

I. Einführung

A. Krise und Regulation: Zur Entstehungsgeschichte der EU-Leerverkaufs-Verordnung

In der globalen Finanzkrise gerieten Leerverkäufe rasch in den Verdacht, gleichsam als Brandbeschleuniger zu wirken.¹ Es gab Bedenken, dass Leerverkäufe in Zeiten beträchtlicher finanzieller Instabilität die Abwärtsspirale der Aktienkurse verstärken könnten.² Insbesondere sah man diese Gefahr bei Finanztiteln, wodurch schließlich die Lebensfähigkeit der Finanzinstitute bedroht würde und systemische Risiken entstehen könnten.³ Schon an dieser Stelle ist aber klarzustellen: Die beschriebene Risikolage kann tatsächlich entstehen, ist dann aber idR auf ungedeckte Leerverkäufe zurückzuführen. Diese gelten mitunter als Faktor, durch den das potenzielle Risiko steigt, dass Abwicklungen scheitern und Marktvolatilität entsteht.⁴

Leerverkäufe haben vor allem am Aktienmarkt eine auch quantitativ erhebliche Bedeutung: US-amerikanische Studien schätzten (2008–2010) das Ausmaß von Leerverkäufen auf 15–30% des Handelsvolumens in Aktien, bei Finanzinstituten sollen sie sogar zeitweise mehr als 40% ausgemacht haben. Für die europäischen Märkte gibt es keine verlässlichen Zahlen, sie dürften aber niedriger sein.⁵

1 Leerverkäufe und die Diskussion um ihre Zulässigkeit gibt es offenbar, seitdem es Börsen gibt; vgl. *Gruenewald/Wagner/Weber*, Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles revisited, *International Journal of Disclosure and Regulation*, Vol 7, No 2, 108. Siehe auch Commission Staff Working Document: Impact Assessment. Accompanying document to 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) 482, 10: „*Short selling is not a new phenomenon – it has been a feature of equity markets since at least the 17th century, when short sellers were accused of causing the collapse of shares in the Dutch East India company in 1609, and short sellers were accused of causing the 1929 stock market crash, which led to legislation in the United States to regulate short selling.*“

2 Commission Staff Working Document 24 ff.

3 So Erwägungsgrund 1 zur Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABL L 86 v 24.3.2012, 1 (Short Selling Regulation – SSR). Siehe auch Commission Staff Working Document 5.

4 ErwGr 18 zur SSR.

5 Commission Staff Working Document 11.

Um solche Leerverkäufe als Krisenursache auszuschalten, verfügten einige Mitgliedstaaten der Union ab 2008 befristete und auf bestimmte Finanzinstrumente beschränkte Verbote.⁶ Es kam zu einem „*global ban*“ für Leerverkäufe.⁷

Diese nationalstaatlichen Verbote waren unkoordiniert und sehr heterogenen Zuschnitts. Das konnte im EU-Binnenmarkt kein dauerhafter Zustand sein. Daher griff schon bald die Europäische Kommission ein. Sie ersuchte ESME,⁸ einen Bericht über Leerverkäufe zu erstellen. ESME kommt in diesem Bericht (Mai 2009) zu folgenden Schlussfolgerungen:⁹

„ESME’s conclusions are that: i) Short selling plays an integral part of the proper functioning of the equities market and is a legitimate investment technique. ii) Permanent short selling restrictions are not necessarily effective as measures to address volatility and adversely impact markets and participants. iii) Regulators should have the ability to impose measures in extreme market circumstances without the requirement for lengthy pre-consultation. Such prohibitions might on a short term basis serve as a cushion against sudden drops in share prices, and should therefore only apply as a last resort, especially in case of financial markets crises. iv) There should be different levels of regulation, starting with restrictions on naked short selling. v) However, the impact of such measures should be fully and carefully considered with respect to their market impact and appropriateness to the specific situation prior to their implementation. Furthermore, there should be proof of due process having been followed to ensure that the significant disruption to the market has been adequately considered, such that market participants have confidence in the steps taken. vi) Any future rules and regulations should be based on a common international understanding of basic principles and technicalities. Since all major buy side and sell side firms count for a substantial part of the liquidity in the financial markets and are operating globally, it is imperative that short selling regulations – if any – are coordinated at a European as well as global level. The more deviations in such regulation exist among national jurisdictions, the higher will be the risk of adverse impact on the overall liquidity as a consequence as well as increased compliance and operational cost. Any future common standard for regulations on short selling should not simply adopt the regime with the strictest standards already in place („levelling up“), but should implement rules which are reasonable with regard to market efficiency and market protection. No regulation by a single Member State should be implemented before a common position among the EU institutions has been reached. vii) Less interventionist measures may be more effective in addressing poten-

6 Näher *Gruber/Raschauer*, Short Selling – Transparenz statt Verbot, RdW 2011, 321; Commission Staff Working Document 17 f. Eine Analyse der ökonomischen Folgen bieten etwa *Beber/Pagano*, Short-Selling Bans around the World: Evidence from 2007-09 Crisis (abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1502184>; Abrufdatum 25.1.2014). Zum US-amerikanischen Recht siehe *Avgouleas*, in *Kern/Moloney* 72, 78, 100 ff mwN; Commission Staff Working Document 20 f, 96 ff.

7 Kritisch zur Sinnhaftigkeit *Avgouleas*, in *Kern/Moloney* 73: „*However, the global ban was more of a ‚knee-jerk‘ reaction to the precipitous price falls and less a comprehensive regulatory response to the challenges posed by short selling.*“

8 ESME – nicht zu verwechseln mit ESMA! – war eine von der Kommission 2006 befristet bis 2009 eingesetzte Expertengruppe, hauptsächlich aus Marktteilnehmern bestehend, die die Kommission in rechtlichen und wirtschaftlichen Fragen der EU-Wertpapier-Richtlinien beraten sollte (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index-de.htm).

9 European Securities Markets Expert Group (ESME): Position on Short Selling (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_20090319_en.pdf).

tial concerns regarding short selling (e.g. in the Porsche/Volkswagen situation cited above) and increasing market transparency. That one we would suggest for consideration is that of the disclosure of short selling activity. This could be achieved on an aggregated and anonymous basis and may provide useful information to both regulators and other market participants. As the implementation of disclosure rules is very onerous if it is done on very short notice, it should be discussed, whether it should be implemented as a permanent measure for increasing transparency on markets. However, prior to any implementation of rules more detailed research is necessary to allow for a consistent application. viii) Any alternative measures should be considered on a 'cost-benefit' basis; for example, both „uptick” rules and the „flagging” of orders as short sales have been proposed, however, both are extremely costly and difficult to implement and further have not proven effective from either a cost or benefit perspective. Additional measures such as circuit breakers have also been suggested, however they suffer from practical drawbacks in a multi-execution environment ix) Procedures for addressing late settlements would make markets operate more efficiently and address some concerns regarding the market impact of „naked” short selling. Consequently we would suggest that buy-in procedures should be considered with respect to trade settlements, as already in place in some markets.“

Wie von einem Gremium bestehend aus Marktteilnehmern kaum anders zu erwarten, stand ESME allfälligen Restriktionen von Leerverkäufen skeptisch gegenüber. Einige der Vorschläge übten aber durchaus Einfluss auf die weitere Entwicklung aus, etwa der Hinweis auf die Notwendigkeit koordinierter Vorgehensweise oder die Überlegungen zur Transparenz von Leerverkäufen.

Im April 2009 legte die Europäische Kommission vor dem Hintergrund einer am 20. April 2009 eingeleiteten Konsultation zur Überarbeitung der Marktmissbrauchsrichtlinie¹⁰ einige allgemeine Fragen im Hinblick auf eine mögliche Regulierungspraxis für Leerverkäufe vor. Zunächst wird in dem Konsultationsdokument die Situation der Leerverkäufe beschrieben:

„There is a global debate on short selling. The crisis prompted, in September 2008, a range of more radical temporary measures, taken in an uncoordinated way in the EU, either to ban short selling on numerous shares of financial institutions, or to ban naked short selling on these shares, and/or to require disclosure of net short positions (generally of more than 0.25% of the capital of the concerned issuers). Short selling is an investment technique which may play an important role in supporting efficient markets. However, it could also be misused in different ways.“¹¹

Die Kommission verweist auf die bereits getroffenen Maßnahmen einiger Mitgliedstaaten und stellt einen Widerspruch zum Binnenmarktziel fest:

„The Commission is considering carefully the various measures taken by Member States with respect to short selling. We consider that divergent measures on short selling in the Member States might be difficult to reconcile with the objective of developing inte-

10 Konsultation, Überarbeitung der Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf).

11 Konsultation (Fn 10) 17.

grated and efficient financial markets in the EU. Market participants will need to bear undue costs of compliance with multiple EU regimes and cope with legal risks that will affect their trading activity in the EU markets. A more harmonised approach could eliminate undesirable regulatory arbitrage between Member States.¹²

Hier taucht erneut der Gedanke auf, eine Harmonisierung der Rechtslage und damit auch eine Koordinierung der Maßnahmen im Binnenmarkt sei erstrebenswert. Dies veranlasst die Kommission in ihrer Konsultation zu folgenden Fragen:

„Do you see a need for a comprehensive framework for short selling? If so, should it be addressed in the Market Abuse Directive? What issues should such a regime cover? Should short sellers be required to report positions to competent authorities? Under which conditions should naked short selling be allowed? Should competent authorities be able to take emergency measures (e.g. temporary bans on short selling or on naked short selling) within prescribed limits when they need to address specific market risks and disruptions? Is there a need to enhance risk management by financial intermediaries and banks? Should investment firms and banks be required to have necessary arrangements in place to ensure timely delivery of financial instruments traded on own account or in the context of execution of clients' orders?“¹³

Parallel zu diesen Aktivitäten auf EU-Ebene fanden weltweit im Rahmen der IOSCO¹⁴ Verhandlungen statt, deren Ergebnisse in einen Final Report vom Juni 2009 mündeten.¹⁵ IOSCO empfiehlt darin vier Prinzipien für eine Leerverkaufsregulierung, die, wie wir sehen werden, großen Einfluss auf die folgende EU-Gesetzgebung haben sollten:

„The Technical Committee recommends that effective regulation of short selling comprises the following four principles: a) Short selling should be subject to appropriate controls to reduce or minimise the potential risks that could affect the orderly and efficient functioning and stability of financial markets. b) Short selling should be subject to a reporting regime that provides timely information to the market or to market authorities. c) Short selling should be subject to an effective compliance and enforcement system. d) Short selling regulation should allow appropriate exceptions for certain types of transactions for efficient market functioning and development.“¹⁶

Eine Konsultation durch CESR mündete in einem am 2.3.2010 veröffentlichten Abschlussbericht, in dem ein Modell für ein paneuropäisches Offenlegungssystem für Aktienleerverkäufe vorgeschlagen wurde.¹⁷ Das darin entwickelte „**two-tier model for disclosure**“ sollte dann zu einem zentralen Inhalt der SSR werden:

12 Konsultation (Fn 10) 17.

13 Konsultation (Fn 10) 17.

14 International Organization of Securities Commissions (Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden). IOSCO hat weltweit rund 200 Mitglieder und deckt 95% der internationalen Märkte ab (Sitz in Madrid).

15 IOSCO, Regulation of Short Selling, Final Report (June 2009), (<http://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD292.pdf>).

16 IOSCO, Final Report (vorige Fn) 4.

17 CESR/10-088, „*Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*“.

„This report contains CESR’s proposal to the European Institutions for a pan-European short selling disclosure regime. It is based on a two-tier model for disclosure of significant individual net short positions in all shares that are admitted to trading on an EEA regulated market and/or an EEA MTF. However, the regime would not apply to shares admitted to trading on an EEA regulated market or an EEA MTF if their primary market is located outside the EEA. At the lower threshold of 0.2%, positions would be disclosed to the relevant regulator, at the higher threshold of 0.5% positions would be disclosed, in addition to the regulator, also to the market as a whole. All changes of position would be reported at increments of 0.1%, first to the regulator (from 0.3% until 0.4%) and then to the regulator and the market.“¹⁸

Am 26. Mai 2010 veröffentlichte CESR einen weiteren Bericht mit den zusätzlichen technischen Einzelheiten im Zusammenhang mit der Funktionsweise des Modells.¹⁹

Nach einer Konsultation vor dem Sommer 2010 entschloss sich die Kommission im September 2010, eine unionsweite Regelung in Gestalt einer Verordnung vorzuschlagen.²⁰ Es sollte aber noch eineinhalb Jahre dauern, bis die SSR²¹ am 25.3.2012 in Kraft trat. Die Verordnung gilt seit 1.11.2012 unmittelbar in allen Mitgliedstaaten.²²

Inzwischen sind auf Level 2 des Lamfalussy-Verfahrens (auf der Basis entsprechender ESMA-Vorschläge²³) drei delegierte Verordnungen (Art 290 AEUV), zwei davon in Form technischer Regulierungsstandards, sowie eine Durchführungsverordnung (Art 291 AEUV) erlassen worden:

- Delegierte VO (EU) Nr 826/2012 (= RTS1)²⁴
- Delegierte VO (EU) Nr 918/2012 (= DR)²⁵

18 CESR/10-088, 3.

19 CESR/10-453, „*Technical details of the pan-European short selling disclosure regime*“.

20 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, KOM(2010) 482 endg.

21 Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl L 86 v 24.3.2012, 1.

22 In den Geltungsbereich der SSR fallende und zZ ihres Inkrafttretens bestehende Maßnahmen (der Mitgliedstaaten), die vor dem 15.9.2010 in Kraft gesetzt worden waren, konnten bis 1.7.2013 gültig bleiben, sofern sie der Kommission bis 24.4.2012 mitgeteilt worden waren (Art 46 SSR).

23 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, ESMA/2012/228 (March 2012); Final Report: ESMA’s technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No 236/2012), ESMA/2012/263 (19 April 2012). Siehe auch *Krüger/Ludewig*, WM 2012, 1946.

24 Delegierte Verordnung (EU) Nr 826/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Melde- und Offenlegungspflichten in Bezug auf Netto-Leerverkaufpositionen, die Einzelheiten der in Bezug auf Netto-Leerverkaufpositionen an die großeuropäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zu übermittelnden Informationen und die Methode zur Berechnung des Umsatzes zwecks Ermittlung der unter die Ausnahmeregelung fallenden Aktien, ABl L 251 v 18.9.2012, 1 (RTS1).

25 Delegierte Verordnung (EU) Nr 918/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, die Berechnung von Netto-Leerverkaufpositionen, gedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel, Melde-schwellen, Liquiditätsschwellen für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen, signifikante Wertminderungen bei Finanzinstrumenten und ungünstige Ereignisse, ABl L 274 v 9.10.2012, 1 (DR).

- Delegierte VO (EU) Nr 919/2012 (= RTS2)²⁶
- Durchführungsverordnung (EU) Nr 827/2012 (= ITS)²⁷

B. Was ist ein Leerverkauf? Begriff und Funktionsweise

1. Einführung

a) Begriff

IOSCO definiert zwei Faktoren, die einen Leerverkauf (Short Selling) ausmachen: „a sale of stock that the seller does not own at the point of sale“.²⁸ Ganz ähnlich die Umschreibung durch die Kommission: „Short selling is the sale of a security that the seller does not own, with the intention of buying back an identical security at a later point in time to be able to deliver the security.“²⁹

b) Warum?

Am häufigsten sind Leerverkäufe in Aktien. Warum tätigt ein Marktteilnehmer solche Leerverkäufe? Die Kommission verweist auf ein discussion paper der britischen FSA³⁰ und zählt beispielhaft Gründe für short selling auf:³¹

„**Speculation:** for example, an investment bank trading for its own book („proprietary trading“) may sell a share short because it believes the price will decline, in order to profit from that decline by buying back the share at the lower price. However, short selling is a risky strategy, as if the share price rises instead of falling, then the short seller will have to close out the position at a loss or pledge more collateral to keep the position open.

Hedging: although pension funds and insurance companies tend to buy shares in order to profit from their (anticipated) rise over the long term, they often hedge their risk by selling short comparable shares to those in which they hold a long position. If the share price in their long position goes down, then they can limit their losses through the rise

26 Delegierte Verordnung (EU) Nr 919/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Methode zur Berechnung der Wertminderung bei liquiden Aktien und anderen Finanzinstrumenten, ABL L 274 v 9.10.2012, 16 (RTS2).

27 Durchführungsverordnung (EU) Nr 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards in Bezug auf die Verfahren für die Offenlegung von Nettopositionen in Aktien gegenüber der Öffentlichkeit, das Format, in dem der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde Informationen zu Netto-Leerverkaufspositionen zu übermitteln sind, die Arten von Vereinbarungen, Zusagen und Maßnahmen, die angemessen gewährleisten, dass Aktien oder öffentliche Schuldtitel für die Abwicklung des Geschäfts verfügbar sind, und die Daten, zu denen die Ermittlung des Haupthandelsplatzes einer Aktie erfolgt, sowie den Zeitraum, auf den sich die betreffende Regelung bezieht, gemäß der Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABL L 251 v 18.9.2012, 11 (ITS).

28 IOSCO, Regulation of Short Selling, Final Report (June 2009), 23 (siehe oben Fn 15).

29 Commission Staff Working Document 5.

30 Financial Services Authority, Discussion Paper 09/1, Short Selling, February 2009.

31 Commission Staff Working Document 11.

in the value of the short position. This is a common practice in most developed financial markets.

Arbitrage: for example when a hedge fund combines a short position and a long position in two different but inter-related shares, to make a profit from the price differential between the two shares.

Market making: in order to meet customer demand for securities which are not immediately available, market makers use short selling to fill client orders, i.e. to provide liquidity to the market.“

Schon an diesen Hauptanwendungsfällen kann man sehen, dass jedenfalls ein Teil der mit einem Leerverkauf verfolgten Zwecke, etwa das Hedging oder Market-Making, durchaus legitim sein können.³²

Ökonomisch steht hinter einem Leerverkauf die Absicht des Verkäufers, den Gewinn aus einem teureren Leerverkauf und einem billigeren nachträglichen Eindeckungsgeschäft zu erzielen. Das Eindeckungsgeschäft besteht in einem späteren Kauf oder – am Kapitalmarkt gebräuchlicher – in einer Wertpapierleihe (= Sachdarlehen)³³, bei Letzterer muss zu einem wieder späteren Zeitpunkt der Rückgabebanspruch des Verleihers durch einen Deckungskauf ausgeglichen werden.³⁴

Die Kommission bringt ein Beispiel:

„For example, an investor believes that there will be a decline in the stock price of Company A. Company A is trading at € 60 a share, so the investor borrows shares of Company A stock at € 60 a share and immediately sells them in a short sale. Later, Company A's stock price declines to € 40 a share, and the investor buys shares back on the open market to replace the borrowed shares. Since the price is lower, the investor profits on the difference – in this case € 20 a share (minus transaction costs such as commissions and fees). However, if the price goes up from the original price, the investor loses money. Unlike a traditional long position – when risk is limited to the amount invested – shorting a stock leaves an investor open to the possibility of unlimited losses, since a stock can theoretically keep rising indefinitely.“³⁵

32 Market-Making ist daher unter bestimmten Voraussetzungen von der SSR ausgenommen – unten II.B.3.

33 Das Wertpapierdarlehen (Wertpapierleihe, securities lending) ist die Überlassung von Wertpapieren zu vollem Eigentum und zu freier Verfügung mit der Maßgabe, dass Papiere gleicher Art und Ausstattung zurückzugeben sind (*Baumbach/Hopt*, HGB³⁶, Bankgeschäfte Rn T/1). „*Securities owners often allow their brokers or depositories (securities lenders) to hold their securities on their behalf, i.e., to hold them „in street name“. Securities lenders holding securities on behalf of their clients legally own them, while their clients only hold corresponding interests in their accounts. Under the securities lending agreement, the title to the securities passes to the borrower of the securities and the short seller, respectively. In turn, the borrower gives a certain amount of the shares' market price as cash collateral to the lender. While holding the collateral, the lender is able to reinvest the cash and make a return.*“ (*Gruenewald/Wagner/Weber*, Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles revisited, International Journal of Disclosure and Regulation, Vol. 7, No. 2, 108.

34 Ausführlicher etwa *Mittermeier*, ZBB 2010, 139 f. Am Kapitalmarkt läuft ein Leerverkauf deutlich komplexer unter Beteiligung verschiedener Personen ab, vgl etwa das Schaubild bei *Gruenewald/Wagner/Weber*, Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles revisited, International Journal of Disclosure and Regulation, Vol. 7, No. 2, 108.

35 Commission Staff Working Document 73.

c) Arten

Wir unterscheiden zwei Kategorien von Leerverkäufen:³⁶

- **gedeckte** Leerverkäufe (covered short sales), bei denen der Verkäufer Instrumente verkauft, die er vorher geliehen hat oder für die er vor dem Verkauf eine Leihvereinbarung getroffen hat;
- **ungedeckte** Leerverkäufe (naked short sales), bei denen der Verkäufer Instrumente verkauft, ohne sie sich vor dem Verkauf zu leihen oder eine entsprechende Leihvereinbarung getroffen zu haben. Das Risiko besteht im Lieferausfall des Verkäufers: „*If the seller is then unable to source the securities before the physical settlement date they will be unable to deliver to the buyer (known as a ‘failure to deliver’ or ‘fail’)*“.³⁷ Abusive naked short sales sind Leerverkäufe ohne Verkaufsabsicht, diese werden uU zur Kursmanipulation getätigt – darin besteht eine Parallele der Materie zur Marktmanipulation.

2. Die Definition in der SSR

a) Grundlagen

Art 2 Abs 1 Buchstabe b) SSR definiert den Leerverkauf als einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten,³⁸ die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden.³⁹

b) Eigentum

In der Definition des Leerverkaufs spricht die deutsche Sprachfassung des Art 2 Abs 1 Buchstabe b) SSR von „Eigentum“. Nach Art 3 Abs 1 Satz 1 DR⁴⁰ wird die Festlegung, ob eine natürliche oder juristische Person als Eigentümerin eines Finanzinstruments angesehen wird, wenn dieses einen rechtlichen und einen wirtschaftlichen Eigentümer hat – soweit relevant – nach dem für den jeweiligen Leerverkauf dieser Aktie oder dieses Schuldinstruments geltenden Recht getroffen.⁴¹

36 Commission Staff Working Document 5.

37 Commission Staff Working Document 73.

38 Gemeint sind Schuldinstrumente, die von einem Mitgliedstaat oder der Union begeben werden (Art 2 Abs 1 Buchstabe c) SSR), also v.a Anleihen – unten II.B.1.

39 „*Which the seller does not own*“ (engl); „*dont le vendeur n’est pas propriétaire*“ (franz). Erfasst ist auch die Wertpapierleihe („*einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern*“).

40 Delegierte Verordnung (EU) Nr 918/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, die Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen, gedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel, Meldeschwellen, Liquiditätsschwellen für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen, signifikante Wertminderungen bei Finanzinstrumenten und ungünstige Ereignisse, ABL L 274 v 9.10.2012, 1.

41 Zu „*shares pledged as collateral*“ siehe ESMA, Question and Answers. Implementation of the Regulation on Short-selling and certain aspects of credit default swaps (2nd Update), ESMA/2013/159 vom 29.1.2013, 7.

Im englischen Text des Art 3 DR ist von „*legal or beneficial ownership*“ die Rede, die Herkunft aus dem angelsächsischen Rechtskreis ist unverkennbar.⁴² Dabei stellt Erwägungsgrund 3 zur DR klar, dass die Eigentumsdefinition der Verordnung wegen der fehlenden Harmonisierung des Eigentumsbegriffs in der Union nur für die Leerverkaufsverordnung gelten soll, „*etwaige künftige Entwicklungen wie die Harmonisierung von Rechtsvorschriften*“ sollen „*davon unberührt bleiben*“.⁴³

Die Erfassung sowohl des rechtlichen als auch des wirtschaftlichen Eigentums ergibt mehrere Folgeprobleme.⁴⁴ Eigentlich müsste im deutschen Text der Verordnung statt Eigentum Rechtsinhaberschaft stehen, zumal die Figur des wirtschaftlichen Eigentums (als zivilrechtliche Kategorie) dem deutschen Rechtskreis wie den meisten kontinentaleuropäischen Rechtsordnungen fremd ist.⁴⁵

Aus Art 3 Abs 1 Satz 3 DR ergibt sich, wer wirtschaftlicher Eigentümer ist: „*Für die Zwecke dieses Artikels ist der wirtschaftliche Eigentümer der Anleger, der das mit dem Erwerb eines Finanzinstruments verbundene wirtschaftliche Risiko trägt*“.

Soweit rechtliche und wirtschaftliche Rechtsinhaberschaft auseinanderfallen, setzt sich Letztere durch.⁴⁶ Kommen mehrere Personen in Betracht, so wird als Eigentümer der an letzter Stelle stehende wirtschaftliche Eigentümer (*ultimate beneficial owner*) als Eigentümer betrachtet, dies gilt auch in Fällen der Treuhand (Art 3 Abs 1 Satz 2 DR).

c) Ausnahmen

aa) Die Begriffsbestimmung des Leerverkaufs in Art 2 Abs 1 Buchstabe b) SSR gilt für drei eben dort genannte Per-se-Ausnahmen nicht, dh es liegt kein Leerverkauf vor:

- Verkauf seitens einer der Parteien einer Rückkaufvereinbarung, bei der die eine Partei der anderen ein Wertpapier zu einem festgesetzten Kurs verkauft und die andere Partei sich verpflichtet, dieses Wertpapier zu einem späteren Zeitpunkt zu einem ebenfalls festgesetzten Kurs zurückzukaufen (Z i). Aufgrund des fixen Kurses fehlt es an dem für einen Leerverkauf typischen aleatorischen Element, dass zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses der Kurs für das Eindeckungsgeschäft ungewiss ist.
- Übertragung von Wertpapieren im Rahmen einer Wertpapierleihe-Vereinbarung (Z ii). Dem Vorgang liegt kein Kaufgeschäft zugrunde, folglich kann es sich auch nicht um einen Leerverkauf handeln.

42 In der französischen Version des Art 3 DR heißt es: „*de droits de propriété légale ou a un bénéficiaire effectif*“. Ähnlich der italienische Text: „*di diritti di proprietà legale o abbia un beneficiario effettivo*“.

43 Erwägungsgrund 3 zur DR.

44 Mülbert/Sajnovits, ZBB 2012, 269 f.

45 Mülbert/Sajnovits, ZBB 2012, 270.

46 Mülbert/Sajnovits, ZBB 2012, 270.

- Abschluss eines Terminkontrakts oder eines anderen Derivatekontrakts über den Verkauf von Wertpapieren zu einem bestimmten Kurs zu einem künftigen Zeitpunkt (Z iii). Wie bei Ziffer i) liegt ein fixer Kurs vor.

Diese Ausnahmen (Z i bis iii) sind deklarativ zu verstehen; wären die Ausnahmen nicht ausdrücklich geregelt, würden sie sich aus der Definition des Leerverkaufs (e contrario) ableiten lassen. Der Zweck der Ausnahmen liegt wohl in erster Linie darin, dass sie vor dem Hintergrund einer doch erheblich divergierenden Eigentumskonzeption in den EU-Mitgliedstaaten insoweit eine einheitliche Rechtsanwendung gewährleisten sollen.⁴⁷

bb) Ergänzend dazu sieht Art 3 Abs 2 DR drei weitere Ausnahmen vor, welche die Reichweite der Leerverkaufsdefinition präzisieren sollen. Auch in diesen Fällen liegt kein Leerverkauf iSd SSR vor:

- Verkauf von Finanzinstrumenten, die im Rahmen einer Wertpapierleihe oder eines Repo-Geschäfts⁴⁸ übertragen worden sind, sofern die Wertpapiere entweder zurückgegeben werden oder die übertragende Partei die Wertpapiere zurückfordert, so dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann (Buchstabe a),⁴⁹
- Verkauf eines Finanzinstruments durch eine natürliche oder juristische Person, die das Finanzinstrument vor dem Verkauf erworben, zum Zeitpunkt des Verkaufs aber nicht empfangen hat, sofern das Finanzinstrument zu einem Zeitpunkt geliefert wird, der die fälligkeitsgerechte Abwicklung des Geschäfts gewährleistet (Buchstabe b)⁵⁰,
- Verkauf eines Finanzinstruments durch eine natürliche oder juristische Person, die eine Option oder einen ähnlichen Anspruch auf dieses Finanzinstrument ausgeübt hat, sofern das Finanzinstrument zu einem Zeitpunkt geliefert

47 Mülberr/Sajnovits, ZBB 2012, 270.

48 Repurchase-Agreement (Pensionsgeschäft); Mülberr/Sajnovits, ZBB 2012, 271; vgl auch Baumbach/Hopt, HGB³⁶, Bankgeschäfte Rn T/2.

49 Fraglich ist, wie der Verkäufer im Zeitpunkt des Verkaufes feststellen kann, dass er das Eigentum künftig rechtzeitig zurückerhalten wird; kritisch zu Recht Mülberr/Sajnovits, ZBB 2012, 271 FN 33.

50 Zur Erklärung ESMA: „A further example should also be included. Under the civil law or securities law of some Member States, the ownership of a financial instrument is not transferred immediately after the sale of that financial instrument. The buyer receives ownership only when the settlement has taken place and the financial instrument is booked to his account. During that time (usually 2 or 3 days) the purchaser has the „economical ownership“. During this period, he is able to sell the securities in all Member States. In some Member States, the purchaser is legally considered to sell his „entitlement“ to the financial instrument. It is a common market practice to be able to sell securities that one has purchased without having yet received delivery of those securities. Without the ability to do so, financial markets would not work properly, because it would be impossible to buy and sell securities within a short timeframe. Therefore the possibility to sell financial instruments before the settlement (of a previous buy) has taken place, without the transaction being considered to be a short sale, must be maintained. This should include cases when emergency measures set out in Chapter V of the Regulation are implemented.“ (ESMA/2012/263, 8 Rz 6).

wird, der die fälligkeitgerechte Abwicklung des Geschäfts gewährleistet (Buchstabe c).⁵¹

Auch diesen drei Sachverhalten fehlt das für einen Leerverkauf typische aleatorische Element in Gestalt des ungewissen Kurses des Eindeckungsgeschäftes.

C. Markteffekte durch Leerverkäufe und wie regulatorisch damit umgehen?

Der „global ban“ für Leerverkäufe wurde in der Finanzkrise auch mit ihrer moralischen Bedenklichkeit begründet – Leerverkäufe waren ein Symbol des Kasino-Kapitalismus und der Spekulation.⁵² Inzwischen dürfte sich die nüchterne Einsicht durchgesetzt haben, dass die Art und Intensität einer Regulierung für Leerverkäufe durch deren ökonomische Effekte auf den Kapitalmarkt determiniert werden sollte.

Worin bestehen aber diese Markteffekte? Die Markteffekte durch Leerverkäufe, im Besonderen der in der Finanzkrise behauptete Zusammenhang zwischen Leerverkäufen und dem Risiko bzw der Häufigkeit extremer Preisstürze, werden in der finanzwirtschaftlichen Forschung und in der Finanzmarktpolitik kontrovers diskutiert.⁵³ Das Schrifttum (va US-amerikanischer Provenienz) ist kaum mehr zu überblicken, an dieser Stelle müssen einige grundlegende Hinweise genügen. Dies ist für Zwecke der vorgelegten Untersuchung auch ausreichend. Denn für das Verständnis des Regelungsregimes der SSR und seine juristische Analyse reicht die Kenntnis der möglichen durch Leerverkäufe hervorgerufenen Markteffekte in abstracto aus.

Aus betriebswirtschaftlicher Perspektive sind Leerverkäufe häufig wie bereits erwähnt⁵⁴ ein sinnvoller, weil relativ billiger Bestandteil einer umfassenderen Hedging-Strategie.⁵⁵

Aus makroökonomischer Sicht können Leerverkäufe grundsätzlich positive Effekte für die Informationseffizienz des Kapitalmarktes haben. Sie bringen negative Markteinschätzungen zum Ausdruck und tragen so zu einem besseren Preis-

51 Dazu ESMA: „In addition to the above examples, ESMA has, in the light of the responses in the consultation, decided to include another case which should be excluded from the definition of a short sale. The exercise of an option or similar claims due to Article 12(1)(b) or 13(1)(b) is to a large extent parallel to the recall of securities by the transferor. Such an exclusion, as long as the options or similar claims produce the actual delivery of the shares and are not merely settled in cash, does also not involve risks as regards the timely settlement of the transaction in the concerned financial instruments“ (ESMA/2012/263, 8 f Rz 7).

52 Etwa Avgouleas, in Kern/Moloney 82.

53 Die Kommission stützte ihre Arbeit an der SSR auf eine breite ökonomische Bibliographie (vgl Annex 7 zum Commission Staff Working Document).

54 Oben B.1.b).

55 Mittermeier, ZBB 2010, 140 mN.

findungsmechanismus bei. Umgekehrt können ungedeckte Leerverkäufe auch Anreize zu marktmissbräuchlichem Verhalten schaffen.⁵⁶

IOSCO hat die ökonomischen Vor- und Nachteile von Leerverkäufen so zusammengefasst:

„The Technical Committee believes that short selling plays an important role in the market for a variety of reasons, such as providing more efficient price discovery, mitigating market bubbles, increasing market liquidity, facilitating hedging and other risk management activities. However, there is also a general concern that especially in extreme market conditions, certain types of short selling, or the use of short selling in combination with certain abusive strategies, may contribute to disorderly markets.“⁵⁷

Ohne dass dies hier vertieft zu werden braucht, dürften diese Einschätzungen auch dem derzeitigen finanzwirtschaftlichen State of the Art für Leerverkäufe entsprechen:⁵⁸ Zunächst die positiven Effekte:

- Leerverkäufe können zu einer effizienten Preisbildung beitragen.⁵⁹ Der Leerverkäufer hält idR den Börsenkurs für zu hoch und setzt – idR gut informiert⁶⁰ – auf einen Kursrückgang in Richtung des aus seiner Sicht bestehenden Fundamentalwertes. Auf diese Weise können Bewertungsblasen verhindert werden,⁶¹ die Markteffizienz steigt.
- Gedeckte Leerverkäufe versorgen den Markt mit Liquidität.⁶² Denn durch ihre Bereitschaft, Titel zu verkaufen versorgen die Leerverkäufer die Märkte mit handelbaren Wertpapieren. „As relatively substantial participants in equity markets, short sellers play an integral role in providing liquidity and maintaining market efficiency. When short sellers’ level of participation decreases, markets become less liquid, more expensive and more difficult to trade.“⁶³ Marktliquidität wiederum stärkt das Anlegervertrauen in diesen Markt, weil ein liquider Markt rasche Investitions- und Deinvestitionsentscheidungen ermöglicht.

56 Möllers/Christ/Harrer, NZG 2010, 1168.

57 IOSCO, Regulation of Short Selling, Consultation Report (March 2009), 5 (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD289.pdf>).

58 Ebenso Avgouleas, in Kern/Moloney 87.

59 Etwa Boehmer/Wu, Short Selling and the Price Discovery Process (abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=972620>; Abrufdatum 25.1.2014); Saffi/Sigurdson, Price Efficiency and Short Selling, Review of Finance Studies, Vol 24, No 3 (2001), 821-852. Commission Staff Working Document 16.

60 Vgl die Studie von Boehmer/Jones/Zhang, Which Shorts are Informed? 63 Journal of Finance, 491 (2008).

61 Commission Staff Working Document 16.

62 Commission Staff Working Document 15.

63 Oliver Wyman, The effects of short-selling public disclosure regimes on equity markets (2010), 29 (http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2011/OW_EN_FS_Publ_2011_Short_Selling_Public_Disclosure_Equity_Markets.pdf; Abrufdatum 4.2.2014).