting about this exceptional disclosure regime.

Firstly, the regime may require *notifying the regulators or disclosing the position to the market*. Thus it may happen that short positions in corporate or sovereign debt will be publicised in exceptional circumstances. Secondly, the regime may apply to *any financial instrument or class of financial instruments*, including corporate CDSs. Recital 37 of the Regulation expressly mentions this possibility:

“Because of the specific risks which can arise from the use of credit default swaps, such transactions require close monitoring by competent authorities. In particular, competent authorities should, in exceptional cases, have the power to require information from natural or legal persons entering into such transactions about the purpose for which the transaction is entered into.”

This Recital is not limited to sovereign CDS. In fact, Article 18(2) specifies that emergency disclosure shall not apply to instruments covered by the ordinary disclosure obligations under Articles 5–8, which include shares (Articles 5–6), sovereign debt (Article 7) and sovereign CDSs (Article 8, only applicable when Article 14(2) restrictions are suspended). The implication is that, paradoxically, regulators may in exceptional circumstances require *public disclosure* of short positions in corporate debt and corporate CDSs; in contrast, sovereign CDS positions will only be disclosed to the regulators, so in that case their regulatory treatment becomes relatively less onerous.

b) Intervention Conditions

There are limits to the emergency powers, but they are not precise. For example, the exceptional notification thresholds are to be determined by the national regulators, although presumably they will mirror the thresholds of the ordinary disclosure regime. Further, two broad conditions must be present:⁶⁶

“(a) there are adverse events or developments which constitute a serious threat to financial stability or to market confidence in the Member State concerned or in one or more other Member States; and

(b) the measure is necessary to address the threat and will not have a detrimental effect on the efficiency of financial markets which is disproportionate to its benefits.”

The generic nature of these conditions makes it difficult to predict their interpretation. Following Article 30, the Commission will adopt delegated acts to specify in which cases the adverse events or developments arise. Although the literal wording suggests that there must be a market-wide stability concern, the preliminary non-exhaustive list of qualitative events, prepared by ESMA, reflects a different

⁶⁶ See Articles 18(1), 19(1) and 20(1).

interpretation: basically, any serious concerns related to either EU member states or systematically important financial institutions would constitute the relevant adverse event or development.⁶⁷

Too hasty a reliance on emergency powers may be reduced by the fact that the regulator must notify ESMA as well as the other national regulators of the measure it proposes, including “the evidence supporting the reasons for those measures” (Article 26(2)). Moreover, the general conditions for intervening are formulated in such a way that these measures probably cannot be used to address firm-specific concerns such as insider dealing or empty creditor problems. On the other hand, one should not ignore the possibility that the powers of intervention will be interpreted widely, following Recital 37, which refers to “the power to require information [...] about the purpose for which the [CDS] transaction is entered into.”

c) National and European Interventions

An important question is who decides when and how the emergency powers are employed. The *relevant competent authority* making the decision varies depending on the financial instrument in question. On one hand, for an EU member state sovereign debt and CDSs, the power is in the hands of the *competent authority of that member state* (Article 2(1)(j)(i)). On the other hand, for corporate debt and CDSs (and non-EU sovereign instruments), the relevant competent authority is the national regulator in whose jurisdiction is *the most relevant market in terms of liquidity* for the financial instrument in question (Article 2(1)(j)(v)).⁶⁸ In the case of CDSs, this will in most cases be the UK regulator, because London is a global leader in the CDS market.⁶⁹ Other national regulators may also use the intervention powers, but only with the consent of the relevant competent authority (Article 22).

However, the emergency powers are not limited to national regulators. In Article 28, independent powers of intervention are reserved to ESMA in equivalent situations if the relevant national regulators have failed to act so as to adequately address the “threat to the orderly functioning and integrity of financial markets or to the stability of the whole or part of the financial system in the Union” (Article 28(2)). According to Article 30, the concept of such threats will be specified by the Commission after consulting ESMA. As explained earlier, ESMA has adopted an expansive and flexible view of the matter.⁷⁰

Moreover, Article 31 gives ESMA a separate power to conduct “an inquiry into a particular issue or practice relating to short selling or relating to the use of credit default swaps to assess whether that issue or practice poses any potential threat to financial stability or market confidence in the Union.” This right of enquiry may be conducted on ESMA’s own initiative, or on the request of national regulators,

⁶⁷ See ESMA, ‘Consultation Paper’ (n 48) 64–66.

⁶⁸ The detailed rules for this determination are found in Chapter III of Commission Regulation (EC) 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive [2006] OJ L241/1.

⁶⁹ See letter from Richard Metcalfe, ISDA, to the Law Commission, in response to *Insurance Contract Law: A Joint Scoping Paper* (18 April 2006) <<http://www.isda.org/whatsnew/pdf/Law-Commission04-18-06.pdf>>.

⁷⁰ See ESMA, ‘Consultation Paper’ (n 48) 65 (para 194): “Such powers need to be flexible enough to enable competent authorities to deal with a range of different exceptional situations.”

the European Parliament, the Council or the Commission. It covers corporate as well as sovereign CDS markets, and it is not conditional on any actual threat to financial stability.

This means that the exceptional disclosure regime is highly unpredictable. It may be that the powers of intervention will be used sparingly, but there is plenty of scope for broader interpretation of those powers if regulators are determined to obtain more information about CDS trade. Considering the precarious state of European financial markets, and the nature of regulatory politics as ESMA seeks to establish itself in the regulatory landscape, one should not be surprised if the intervention powers were to be employed with substantial frequency.

IV. Short Selling Restrictions

Increasing transparency was not seen as sufficient. This is because there were other concerns related to short selling, particularly the risk of *negative price spirals*, and the risk of *settlement failure* associated with naked short selling.⁷¹ The following subsections discuss the legislative history, the issue of insurable interest in uncovered CDSs, the exclusion of corporate CDSs, emergency powers and the opting-out rules.

1. Commission vs. Parliament

The original Commission proposal did not go very far. With respect to the risk of settlement failure, the Commission proposed imposing conditions on uncovered (“naked”) short selling by requiring that short sellers either borrow the share or sovereign debt instrument, or they make an arrangement with a third party confirming that the instrument has been located and reserved for lending (the “*locate rule*”).⁷² The proposal also included better *settlement discipline* on trading venues.⁷³ Similar rules already exist in the US.⁷⁴

These were broadly maintained in the final Regulation. The principal change was to soften the locate rule by a reference to “a *reasonable expectation* that settlement can be effected when it is due” (Articles 12(1)(c) and 13(1)(c)). The permitted arrangements will be specified by implementing technical standard prepared by ESMA.⁷⁵ Settlement discipline and buy-in procedures were defined for central counterparties (not “trading venues”), but limited to shares, excluding sovereign debt (Article 15).

Details matter, but settlement failure did not provoke major disagreement. While data on settlement failures is limited, according to national regulators, settlement failures represent about 2–4 % of

⁷¹ See European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 24–28.

⁷² COM (2010) 482 final, Article 12 (“Restrictions on uncovered short sales”).

⁷³ COM (2010) 482 final, Article 13 (“Buy-in procedures and fines for late settlement”).

⁷⁴ Regulation SHO, see Sirri, ‘Regulatory Politics and Short Selling’ (n 19) 524–525.

⁷⁵ Following Articles 12(2) and 13(5); see ESMA, ‘Final Report’ (n 27) 58–62 (Annex IV, Chapter IV of Draft Implementing Technical Standards).

all transactions.⁷⁶ Some regulators, including the UK FSA, felt that the overall risks from naked short selling are minimal. Other regulators, however, thought that the risk of price manipulation is greater with naked shorting, because it enables speculators to sell in principle an unlimited amount in a very short space of time.⁷⁷

To combat the risk of negative price spirals, the Commission only proposed giving national regulators powers of intervention in order to *temporarily restrict short selling*. For financial instruments traded on a trading venue, there would be a “circuit breaker” type rule, enabling regulators to restrict or prohibit short selling temporarily in the case of a significant fall in price.⁷⁸ For sovereign CDSs, national regulators would possess emergency powers to limit trading in exceptional situations.⁷⁹ These were both accepted, with changes, in the final Regulation (Articles 23 and 21 respectively).

The Parliament, however, was not satisfied with the possibility of temporary restrictions in the CDS market, and went all the way to ban uncovered positions in sovereign credit default swaps (Article 14(1)). To be precise, the prohibition is *semi-permanent*, because an opting-out provision was included (Article 14(2)). In effect, the difference is a question of presumption: the Commission proposal would have permitted CDS short selling as a rule, allowing its prohibition as an exception; the final Regulation made prohibition the rule and permission the exception.

2. Insurable Interest and Uncovered CDS

Although the semi-permanent prohibition of CDS shorting must have been influenced by the precarious borrowing position of some member states, the move is not as radical as it seems. Given the high level of fragmentation of financial regulation, frequent calls have been made for increased regulatory consistency along functional lines.⁸⁰ Now, it is widely acknowledged that credit default swaps are functionally like credit insurance, and some commentators have asked whether CDSs can meaningfully be distinguished from insurance contracts.⁸¹

The Short Selling Regulation does not define credit default swaps as insurance, but it effectively imposes limits that resemble those in insurance law. In insurance law, the doctrine of *insurable interest*, which says that one cannot buy insurance without having a legitimate interest in the subject-matter, was historically motivated by concerns that insurance may be used with a destructive intent if anyone can take out insurance on another’s life or property.⁸² CDSs, which are functionally equivalent to insurance, raise similar concerns of moral hazard and perverse incentives.⁸³

⁷⁶ See European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 26, for details.

⁷⁷ See *ibid* 27.

⁷⁸ COM (2010) 482 final, Article 19.

⁷⁹ COM (2010) 482 final, Article 18.

⁸⁰ See Dwight B Crane, Kenneth A Froot, Scott P Mason, André F Perold, Robert C Merton, Zvi Bodie, Eric R Sirri and Peter Tufano, *The Global Financial System: A Functional Perspective* (Harvard Business School Press 1995).

⁸¹ See n 14.

⁸² Malcolm Clarke, *Policies and Perceptions of Insurance Law in the Twenty-First Century* (Oxford University Press 2005), 26–38.

⁸³ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 25.

a) The Pros and Cons of CDS Shorting

The appropriateness of the insurable interest doctrine for CDSs is subject to dispute. Indeed, within insurance law scholarship, that doctrine is debated, because it creates uncertainty and may be unnecessary.⁸⁴ It is therefore appropriate to consider the pragmatic case in more detail.

In terms of economics, there are arguments both ways. On the one hand, well-functioning markets in financial risk are beneficial to both lenders and borrowers, because they facilitate better risk management, which in turn lowers risk premiums and borrowing costs.⁸⁵ CDSs also reveal new information about borrowers, and this might reduce the informational premium on bonds and informational rents of bank loans.⁸⁶ Wider participation in credit risk markets also increases their liquidity, which makes credit insurance cheaper by narrowing bid-ask spreads and making prices more stable. Finally, the existence of more market participants favours more efficient price formation.

On the other hand, free markets may fail to function constructively.⁸⁷ Lack of transparency may open possibilities for abusive trading, while inefficient pricing may be exacerbated by leveraged bets seeking to profit from negative price spirals. The informational efficiency of markets is always relative, and boundedly rational and liquidity-constrained investors may fall into pricing errors, particularly in turbulent times. Moreover, just like any insurance, credit insurance weakens incentives to reduce risks (for example by monitoring debtors).⁸⁸

The empirical evidence is limited. While liquid markets in credit risk are, in principle, beneficial to lenders, there is yet no strong evidence of benefits to *borrowers*. A widely-cited study by Ashcraft and Santos on corporate debt failed to find evidence that the onset of CDS trading lowers the cost of debt financing for the average borrower.⁸⁹ Contrary to the general hypothesis, the study discovered *economically significant adverse effects on risky and informationally opaque firms*; in contrast, safe and transparent firms have benefited from a small reduction of bond and loan spreads.

The finding is counterintuitive, because common sense suggests that CDSs should *reduce* the costs of risky and opaque borrowers, because their lenders are more likely to take interest in credit insurance, and the informational value of CDSs (if any) should reduce opacity.⁹⁰ The reason for the anomaly may be that CDSs are heavily used by banks to lay off their credit exposures; this reduces their monitoring incentives, and anticipating this, syndicate participants and bond investors “may demand higher compensation to extend loans to these firms, in particular to those for which monitoring is most valuable, riskier, and informationally opaque”.⁹¹ This is a form of the classic “lemons problem” in the presence of

⁸⁴ See generally English and Scottish Law Commissions, *Insurable Interest* (Issues Paper 4, 2008) 2.

⁸⁵ See Darrell Duffie, ‘Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability’ (2008) BIS Working Papers No 255 <<http://www.bis.org/publ/work255.pdf>>.

⁸⁶ See Adam B. Ashcraft and João A.C. Santos, ‘Has the CDS market lowered the cost of corporate debt?’ (2009) 56 *Journal of Monetary Economics* 514, 515.

⁸⁷ This has been emphasised by a school of thought known as behavioural finance: see Robert J Shiller, ‘From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance’ (2003) 17 *Journal of Economic Perspectives* 83.

⁸⁸ See Morrison (n 28) and Hakenes and Schnabel (n 29). In credit insurance, the insurer may, however, demand some form of monitoring.

⁸⁹ Ashcraft and Santos (n 86).

⁹⁰ *ibid* 515.

⁹¹ *ibid* 523.

asymmetric information.⁹² Therefore, it may be that the CDS market is, paradoxically, reducing the informational efficiency of debt markets in some cases and rendering debt financing more expensive.

Another study on Asian bond and CDS markets has slightly challenged the previous finding, but it also raises new issues.⁹³ An investigation January 2003 to June 2009 found that, in general, CDS trading was associated with lower borrowing costs and highly liquidity. The authors speculate that the difference in comparison to US results may be due to a “jump-start effect” in the underdeveloped Asian bond markets.⁹⁴ Whatever the reason, the bad news is that during the crisis period, firms included in CDS indices faced higher spreads than their peers, suggesting that CDS trading may intensify shocks in difficult times.⁹⁵

Studies on European sovereign CDS prices during the sovereign debt crisis also give some cause for concern. One study found that, contrary to theory of complete markets, sovereign debt and CDS spreads did not track each other very well, but especially during the crisis, CDS spreads led bond yields, creating upward pressure on the latter.⁹⁶ Another study compared CDS spreads with economic fundamental and found that CDSs were significantly overpriced in comparison.⁹⁷ However, the data is subject to different interpretations, as it might be argued that in both cases CDS spreads better reflected *future* fundamentals.

The basic question is whether CDSs lead markets into error, or instead help to locate the accurate price more swiftly. The case may be one or the other, depending on the circumstances. There is some evidence suggesting that CDS prices are more informationally efficient than stock market prices.⁹⁸ This is consistent with the belief that credit default swaps are used by insiders who cannot use their knowledge in traditional markets; for example, banks have privileged access to client information and may hedge their exposure against forthcoming bad news. For borrowers this means higher borrowing costs, because the information leakage through CDSs is especially relevant for risky firms that are close to default.⁹⁹

On the other hand, the informational efficiency of CDS prices has also been questioned. For example, it has been found that the CDS market was efficient before the credit crisis of 2007–08, but during

⁹² See George A Akerlof, ‘The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism’ (1970) 84 *Quarterly Journal of Economics* 488.

⁹³ See Ilhyock Shim and Haibin Zhu, ‘The impact of CDS trading on the bond market: evidence from Asia’ (2010) BIS Working Papers No 332 <<http://www.bis.org/publ/work332.pdf>>.

⁹⁴ *ibid* 2.

⁹⁵ *ibid* 3.

⁹⁶ Giovanni Calice, Jing Chen and Julian Williams, ‘Liquidity spillovers in sovereign bond and CDS markets: An analysis of the Eurozone sovereign debt crisis’ (2011) *Journal of Economic Behavior & Organization* (forthcoming, available online 26 October).

⁹⁷ Joshua Aizenman, Michael M Hutchison and Yothin Jinjarak, ‘What is the Risk of European Sovereign Debt Defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market Pricing of Risk’ (2011) NBER Working Paper No 17407 <<http://www.nber.org/papers/w17407>>.

⁹⁸ Gaiyan Zhang and Sanjien Zhang, ‘Informational efficiency of the U.S. credit default swap market: Evidence from earnings surprises’ (2011) *Journal of Financial Stability* (forthcoming, available online 4 November); Ioana Alexopoulou, Magnus Andersson and Oana Maria Georgescu, ‘An empirical study on the decoupling movements between corporate bond and CDS spreads’ (2009) ECB Working Paper No 1085 <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1085.pdf>>.

⁹⁹ Zhang and Zhang (n 98) 4–5 (pre-publication version).

the crisis it underreacted to earnings announcements, and after the crisis it overreacted.¹⁰⁰ Specific studies on the European sovereign bond and CDS markets also indicate that, since September 2008, CDS spreads have on average exceeded bond spreads.¹⁰¹ Possible pricing inefficiency may be due to various factors such as market concentration, which may cause high short-term volatility in CDS prices in comparison to bond prices, especially in turbulent times.¹⁰²

A further concern is that, given the informational limitation of markets and the tendency of many investors to imitate others, a contagion in the CDS market may become a self-fulfilling prophecy by causing a fright in the traditional bond market.¹⁰³ The opacity of the CDS market also facilitates trading strategies aimed at generating destabilising signals.¹⁰⁴ This concern is supported by a Fitch annual survey of credit derivative traders, reporting that the majority of traders believe that sovereign CDS prices have an important impact on cash market spreads.¹⁰⁵ The impact may or may not be informationally efficient, depending on what is driving the CDS spreads, but it will be detrimental to risky and opaque borrowers.

b) Insurable Interest: What Makes a Hedge

A perennial problem with the insurable interest doctrine is what constitutes insurable interest.¹⁰⁶ This is a major question in the Regulation, too. One worry during the Parliamentary process was that “insurable interest” or “hedging” might be defined too narrowly. Originally, though, the Committee on Economic and Monetary Affairs took a hard line, considering that “all investors owning a CDS without possessing the underlying bond should be considered as having an uncovered CDS position”.¹⁰⁷ But this is a very narrow concept of hedging, and a wider definition was adopted in the end. According to Article 4(1), the prohibition of uncovered positions can be avoided if the sovereign CDS serves to hedge against:

“(a) the *risk of default of the issuer* where the natural or legal person has a long position in the sovereign debt of that issuer to which the sovereign credit default swap relates; or

(b) the *risk of a decline of the value* of the sovereign debt where the natural or legal person holds assets or is subject to liabilities, including but not limited to financial contracts, a portfolio of assets or financial obligations *the value of which is correlated to the value of the sovereign debt.*” (emphases added)

¹⁰⁰ Nicole Thorne Jenkins, Michael D Kimbrough and Juan Wang, ‘The extent of informational efficiency in the credit default swap market: Evidence from post-earnings announcement returns’ (7 July 2011), <<http://ssrn.com/abstract=1785734>>.

¹⁰¹ Alessandro Fontana and Martin Scheicher, ‘An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and Their Relation with Government Bonds’ (2010) ECB Working Paper No 1271 <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1271.pdf>>.

¹⁰² European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 25. The CDS market is extremely concentrated, as the 10 largest dealers account for 90 % of trading volume (in terms of gross notional amounts): see Rama Cont, ‘Credit default swaps and financial stability’ (2010) 14 *Banque de France: Financial Stability Review* 35, 36.

¹⁰³ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 25.

¹⁰⁴ Luca Amadei, Simona Di Rocco, Monica Gentile, Renato Grasso and Giovanni Siciliano, ‘Credit Default Swaps: Contract Characteristics and Interrelations with the Bond Market’ (2011) CONSOB Discussion papers, 32–33 <<http://ssrn.com/abstract=1905416>>.

¹⁰⁵ See Joseph Cotterill, ‘A year in the life of sovereign CDS’ *Financial Times* (17 September 2010) <<http://ftalphaville.ft.com/blog/2010/09/17/346151/a-year-in-the-life-of-sovereign-cds>>.

¹⁰⁶ See English and Scottish Law Commissions, *Insurable Interest* (n 84) 26–32, 35–44.

¹⁰⁷ ‘Draft report’ (n 61) 79.

This solution is more consistent with finance theory, because investors may have an indirect economic interest in assets not directly owned, and may wish to obtain a “proxy hedge” when a direct hedge is unavailable or too expensive.¹⁰⁸ However, it is not without concerns. Firstly, the Parliamentary Committee already expressed scepticism of proxy hedging, arguing it could be damaging for sovereign borrowers: “Using a CDS as a proxy for hedging other financial instruments by increasing demand for sovereign CDS is prone to sending misleading signals to the market. Such misleading signal could put Member State’s financing costs at risk and thus increases the pressure on already strained public finances.”¹⁰⁹

Secondly, there is the practical concern of how the definition is specified. The reference to *correlation of value* is far too broad for regulatory purposes, so Article 4(2) empowers the Commission to adopt delegated acts in order to specify the hedging rules (and the method for calculating group positions).¹¹⁰ The ESMA consultation paper adopts a liberal approach, noting that “a very wide range of risks could potentially be eligible for hedging through a sovereign CDS position.”¹¹¹ Preferring general principles to an exhaustive list of particular cases, ESMA lays down two broad requirements: correlation and proportionality between the risks being hedged and the referenced sovereign debt.¹¹²

Neither of these is precisely defined. With respect to *correlation*, ESMA considers it “better not to produce a very precise quantitative definition as to the extent of the correlation required. There must be a clear positive directional dimension to the correlation but a general qualitative statement should be sufficient and would not risk setting an overly precise boundary.”¹¹³ However, correlation should normally be demonstrated by reference to historical data.¹¹⁴ With regard to *proportionality*, the CDS position should not be totally disproportionate in comparison with the risks being hedged, but a perfect match cannot be expected.¹¹⁵ Moreover, while position holders are generally responsible for ensuring that their CDS position remains covered, they should not be punished for changes in market valuations without any active change of position.¹¹⁶

ESMA’s principled approach has the advantage of reducing compliance costs and avoiding too narrow rules, although it may also end up watering down the restrictions. There are a couple of more concrete guidelines, however. One is that involuntary uncovered sovereign CDS positions, which may be imposed upon members of a central counterparty, are not prohibited.¹¹⁷ The other is that the risk being hedged (the counterparty) must be located in the member state whose sovereign CDS is used as a hedge,

¹⁰⁸ Proxy hedging is based on value correlations, so the wording in Article 4(1)(b) evidently refers to it.

¹⁰⁹ ‘Draft report’ (n 61) 79.

¹¹⁰ See ESMA, ‘Consultation Paper’ (n 48) 31–40.

¹¹¹ Ibid 34 (para 79).

¹¹² Ibid 32.

¹¹³ Ibid 35 (para 84).

¹¹⁴ Ibid 35 (para 85).

¹¹⁵ Ibid 36 (para 87).

¹¹⁶ Ibid (para 89).

¹¹⁷ Ibid 37.

except when the counterparty is a supra-national European body.¹¹⁸ This geographic limitation, which prohibits cross-country hedging, has been heavily criticised by market participants.¹¹⁹

Further, the consultation paper helpfully clarifies an issue concerning the use of sovereign CDSs to manage sovereign counterparty risk. This is important, because under current market practices, sovereigns do not post collateral in OTC derivative transactions, including popular deals such as interest rate swaps. Many traders therefore use sovereign CDSs to obtain a synthetic hedge.¹²⁰ On a narrow reading of the Regulation, a synthetic hedge might still be considered an *uncovered* position according to Article 4(1), because the counterparty does not have a long position in the sovereign debt, and the relevant risk is not one of a decline in the value of the sovereign debt as such. Economically, this would be an absurd interpretation; fortunately ESMA notes that a hedge position includes “interest rate or currency swap transactions where the sovereign CDS is used as a counterparty risk management tool for hedging exposure on financial or foreign trade contracts”.¹²¹

3. Scope: Sovereign vs. Corporate CDS

As earlier in relation to transparency rules, the CDS shorting ban is limited to sovereign debt. This was not obvious. Several members of the Committee on Economic and Monetary Affairs took a harder line, some of them going so far as to wanting to prohibit CDS trade entirely.¹²² In a Parliamentary debate on 4 July 2011, there was notable support for banning all uncovered CDSs.¹²³

In the end, the ban was limited to sovereign debt. This raises many issues. In terms of the empirical evidence discussed above, one might argue that sovereign borrowers are especially opaque, and they are particularly likely to suffer the adverse effects of unlimited CDS shorting. On the other hand, there are also corporations – banks, for example – that are in a similar position.

Secondly, it may be that the theoretical case for limiting CDS trade is weaker in the case of sovereign debt. Such concerns as insider trading and the empty credit problem do not seem particularly relevant for sovereign borrowers. Thus, again, the paradox that the Regulation imposes heavier rules for sovereign CDS markets when the stronger regulatory rationale might be in corporate CDSs.

¹¹⁸ Ibid 34–35 (para 82).

¹¹⁹ See ‘AFME, ICMA, ISLA and ISDA joint input for ESMA Consultation Paper on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EU) No XX/2012)’, 10 March 2012, 26–28 <http://www.esma.europa.eu/system/files/joint_response_afme_icma_isda_isla_20120312.pdf>.

¹²⁰ See Bank of England, *Quarterly Bulletin, 2010 Q2*, 81; Cotterill (n 105).

¹²¹ ESMA, ‘Consultation Paper’ (n 48) 33.

¹²² For example, German MEP Jürgen Klute argued: “Naked short sales, commodity short sales and credit default swaps do not provide any macroeconomic benefits and carry considerable systemic risks that can be assessed ex ante only with great difficulty. Risk hedging should be replaced by other, less detrimental instruments”: Committee on Economic and Monetary Affairs, ‘Amendments 139–338’ (n 62) Amendment 149, 9-10.

¹²³ A majority of the speakers expressed such views: Markus Ferber, Robert Goebbels, Sven Giegold, Dimitar Stoyanov, Wolf Klinz, Monika Flašíková Beňová, Franz Obermayr, Jean-Paul Gauzès and Evelyn Regner; CRE 04/07/2011 – 21 <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=CRE&reference=20110704&secondRef=ITEM-021&language=EN&ring=A7-2011-0055>>.

Finally, the Regulation acknowledges that sovereign CDS buyers may have an insurable interest even if they do not strictly own bonds of the sovereign. In these cases, sovereign CDSs function as a proxy of some other risk that may be more difficult to hedge directly. However, *the Regulation fails to note that proxies are also relevant the other way around*: investors wishing to bet against member states may be able to do so using other proxies. Thus the *Lex* column in *Financial Times* notes: “Privately, they [hedge funds] add that if they want to bet that a country defaults, they will find proxies – such as leading bank stocks. Beware the unintended consequences.”¹²⁴

4. Powers of Intervention in Exceptional Situations

One possible explanation for the limited prohibition is that the Regulation gives regulators powers to intervene in exceptional situations. These interventions may include restrictions such as prohibitions or conditions relating to short selling and similar transactions (Article 20), or limitations to sovereign CDS transactions (Article 21). The general conditions for invoking these emergency powers are the same as in the transparency regime: (a) “there are adverse events or developments which constitute a serious threat to financial stability or to market confidence”, and (b) “the measure is necessary to address the threat and will not have a detrimental effect on the efficiency of financial markets which is disproportionate to its benefits”.¹²⁵

The approach taken by ESMA in interpreting these conditions suggests that they will be used particularly in relation to troubled member states and systematically important financial institutions (including banks, insurance companies, market infrastructure providers and asset management companies).¹²⁶ Moreover, ESMA has emphasised that “it is essential to make sure that competent authorities and ESMA can take steps before the risk situation spreads. The possibility of the development of self-fulfilling phenomena, like rumours of bank runs or sovereign or financial issuer defaults is a particular factor to watch when assessing adverse market conditions.”¹²⁷

The emergency powers are formulated in a curious way. On the one hand, Article 20 enables national regulators to *prohibit or impose conditions* relating to (a) a short sale and (b) “a transaction other than a short sale which creates, or relates to, a financial instrument and the effect or one of the effects of that transaction is to confer a financial advantage on the natural or legal person in the event of a decrease in the price or value of another financial instrument”. In other words, the latter category is defined as broadly as possible, and it certainly covers credit default swaps, *including corporate CDSs*. There is no reference to uncovered positions, and one should conclude that the wording is intended to include *covered CDS positions* too.

Under Article 21, on the other hand, national regulators “may *restrict* the ability of natural or legal persons to enter into sovereign credit default swap transactions or *may limit the value* of sovereign credit default swap positions that those persons are permitted to enter into”. This provision likewise

¹²⁴ Lex, ‘Regulating traders’ *Financial Times* (19 October 2011) <www.ft.com/cms/s/3/9975dbb6-fa59-11e0-b70d-00144feab49a.html>.

¹²⁵ See Articles 20(1) and 21(1).

¹²⁶ ESMA, ‘Consultation Paper’ (n 48) 64–66.

¹²⁷ *ibid*, 65 (para 196).

includes covered positions. It is not entirely clear what is contemplated by “limiting the value” of sovereign CDS positions. What is clear is that if one member state is suffering major difficulties, traders should not blindly rely on the normal permission of entering into covered positions.

a) Significant Fall in Price: Circuit Breakers and CDSs

CDS trading may also be restricted under Article 23, which empowers regulators to restrict short selling temporarily in the case of a *significant fall in price*. In its literal sense, this “circuit breaker” rule does not seem to apply for the CDS market, because market turbulence will be reflected in *rising* CDS prices. However, this would be economically contradictory and would permit regulatory arbitrage using financial derivatives. Thus, ESMA has noted its opinion that, when it comes to derivatives, “the concept of significant fall in price should be coherent and compatible in time with the conditions to consider whether to take action on the relevant underlying.”¹²⁸

This approach is theoretically correct, but ESMA does not discuss credit default swaps explicitly, and it is not clear how the circuit breakers might be applied for them. In its consultation paper, ESMA distinguishes between three kinds of derivatives: those whose underlying is a financial instrument traded on a trading venue (e.g. share, bond), other kinds of derivatives that are centrally cleared, and derivatives that are not centrally cleared.¹²⁹ Although CDSs are referenced to borrowers whose bonds may be publicly traded, it is not correct to say that their underlying financial instrument is a bond; their value and payments are determined by credit events, which are not financial instruments at all (it is worth asking whether CDSs can meaningfully be called derivatives).

Therefore, there are two possibilities. In the case of derivatives cleared by central counterparties (CCP), ESMA proposes that “a certain proportion of the variation of the price of the underlying used to determine CCP margins should be the threshold for each derivative. This relative threshold would determine the concept of significant fall in price for all derivatives in this category.”¹³⁰ This approach may have to be adapted further for CDSs, however, as they do not have a clear underlying financial instrument. In any event, the majority of CDSs will in the future be centrally cleared, following the implementation of EMIR.¹³¹

The other case is that of non-centrally-cleared derivatives, as are most CDSs today. In this case, ESMA thinks the only option is to base the thresholds on the actual price of the derivatives in question, but goes on to note that it would be “an impossible task” to define a separate “significant fall in value for each and every type of such derivatives”. Therefore, “the only workable approach might be to set out a single figure for a significant fall in price value for all these kinds of derivatives”, although ESMA is aware of “the difficulty in defining the appropriate unique threshold.”¹³²

¹²⁸ ESMA, ‘Consultation Paper’ (n 48) 60 (para 175). This is intended to include CDSs: the draft delegated act in Annex IV, Article 4(1) refers to the list of instruments in MiFID (n 64), Annex 1, Section C, which includes “(8) Derivative instruments for the transfer of credit risk”.

¹²⁹ *ibid* (paras 174 and 179).

¹³⁰ *ibid* (para 176); see also Annex IV, Article 4(2).

¹³¹ See n 41.

¹³² ESMA, ‘Consultation Paper’ (n 48) 61 (para 181).

b) The Relevant Competent Authority

The imposition of trading restrictions under Articles 20, 21 and 23 will not always be made by the same regulator. As within the exceptional disclosure regime, the intervention is conditional on the consent of the relevant competent authority (Article 22). For the purposes of Article 20 and corporate CDSs, that is the national regulator controlling *the most relevant market in terms of liquidity* for the financial instrument in question (Article 2(1)(j)(v)). In contrast, Article 21 and sovereign CDSs are covered by the regulator of the *member state to which the CDS relates* (Article 2(1)(j)(i)).

For reasons of coherence, the same distinction between companies and sovereigns should apply if CDS trading is restricted under Article 23. However, normally the circuit breakers are imposed by the national authorities that oversee the trading venue in which the significant fall in price occurs, and the text of the Article does not provide clear guidance for its application for CDSs.

It remains to be seen how the regulatory politics get played out, but some differences are to be expected. In most cases, the decision to impose limits or prohibitions to the corporate CDS market will be made by the UK FSA, and given the importance of London as a leading centre of the global CDS trade, the FSA will not take such decisions lightly. In contrast, interventions under Article 21 will be principally decided by the country that is subject to difficulties. Such situations imply significant political pressure, so the decision to intervene is more probable. On the other hand, the decision to intervene may be of limited practical relevance if regulators in other jurisdictions, notably the UK, do not follow, because that is where the CDS trading happens.

c) ESMA Interventions

ESMA has an independent power of intervention if national regulators have failed to act so as to address “a threat to the orderly functioning and integrity of financial markets or to the stability of the whole or part of the financial system in the Union” (Article 28(2)(a)). An ESMA intervention may be one of disclosures (discussed earlier), or prohibitions or conditions related to short selling and similar transactions (broadly defined: see Article 28(1)(b)).

This raises the hypothetical question of whether ESMA is likely to intervene if the FSA or another national regulator does little or nothing. The *failure to act* is formulated broadly: it is present when “no competent authority has taken measures to address the threat or one or more of the competent authorities have taken measures that do not adequately address the threat” (Article 28(2)(b)). Notably, the failure to act is defined in terms of *competent authorities*, so in principle, the wording does not refer to situations in which, for example, the FSA refuses to intervene in the London sovereign CDS market related to another member state, which has restricted trade in its CDSs (even if most of the said CDS trade took place in London, the FSA is not a competent authority). On the other hand, ESMA might argue that the intervention outside London is insufficient to adequately address the situation, and intervene.

ESMA can more easily claim jurisdiction when it comes to the corporate CDS market in London, because London is the most relevant market in terms of liquidity and the FSA is the competent authority. This, paradoxically, may signify that the FSA will adopt a more proactive stance so as to pre-empt an ESMA intervention.

If ESMA contemplates intervening, it faces an additional requirement: it must consider the extent to which the measure “(a) significantly addresses the threat [...]; (b) does not create a risk of regulatory arbitrage; [and] (c) does not have a detrimental effect on the efficiency of financial markets, including by reducing liquidity in those markets or creating uncertainty for market participants, that is disproportionate to the benefits of the measure” (Article 28(3)). On paper at least, the reference to liquidity and uncertainty for market participants is significant, because restricting CDS trade in disorderly times is very likely to reduce liquidity and create uncertainty. However, the text only says that ESMA has to take these considerations “into account” – they are not a strict condition.

Even when ESMA does not intervene, it is entitled to notification before national regulators impose any measures under Articles 18–21 (Article 26). Moreover, Article 29 highlights that, in emergency situations relating to sovereign debt or sovereign CDSs, Articles 18 and 38 of Regulation (EU) No 1095/2010¹³³ are applicable. The first gives ESMA, among other things, the right to be “fully informed of any relevant developments”, and to be “invited to participate as an observer in any relevant gathering by the relevant national competent supervisory authorities”. The latter demands that ESMA “ensure that no decision adopted [...] impinges in any way on the fiscal responsibilities of Member States”.

5. *Opting-out*

Prior to the acceptance of the Regulation, there was much political wrangling about the semi-permanent prohibition of sovereign CDS shorting. The UK in particular was opposed, favouring a presumption of freedom. The compromise entailed an opting-out possibility, creating a presumption of prohibition (see Article 14(2)). The semi-permanent prohibition is not all that unsound even if one favours short selling freedom, but the end result involves some inconsistencies.

The principal argument in favour of a semi-permanent ban is that temporary restrictions to short selling are problematic. Several authors have noted that sudden changes to short selling rules have a particularly destabilizing effect. For example, when US authorities suddenly restricted the short selling of shares in September 2008, this “caused funds that ran convertible bond strategies to lose substantial amounts of money as they were no longer able to manage the risk of their holdings.”¹³⁴ Studies on the US and UK markets have also found significant negative effects on spreads and liquidity as a result of short selling restrictions.¹³⁵ In this respect, the rule adopted in the Regulation seems more appropriate, as

¹³³ Regulation (EU) 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC [2010] OJ L331/84.

¹³⁴ Sirri, ‘Regulatory Politics and Short Selling’ (n 19) 537.

¹³⁵ E Boehmer, CM Jones and X Zhang, ‘Shackling short sellers: The 2008 shorting ban’ (23 December 2011) <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1412844>; M Clifton and M Snape, ‘The effect of short-selling restrictions on liquidity: evidence from the London Stock Exchange’ (2008) Capital Markets Cooperative Research Centre <<http://img.iex.nl/iexprofs/images/2008-12-01ResearchEvidenceofShortSellingRestrictions.pdf>>.

otherwise there would have been the risk that the prohibition is imposed when markets are already unstable, creating further disruptions. The Regulation also does well to exclude any retroactive effect related to uncovered CDS positions that were permitted when they were entered into (Article 46(2)).

However, there is some irony in the result. One of the arguments in favour of the prohibition was that short selling may cause a *downward spiral* in hard times, yet the opting-out rule enables regulators to permit CDS trade when sovereign debt markets are “not functioning properly” and it is believed that the ban is “increasing the cost of borrowing for sovereign issuers or affecting the sovereign issuers’ ability to issue new debt”. Yet in light of the empirical evidence, it seems highly unlikely that permitting sovereign CDS trade in difficult moments would be beneficial to the sovereign borrower.

Article 14(2) lists five indicators that support lifting the restrictions: “(a) a high or rising interest rate on the sovereign debt; (b) a widening of interest rate spreads on the sovereign debt compared to the sovereign debt of other sovereign issuers; (c) a widening of the sovereign credit default swap spreads compared to the own curve and compared to other sovereign issuers; (d) the timeliness of the return of the price of the sovereign debt to its original equilibrium after a large trade; (e) the amounts of sovereign debt that can be traded”.

In some rare instances it may be argued that the CDS market is not functioning properly and restrictions should be lifted; but mostly these indicators refer to distressed markets in which the cost of sovereign debt is rising because there are worries relating to the solvency of the sovereign. In such times, the evidence suggests that CDS prices are less likely to be efficient than normally,¹³⁶ and permitting CDS shorting may only feed a downward spiral.

The added paradox is that it is precisely in those times that regulators may invoke their emergency powers to *restrict* other forms of short selling, including corporate CDSs. If, in the extreme, sovereign CDS speculation is permitted at the same time as corporate CDS speculation is restricted, the effect may be a major market dislocation as investors rush from one area (normally allowed, now banned) to another (normally banned, now allowed).

One supposes that such mishaps will be avoided. The decision to permit short selling sovereign CDSs is made by the authorities of the sovereign in question (Article 2(1)(j)(i)), and it is unlikely that they would make that decision during turbulent times. It seems, therefore, that the opt-out provision may become a dead letter unless new evidence is found that the CDS shorting ban is causing major problems in normal times.

V. Further Issues

Two further concerns are worth noting. One relates to the exemption of market makers, the other to the effectiveness and extraterritorial effect of the Regulation.

¹³⁶ See Jenkins, Kimbrough and Wang (n 100).

1. Exemption of Market Making

It was worried that imposing the same requirements and restrictions on market makers would be problematic, as they provide a crucial role in providing liquidity. Historical evidence from a NYSE short selling ban in the 1930s, which also included market makers, suggests that this caused major liquidity deterioration.¹³⁷ The Regulation therefore acknowledges the crucial role played by market makers and their need to take short positions.¹³⁸

Article 17 provides a general exemption for market making activities¹³⁹ and primary market operations (market making in sovereign debt issues)¹⁴⁰ from the requirements of Articles 5–7 (disclosure of net short positions) and 12–14 (restrictions on uncovered short positions). The powers of intervention in Chapter V also refer to the possibility – not the necessity – of exempting market makers and primary dealers.

However, the exemption does not affect Article 8, which requires notification of uncovered sovereign CDS positions to competent authorities when the restrictions have been suspended in accordance with Article 14(2). This is surprising, because it implies that market makers normally have no duties with respect to sovereign CDSs, but would be subject to disclosure within the (generally lighter) opt-out regime.

During the Parliamentary process, there were concerns that the exemptions could be misused. Market makers include investment banks that are also major investors in the CDS market, and the rapporteur demanded that “market makers that do not have a Chinese wall between the activities and those of property trading not initiated by clients’ orders should not be allowed to use these exemptions”.¹⁴¹ Perhaps reliance on “Chinese walls” would be both unnecessary and naive, but Recital 26 did note that the “exemption should apply to the different types of market-making activity but not to proprietary trading”.

The practical concern is how the regulators are to distinguish between market making and proprietary trading, given that market makers will be exempt from disclosing their market making positions. Certain control rights are therefore reserved. Article 17(11) empowers the competent authority to *request information* about short positions held or activities conducted under the exemption, and Article 17(7) refers to the possibility of *prohibiting the use of the exemption*.

2. Effectiveness

Another question is the effectiveness of the Regulation, given the global nature of financial markets and CDS markets particularly. When the draft Regulation was discussed, some argued that EU restrictions would

¹³⁷ Charles M Jones, ‘Shorting Restrictions: Revisiting the 1930s’ (2012) 47 *Financial Review* 1.

¹³⁸ See Recital 26.

¹³⁹ “Market making activities” are defined in Article 2(1)(k).

¹⁴⁰ See definition of “authorised primary dealer” in Article 2(1)(n).

¹⁴¹ ‘Draft report’ (n 61) 81.

be worthless without US participation.¹⁴² In fact, a ban proposal was mooted in the US in 2009, but it was then watered down and finally abandoned.¹⁴³ Yet one might ask whether US participation would have mattered so much, given the availability of Asian markets.

Potential lack of effectiveness was acknowledged by the Commission in the preparatory stage, but its position was self-contradictory. Ease of avoidance was cited as one of the reasons for not initially imposing a permanent CDS short selling ban,¹⁴⁴ yet this was not seen as relevant for the disclosure regime, or for temporary CDS restrictions. The Commission only noted the importance of capturing trades taking place outside the EU: “for this regime to be effective, it is important that notification and disclosure obligations apply no matter where a transaction takes place, including where it takes place outside the Union but in relation to a company or sovereign debt issuer that has shares or sovereign debt admitted to trading on a trading venue in the Union.”¹⁴⁵

Article 10 specifies that the disclosure regime (Articles 5–8) applies regardless of whether the natural or legal person is domiciled or established within the Union or in a third country. There is no similar provision in relation to the prohibitions. Neither does the Regulation specify penalties for infringement; these shall be established by member states, and they shall be “effective, proportionate and dissuasive” (Article 41).

It would be ironical if the most significant piece of short selling regulation in recent years were to be sidestepped by the very markets it was supposed to get hold of. It seems unlikely that the Regulation will have no effect at all, but it remains to be seen how effective it becomes in face of the global marketplace.

VI. Conclusion

The Short Selling Regulation is a combination of more or less sound elements, coupled with contradictions and political compromises. The ordinary disclosure regime is not radical, but presents anomalies such as the exclusion of public disclosure of short positions in sovereign debt and the differential treatment of corporate and sovereign debt and CDSs. The fact that sovereign debt markets are regulated more heavily is probably due to the sovereign debt crisis that gave the final impetus for the Regulation. However, the result increases regulatory fragmentation and regulatory arbitrage, and it reduces the ability of regulators to identify potential abuses in the corporate CDS market.

The exceptional disclosure regime gives quite unlimited powers for regulators to demand disclosure of short positions, including to the market, in exceptional circumstances. Paradoxically, this

¹⁴² Ben Moshinsky and Aaron Kirchfeld, ‘Naked Swaps Crackdown in Europe Rings Hollow Without Washington’ *Bloomberg* (11 March 2010) <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aj9Qo2YqmFKs>>.

¹⁴³ *ibid.* The initial proposal was to ban naked CDSs, whereas a draft bill gave regulators authority to prohibit “abusive swaps”, i.e. ones “that would be detrimental to the stability of a financial market or of participants in the financial markets.” It was also dropped, however, on grounds that “a broad grant to ban abusive swaps would be unsettling.”

¹⁴⁴ European Commission, ‘Impact Assessment’ (n 9) 47: “a ban could easily be circumvented by investors trading in CDS in non-EU countries not subject to the ban and there would be very little that EU regulators could do about this.”

¹⁴⁵ *ibid.* 65.

regime may treat corporate CDS holders more onerously than sovereign CDS holders, because short positions in the former may have to be disclosed to the market, but not in the latter. The limits of the powers of intervention are not clear, as the formal conditions are open to interpretation. The rules on relevant competent authorities are also complicated and may provoke turf battles among national regulators, and between them and ESMA.

The most interesting and significant provision of the Regulation is the prohibition of uncovered short positions in sovereign CDSs. It effectively creates a doctrine of insurable interest in the sovereign CDS market. Although the ban has been criticised, it is not without empirical support; it also reduces regulatory fragmentation by more closely aligning the regulation of insurance and CDSs, which are functionally equivalent. However, the definition of what constitutes a covered position (hedging) is likely to cause uncertainty, and the exclusion of corporate CDSs is an anomaly that will increase regulatory arbitrage. The opting-out regime is an odd political compromise that goes against normal assumptions; it will probably be employed rarely, because permitting short positions in sovereign CDSs when the sovereign debt market is not functioning properly is likely to feed a downward spiral.

Looking into the future, the anomalies embedded in the Regulation provide an opportunity for scholars to empirically study comparatively the effects of different rules. For example, it is important to study whether the restrictions are helpful for sovereign borrowers, and how they influence market prices in sovereign debt. Given that non-EU countries have not adopted these restrictions, it will be easier to estimate their impact empirically. Given the contentious nature of the Regulation, it should be critically reassessed in light of subsequent evidence.

hingegen Betriebsvereinbarungen nicht in die Anpassungspflicht aufgenommen sind. Sie können nicht unter den Begriff der Verträge gefasst werden, denn Vertragspartei ist nicht der Mitarbeiter, sondern das betriebliche Arbeitnehmervertretungsorgan. Sie sind im Regelfall auch von der Bereichsausnahme in § 1 Abs. 3 InstitutsVergV nicht erfasst, so dass bei enger Wortauslegung der Vorschrift Betriebsvereinbarungen zwar vom Anwendungsbereich der Verordnung erfasst sind, sie aber gleichwohl nicht angepasst werden müssen. Dies ist unbefriedigend, bedenkt man, dass gerade Fragen der betrieblichen Lohngestaltung oder der Festsetzung von leistungsbezogenen Entgelten der zwingenden Mitbestimmung des Betriebsrats nach § 87 Abs. 1 Nr. 10 und 11 BetrVG unterfallen. Infolgedessen bleibt eine wesentliche Rechtsgrundlage für variable Vergütung gerade des großen Kreises der außertariflich Angestellten ungeregelt. Risk Taker dürften nur im Ausnahmefall als leitende Angestellte nach § 5 Abs. 3 BetrVG einzustufen sein.

Anpassungen der Verträge haben nur zu erfolgen, soweit sie rechtlich zulässig sind. Diese Selbstverständlichkeit führt zu der Erkenntnis, dass eine Anpassung bestehender Arbeitsverträge in der Regel nur im Einvernehmen aller Vertragspartner möglich ist⁶⁵. Die Frage der rechtlichen Zulässigkeit soll dabei mit Hilfe von Rechtsgutachten ermittelt werden, die auch von sachkundigen Mitarbeitern des Instituts erstellt werden können⁶⁶. Gleichwohl dürfte einem externen Berater der größeren Neutralität wegen, besonders aber aufgrund der im Gegensatz zu weisungsabhängigen Mitarbeitern bestehenden Unabhängigkeit, die höhere Legitimation für eine Exkulpation des Instituts und seiner Vertreter eingeräumt werden⁶⁷. Die Beauftragung eines unabhängigen Beraters, der in keinem Interessenkonflikt zu dem Institut steht, bedeutet für die Entscheidungsträger des Instituts eine höhere persönliche Absicherung⁶⁸.

VII. Fazit und Aussicht

Mit der nun in Kraft getretenen InstitutsVergV hat der deutsche Verordnungsgeber einen weiteren wesentlichen Baustein zur Regulierung der Vergütungspolitik im Finanzsektor erlassen⁶⁹. Basierend auf europäischen Vorgaben hat das Bundesfinanzministerium zusammen

mit der BaFin zahlreiche begrüßenswerte und wirkungsvolle Weichenstellungen geschaffen, um die Vergütung am langfristigen Erfolg der Institute auszurichten. Eine Abkopplung der Bonuszahlungen vom Wohl und Wehe des Instituts wird unterbunden. Gerade in bedeutenden Instituten verbindet sich mit der Umsetzung der InstitutsVergV ein erheblicher administrativer Aufwand. Allein die mit der Verordnung einhergehenden Prüfungs- und Dokumentationspflichten werden die Institute umfänglich beschäftigen. Gewiss besitzt die InstitutsVergV an einigen Stellen Unschärfen und Lücken. Die Entwicklung der Ordnungsgebung bis hin zur jetzt erlassenen InstitutsVergV hat aber gezeigt, dass die Behörden gewillt sind, Kritik anzunehmen und umzusetzen. So wird die Institutsvergütungsverordnung in ihrer aktuellen Fassung kein endgültiges Regelwerk bleiben. Beispielsweise wird bereits jetzt die Diskussion geführt, ob die Kriterien zur Unterscheidung zwischen besonderen und sonstigen Instituten auf Dauer tragfähig sind. Zudem kann sich weiterer Anpassungsbedarf ergeben, sollten die CEBS-Leitlinien bis zu ihrer im Dezember 2010 erwarteten finalen Fassung noch einmal größere Änderungen erfahren.

In einigen Jahren werden Gerichte darüber befinden, ob die schwierige Aufgabe der Schaffung neuer Vertrags- und Regelwerke im Einzelnen gelungen ist und für eine wirksame Ordnung der Vergütungspolitik der Institute gesorgt hat. Der Erfolg der Institutsvergütungsverordnung hängt einerseits entscheidend von der Sorgfalt ihrer Umsetzung in den Instituten ab, andererseits aber auch von der konsequenten Überwachung durch die Finanzaufsicht. Auch sie stellt die Verordnung in Zukunft vor neue Herausforderungen.

⁶⁵ Stellungnahme des zentralen Kreditausschusses, a.a.O. (Fn. 40), S. 10 Nr. 5; *Langen/Schielke/Zöll*, BB 2009, 2479, 2483.

⁶⁶ Verordnungsbegründung, a.a.O. (Fn. 12), Anpassungen bestehender Vereinbarungen.

⁶⁷ Vgl. *Fleischer*, BB 2010, 67, 68; vgl. *Wade/Porac/Pollock*, *Journal of Organizational Behavior*, Volume 18 (1997), S. 641, 644: „One justification strategy is to embed a controversial issue within practices that have face validity. In the domain of executive compensation, one such practice is the use of compensation consultancy and external salary surveys to calibrate managerial pay.“

⁶⁸ Vgl. zur Insolvenzantragspflicht BGH WM 2007, 1274 = WuB II A. § 92 AktG 1.07 G. *Spindler* = ZIP 2007, 1265; *Fleischer*, BB 2010, 67, 70.

⁶⁹ In staatlich gestützten Finanzinstituten ist im Rahmen der Schaffung eines Restrukturierungsgesetzes mit einer noch weiteren Verschärfung der Vergütungsregeln zu rechnen; vgl. hierzu *Afhüppe, Nagl, Köhler*, in: *Handelsblatt* v. 18.10.2010, S. 7; *Gesetzesentwurf Restrukturierungsgesetz*, BT-Drucks. 534/10 v. 3.9.2010.

Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte

Von Dr. Sebastian Mock, LL.M. (NYU), Attorney-at-Law (New York), Hamburg

A. Einleitung

Das Verbot von Leerverkäufen hat sich seit der jüngsten Finanzmarktkrise zu einem rechtspolitischen Dauerthema entwickelt, da die auf den Finanzmärkten aufgetretenen Verwerfungen vor allem der Möglichkeit von Leerverkäufen und deren Durchführung in großem Umfang zugeschrieben wurden. Als Reaktion auf diese Diskussion hat sich der Gesetzgeber mit dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 21.7.2010¹ entschieden, die

Problematik der Leerverkäufe einer ausdrücklichen Regelung zuzuführen.

B. Bestehende Regelungsansätze und Regelungsnotwendigkeit von Leerverkäufen

Das Verbot von Leerverkäufen ist dabei allerdings kein völlig neues Phänomen für das deutsche Kapital-

¹ BGBl. I, S. 945.

marktrecht bzw. die rechtspolitische Diskussion, sondern wurde bereits mehrfach vom Gesetz- bzw. Verordnungsgeber adressiert.

I. Regelungsansätze im 4. Finanzmarktförderungsgesetz

Im Rahmen des 4. Finanzmarktförderungsgesetz sollte die Problematik der Leerverkäufe bereits einer umfassenden Regelung in Form von § 4a WpHG-E² zugeführt werden, der eine ausdrückliche Ermächtigungsgrundlage für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zum Verbot von Leerverkäufen darstellen sollte³. Auf Initiative des Finanz- und Wirtschaftsausschusses wurde die Regelung in den Gesetzgebungsarbeiten vom Vermittlungsausschuss dann allerdings ersatzlos gestrichen, da Leerverkäufe handelsüblich seien, eine deutsche Regelung nur eine Insellösung und zudem kein Beitrag zur Erhöhung der Stabilität des Finanzsystems darstellen würde⁴.

II. Leerverkäufe als Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG)

Allerdings wurde die Zulässigkeit von Leerverkäufen im Rahmen des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) weiter eingehend diskutiert. Dabei wurde jedenfalls von einem Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation ausgegangen, soweit diese Geschäfte in erheblichem Umfang und gezielt zu Zwecken der Kursbeeinflussung durchgeführt wurden⁵. Die Bundesanstalt hat daher auch schon während der Finanzmarktkrise von der Ermächtigungsgrundlage des § 4 WpHG (teilweise in Verbindung mit § 20a WpHG) Gebrauch gemacht und eine Reihe von Leerverkaufsverböten⁶ bzw. Offenlegungspflichten⁷ im Rahmen entsprechender Allgemeinverfügungen erlassen⁸.

III. Regelungsnotwendigkeit und Regelungsperspektiven von Leerverkäufen

Die dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vorangegangene rechtspolitische Diskussion über die Notwendigkeit eines Verbots von Leerverkäufen hat die wirtschaftlichen Hintergründe des Phänomens von Leerverkäufen nur teilweise aufgegriffen. So enthält auch die Begründung des Gesetzes die einfache Feststellung, dass ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe (§ 30h WpHG) bzw. bestimmter Kreditderivate (§ 30j WpHG) und die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten (§ 30i WpHG) eine verstärkte Transparenz den im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise aufgetretenen negativen Marktentwicklungen entgegen wirken sollen⁹. Die im Zusammenhang mit Leerverkäufen auftretenden positiven Auswirkungen auf Kapitalmärkte in Form der effizienten Preisbildung in Form des Abbaus von Überbewertungen und der Erhöhung der Marktliquidität¹⁰ wurden zu Beginn der Gesetzgebungsarbeiten nicht hinreichend berücksichtigt und lediglich im Rahmen der Beratungen des federführenden Finanzausschusses thematisiert¹¹. Dabei hat es sich der Gesetzgeber – jedenfalls ausweislich der Gesetzesbegründung – aber anscheinend offen gelassen bzw. in Aussicht gestellt, die neu geschaffenen Verbote bzw. Mit-

teilungs- und Veröffentlichungspflichten einer grundlegenden Revision zu unterziehen, soweit sie sich entsprechende negative Auswirkungen zeigen würden¹².

In Anbetracht der für die Regulierung von Leerverkäufen zur Verfügung stehenden Regelungsmodelle¹³ überrascht die Reichweite der deutschen Regelung, zumal sich insbesondere die US-amerikanische *Securities and Exchange Commission*¹⁴ und die britische *Financial Service Authority*¹⁵ hinsichtlich der Regulierung von Leerverkäufen noch nicht abschließend festgelegt zu haben scheinen bzw. hinter der nunmehr geltenden deutschen Regelung zurückbleiben¹⁶. Diese deutsche Vorreiterrolle muss letztlich weniger im Rahmen einer rechtspolitischen Notwendigkeit einer entsprechenden Regelung, sondern vielmehr vor dem Hintergrund einer Art Vorleistung¹⁷ gesehen werden, die eine entspre-

² § 4a WpHG-E (Untersagung von Leerverkäufen) lautete

„(1) Die Bundesanstalt kann im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Finanzen und nach Anhörung der Deutschen Bundesbank, den nach § 9 Meldepflichtigen Leerverkäufe in Aktien von Unternehmen, die ihren Sitz im Inland haben und an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, untersagen, wenn eine erhebliche Marktstörung droht, die schwerwiegende Gefahren für die Gesamtwirtschaft oder das Finanzsystem erwarten lässt.

(2) Die Untersagung nach Absatz 1 ist begrenzt auf maximal zehn Börsentage. Die Bundesanstalt kann die Untersagung unter den Voraussetzungen des Absatzes 1 wiederholen. Die Börsen werden von der Untersagung unterrichtet.

(3) Die nach § 9 Meldepflichtigen sind verpflichtet, der Bundesanstalt auf Verlangen Auskünfte zu erteilen und Unterlagen vorzulegen, die diese zur Erfüllung ihrer in Absatz 1 genannten Aufgabe benötigt. Satz 1 gilt gegenüber sonstigen an Leerverkäufen Beteiligten entsprechend.

(4) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen nach den Absätzen 1 bis 4 haben keine aufschiebende Wirkung.“

³ Begr RegE 4. FFG, BR-Drucks. 936/01, S. 239.

⁴ So ausdrücklich die Empfehlungen des Finanz- und Wirtschaftsausschusses vom 15.4.2002, BR-Drucks. 257/1/02, S. 2 f.; vgl. dazu nunmehr auch Zimmer, in: DJT, Gutachten E/F/G zum 68. Deutschen Juristentag – Finanzmarktregulierung, S. 886 f.

⁵ Für eine grundsätzliche (mögliche) Erfassung von Leerverkäufen von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG vgl. Kumpel/Veil, WpHG, 2. Aufl. 2006, S. 136; Mock/Stoll/Eufinger, in: Kölner Komm. WpHG, 2007, § 20a Rdn. 209; Schönhöft, Die Strafbarkeit der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG, 2006, S. 89; Zimmer, a.a.O. (Fn. 4), S. 885; ähnlich zur Vorgängervorschrift nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz M. Weber, NZG 2000, 113, 115 (zu § 88 Nr. 2 BörsG a.F.), Schwark, in: Festschr. Kumpel, 2003, S. 485, 492; Ziouvas, ZGR 2003, 113, 135 f.

⁶ Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. und 21.9.2008 (Verlängerungen dieser Allgemeinverfügungen durch Allgemeinverfügung vom 17.12.2008; vom 30.3.2009 und vom 29.5.2009); Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien vom 18.5.2010 (alle abrufbar unter www.bafin.de); vgl. dazu Tyrolt/Bingel, BB 2010, 1419, 1423 ff.; kritisch zur Rechtmäßigkeit dieser Allgemeinverfügungen Zimmer, a.a.O. (Fn. 4), S. 886 f.

⁷ Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Einführung einer Transparenzpflicht für Netto-Leerverkaufspositionen vom 4.3.2010 (abrufbar unter www.bafin.de); vgl. dazu Tyrolt/Bingel, BB 2010, 1419, 1420 ff.

⁸ Vgl. zum Verhältnis zur nunmehr geltenden Spezialregelung des § 30h WpHG unten C.II.1.

⁹ Begr RegE BT-Drucks. 17/1952, S. 1.

¹⁰ Vgl. zu den Implikationen von Leerverkäufen auf Kapitalmärkte Mittermeier, ZBB 2010, 139, 140 ff.; Möschel, ZRP 2009, 129, 131 f.; Tyrolt/Bingel, BB 2010, 1419, 1420 ff.; Zimmer, a.a.O. (Fn. 4), S. 881 ff.; ders./Beisken, WM 2010, 485, 486 f.; kritisch auch zum vorliegenden Gesetz DAJ, NZG 2010, 739 ff., der sich für eine Streichung der §§ 30j f. WpHG ausspricht.

¹¹ Beschlussempfehlung und Bericht Finanza BT-Drucks. 17/2336, S. 10 f.

¹² Beschlussempfehlung und Bericht Finanza BT-Drucks. 17/2336, S. 10 f.

¹³ Vgl. dazu etwa Mittermeier, ZBB 2010, 139, 142 ff.

¹⁴ Das ursprünglich nur temporär vorgesehene Verbot ungedeckter Leerverkäufe (vgl. dazu King, DAJV-NL 2008, 142, 143) wurde von der Securities and Exchange Commission im Juli 2009 in ein dauerhaftes Verbot umgewandelt. Zudem wurde am 24.2.2010 die so genannte alternative uptick rule eingeführt, nach der Leerverkäufe in Aktien untersagt sind, wenn deren Kurswert im Vergleich mit dem Schlusskurs des Vortags um 10% oder mehr gesunken ist (Rule 201 Regulation SHO [17 CFR 242.201]).

¹⁵ Nach einem anfänglichen Verbot von Leerverkäufen in bestimmten Aktien ist die Financial Service Authority zu einem umfangreichen Mitteilungs- und Veröffentlichungsmodell übergegangen (vgl. 1.9 Market Conduct Sourcebook [MAR]).

¹⁶ Vgl. für eine rechtsvergleichende Betrachtung etwa Sernc, Das Leerverkaufsverbot aus internationaler Perspektive, 2009.

¹⁷ So ausdrücklich Beschlussempfehlung und Bericht Finanza BT-Drucks. 17/2336, S. 10.

chende europäische bzw. weltweite - jedenfalls im Rahmen der G20 - Initiative zur Regulierung von Leerverkäufen anstoßen soll. Auch wenn die §§ 30h ff. WpHG insofern als *Handelsmasse* begriffen werden können, wird abzuwarten bleiben, inwiefern das vom Gesetzgeber offenbar avisierte *Herdverhalten* anderer Gesetzgeber bzw. Kapitalmarktregulierer auch tatsächlich eintritt.

C. Regelungssystematik der Leerverkäufe

Für die Neuregelung des Verbots der Leerverkäufe wurde neben einer entsprechenden Ermächtigungsgrundlage für die Bundesanstalt in § 4a WpHG ein neuer Abschnitt 5b in das WpHG eingefügt, der sich aus einem Verbotstatbestand für ungedeckte Leerverkäufe in Aktien und bestimmte Schuldtitel (§ 30h WpHG), einer Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen (§ 30i WpHG) und schließlich einem Verbot bestimmter Kreditderivate (§ 30j WpHG) zusammensetzt.

I. Ermächtigung für die Bundesanstalt (§ 4a WpHG)

Im Mittelpunkt steht dabei zunächst die Ermächtigung für die Bundesanstalt zur Beseitigung von Missständen, soweit diese Nachteile für die Stabilität der Finanzmärkte bewirken oder das Vertrauen in deren Funktionsfähigkeit erschüttern können.

Dabei wurde in § 4a Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 lit. a) WpHG insbesondere die Kompetenz zur Untersagung des Handels mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten für die Bundesanstalt geschaffen, wenn diese unmittelbar oder mittelbar vom Preis von Aktien oder *staatlichen*¹⁸ Schuldtiteln abhängen. Daneben kann die Bundesanstalt auch ein Verbot des Erwerbs von Rechten aus Währungsderivaten im Sinne von § 2 Abs. 2 Nr. 1 lit. b, d, oder e WpHG anordnen (§ 4a Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 lit. a) WpHG). Schließlich kann die Bundesanstalt verfügen, dass die mit diesen Finanzinstrumenten handelnde Personen ihre Positionen veröffentlichen und der Bundesanstalt mitteilen (§ 4a Abs. 2 WpHG). Die im Rahmen von § 4a WpHG zu treffenden Maßnahmen können allerdings nur für einen Zeitraum von höchstens zwölf Monaten angeordnet werden (§ 4a Abs. 4 WpHG). Hintergrund der Schaffung dieser ausdrücklichen Ermächtigungsgrundlage sind letztlich die gegenüber den im Rahmen der Finanzmarktkrise von der Bundesanstalt erlassenen Allgemeinverfügungen geäußerten Bedenken¹⁹, die somit zukünftig ausgeschlossen werden sollen. Dabei erscheint es allerdings fragwürdig, ob der Erlass entsprechender Anordnungen durch die Bundesanstalt auf Basis einer in ihren Tatbestandsmerkmalen so unbestimmten Ermächtigungsgrundlage tatsächlich weniger kritisch betrachtet werden wird.

Die Neuregelung des § 4a WpHG wirft zudem die Frage nach ihrem Verhältnis zu den übrigen im Rahmen des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte geschaffenen Verbotstatbeständen der §§ 30h, 30j WpHG bzw. dem Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten des § 30i WpHG einerseits und andererseits zu dem bereits existierenden Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) bzw. der Ermächtigungsgrundlage des § 4 WpHG auf. Da sich § 4a Abs. 1 WpHG lediglich

auf Leerverkäufe über Derivate bzw. Währungsderivate beschränkt, ergeben sich insofern keine Überschneidungen, da für diese Fälle lediglich eine Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nach § 30i WpHG und kein Verbot vorgesehen ist. Es bleibt der Bundesanstalt aufgrund von § 4a WpHG somit aber möglich, über das nunmehr eingeführte Regelungsmodell für Leerverkäufe in den §§ 30h ff. WpHG jedenfalls hinsichtlich von Derivaten bzw. Währungsderivaten hinauszugehen. Darüber hinaus wird man im Ergebnis hinsichtlich des neuen § 4a WpHG von einer *lex specialis* gegenüber den §§ 4, 20a WpHG aufgrund der Gesetzgebungsgeschichte ausgehen müssen, auch wenn insbesondere § 4a Abs. 1 Satz 1 WpHG eine hinreichende Bestimmtheit vermissen lässt. Insofern können entsprechende Maßnahmen zur Untersagung von Leerverkäufen für diesen Bereich künftig nicht mehr auf die §§ 4, 20a WpHG gestützt werden.

II. Verbotstatbestände (§§ 30h, 30j WpHG)

Hinsichtlich der eigentlichen Verbotstatbestände unterscheiden die neuen §§ 30h ff. WpHG zwischen dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe (siehe C.II.1) und dem Verbot bestimmter Kreditderivate (siehe C.II.2).

1. Ungedeckte Leerverkäufe (§ 30h WpHG)

Durch § 30h WpHG werden zunächst ungedeckte Leerverkäufe in Aktien (§ 30h Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG) oder staatlichen²⁰ Schuldtiteln verboten, womit insbesondere nichtstaatliche und somit vor allem Schuldverschreibungen von Unternehmen vom Anwendungsbereich ausgenommen sind. Dies erscheint vor allem im Hinblick auf die Erfassung von staatlichen Schuldtiteln überraschend, da auch bei nichtstaatlichen Schuldverschreibungen Leerverkäufe mit ähnlichen Folgen wie bei staatlichen Schuldverschreibungen durchgeführt werden können. Für ein derartiges Marktverhalten kommt § 30h WpHG daher nicht zur Anwendung, was allerdings nicht zugleich einen Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) und ein entsprechendes Tätigwerden der Bundesanstalt nach § 4 WpHG²¹ ausschließt²².

a) Fehlende Deckung des Leerverkaufs

Mit der Beschränkung des Verbots auf ungedeckte Leerverkäufe versucht der Gesetzgeber lediglich die Leerverkäufe zu erfassen, bei denen ein hinreichender Zusammenhang zwischen Leerverkauf und finanziel-

¹⁸ Dabei soll es sich nach § 4a Abs. 1 Nr. 1 WpHG um Schuldtitel handeln, die von Zentralregierungen, Regionalregierungen oder örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit dem Euro als gesetzliche Währung ausgegeben wurden.

¹⁹ Vgl. dazu nur Zimmer, a.a.O. (Fn. 4), S. G84 ff., der eine Rechtmäßigkeit der Allgemeinverfügungen ablehnt.

²⁰ Dabei handelt es sich auch in diesem Zusammenhang um Schuldtitel, die von Zentralregierungen, Regionalregierungen oder örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit dem Euro als gesetzliche Währung ausgegeben wurden (§ 30h Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG).

²¹ Eine Anwendung von § 4a WpHG scheidet in diesem Zusammenhang aus, da auch bei diesem lediglich Aktien und staatliche Schuldtitel erfasst werden.

²² Zum Verhältnis der beiden Vorschriften siehe unten C.II.4.

lem Aufwand für dessen Durchführung nicht gegeben ist²³. Zur Erreichung dieses Ziel soll ein *ungedeckter*²⁴ Leerverkauf nach § 30h Abs. 1 Satz 2 WpHG dann vorliegen, wenn der Verkäufer am Ende des Tages des Abschlusses des jeweiligen Geschäfts weder Eigentümer aller verkauften Wertpapiere ist, noch einen schuld- oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren hat. Diese beiden Voraussetzungen stehen dabei alternativ zueinander, auch wenn der Gesetzestext insofern von einem kumulativen Vorliegen auszugehen scheint²⁵, da eine Kumulation letztlich eine doppelte Absicherung des Leerverkaufs (Eigentümergestellung der durch den Leerverkauf betroffenen Anzahl von Wertpapieren *und* Vorliegen eines schuld- oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren) bedeuten würde, die sich rechtspolitisch nicht rechtfertigen ließe und letztlich einem vollständigen Verbot von Leerverkäufen gleichkäme.

Während die Bestimmung der Eigentümerstellung hinsichtlich der Wertpapiere im Sinne von § 30h Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG keinen weiteren Schwierigkeiten ausgesetzt ist, bleibt die (alternative) Voraussetzung des Vorliegens eines schuld- oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren (§ 30h Abs. 1 Satz 4 Nr. 2 WpHG) schwierig, zumal sich auch die Gesetzgebungsmaterialien dahingehend nicht äußern. Dies gilt zunächst für den sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren, da ein entsprechender sachenrechtlicher Anspruch auf Übereignung (!) nach deutschem Sachenrecht nicht denkbar ist. Der Hintergrund dieser Formulierung ist aber wohl in einer möglichst umfassenden Erstreckung auf alle Arten von Übereignungsansprüchen in ggf. ausländischen Rechtsordnungen zu suchen, die anderenfalls möglicherweise nicht erfasst wären. Unklar ist weiter, welche Anforderungen an die Unbedingtheit des entsprechenden Anspruch auf Übereignung zu stellen sind. Dabei könnte neben einer eigentlichen Unbedingtheit im Sinne von § 158 BGB auch schon eine lediglich auf Seiten des (Leer)Verkäufers bestehende Einflussnahmemöglichkeit auf einen Bedingungseintritt als ausreichend für eine Unbedingtheit des Anspruchs betrachtet werden. Da ausweislich der Regierungsbegründung Leerverkäufe lediglich für die Fälle ausgeschlossen werden sollen, bei denen der Verkäufer keinen vorherigen finanziellen Aufwand zu erbringen hat²⁶ und damit das von ihm geschaffene Risiko ohne weiteres begründet werden kann, dürfte den Anforderungen schon im letzteren Fall genügt werden, da die Begründung einer solchen Position in der alleinigen Entscheidungsgewalt des (Leer)Verkäufers letztlich eben einen solchen Aufwand erfordert, der in diesem Umfang bei einer noch weiter bestehenden Einflussnahmemöglichkeit des entsprechenden Vertragspartners auf den Bedingungseintritt gerade nicht besteht. Insofern ist der Begriff der Unbedingtheit im Rahmen von § 30h Abs. 1 Satz 4 Nr. 2 WpHG nicht im Sinne einer bürgerlich-rechtlichen Bedingung (§ 158 BGB) zu verstehen. Diese Problematik stellt sich zwangsläufig bei *Call-Option*, die auf Lieferung der entsprechenden Anzahl von Wertpapieren gerichtet sind und die häufig zur Deckung von Leerverkäufen eingesetzt werden. Dabei wird man aufgrund der genannten Anforderungen an die Unbedingtheit des Anspruchs davon ausgehen müssen, dass das Halten einer *Call-Option* bereits

ausreichend ist, um den Anforderungen an die Unbedingtheit im Sinne von § 30h Abs. 1 Satz 4 Nr. 2 WpHG zu genügen²⁷. Zwar ist bei einer *Call-Option* nicht sichergestellt, dass der (Leer)Verkäufer auch tatsächlich später Eigentümer der entsprechenden Aktien wird, allerdings kann dies in Abgrenzung zu § 30h Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 WpHG auch nicht notwendig sein.

b) Nachträgliche Durchführung eines Deckungsgeschäfts

Die Möglichkeit der Deckung des Leerverkaufs innerhalb des jeweiligen Handelstages wirft zudem zwangsläufig das Problem der nachträglichen Durchführung eines Deckungsgeschäfts auf. Dies ist allerdings nicht unproblematisch, da ein entsprechendes Geschäft erst dann zu einem (verbotenen) ungedeckten Leerverkauf wird, wenn der Verkäufer am Ende des Tages (und nicht schon zum Handelsschluss)²⁸ des Abschlusses des jeweiligen Geschäfts keinen schuld- oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren hat. Dies kann sich für den Verkäufer insbesondere dann als misslich erweisen, wenn sich der bei der Vornahme des Leerverkaufs beabsichtigte Erwerb entsprechender Wertpapiere aufgrund von nicht in der Sphäre des Verkäufers liegenden Gründen doch nicht realisieren lässt. Bei der fehlenden Eigentümerstellung des Verkäufers bzw. dem Fehlen eines schuld- oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren handelt es sich um eine (echte) Tatbestandsvoraussetzung, so dass der Verbotstatbestand konsequenterweise auch erst mit Ende des jeweiligen Tages verwirklicht wird. Daher ist es auch unbeachtlich, wenn der Verkäufer zum Zeitpunkt des (Leer)Verkaufs der entsprechenden Wertpapiere (noch) keine Absicht hatte, entsprechende Deckungsgeschäfte vorzunehmen, solange er dies jedenfalls bis zum Ablauf des jeweiligen Tages noch nachholt²⁹. Da für den Verkäufer nach Vornahme des (Leer)Verkaufs aber die Gefahr besteht, das Deckungsgeschäft - aufgrund von Gründen in seiner eigener oder aber auch externen Sphäre - nicht mehr durchführen zu können, wird es für ihn oftmals aus Gründen der (tatbestandlichen) Absicherung darauf ankommen, dass er bereits bei der Vornahme des Leerverkaufs einen schuld- oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren begründet, um keine Verwirklichung des Verbotstatbestands begründet riskieren³⁰.

²³ Begr RegE BT-Drucks. 17/1952, S. 6 mit einer beispielhaften Nennung der Wertpapierleihe.

²⁴ Vgl. allgemein zum Begriff der ungedeckten Leerverkäufe vor allem *Laurer*, ZGesKredW 2008, 980, 984; *Trüg*, NJW 2009, 3202, 3203; *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419, 1420.

²⁵ Ebenso *DAI*, NZG 2010, 739, 740.

²⁶ Begr RegE BT-Drucks. 17/1952, S. 6.

²⁷ Für eine entsprechende fehlende Eignung von *Call-Optionen* aber - allerdings zur entsprechenden Allgemeinverfügung der Bundesanstalt (siehe Fn. 6) - vgl. *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 143 f.

²⁸ Bei der Bezugnahme des § 30h Abs. 1 Satz 2 WpHG handelt es nicht um das Ende des Handelstages, sondern konsequenterweise um das tatsächliche Ende des jeweiligen Tages, da es dem Verkäufer unbenommen ist, auch nach Handelsschluss einen entsprechenden schuld- oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren zu begründen. So wohl auch *Beschlussempfehlung und Bericht FinanzA BT-Drucks. 17/2336*, S. 14 f.

²⁹ Zur Problematik der Verwirklichung eines Versuchs siehe unten C.II.3.a).

³⁰ Zur Problematik eines dann möglicherweise fehlenden Vorsatzes siehe unten C.II.3.a).

c) Beschränkung des persönlichen Anwendungsbereichs

Tatbestandlich soll das Verbot ungedeckter Leerverkäufe nicht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbare Unternehmen mit Sitz im Ausland gelten, soweit diese mit entsprechenden Wertpapieren Eigenhandel betreiben (§ 30h Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG) oder aus Kundenaufträgen entstehende Positionen absichern (§ 30h Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG). Schließlich besteht auch für das Festpreisgeschäft eine entsprechende Ausnahme (§ 30h Abs. 2 Satz 2 WpHG). Trotz der Befreiung vom Verbotstatbestand müssen die Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbare Unternehmen mit Sitz im Ausland der Bundesanstalt die Absicht der Aufnahme einer entsprechenden Tätigkeit mitteilen (§ 30h Abs. 2 Satz 3 WpHG).

d) Fehlende subjektive Voraussetzungen

Weitgehend unklar ist bei dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe schließlich, inwiefern für die Verwirklichung ein subjektives Element in Form eines Handlungsvorsatzes erforderlich ist. Diese Frage könnte man aufgrund der vergleichbaren Regelungszweck ebenso wie beim Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) entscheiden, so dass zwar nicht eine Manipulationsabsicht, wohl aber mindestens ein eigenständiger (kapitalmarktrechtlicher) Eventualvorsatz des Verkäufers notwendig wäre¹¹. Allerdings kann diese beim Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) bestehende Beschränkung nicht auf das Verbot der ungedeckten Leerverkäufe des § 30h WpHG übertragen werden, da die Tathandlung in Form der Vornahme eines ungedeckten Leerverkaufs tatbestandlich klar umrissen ist, es insofern keinen fahrlässigen ungedeckten Leerverkauf geben kann¹² und damit eine entsprechende Abgrenzung auch unnötig ist. Dies kann für die jeweiligen Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen das Verbot der ungedeckten Leerverkäufe des § 30h WpHG freilich unterschiedlich zu beantworten sein¹³.

2. Kreditderivate (§ 30j WpHG)

Der zweite Verbotstatbestand betrifft bestimmte Kreditderivate und zielt im Wesentlichen auf den Schutz von Schuldtiteln ab, die von den Mitgliedstaaten ausgegeben wurden. Dabei geht es vor allem um die so genannten *credit default swap*¹⁴, mit denen in der Vergangenheit vermehrt auf einen Zahlungsausfall von Mitgliedstaaten gesetzt wurde, was letztlich eine Kreditaufnahme dieser Mitgliedstaaten massiv erschwert und damit das Risiko von deren Zahlungsausfall tatsächlich erhöht hat. Der Verbotstatbestand erfasst dabei Kreditderivate, bei denen der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer eine Ausgleichszahlung zu leisten hat (§ 30j Abs. 1 Nr. 1 WpHG) und bei denen die Verbindlichkeiten von Zentralregierungen, Regionalregierungen oder örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit dem Euro als gesetzliche Währung als Referenzverbindlichkeit genutzt werden (§ 30j Abs. 1 Nr. 2 WpHG).

Eine Ausnahme von dem Verbot besteht allerdings für Geschäfte, bei denen tatsächlich eine Absicherungsfunktion besteht. Dies soll ausweislich § 30j Abs. 2 WpHG dann der Fall sein, wenn mit dem Kreditderivat bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine nicht nur

unwesentliche Reduktion eines Risikos einer Position bewirkt werden soll, soweit das Risiko bei Abschluss des Kreditderivats schon besteht oder ein unmittelbarer zeitlicher Zusammenhang vorliegt. Schließlich sind auch in diesem Zusammenhang wieder Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbare Unternehmen mit Sitz im Ausland von dem Verbot ausgenommen, soweit sie mit den Kreditderivaten Eigenhandel betreiben oder das zugrunde liegende Geschäft zur Erfüllung ihrer Tätigkeit erforderlich ist (§ 30j Abs. 3 WpHG).

3. Rechtsfolgen eines Verstoßes

Hinsichtlich der Rechtsfolgen treffen weder die §§ 30h, 30j WpHG noch die Gesetzesbegründung eine besondere Anordnung, sondern beschränken sich – ebenso wie die ähnliche Regelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG)¹⁵ – auf ein allgemeines Verbot.

a) Strafrechtliche Sanktionierung

Lediglich in den § 39 Abs. 2 Nr. 14a WpHG und § 39 Abs. 2 Nr. 14b WpHG findet sich ein Ordnungswidrigkeitstatbestand bei einem Verstoß gegen die Verbote. Dabei darf das festzusetzende Ordnungsgeld den Betrag von 500.000 €¹⁶ nicht übersteigen (§ 39 Abs. 4 WpHG). Eine Strafbarkeit eines Verstoßes, wie er etwa beim Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation in § 38 Abs. 2 WpHG vorgesehen ist, besteht nicht. Aufgrund dieser strafrechtlich eher gemäßigt ausfallenden Sanktionsanordnung stellt sich zwangsläufig die Frage, inwiefern auch aufsichtsrechtliche und vor allem auch zivilrechtliche Sanktionen eingreifen können. Für das Verbot der ungedeckten Leerverkäufe stellt sich dabei das besondere Problem, dass die Tatbestandsverwirklichung erst mit dem Ende des jeweiligen Tages des Leerverkaufs eintritt. Dabei wird man aufgrund von § 10 OWiG annehmen müssen, dass eine Sanktionierung mit einem Bußgeld dann nicht möglich ist, wenn der Verkäufer nach Durchführung des Leerverkaufs an der Möglichkeit der Durchführung eines Deckungsgeschäfts gehindert wird, er ein solches aber bei der Vornahme des Leerverkaufs aber noch vornehmen wollte, da es dann an einem entsprechenden (Gesamt)Vorsatz hinsichtlich der fehlenden Durchführung eines Deckungsgeschäfts fehlt. Für den umgekehrten Fall der ursprünglichen Absicht der Durchführung eines ungedeckten Leerverkaufs bei dem der Verkäufer sich vor Ende des jeweiligen Tages doch noch zur Durchführung eines Deckungsgeschäfts entschließt und dieses auch durchführt, ist eine Sanktionierung mit einem Bußgeld ebenfalls nicht möglich, da es an dem von § 30h WpHG geforderten Erfolg (= Vorliegen eines ungedeckten Leerverkaufs am Ende des Tages der Vornahme des Leerverkaufs) fehlt. Diese Konstellation ent-

¹¹ Für die entsprechende Diskussion bei § 20a WpHG vgl. *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation, S. 320; *Fleischer*, in: Fuchs, WpHG, § 20a Rdn. 73 f.; *Mock/Stoll/Eufinger*, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 212; *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., § 20a Rdn. 126 f.

¹² In Betracht kommt (strafrechtlich) lediglich ein Verbotsirrtum (§ 17 StGB), an den allerdings entsprechend hohe Anforderungen zu stellen sind.

¹³ Siehe dazu unten C.II.3.

¹⁴ Vgl. dazu *Tyrolt/Bingel*, BB 2010, 1419, 1423.

¹⁵ Zu den Folgen eines Verstoßes gegen § 20a WpHG vgl. ausführlich *Mock/Stoll/Eufinger*, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 415 ff.

¹⁶ Zur rechtspolitischen Rechtfertigung der Höhe des Bußgeldes vgl. *Bechlussempfehlung und Bericht Finanza BT-Drucks. 17/2336*, S. 12 f.

spricht zwar grundsätzlich einem Versuch, jedoch ist dieser für die Verbote ungedeckter Leerverkäufe nicht bußgeldbewährt (§ 13 Abs. 2 OWiG).

b) Aufsichtsrechtliche Maßnahmen

Für die aufsichtsrechtlichen Sanktionen stellt sich zunächst die Frage, inwiefern die neue Ermächtigungsgrundlage des § 4a WpHG eine Spezialregelung darstellt und insofern keine anderen aufsichtsrechtlichen Maßnahmen nach § 4 WpHG erlassen werden können. Aufgrund der doppelten inhaltlichen Beschränkung des § 4a WpHG hinsichtlich des Grundes und der Art der aufsichtsrechtlichen Maßnahmen kann eine solche Spezialität im Ergebnis aber nicht angenommen werden, zumal sich eine solche auch nicht den Gesetzmateriale ergibt³⁷. Insofern bleibt die Bundesanstalt nach § 4 Abs. 2 WpHG befugt, entsprechende Anordnungen zur Durchsetzung der beiden Verbote zu treffen. Zur Verbesserung der Aufsichtstätigkeit der Bundesanstalt hat der Gesetzgeber die Mitteilungspflicht des § 10 Abs. 1 WpHG von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, anderen Kreditinstituten, Kapitalanlagegesellschaft und Betreibern von außerbörslichen Märkten um das Verbot der ungedeckten Leerverkäufe (§ 30h WpHG) und bestimmter Kreditderivate (§ 30j WpHG) erweitert.

c) Zivilrechtliche Folgen

Aus zivilrechtlicher Sicht stellt sich zuvörderst die Frage nach der Anwendbarkeit von § 134 BGB in diesem Zusammenhang, zumal dies für das mit den Verboten ungedeckter Leerverkäufe und bestimmter Kreditderivate verwandte Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) jedenfalls bei beiderseitigen Verstößen angenommen wird³⁸. Auch wenn damit ein Verbotsgesetzcharakter der §§ 30h, 30j WpHG nahe liegt, ist ein solcher abzulehnen, da die Gesetzesbegründung dies aus Gründen der Rechtssicherheit ausdrücklich ausschließt³⁹. Die Frage der zivilrechtlichen Sanktionierung von Verstößen gegen die Verbotstatbestände stellt sich zudem im Rahmen der Haftung der entsprechend handelnden Personen gegenüber den anderen Marktteilnehmern, wie dies etwa im Rahmen der Übernahme VW/Porsche der Fall gewesen ist und derzeit auch gerichtlich geltend gemacht wird⁴⁰. Da es auch in diesem Zusammenhang an einer ausdrücklichen Regelung fehlt, können nur die allgemeinen zivilrechtlichen Haftungsinstitute herangezogen werden, bei denen freilich keine Rechtssicherheit hinsichtlich deren Anwendbarkeit besteht. Dies gilt vor allem für eine mögliche Schutzgesetzzeigenschaft der §§ 30h, 30j WpHG im Rahmen von § 823 Abs. 2 BGB. Aufgrund der Regelungsnähe zum Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation des § 20a WpHG wird sich die dort geführte Debatte entsprechend übertragen lassen, so dass eine Haftung wohl anzunehmen ist, wobei in dieser Diskussion letztlich ein argumentatives Patt besteht⁴¹. Auch bei einer möglichen Haftung aus § 826 BGB kann insofern die Diskussion zum Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation des § 20a WpHG übertragen werden⁴². In diesem Zusammenhang wird man das vom Gesetzgeber angeführte Erfordernis der Rechtssicherheit in Form des Ausschlusses einer Nichtigkeit der entsprechenden Geschäfte⁴³ nicht anführen können, da mögliche Schadenersatzansprüche diesen Aspekt unberührt lassen.

d) Zwischenergebnis

Die Regelung der §§ 30h, 30j WpHG bleibt hinsichtlich der Rechtsfolgen von Verstößen gegen die entsprechenden Verbotstatbestände weitgehend wenig präzise. Neben der ausdrücklich angeordneten Bußgeldbewährung eines Verstoßes durch § 39 Abs. 2 Nr. 14a und 14b WpHG und der Möglichkeit, entsprechende Anordnungen zur Durchsetzung der beiden Verbote zu treffen, bleiben insbesondere die zivilrechtlichen Folgen eines Verstoßes größtenteils unklar. Insofern hätte der Gesetzgeber eine ausdrückliche Regelung aufnehmen müssen.

4. Verhältnis zur Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG)

Keinerlei Regelung enthalten die §§ 30h, 30j WpHG schließlich hinsichtlich des Verhältnisses zum bereits bestehenden Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation des § 20a WpHG. Dies überrascht umso mehr, als nach der bisherigen Praxis der Bundesanstalt und der überwiegenden Meinung im Schrifttum das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) unter Umständen auch Leerverkäufe erfassen konnte⁴⁴ und auch der Gesetzgeber selbst in der Gesetzesbegründung zum Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte davon auszugehen scheint⁴⁵. Im Ergebnis wird man vor allem aufgrund der Regelungsnähe hinsichtlich der §§ 30h, 30j WpHG von einer *lex specialis* für Leerverkäufe gegenüber dem Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation des § 20a WpHG ausgehen müssen. Daraus folgt zugleich, dass die Annahme einer Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG bei Leerverkäufen und der Begründung von Kreditderivaten außerhalb des Tatbestandes der §§ 30h, 30j WpHG zwar nicht unmöglich, wohl aber nur mit einer entsprechend hohen Begründungslast – meist in Form einer beabsichtigten Kurs- oder Marktpreismanipulation – erfolgen kann, zumal ein Verstoß gegen das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG unter bestimmten Voraussetzungen einen Straftatbestand und nicht nur eine Ordnungswidrigkeit darstellt (§ 38 Abs. 2 WpHG). Umgekehrt folgt aus dem Spezialitätsverhältnis aber auch, dass der Tatbestandsausschluss aufgrund einer anerkannten Marktpraxis (§ 20a Abs. 2 WpHG⁴⁶) und die *Safe-harbor*-Regelung des § 20a Abs. 3 WpHG⁴⁷ auf die §§ 30h, 30j WpHG in keinem Fall Anwendung fin-

³⁷ Vgl. allgemein zum Verhältnis von § 4a WpHG zu § 4 WpHG oben C.I.

³⁸ Fleischer, a.a.O. (Fn. 31), § 20a Rdn. 155; Mock/Stoll/Eufinger, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 459; Vogel, a.a.O. (Fn. 31), § 20a Rdn. 32.

³⁹ Begr. RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 6 (für die ungedeckten Leerverkäufe) und S. 9 (für das Verbot bestimmter Kreditderivate).

⁴⁰ „Anwälte wollen VW verklagen Der Porsche-Deal sorgt in Wolfsburg für Schadenersatzforderungen in Milliardenhöhe“, Handelsblatt vom 19.7.2010, S. 21.

⁴¹ Vgl. dazu ausführlich Mock/Stoll/Eufinger, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 421 ff. m.w.N. auch zur Gegenansicht. Vgl. auch grundsätzlich zur Frage der Deliktstfähigkeit kapitalmarktrechtlicher Gebote und Verbote Heilgardt, Kapitalmarktdeliktstrecht, 2008, S. 237 ff.

⁴² Vgl. dazu Fleischer, a.a.O. (Fn. 31), § 20a Rdn. 154; Mock/Stoll/Eufinger, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 436 ff. m.w.N.

⁴³ Siehe Nachweise in Fn. 39.

⁴⁴ Siehe dazu die Nachweise in Fn. 5.

⁴⁵ Begr. RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 6 „...dient das Verbot (ungedekter Leerverkäufe [Anmerkung des Verfassers]) auch einer Verhinderung von Marktmanipulationen...“.

⁴⁶ Vgl. dazu ausführlich Mock/Stoll/Eufinger, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 217 ff.; Vogel, a.a.O. (Fn. 31), § 20a Rdn. 168 ff.

⁴⁷ Vgl. dazu ausführlich Mock/Stoll/Eufinger, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 268 ff.; Vogel, a.a.O. (Fn. 31), § 20a Rdn. 239 ff.

den können. Eine Anerkennung von Leerverkäufen als anerkannte Marktpraxis scheint vor dem Hintergrund der rechtspolitischen Diskussion im Rahmen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes⁴⁸ zwar nicht völlig abwegig⁴⁹, muss aufgrund der eindeutigen zwischenzeitlichen gesetzlichen Wertungen in den §§ 30h ff. WpHG aber abgelehnt werden⁵⁰.

5. Internationaler Anwendungsbereich

Die eigentliche Achillesverse der beiden neuen Verbotstatbestände der §§ 30h, 30j WpHG stellt der internationale Anwendungsbereich dar, da eine in diesem Umfang bestehende Regulierung von Leerverkäufen den meisten Rechtsordnungen fremd ist⁵¹. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe des § 30h WpHG nimmt in seinem Anwendungsbereich eine dreifache Einschränkung hinsichtlich der Handelsplätze, der Handelsobjekte und der Handelsteilnehmer vor. Zunächst werden nur Aktien und Schuldtitel erfasst, die an einer inländischen (deutschen) Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind (§ 30h Abs. 1 Satz 1 WpHG). Weiterhin werden auch nur Aktien deutscher Gesellschaften erfasst. Aktien ausländischer Gesellschaften sind nur in den Anwendungsbereich einbezogen, soweit eine ausschließliche Notierung im regulierten Markt an einer inländischen (deutschen) Börse besteht (§ 30h Abs. 1 Satz 3 WpHG), so dass Aktien ausländischer Gesellschaften mit einer Mehrfachnotierung vollständig aus dem Anwendungsbereich herausfallen. Schließlich werden Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbare Unternehmen mit Sitz im Ausland in bestimmten Fällen unabhängig von den genannten Anwendungsvoraussetzungen ausgenommen (§ 30h Abs. 2 WpHG).

Der internationale Anwendungsbereich des Verbots bestimmter Kreditderivate ist allerdings schwieriger zu bestimmen, da § 30j WpHG den Anwendungsbereich auf das Inland beschränkt (§ 30j Abs. 1 Satz 1 WpHG) und darüber hinaus nur Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbare Unternehmen mit Sitz im Ausland in bestimmten Fällen ausnimmt (§ 30j Abs. 3 WpHG). Der Begriff der Begründung bzw. des Eintritts in die verbotenen Kreditderivate *im Inland* wird dabei in der Gesetzesbegründung als der Ort der das Kreditderivat begründenden Handlung konkretisiert⁵², womit letztlich der Ort der rechtsverbindlichen Begründung in Form des Vertragsschlusses gemeint ist. Daraus folgt allerdings, dass ohne weiteres eine Umgehung des Verbotstatbestands durch eine Vornahme der das Kreditderivat begründenden Handlung im Ausland möglich ist, was den Verbotstatbestand letztlich weitgehend wirkungslos werden lässt. Die eindeutige Ortsbezogenheit des Verbots wird daher auch die Erfassung dieser Umgehungshandlungen nicht ermöglichen.

Die Auswirkungen des eingeschränkten internationalen Anwendungsbereiches auf die Sanktionierung entsprechender Verstöße gegen die Verbotstatbestände müssen dabei für die einzelnen Sanktionen einzeln ermittelt werden. Die tatbestandlichen Einschränkungen bereiten bei der Bußgeldbewährung und den aufsichtsrechtlichen Sanktionen abgesehen von dem Problem der (tatsächlichen) Durchsetzung im Ausland keine weiteren Schwierigkeiten. Für die zivilrechtlichen Folgen gestaltet sich dies im Ergebnis ebenfalls als unproblematisch. Die Frage nach einer internationalen Anwendbarkeit der §§ 30h, 30j WpHG im Rahmen von Art. 9 Rom-I-VO kann sich nicht stellen, da die §§ 30h,

30j WpHG bereits schon keine Verbotsgesetze im Sinne von § 134 BGB sind⁵³ und somit eine Charakterisierung als Eingriffsnorm kaum vorstellbar ist⁵⁴. Für die möglicherweise bestehenden (deliktischen) Haftungsansprüche ist nach Art. 4 Abs. 1 Rom-II-VO letztlich erforderlich, dass der durch die Verstöße entstandene Schaden in Deutschland eingetreten ist, da anderenfalls ein ausländisches (Delikts)Recht zur Anwendung kommen würde, das einen entsprechenden Anspruch aufgrund der internationalen Zurückhaltung bei der Regulierung von Leerverkäufen⁵⁵ in der Regel nicht kennen wird.

III. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten (§ 30i WpHG)

Kein Verbotstatbestand, sondern lediglich eine Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht ab einem bestimmten Umfang besteht hingegen für so genannte Netto-Leerverkaufspositionen. Diese - auf eine Empfehlung des *Committee of European Securities Regulators (CESR)*⁵⁶ zurückgehende - Regelung galt allerdings bereits in den Grundzügen schon aufgrund einer Allgemeinverfügung der Bundesanstalt vom 4. März 2010⁵⁷.

1. Tatbestand

Eine Netto-Leerverkaufspositionen soll nach § 30i Abs. 2 WpHG vorliegen, wenn eine Saldierung aller vom Inhaber gehaltenen Finanzinstrumente ergibt, dass sein ökonomisches Interesse an den Aktien des Unternehmens einer Leerverkaufsposition entspricht. Die Regelung soll hinsichtlich der an einer inländischen Börse zugelassenen Aktienwerte eine Transparenz hinsichtlich des Bestehens von Leerverkäufen schaffen und somit eine vor allem einer effizienten Preisbildung dienen⁵⁸. Zudem soll dadurch der Bundesanstalt ermöglicht werden, entsprechende Missstände aufzudecken und Marktmanipulationen zu verhindern⁵⁹. Dabei kann im Ergebnis nur letzterer Aspekt die fehlende Anonymisierung der Mitteilungen- und Veröffentlichungen rechtfertigen, da eine namentliche Nennung der Inhaber der Netto-Leerverkaufspositionen für die Transparenz auf den Kapitalmärkten hinsichtlich des Bestehens von Leerverkaufspositionen letztlich nicht notwendig ist.

Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 30i WpHG stellt letztlich eine Ergänzung⁶⁰ des Verbots

⁴⁸ Siehe oben B.I.

⁴⁹ Vgl. zu den Voraussetzungen der Anerkennung als zulässige Marktpraxis im Rahmen von § 20a Abs. 2 WpHG ausführlich *Mock/Stoll/Eufinger*, a.a.O. (Fn. 5), § 20a Rdn. 217 ff.; *Vogel*, a.a.O. (Fn. 31), § 20a Rdn. 168 ff.

⁵⁰ Auch die Durchführung von Leerverkäufen im Rahmen von Kursstabilisierungsmaßnahmen ist dabei nur schwer vorstellbar.

⁵¹ Siehe oben B.III.

⁵² Begr RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 10.

⁵³ Siehe oben C.II.3.c).

⁵⁴ Vgl. zu den Anforderungen an eine Eingriffsnorm nur *MünchKomm/Martiny*, BGB, Art. 9 Rom-II-VO Rdn. 106 ff.

⁵⁵ Siehe oben B.III.

⁵⁶ Committee of European Securities Regulators, CESR Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime (abrufbar unter www.cesr.eu.org).

⁵⁷ Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Einführung einer Transparenzpflicht für Netto-Leerverkaufspositionen vom 4.3.2010 (abrufbar unter www.bafin.de).

⁵⁸ Begr RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 7; vgl. dazu auch *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 146 ff.

⁵⁹ Begr RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 8.

⁶⁰ Zu den verschiedenen Regelungsmodellen für Leerverkäufe *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 142 ff.

der ungedeckten Leerverkäufe nach § 30h WpHG dar, da es bei den Netto-Leerverkaufspositionen vor allem um die Erfassung mittelbaren - also nicht vom Inhaber der Finanzinstrumente selbst durchgeführten - Leerverkäufe geht und sich die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nicht nur auf ungedeckte, sondern vielmehr auf alle Leerverkäufe bezieht. Bemerkenswert ist dabei, dass dabei eine ökonomische Gesamtbetrachtung der jeweils von der Meldepflicht betroffenen Person vorgenommen werden muss, so dass alle auch nur mittelbar von der Kursentwicklung der jeweiligen Aktien betroffenen Finanzinstrumente einzubeziehen sind und zwar unabhängig davon, ob diese im In- oder Ausland gehandelt werden. Zudem sind auch alle außerbörslich gehandelten Finanzinstrumente einzubeziehen⁶¹. Trotz dieser Anordnung einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise kann eine entsprechende Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht aber nur angenommen werden, wenn eine tatsächliche Rechtsposition des Inhaber der entsprechenden Finanzinstrumente durch die Kursentwicklung betroffen ist, da die Position dieser Personen nur dann einer (mittelbaren) Leerverkaufsposition entspricht. Die Mitteilungspflicht gegenüber der Bundesanstalt besteht dabei, soweit die Netto-Leerverkaufsposition eine Höhe von 0,2 Prozent der ausgegebenen und an einer inländischen Börse im regulierten Markt gehandelten Aktien eines Unternehmens erreicht, über- oder unterschreitet (§ 30i Abs. 1 Satz 1 WpHG). Soweit die Netto-Leerverkaufsposition dabei die Schwelle von 0,5 Prozent erreicht bzw. über- oder unterschreitet, ist zudem eine entsprechende Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger erforderlich (§ 30i Abs. 1 Satz 2 WpHG). Die Mitteilung an die Bundesanstalt bzw. die Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger sind dabei bis zum Ablauf des nächsten Handelstages vorzunehmen. Schließlich setzt sich die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht fort, soweit die Schwellenwerte um weitere 0,1 Prozent oder einem Vielfachen hiervon erreicht, über- oder unterschritten werden. Ebenso wie beim allgemeinen Verbot ungedeckter Leerverkäufe nach § 30h WpHG sind auch in diesem Zusammenhang Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbare Unternehmen mit Sitz im Ausland unter den gleichen Voraussetzungen ausgenommen⁶².

2. Rechtsfolgen bei Verstößen

Auch bei den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach § 30i WpHG fehlt es weitgehend an einer Regelung bei Verstößen gegen diese Pflicht.

a) Strafrechtliche Sanktionierung

Der Gesetzgeber hat sich auch in diesem Zusammenhang darauf beschränkt, entsprechende Ordnungswidrigkeitstatbestände zu schaffen. So stellt ein Verstoß gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nach § 30i WpHG ein Ordnungswidrigkeit dar (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. l) WpHG und § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. f) WpHG), die mit einem Ordnungsgeld von bis zu 200.000 € bzw. bis zu 100.000 € sanktioniert werden kann (§ 39 Abs. 4 WpHG). Mit der im Vergleich zum Verbot von ungedeckter Leerverkäufe und bestimmter Kreditderivate geringeren Bußgeldhöhe will der Gesetzgeber der insofern geringeren Bedeutung des Verstoßes gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nach § 30i WpHG Ausdruck verleihen⁶³.

b) Aufsichtsrechtliche Maßnahmen

Für die aufsichtsrechtliche Sanktionierung von Verstößen gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nach § 30i WpHG ergeben sich keine Besonderheiten. Insofern kann die Bundesanstalt die ihr im Rahmen von § 4 WpHG eingeräumten Befugnisse ausüben⁶⁴.

c) Zivilrechtliche Folgen

Die Bestimmung der anwendbaren zivilrechtlichen Sanktionen eines Verstoßes gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nach § 30i WpHG ist großen Schwierigkeit ausgesetzt, da neben der normativen Abstinenz auch die Gesetzesbegründung keinerlei Anhaltspunkte bietet, wie insofern zu verfahren ist. Dabei gilt zunächst, dass es sich bei der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht nach § 30i WpHG – im Gegensatz zu den §§ 30h, 30j WpHG - nicht um einen Verbotstatbestand handelt, so dass auch eine entsprechende Übertragung der zivilrechtlichen Folgen dieser Verbote⁶⁵ nicht in Betracht kommt. Letztlich wird man auch trotz der vergleichbaren Regelungstechnik und der ähnlichen Schutzrichtung⁶⁶ eine analoge Anwendung von § 28 WpHG ablehnen müssen, da die Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen meist gerade nicht direkt an dem betroffenen Unternehmen bzw. nicht mit den dann von einem Rechtsverlust betroffenen Finanzinstrumenten beteiligt sind. Bei der Beurteilung der zivilrechtlichen Haftung bei einem Verstoß gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht setzt sich aber die bereits beim Verbot der ungedeckten Leerverkäufe und dem Verbot bestimmter Kreditderivate geführte Diskussion fort⁶⁷, so dass sich auch in diesem Zusammenhang die Frage nach der Schutzgesetzqualität von § 30i WpHG im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB stellt. Für die vergleichbare Regelung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der §§ 21 ff. WpHG wird dies dabei ebenso kontrovers beurteilt, so dass eine Beantwortung dieser Frage – ebenso wie bei den Verbotsstatbeständen der §§ 30h, 30j WpHG⁶⁸ - aufgrund eines argumentativen Patts kaum abschließend möglich ist⁶⁹.

3. Internationaler Anwendungsbereich

Der internationale Anwendungsbereich der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten des § 30i WpHG beschränkt sich auf Aktien von Unternehmen, die an einer inländischen Börse im regulierten Markt zum Handel zugelassen sind (§ 30i Abs. 1 Satz 1 WpHG). Auf-

⁶¹ Begr RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 7.

⁶² Siehe oben C.II.1.

⁶³ Begr RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 10.

⁶⁴ Anscheinend aber nur von einer Anwendung von § 4 WpHG ausgehend Begr RegE Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S. 8.

⁶⁵ Siehe oben C.II.3.

⁶⁶ Die Parallelität ergibt sich vor allem aus dem Umstand, dass auch im Rahmen von § 30i WpHG keine anonymisierte Mitteilung- bzw. Veröffentlichung möglich ist, was über das Regelungsziel der Unterrichtung des Kapitalmarktes über das Bestehen von Leerverkaufspositionen letztlich deutlich hinausgeht.

⁶⁷ Siehe oben C.II.3.c).

⁶⁸ Siehe oben C.II.3.c).

⁶⁹ Vgl. für eine Übersicht zu der Diskussion bei den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der §§ 21 ff. WpHG *Hirte*, in: Kölner Komm. WpHG, 2007, § 28 Rdn. 86 f.; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 28 Rdn. 79 ff. jeweils m.w.N. Vgl. auch allgemein zu Bedeutung von § 826 BGB im Kapitalmarktrecht *Helgardt*, a.a.O. (Fn. 41), S. 69 f.

grund der fehlenden Nennung in § 30i Abs. 1 Satz 1 WpHG ist dabei davon auszugehen, dass die bei § 30h WpHG bestehende Beschränkung bei ausländischen Unternehmen⁷⁰ nicht besteht, so dass insofern bereits die Notierung an einer inländischen Börse im regulierten Markt ausreichend ist, auch wenn es sich dabei nicht um die einzige Notierung der Aktien des Unternehmens handelt, zumal dies auch dem mit § 30i WpHG verfolgten Zweck der Herstellung einer hinreichenden Transparenz auf dem deutschen Kapitalmarkt entspricht. Ausgenommen sind in bestimmten Fällen allerdings Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder vergleichbare Unternehmen mit Sitz im Ausland (§ 30i Abs. 4 WpHG). Aufgrund der fehlenden Klarheit hinsichtlich der zivilrechtlichen Haftungsfolgen eines Verstoßes gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten des § 30i WpHG gelten insofern die gleichen Erwägungen wie bei den Verboten ungedeckter Leerverkäufe und bestimmter Kreditderivate⁷¹. Bei den straf- und aufsichtsrechtlichen Sanktionen ergeben sich lediglich wieder die allgemeinen (grenzüberschreitenden) Durchsetzungsschwierigkeiten.

D. Übergangsrecht

Als Übergangsrecht hat der Gesetzgeber für beide Verbote und die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht spezielle Übergangsvorschriften in Form der §§ 42a-42c WpHG geschaffen. Danach gilt, dass die Verbote keine Anwendung auf Transaktionen finden, soweit diese vor dem Inkrafttreten des Gesetzes abgeschlossen bzw. entsprechende Rechte und Pflichten erwachsen sind (§§ 42a, 42c WpHG). Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht besteht hingegen mit dem Inkrafttreten des Gesetzes, so dass mit Ablauf des nächsten Handelstages entsprechende Mitteilungen an die Bundesanstalt bzw. Veröffentlichungen im Bundesanzeiger vorzunehmen sind (§ 42b WpHG).

Rechtsprechung

Der Geschäftsführer einer Treuhandkommanditistin haftet dem Treugeber nicht ohne weiteres wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung, wenn er ihn nicht über ein aufsichtsrechtliches Vorgehen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) informiert (Bestätigung von OLG Köln, Urteil vom 26. März 2009 = GWR 2009, 350; gegen OLG München, Urteile vom 16. September 2008 = EWiR 2008, 747; vom 18. November 2008 = WM 2009, 651; vom 4. Dezember 2008 - 17 U 2763/08, juris).

BGB § 826

B G H, Urteil vom 19. Oktober 2010
(VI ZR 124/09, Köln)*

[1] Die Parteien streiten um Schadensersatzansprüche wegen einer fehlgeschlagenen Kapitalanlage.

[2] Der Kläger beteiligte sich im März 2005 über die als Treuhandkommanditistin fungierende G. Beteiligungs Treuhand GmbH (nachfolgend: G.) an der im Jahr 2003 gegründeten MSF AG & Co. KG (nachfolgend: MSF). Allein vertretungsrechtlich haftende Gesellschafterin der MSF war die DPM AG (DPM), die zugleich die G. bei Abschluss der

E. Fazit

Mit dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivatgeschäfte hat der deutsche Gesetzgeber erstmalig einen umfassenden Regelungsrahmen für Leerverkäufe geschaffen und ist dabei einem Kombinationsmodell von Verbotstatbeständen und Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gefolgt. Das Verbot der ungedeckten Leerverkäufe und bestimmter Kreditderivate nach §§ 30h, 30j WpHG ist dabei in einem engen Zusammenhang mit dem Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) zu sehen, so dass eine ganze Reihe von Einzelfragen entsprechend zu beantworten sind bzw. auf die in Rechtsprechung und Literatur schon entwickelten Grundsätze beim Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation (§ 20a WpHG) zurückgegriffen werden kann, auch wenn der Regelungsstandort⁷² dieser Parallelität nicht hinreichend Rechnung trägt. Neben dem vor allem aufgrund der fehlenden internationalen Abstimmung bestehenden Problem der internationalen Anwendbarkeit bzw. Durchsetzbarkeit der Verbote und der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht ist vor allem die Neutralität des Verbots hinsichtlich der Rechtsfolgen äußerst kritisch zu betrachten. Die abgesehen von den ausdrücklich normierten bußgeldrechtlichen Folgen anhand der allgemeinen Grundsätze zu ermittelnden Rechtsfolgen für das Aufsichts- und das Zivilrecht begegnen dabei massiven Schwierigkeiten und hätten im Sinne einer tatsächlichen Anwendung und Durchsetzung der Neuregelung einer differenzierteren gesetzgeberischen Antwort bedurft.

⁷⁰ Siehe dazu oben C.II.5.

⁷¹ Siehe dazu schon oben bei dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe und dem Verbot bestimmter Kreditderivate C.II.5.

⁷² Anders etwa der die britische Financial Service Authority, die das Mitteilungs- und Veröffentlichungsregime für Leerverkäufe im Rahmen des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation geregelt hat (siehe Fn. 15).

Treuhandverträge vertrat. Geschäftsführer der G. - und alleiniger Gesellschafter und Geschäftsführer ihrer Alleingesellschafterin - war der Beklagte.

[3] Wegen der Befürchtung der MSF, dass ihr Anlagekonzept ein erlaubnispflichtiges Finanzkommissionsgeschäft nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG sein könne, waren schon am 27. Oktober 2004 auf einer Gesellschafterversammlung, an der auch der Beklagte als Geschäftsführer der G. teilgenommen hatte, Änderungen des Gesellschaftsvertrags der MSF beschlossen und ein neuer Emissionsprospekt aufgelegt worden. Mit am 28. Oktober 2004 zugegangenem Schreiben hatte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) der MSF u.a. mitgeteilt, dass sie die Geschäftstätigkeit als das Betreiben eines Finanzkommissionsgeschäfts nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG einstufte und die Untersagung des erlaubnispflichtigen Geschäfts gemäß § 37 KWG beabsichtige. Am selben Tag hatte die BaFin auch G. schriftlich informiert und unter Hinweis auf § 37 Abs. 1, § 44c Abs. 1, Abs. 6 KWG Auskünfte und Vorlage von Unterlagen verlangt. Diesem Auskunftsersuchen war der Beklagte für G. am 10. November 2004 nachgekommen. Am 30. November 2004 hatte die BaFin der MSF unter Androhung der Untersagung der Geschäftstätigkeit nach § 37 KWG eine Frist bis zum 11. Dezember 2004 gesetzt, eine Umgestaltung der bisherigen Tätigkeit in eine erlaubnisfreie Tätigkeit vorzunehmen. Die in den folgenden Monaten zwischen MSF und BaFin geführten Verhandlungen über mögliche Änderungen in der Anlage- und Geschäftsstruktur