

FRIEDRICH SCHLIMBACH

Leerverkäufe

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
18*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

18



Friedrich Schlimbach

Leerverkäufe

Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten
Leerverkaufs in der Europäischen Union

Mohr Siebeck

Friedrich Schlimbach, geboren 1986; Studium der Rechtswissenschaft an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg; Mitarbeiter am Lehrstuhl für Öffentliches Recht ebenda; 2012 Erstes Staatsexamen; 2013 Abschluss des Masterstudiums Wirtschaftsrecht (LL.M.) ebenfalls in Halle; 2012–14 Promotion im Kapitalmarktrecht und wissenschaftlicher Mitarbeiter in internationalen Wirtschaftskanzleien; 2014–2016 Referendar in Berlin und Luxemburg.

ISBN 978-3-16-153601-4 / eISBN 978-3-16-158818-1 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2015 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Kirchheim/Teck gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2014 von der Juristischen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg als Dissertation angenommen. Die Rechtsentwicklung und die Literatur wurden bis Juli 2014 berücksichtigt.

Mein herzlicher Dank gilt Prof. Dr. Matthias Lehmann, der die Arbeit hervorragend betreut und wichtige Anregungen gegeben hat. Prof. Dr. Christian Schröder danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Prof. Dr. Winfried Kluth danke ich für die ausgezeichnete wissenschaftliche Ausbildung, die ich in den vier Jahren als studentischer Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl genießen durfte.

Ich möchte Dr. Arne Moritz herzlich für seine philosophische Expertise danken, welche mir geholfen hat, auch eine ethische Bewertung von Leerverkäufen vorzulegen. Prof. Dr. Rüdiger Veil danke ich für die Möglichkeit, die Arbeit in dieser Schriftenreihe zu veröffentlichen.

Schließlich danke ich meiner Familie und meinen Freunden, die mein Studium und meine Arbeit stets begleitet und in vielerlei Hinsicht gefördert haben. Besonders Daniela Ohayon danke ich dafür, dass sie die vorliegende Untersuchung in allen Facetten mit mir diskutiert hat.

Berlin, im Sommer 2014

Friedrich Schlimbach

Inhaltsübersicht

| | |
|--|-----|
| Abkürzungsverzeichnis | XV |
| Einführung | 1 |
| | |
| Erstes Kapitel: Grundlagen | 3 |
| <i>A. Zielsetzung und Gang der Untersuchung</i> | 3 |
| <i>B. Methodische Vorüberlegungen</i> | 4 |
| <i>C. Begriff des Leerverkaufs</i> | 8 |
| <i>D. Rechtsnatur des Leerverkaufs</i> | 23 |
| <i>E. Notwendigkeit einer Leerverkaufsregulierung</i> | 31 |
| <i>F. Regelungskonzepte der Leerverkaufsregulierung</i> | 50 |
| <i>G. Ethische Beurteilung des Leerverkaufs</i> | 59 |
| | |
| Zweites Kapitel: Leerverkaufsverordnung | 73 |
| <i>A. Rechtsgrundlage</i> | 73 |
| <i>B. Regelungsziele</i> | 81 |
| <i>C. Anwendungsbereich</i> | 92 |
| <i>D. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe</i> | 104 |
| <i>E. Transparenzpflichten bezüglich gedeckter Leerverkäufe</i> | 175 |
| <i>F. Befugnisse der Aufsicht zur Beschränkung von Leerverkäufen</i> | 187 |
| <i>G. Rechtspolitische Bewertung</i> | 210 |
| | |
| Drittes Kapitel: Sonstige Regulierungen des Leerverkaufs | 220 |
| <i>A. Beschränkungen aus der Marktmissbrauchsregulierung</i> | 220 |
| <i>B. Beschränkungen für Investmentfonds</i> | 228 |
| <i>C. Die Regulierung von Leerverkäufen in den USA</i> | 238 |

| | |
|--|-----|
| <i>D. Die Regulierung von Leerverkäufen in der Schweiz</i> | 245 |
| Zusammenfassung in Thesen und Ausblick | 247 |
| Literaturverzeichnis | 251 |
| Sachverzeichnis | 259 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| Inhaltsübersicht | VII |
| Abkürzungsverzeichnis | XV |
| Einführung | 1 |
| | |
| Erstes Kapitel: Grundlagen | 3 |
| <i>A. Zielsetzung und Gang der Untersuchung</i> | 3 |
| <i>B. Methodische Vorüberlegungen</i> | 4 |
| <i>C. Begriff des Leerverkaufs</i> | 8 |
| I. Definition des Leerverkaufs und der Short-Position | 8 |
| II. Gedeckter Leerverkauf | 11 |
| III. Ungedeckter Leerverkauf | 12 |
| IV. Risikoprofil des Leerverkaufs | 13 |
| 1. Marktrisiko | 14 |
| 2. Adressrisiko | 15 |
| V. Zwecke des Leerverkaufs | 16 |
| 1. Absicherung | 16 |
| 2. Spekulation | 17 |
| 3. Liquidität | 18 |
| 4. Arbitrage | 18 |
| 5. Kursstabilisierungsmaßnahmen | 19 |
| VI. Verbreitung von Leerverkäufen | 19 |
| VII. Derivate als Alternativen zu einem Leerverkauf | 21 |
| <i>D. Rechtsnatur des Leerverkaufs</i> | 23 |
| I. Leerverkauf als Kaufgeschäft | 25 |
| II. Vertragsschluss | 26 |
| III. Leistungsstörung | 26 |
| IV. Abwicklung | 28 |
| V. Abschluss und Abwicklung an einer Wertpapierbörse | 29 |
| VI. Der Leerverkauf in anderen Rechtsordnungen | 30 |
| <i>E. Notwendigkeit einer Leerverkaufsregulierung</i> | 31 |
| I. Rechtfertigungsbedürftigkeit von Regulierung | 31 |

| | |
|---|--------|
| 1. Grundrechte | 31 |
| 2. Ökonomische Analyse | 32 |
| II. Der Maßstab: Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte | 34 |
| 1. Allokationseffizienz | 35 |
| 2. Finanzstabilität | 37 |
| III. Stand der empirischen Forschung | 37 |
| IV. Der Nutzen von Leerverkäufen | 38 |
| 1. Preis- und Informationseffizienz | 39 |
| 2. Liquidität und Volatilität | 41 |
| V. Die Gefahr von Leerverkäufen | 43 |
| 1. Exzessive Preisbewegungen | 43 |
| 2. Marktmanipulation | 47 |
| 3. Manipulation bei Kapitalerhöhungen | 49 |
| 4. Scheitern der Abwicklung | 50 |
| <i>F. Regelungskonzepte der Leerverkaufsregulierung</i> | 50 |
| I. Verzicht auf Regulierung | 51 |
| II. Sanktionierung gescheiterter Abwicklung | 51 |
| III. Transparenzpflichten | 52 |
| IV. Verbote | 54 |
| V. Erfassung von Derivaten | 56 |
| VI. Fazit: Leitlinien einer angemessenen Leerverkaufsregulierung | 58 |
| <i>G. Ethische Beurteilung des Leerverkaufs</i> | 59 |
| I. Problemstellung | 59 |
| II. Die Sozialfigur des Spekulanten in der öffentlichen Meinung | 62 |
| III. Maßstäbe der philosophischen Ethik | 64 |
| 1. Deontologische Aspekte | 64 |
| a) Gewinn durch parasitäres Verhalten | 65 |
| b) Gewinn durch Manipulation | 67 |
| 2. Konsequentialistische Aspekte | 68 |
| a) Leerverkäufe in gewöhnlichen Marktlagen | 69 |
| b) Leerverkäufe in Ausnahmesituationen | 70 |
| IV. Fazit | 71 |
| Zweites Kapitel: Leerverkaufsverordnung | 73 |
| <i>A. Rechtsgrundlage</i> | 73 |
| I. Entstehungsgeschichte | 73 |
| II. Überblick über Regelungsgehalt und delegierte Rechtsakte | 77 |
| III. Die Verordnung im System des europäischen Kapitalmarktrechts | 79 |
| <i>B. Regelungsziele</i> | 81 |
| I. Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte | 81 |
| II. Finanzierungsinteressen der Mitgliedstaaten | 82 |

| | |
|---|-----|
| III. Vertrauen der Öffentlichkeit in die Finanzmärkte | 83 |
| IV. Ungedekte Leerverkäufe als Form des Marktmissbrauchs | 85 |
| V. Risikovorsorge im Kapitalmarktrecht | 89 |
| <i>C. Anwendungsbereich.</i> | 92 |
| I. Relevanter Handelsplatz | 92 |
| II. Relevante Handelsobjekte | 93 |
| 1. Aktien | 94 |
| a) Begriff der Aktie | 94 |
| b) Zulassung zu einem Handelsplatz | 95 |
| c) Aktien mit Haupthandelsplatz im Ausland | 97 |
| 2. Öffentliche Schuldtitel | 98 |
| III. Persönlicher Anwendungsbereich | 100 |
| IV. Räumlicher Anwendungsbereich | 101 |
| <i>D. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe.</i> | 104 |
| I. Begriff des Leerverkaufs | 104 |
| 1. Begriff des Verkaufs | 104 |
| 2. Begriff des Eigentums | 106 |
| a) Relevante Rechtsordnung nach Internationalem Privatrecht. | 106 |
| b) Zivilrechtliches Eigentum | 107 |
| c) Wirtschaftliches Eigentum. | 108 |
| i) Gutschriften in Wertpapierrechnung | 109 |
| ii) Unverbriefte Wertpapiere | 111 |
| 3. Begriff der Wertpapierleihe | 112 |
| 4. Relevanter Zeitpunkt | 115 |
| II. Abgrenzung des Leerverkaufs. | 117 |
| 1. Wertpapierpensionsgeschäfte | 117 |
| 2. Wertpapierleihe | 120 |
| 3. Futures | 120 |
| 4. Forwards | 122 |
| 5. Optionen | 123 |
| 6. Sonstige Derivate | 124 |
| 7. Verkaufsgeschäfte ohne Short-Position | 124 |
| III. Zwischenergebnis: Materieller Leerverkaufsbegriff | 126 |
| IV. Deckung des Leerverkaufs | 127 |
| 1. Allgemeine Anforderungen an die Deckung | 127 |
| a) Zeitpunkt der Deckung | 127 |
| b) Umfang der Deckung. | 128 |
| c) Deckung im Konzern. | 128 |
| 2. Wertpapierleihe und vergleichbare Geschäfte | 128 |
| 3. Leihvereinbarung oder sonstiger Anspruch auf Eigentumsübertragung | 129 |
| a) Eigentumsübertragung. | 130 |
| b) Unbedingte Durchsetzbarkeit | 130 |

| | | |
|------|--|-----|
| c) | Beispiele | 131 |
| d) | Bestätigung | 133 |
| 4. | Lokalisierungszusage | 133 |
| a) | Begriff der Lokalisierungszusage | 133 |
| b) | Lokalisierungszusagen bezüglich Aktien | 134 |
| c) | Lokalisierungszusagen bezüglich öffentlichen Schuldtiteln ... | 135 |
| d) | Anforderungen an den Dritten | 136 |
| V. | Ausnahmen für die Marktpflege | 137 |
| 1. | Regelungsproblem | 137 |
| 2. | Überblick über die Ausnahmen | 138 |
| 3. | Market-Making | 139 |
| a) | Ökonomischer Hintergrund | 139 |
| b) | Personaler Anwendungsbereich | 140 |
| c) | Mitgliedschaft an einem Handelsplatz | 142 |
| d) | Liquiditätsspendender Eigenhandel | 145 |
| i) | Stellen fester An- und Verkaufskurse | 146 |
| ii) | Festpreisgeschäfte | 147 |
| iii) | Absicherung im Rahmen des Market-Making | 148 |
| e) | Bezug auf bestimmtes Finanzinstrument | 149 |
| 4. | Kursstabilisierungsmaßnahmen | 150 |
| 5. | Primärmarktstätigkeit | 152 |
| 6. | Pflicht zur Anzeige der Ausnahmetätigkeit | 153 |
| 7. | Untersagung der Ausnahmetätigkeit | 154 |
| 8. | Absicherung | 155 |
| VI. | Rechtsfolgen und Rechtsdurchsetzung | 156 |
| 1. | Vorgaben für nationale Sanktionsnormen | 157 |
| 2. | Entwicklung des europäischen Sanktionsrechts | 160 |
| 3. | Rechtsfolgen in Deutschland | 161 |
| a) | Geldbuße | 162 |
| b) | Nichtigkeit des Kaufvertrages | 164 |
| c) | Schadensersatzpflicht | 166 |
| d) | Öffentliche Bekanntmachung von Rechtsverstößen | 168 |
| 4. | Rechtsdurchsetzung in Deutschland | 168 |
| a) | Compliance | 169 |
| b) | Kontrolle durch Abschlussprüfer | 170 |
| c) | Anzeigespflicht bei Verdachtsfällen | 172 |
| d) | Sonderprüfungen durch die BaFin | 173 |
| e) | Eingriffsbefugnisse der BaFin | 173 |
| f) | Finanzielle Anreize für Whistleblowing de lege ferenda | 174 |
| g) | Rechtsschutz gegen Durchsetzungsmaßnahmen | 175 |
| E. | Transparenzpflichten bezüglich gedeckter Leerverkäufe | 175 |
| I. | Begriff der Netto-Leerverkaufsposition | 178 |
| II. | Meldepflicht von Positionen in Aktien und öffentlichen Schuldtiteln .. | 182 |

| | |
|--|------------|
| III. Offenlegungspflicht von Positionen in Aktien | 182 |
| IV. Melde- und Offenlegungsverfahren | 183 |
| V. Zuständige Behörde | 184 |
| VI. Ausnahmen | 185 |
| VII. Besonderheiten für Investmentfonds und Konzerne | 185 |
| VIII. Rechtsfolgen | 187 |
| <i>F. Befugnisse der Aufsicht zur Beschränkung von Leerverkäufen</i> | <i>187</i> |
| I. Kapitalmarktrecht als Gefahrenabwehrrecht | 188 |
| II. Die Befugnisse der nationalen Aufsichtsbehörden | 190 |
| 1. Gemeinsame Voraussetzungen der Eingriffsbefugnisse | 190 |
| a) Begriff der Ausnahmesituation | 190 |
| i) Schutzgut Finanzstabilität | 191 |
| ii) Schutzgut Marktvertrauen | 191 |
| iii) Ernstzunehmende Bedrohung: Systemrisiken | 195 |
| iv) Fallgruppen | 196 |
| b) Erforderlichkeit | 197 |
| c) Bekanntmachung und Inkrafttreten | 198 |
| d) Befristung | 199 |
| 2. Anordnung von Melde- und Offenlegungspflichten | 199 |
| 3. Anordnung von Beschränkungen für Leerverkäufe | 200 |
| a) Art. 20 LeerverkaufsVO | 200 |
| b) Art. 23 LeerverkaufsVO | 201 |
| 4. Rechtsfolgen | 202 |
| 5. Rechtsschutz gegen Anordnungen der BaFin | 203 |
| 6. Aufhebung des dauerhaften Leerverkaufsverbots | 204 |
| III. Die Aufgaben der ESMA | 205 |
| 1. Unterstützung und Koordinierung | 206 |
| 2. Eingriffsbefugnisse | 206 |
| a) Rechtliche Voraussetzungen | 206 |
| b) Vereinbarkeit mit Primärrecht | 207 |
| c) Rechtsschutz gegen Anordnungen der ESMA | 209 |
| 3. Untersuchung gefährlicher Leerverkaufstätigkeiten | 210 |
| <i>G. Rechtspolitische Bewertung</i> | <i>210</i> |
| I. Verbotsbestimmungen | 211 |
| II. Befugnisse für die Aufsichtsbehörden | 211 |
| III. Transparenzpflichten | 212 |
| IV. Ungleichbehandlung privater und öffentlicher Emittenten | 213 |
| V. Sanktionsregime | 214 |
| VI. Sprache und Regelungsdichte | 217 |

| | |
|--|-----|
| Drittes Kapitel: Sonstige Regulierungen des Leerverkaufs | 220 |
| <i>A. Beschränkungen aus der Marktmissbrauchsregulierung</i> | 220 |
| I. Marktmanipulation | 220 |
| 1. Ungedeckter Leerverkauf und Abusive Naked Short Sale | 221 |
| 2. Gezielte Kursbeeinflussung | 222 |
| 3. Bear raids | 224 |
| 4. Verstoß gegen Transparenzpflichten | 225 |
| 5. Rechtsfolgen | 225 |
| 6. Ausnahmen | 226 |
| II. Insiderhandel | 227 |
| <i>B. Beschränkungen für Investmentfonds</i> | 228 |
| I. Art. 89 OGAW-Richtlinie | 229 |
| II. Regulierung von Leerverkäufen im KAGB | 232 |
| 1. Adressaten der Leerverkaufsverbote | 232 |
| 2. Tatbestand der Leerverkaufsverbote | 234 |
| 3. Rechtsfolgen der Leerverkaufsverbote | 236 |
| 4. Ausnahme für Hedgefonds | 236 |
| <i>C. Die Regulierung von Leerverkäufen in den USA</i> | 238 |
| I. Uptick-Rule | 238 |
| II. SHO-Regulierung | 240 |
| 1. Definition des Leerverkaufs | 240 |
| 2. Locate Requirement | 240 |
| 3. Close-out Requirement | 241 |
| 4. Circuit-Breaker | 241 |
| 5. Transparenzpflichten | 242 |
| III. Befristete Verbote von Leerverkäufen von 2008 | 242 |
| IV. Rule 105 | 243 |
| V. Transparenzpflichten an der New York Stock Exchange | 243 |
| VI. Zulässigkeit von Leerverkäufen für Investmentfonds | 244 |
| VII. Vergleich der amerikanischen und europäischen Regulierung | 244 |
| <i>D. Die Regulierung von Leerverkäufen in der Schweiz</i> | 245 |
| | |
| Zusammenfassung in Thesen und Ausblick | 247 |
| Literaturverzeichnis | 251 |
| Sachverzeichnis | 259 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|------------------|---|
| a. A. | andere Ansicht |
| ABIEU | Amtsblatt der Europäischen Union |
| Abs. | Absatz |
| AEUV | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union |
| a. F. | alte Fassung |
| AG | Aktiengesellschaft bzw. Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) |
| AGB-Banken | Allgemeine Geschäftsbedingungen der (privaten) Banken |
| AIF | Alternativer Investmentfonds |
| AIFM-Richtlinie | Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds |
| AktG | Aktiengesetz |
| Alt. | Alternative |
| AMF | Autorité des marchés financiers |
| Art. | Artikel |
| Aufl. | Auflage |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| Bankenrichtlinie | Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute; Abl. EG Nr. L 177 vom 30.06.2006) |
| BB | Betriebs-Berater |
| BedFWB | Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse |
| Bd. | Band |
| BörsG | Börsengesetz |
| BörsO FWB | Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand: 16. Dezember 2013 |
| BörsO Eurex | Börsenordnung für die Eurex Deutschland und die Eurex Zürich, Stand: 7. Juli 2014 |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| BKR | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht |
| Bsp. | Beispiel |
| bspw. | beispielsweise |
| BTDr. | Bundestags-Drucksache |
| BuB | Bankrecht und Bankpraxis |
| BVerfGE | Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts |
| bzw. | beziehungsweise |

| | |
|---------------------------------------|--|
| CCZ | Corporate Compliance Zeitschrift |
| CESR | Committee of European Securities Regulators/Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen |
| CDS | Credit Default Swap |
| CFR | Code of Federal Regulations |
| DAX | Deutscher Aktienindex |
| Delegierte VO Nr. 826/2012 | Delegierte Verordnung (EU) Nr. 826/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 zur Ergänzung der LeerverkaufsVO |
| Delegierte VO Nr. 918/2012 | Delegierte Verordnung (EU) Nr. 918/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012 zur Ergänzung der LeerverkaufsVO |
| Delegierte VO Nr. 919/2012 | Delegierte Verordnung (EU) Nr. 919/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012 zur Ergänzung der LeerverkaufsVO |
| DepotG | Depotgesetz |
| d. h. | das heißt |
| DÖV | Die öffentliche Verwaltung (Zeitschrift) |
| DurchführungsVO Nr. 2273/2003 | Verordnung Nr. 2273/2003/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der MarktmissbrauchsRL |
| DurchführungsVO MiFID | Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates |
| DurchführungsVO Nr. 827/2012 | Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 zur Ergänzung der LeerverkaufsVO |
| DV | Die Verwaltung (Zeitschrift) |
| EBA | European Banking Authority/Europäische Bankenaufsichtsbehörde |
| ECFR | European company and financial law review |
| EG | Europäische Gemeinschaft |
| ESMA | European Securities and Markets Authority/Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde |
| ESMA-VO | Verordnung Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) |
| ESRB | European Systemic Risk Board |
| etc. | et cetera |
| ETF | Exchange Traded Fund |
| EU | Europäische Union |
| EuGH | Europäischer Gerichtshof |
| EU-Leerverkaufs- Ausführungsgesetz | Gesetz 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 vom 6. November 2012, BGBl. Teil I 2012, Nr. 53, S. 2286 |
| Eurex | European Exchange – gemeinsamer Terminmarkt der Deutschen Börse AG und der SWX Swiss Exchange |
| EuR | Europarecht (Zeitschrift) |
| EUV | Vertrag über die Europäische Union |
| EuZW | Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| f. | folgende |

| | |
|------------------------------|---|
| FCA | Financial Conduct Authority |
| FinDAG | Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz |
| FSA | Financial Service Authority |
| FWB | Frankfurter Wertpapierbörse |
| GG | Grundgesetz |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GmbHG | Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung |
| GRCh | Charta der Grundrechte der Europäischen Union |
| GWR | Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| HS | Halbsatz |
| InvG | Investmentgesetz |
| IOSCO | International Organization of Securities Commissions/ Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden |
| i. V. m. | in Verbindung mit |
| Hrsg. | Herausgeber |
| jurisPR-BKR | juris Praxisreport Bank- und Kapitalmarktrecht |
| JZ | Juristenzeitung |
| KAGB | Kapitalanlagegesetzbuch |
| Kap. | Kapitel |
| KölnKomm-WpHG | Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz |
| KWG | Kreditwesengesetz |
| LeerverkaufsVO | Verordnung Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps |
| lit. | litera |
| MaKonV | Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung |
| MarktmissbrauchsRL | Richtlinie (EG) Nr. 6/2003 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation; ABl. Nr. L 96 vom 12.04.2003, S. 16 |
| Marktmissbrauchs-sanktionsRL | Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation |
| MarktmissbrauchsVO | Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch |
| MiFID | Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente |
| MTF | multilateral trading facility (Multilaterales Handelssystem) |
| m. w. N. | mit weiteren Nachweisen |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| NLPosV | Netto-Leerverkaufspositionsverordnung |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| OGAW | Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren |
| OGAW-Richtlinie | Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) |

| | |
|---------------|--|
| ORDO | ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft |
| OTC | over the counter (außerbörslich) |
| OWiG | Gesetz über Ordnungswidrigkeiten |
| RdF | Recht der Finanzinstrumente |
| RIW | Recht der internationalen Wirtschaft |
| Rn. | Randnummer |
| Rom I-VO | Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht |
| Rs. | Rechtssache |
| S. | Satz, Seite |
| SB-WP | Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte |
| SEC | Securities Exchange Commission |
| SEK | Dokument des Generalsekretariats der Kommission |
| Slg. | Sammlung der Rechtsprechung des EuGH und des EuG |
| s. o. | siehe oben |
| TransparenzRL | Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind |
| u. a. | unter anderem |
| u. ä. | und ähnlich |
| USA | United States of America |
| vgl. | vergleiche |
| VO | Verordnung |
| VwGO | Verwaltungsgerichtsordnung |
| VwVfG | Verwaltungsverfahrensgesetz |
| WM | Wertpapiermitteilungen |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz |
| WpMiVoG | Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte |
| WR-Gutschrift | Gutschrift in Wertpapierrechnung |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZfB | Zeitschrift für Betriebswirtschaft |
| ZfgK | Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZPO | Zivilprozessordnung |
| ZRP | Zeitschrift für Rechtspolitik |

Einführung

Im Jahre 1602 schlossen sich holländische Kaufleute zu der *Holländischen Ostindischen Compagnie* zusammen. Das neue Unternehmen war nicht allein Monopolist im Gewürzhandel, sondern auch die erste öffentlich gehandelte Aktiengesellschaft Europas. Über die Entwicklung dieser Unternehmung schreibt *Ehrenberg* in seiner rechtshistorischen Untersuchung von 1883:

„Sofort entwickelte sich ein lebhafter Handel in ihren Actien, und wie es bei den ungewissen Chancen eines so grossen, ja weltumfassenden Unternehmens gar nicht ausbleiben konnte, wurden die Antheile desselben in hervorragendem Maasse Gegenstand der Spekulation, besonders da die Uebertragbarkeit der Actien keine sehr schwierige war.“¹

Die holländische Regierung sah die Spekulation in den Aktien der Handelsgesellschaft mit Wohlwollen – zumindest solange die Aktienhändler den Erfolg des Unternehmens erwarteten und die Kurse stiegen. Doch alsbald beobachtete die holländische Regierung eine neue Methode der Spekulation und musste mit Besorgnis feststellen,

„dass Leute, die gar nicht bei der Ostind. Compagnie betheiliget seien, trotzdem Actien auf Zeit verkauft hätten und noch verkauften, in der Absicht, sie bis zum Lieferungstage billiger wieder einzukaufen, wobei sie Praktiken anwendeten, die den Credit der Compagnie gröblich schädigten, wie auch Witwen und Waisen, die ihre Actien gerade zu verkaufen gezwungen seien, in ihrer geringen Habe arg beeinträchtigten.“²

So entschloss sich die holländische Regierung, ein Edikt zu erlassen, wonach es jedermann verboten wurde, Aktien zu verkaufen, die sich nicht in seinem Besitz befinden. Damit trat am 27. Februar 1610 die erste Regulierung des Leerverkaufs in der europäischen Rechtsgeschichte in Kraft.

In den folgenden Jahrhunderten wurden Leerverkäufe immer wieder für Kursstürze verantwortlich gemacht und verboten; so drohte beispielsweise *Napoléon Bonaparte* 1802 Leerverkäufern mit einer Gefängnisstrafe, da er um die Finanzierung seiner Kriege bangte.³ In neuester Zeit war die Finanzkrise von 2008 und die europäischen Schuldenkrise seit 2010 Anlass für Kritik an

¹ *Ehrenberg*, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, S. 4.

² Aus der Begründung des Edikts „*tegens het verkoopen ende transportereren der Actien inde Ostind. Compagnie*“ vom 27. Februar 1610, zitiert nach: *Ehrenberg*, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, S. 5.

³ *Kampshoff*, Regulierung von Leerverkäufen in der Krise, S. 10; ein Überblick über die

Leerverkäufen. Die öffentliche Debatte wurde durch ein moralisches Unbehagen begleitet, welches sich daran entzündete, dass es durch Leerverkäufe möglich ist, auf den Niedergang anderer Marktteilnehmer zu spekulieren und aus ihren Verlusten Gewinne zu realisieren. Zudem sah man in Leerverkäufen die Gefahr, dass sie die Abwärtsspiralen der Aktienkurse systemrelevanter Finanzmarktakteure verstärken und dadurch das Finanzsystem destabilisieren können.⁴ Um weitere Destabilisierungen der Finanzmärkte zu verhindern, wurden Leerverkäufe in den USA, in Europa und in Japan zunächst durch die Aufsichtsbehörden und später durch die nationalen Gesetzgeber beschränkt. Nach Jahrzehnten der Deregulierung der Finanzmärkte⁵ standen diese Maßnahmen im Kontext der umfangreichen regulatorischen Bemühungen zur Verhinderung künftiger Finanzkrisen.

Gleichwohl bestehen nach wie vor international deutliche Unterschiede bei der Regulierung von Leerverkäufen, die von weitgehenden Verboten bis zur vollständigen Freigabe reichen.⁶ Die divergierenden Regelungen in Europa wurden durch die EU-Verordnung zur Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe harmonisiert, welche neben Transparenzpflichten und Befugnissen für die Aufsichtsbehörden auch ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und öffentliche Schuldtitel enthält. Des Weiteren werden Leerverkäufe in Europa auch durch die OGAW-Richtlinie sowie die Marktmissbrauchsverordnung beschränkt. Diese Rechtsquellen bilden gemeinsam die Grundlage für die Regulierung des Leerverkaufs in der Europäischen Union, welche Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist.

Geschichte der Börsengesetzgebung einschließlich der Leerverkaufsregulierung findet sich auch bei *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, S. 237 ff.

⁴ Erwägungsgrund 1 LeerverkaufsVO.

⁵ Dazu ausführlich *Lütz*, Finanzmärkte, in: *Maurer*, Handbuch der Wirtschaftssoziologie, S. 341 (348 ff.).

⁶ *Müller*, ifo-Schnelldienst 13/2010, 12; *IOSCO*, Regulation of Short Selling, S. 4.

Erstes Kapitel

Grundlagen

A. Zielsetzung und Gang der Untersuchung

Ziel der Arbeit ist eine rechtsdogmatische Untersuchung der Regulierung des Leerverkaufs in der Europäischen Union. Der Begriff der Leerverkaufsregulierung kann definiert werden als das System von Rechtssätzen, die an die Tätigkeit von Leerverkäufen besondere Rechtsfolgen knüpfen. Die Leerverkaufsregulierung enthält dabei unterschiedliche Arten von Rechtssätzen: Verhaltensnormen, welche als Verbote und Gebote den Regelungsadressaten auf ein bestimmtes Handeln oder Unterlassen verpflichten; Sanktionsnormen, welche die praktische Geltung dieser Pflichten gewährleisten sollen; sowie Befugnisnormen, welche die zuständigen Behörden ermächtigen, bestimmte Maßnahmen in Bezug auf Leerverkäufe zu ergreifen. Diese Regelungen werden durch eine Fülle von Hilfsnormen ergänzt, welche die Regulierung erläutern und begrenzen. Die wissenschaftliche Methode der vorliegenden Arbeit ist die rechtswissenschaftliche Auslegung. Durch die Auslegung ihrer Textgrundlagen soll der Inhalt der Leerverkaufsregulierung erschlossen werden, um die Klärung praktischer Rechtsfragen zu ermöglichen. Dazu sollen die Voraussetzungen der Normtatbestände ermittelt, einzelne Tatbestandsmerkmale definiert und abgegrenzt sowie die Rechtsfolgenanordnungen der Regulierung analysiert werden. Neben der Auseinandersetzung mit ihrem Regelungsgehalt soll die Leerverkaufsregulierung rechtspolitisch bewertet und Entwicklungsperspektiven diskutiert werden.

Die Grundlagen dieser Untersuchung werden im ersten Kapitel dargestellt. Ausgangspunkt der Untersuchung sind methodische Vorüberlegungen zu der Auslegung des europäischen Kapitalmarktrechts (B). Sodann wird der Begriff und der wirtschaftliche Hintergrund des Leerverkaufs (C) sowie seine Rechtsnatur am Beispiel des deutschen Rechts erläutert (D). Zweck der Leerverkaufsregulierung ist vorrangig die Förderung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. Daher soll die Notwendigkeit der Regulierung von Leerverkäufen an diesem Maßstab geprüft (E) und unterschiedliche Regulierungskonzepte erörtert werden (F). Die Finanzkrise wird in der Öffentlichkeit auch auf moralisches Fehlverhalten der Marktteilnehmer zurückgeführt. Daher soll

das Grundlagenkapitel mit einer Diskussion der ethischen Zulässigkeit von Leerverkäufen schließen (G).

Im zweiten Kapitel der Arbeit wird die Regulierung des Leerverkaufs durch die LeerverkaufsVO ausführlich analysiert. Um die Grundlage für die systematische, historische und teleologische Auslegung zu legen, wird die Leerverkaufsregulierung in das System des europäischen und deutschen Kapitalmarktrechts eingeordnet (A) und ihre Entstehungsgeschichte wie ihre Regelungsziele erläutert (B). Sodann soll der Anwendungsbereich der LeerverkaufsVO beschrieben werden (C). Die Erörterung von Rechtsfragen, die sich aus der praktischen Anwendung des Verbotes ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und öffentliche Schuldtitel ergeben, bilden den Schwerpunkt der Untersuchung (D). Dabei wird zunächst der gesetzgeberische Begriff des Leerverkaufs diskutiert und von anderen Handelsgeschäften abgegrenzt. Sodann werden die einzelnen Kriterien für das Deckungsgeschäft erläutert. Der Abschnitt endet mit der Darlegung der Rechtsfolgen eines verbotswidrigen Leerverkaufs und der Darlegung der praktischen Maßnahmen der Rechtsdurchsetzung. Der zweite wesentliche Inhalt der LeerverkaufsVO ist die Begründung von Transparenzpflichten bezüglich gedeckter Leerverkäufe (E). Neben Verboten und Transparenzpflichten bilden Befugnisse für die Aufsichtsbehörden die dritte Säule der LeerverkaufsVO (F). Zum Abschluss des Kapitels soll die LeerverkaufsVO rechtspolitisch bewertet werden (G).

Die LeerverkaufsVO stellt die erste umfassende Regulierung von Leerverkäufen durch die Europäische Union dar. Doch auch zuvor hat der europäische Gesetzgeber Regelungen geschaffen, welche auf Leerverkäufe anwendbar sind. Diese werden im dritten Kapitel beschrieben. So können Leerverkäufe den Tatbestand des Insiderhandels oder der Marktmanipulation erfüllen und somit durch die Marktmissbrauchsverordnung erfasst sein (A). Des Weiteren gelten aufgrund der OGAW-Richtlinie bestimmte Beschränkungen für Investmentfonds bei der Vornahme von Leerverkäufen (B). Schließlich soll die Regulierung des Leerverkaufs in den USA (C) und in der Schweiz (D) im Überblick dargestellt werden. Die Untersuchung endet mit einer Zusammenfassung in sieben Thesen und einem Ausblick auf die Zukunft der Leerverkaufsregulierung.

B. Methodische Vorüberlegungen

Um den rechtlichen Gehalt der Regulierung von Leerverkäufen in der Europäischen Union zu erfassen, bedarf es der Interpretation der Rechtsquellen. Damit ist die Methode der vorliegenden Arbeit die rechtswissenschaftliche Auslegung. Da eine Verordnung der Europäischen Union unmittelbar in jedem

Mitgliedstaat gilt, ist bei der Auslegung der LeerverkaufsVO allein auf die europäische Methodenlehre zurückzugreifen (autonome Auslegung).⁷ Dem Rechtsanwender – einschließlich den nationalen Gerichten und dem EuGH – ist ein Rückgriff auf nationale Auslegungsmethoden daher nicht gestattet.⁸ Die besonderen Regeln der Auslegung des europäischen Kapitalmarktrechts sollen im Folgenden dargelegt werden.

Ziel der Auslegung rechtlicher Texte ist es, ihren Sinn, also ihre normative Bedeutung, zu erschließen, um sie auf konkrete Sachverhalte anwenden zu können.⁹ Dabei ist unter verschiedenen Interpretationsmöglichkeiten die richtige auszuwählen. Traditionell werden vier Auslegungsmethoden unterschieden: grammatikalische, systematische, historische und teleologische Auslegung. Dieser Kanon findet – neben anderen Methoden der Rechtsfindung – auch durch den EuGH Anwendung.¹⁰ Zwischen diesen vier Auslegungsmethoden besteht kein festes Rangverhältnis, wengleich nach allgemeiner Auffassung der teleologischen Auslegung in den Grenzen des Wortlauts besonderes Gewicht zukommt.¹¹

Ausgangspunkt jeder Auslegung von Vorschriften ist ihr Wortlaut (*grammatikalische* Auslegung).¹² Die Auslegung einzelner Wörter oder Sätze muss dabei ihren jeweiligen Bedeutungszusammenhang berücksichtigen.¹³ Es ist zu beachten, dass die europäischen Rechtsakte in 23 sprachlichen Fassungen erlassen werden, welche grundsätzlich gleichrangig sind. Daher muss die Auslegung des Wortlauts einer Norm grundsätzlich sämtliche ihrer sprachlichen Fassungen berücksichtigen.¹⁴ Denn nach der Rechtsprechung des EuGH verbietet „die Notwendigkeit einheitlicher Anwendung und damit Auslegung einer Vorschrift des Gemeinschaftsrechts, sie in einer ihrer Fassungen isoliert zu betrachten.“¹⁵

Im Rahmen der *systematischen* Auslegung ist „jede Vorschrift des Gemeinschaftsrechts in ihrem Zusammenhang zu sehen und im Lichte des gesamten Gemeinschaftsrechts, seiner Ziele und seines Entwicklungsstandes zur Zeit der Anwendung der betreffenden Vorschrift auszulegen.“¹⁶ Bei der Auslegung einer kapitalmarktrechtlichen Verordnung sind daher die kapitalmarktrechtlichen Basisrechtsakte der Europäischen Union besonders zu berücksichtigen;

⁷ *Veil*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 31.

⁸ *Veil*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 31.

⁹ *Larenz*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 313.

¹⁰ *Müller/Christensen*, Juristische Methodik, Bd. 2, Rn. 8.

¹¹ Vgl. *Höpfner/Rüthers*, AcP 209 (2009), 1 (7) m. w. N.; *Veil*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 40.

¹² *Larenz*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, S. 320.

¹³ *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 22.

¹⁴ *Müller/Christensen*, Juristische Methodik, Bd. 2, Rn. 11.

¹⁵ *EuGH*, Slg. 2005, I-885 Rn. 33 – *Junk*.

¹⁶ *EuGH*, Slg. 1982, 535 Rn. 7 f. – *Fellinger*.

dies gilt insbesondere für Begriffsbestimmungen in diesen Rechtsakten.¹⁷ Allerdings findet die Übertragung von Begriffsbestimmungen ihre Grenze dort, wo unterschiedliche Normzwecke eine andere Begriffsauslegung verlangen.

Die *historische* Auslegung zielt auf die Ermittlung des tatsächlichen gesetzgeberischen Willens und der Entstehungsgeschichte einer Norm. Europäischen Rechtsakten sind regelmäßig eigene Erwägungsgründe vorangestellt, welche in diesem Kontext besonders zu berücksichtigen sind. Ein etwaiges „Vorbildrecht“ ist dahingegen angesichts der Autonomie des Europarechts grundsätzlich irrelevant.¹⁸ Dies bedeutet, dass die Regelungen der deutschen Leerverkaufsregulierung durch §§ 30h ff. WpHG a. F., soweit sie denn ein Vorbildrecht darstellen, allenfalls Anhaltspunkte für die Auslegung der LeerverkaufsVO bieten können.

Im Rahmen der *teleologischen* Auslegung wird der Zweck einer Regelung für ihre Interpretation fruchtbar gemacht. Nach dem Gedanken des *effet utile* ist eine Vorschrift so auszulegen, dass ihr Regelungsziel bestmöglich erreicht wird.¹⁹ Für das Rechtsgebiet des europäischen Kapitalmarktrechts gelten im Rahmen der teleologischen Auslegung besondere Regeln. Vorrangiges Regelungsziel des europäischen Gesetzgebers für die LeerverkaufsVO und das gesamte Kapitalmarktrecht ist die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte.²⁰ So findet sich dieses Regelungsziel geradezu routinemäßig in den Erwägungsgründen der einschlägigen Richtlinien und Verordnungen.²¹ Allerdings genügt für die teleologische Auslegung nicht der Hinweis auf allgemeine Zweckrichtungen, sondern es müssen die differenzierten Ziele und Wertungen des Gesetzgebers berücksichtigt werden.²² Daher ist bei der Rechtsfindung zu berücksichtigen, welche spezifischen Risiken des Leerverkaufs der Gesetzgeber beschränken möchte. Diese Gefahren sind – wie das allgemeine Rechtsgut der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte – ein ökonomischer Maßstab. Daher verlangt die Auslegung kapitalmarktrechtlicher Normen eine tiefgehende Einbeziehung ökonomischer Überlegungen, um dem gesetzgeberischen Willen der Effizienzsteigerung gerecht zu werden (ökonomische Analyse).²³ Der Rechtsanwender hat also bei der Auslegung des Rechts ökonomische Überlegungen einzubeziehen, soweit die Markteffizienz ausdrücklich das Regelungsziel darstellt.²⁴ Daher sind Rechtsfolgen zivil-, aufsichts- und sanktionsrechtlicher Art

¹⁷ *Veil*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 45.

¹⁸ *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 38.

¹⁹ *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 42a.

²⁰ Erwägungsgrund 2 LeerverkaufsVO; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (7).

²¹ *Kalss*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 26h.

²² *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 41.

²³ *Kalss*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 1, 36a.

²⁴ *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (5, 6).

unter ökonomischen Gesichtspunkten zu beurteilen und zu bewerten.²⁵ Dabei ist es problematisch, wenn ein Gesetz nach ökonomischen Erkenntnissen seinem eigenen Zweck zuwider läuft. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Ausrichtung der Rechtsanwendung am Effizienzkriterium in Widerspruch zu ethischen Werten treten kann, d. h. ökonomische Überlegungen dürfen nicht absolut gesetzt werden, sondern müssen offen gegenüber andersartigen Wertungen sein.²⁶ Insbesondere dürfen normative Grundentscheidungen des Gesetzgebers (beispielsweise bezüglich Marktmissbrauchs) nicht aufgrund ökonomischer Erwägungen missachtet werden.

Neben den besonderen Zwecken einer Rechtsvorschrift ist subsidiär der generelle Regelungszweck der Rechtsvereinheitlichung und Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen im Binnenmarkt zu berücksichtigen.²⁷ Diesem Zweck dient auch die LeerverkaufsVO, wie sich aus dem fünften Erwägungsgrund der Verordnung sowie ihrer primärrechtlichen Rechtsgrundlage aus Art. 114 AEUV (Rechtsangleichung im Binnenmarkt) ergibt. Dies bedeutet, dass die LeerverkaufsVO die Fragmentierung der Regelungen von Leerverkäufen in Europa, welche unter anderem durch die ehemalige deutsche Regulierung entstanden ist, überwinden soll.

Schließlich ist bei der Auslegung des Europarechts zu unterscheiden, ob einzelne Begriffe unionsautonom auszulegen sind oder auf Rechtsbegriffe der Einzelrechtsordnungen verweisen.²⁸ Unionsautonome Auslegung bedeutet, dass für das Europarecht eine eigene Begriffsdefinition gilt, welche für die Auslegung des Begriffs allein maßgeblich ist. Da die LeerverkaufsVO auch der Rechtsharmonisierung dient, sind die zentralen Begriffe des Tatbestandes im Grundsatz unionsautonom auszulegen. Andernfalls könnte es zu unterschiedlichen Ergebnissen bei der Anwendung der LeerverkaufsVO kommen. Bei der unionsautonomen Auslegung von Begriffen wie „Verkaufsvereinbarung“ oder „Eigentum“, welche in der LeerverkaufsVO selbst nicht definiert sind, kann auch auf Erkenntnisse aus dem Rechtsvergleich der entsprechenden Institute in den europäischen Rechtsordnungen zurückgegriffen werden, um den Gehalt der Regelung zu erfassen.²⁹ Dabei handelt es sich aber nicht um eine eigene Auslegungsmethode.³⁰ Insbesondere können sowohl Regelungsentwürfe als auch die rechtsvergleichenden Ergebnisse des Draft Common Frame of

²⁵ Kalss, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 26h; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (35).

²⁶ *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (5, 6).

²⁷ *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 42.

²⁸ *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 4 ff.

²⁹ *Schwartz*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 4 Rn. 21 ff.; *Höpfner/Rüthers*, AcP 209 (2009), 1 (16).

³⁰ *Höpfner/Rüthers*, AcP 209 (2009), 1 (17).

Reference (DCFR) Anhaltspunkte zur Ergänzung der Auslegungsmethoden bieten.³¹

C. Begriff des Leerverkaufs

I. Definition des Leerverkaufs und der Short-Position

Ein Leerverkauf ist der Verkauf einer Ware, die nicht im Eigentum des Verkäufers steht. Ziel des Leerverkaufs ist es, aus sinkenden Preisen einen Gewinn zu realisieren. Der Leerverkäufer spekuliert, dass nach dem Abschluss seines Verkaufsgeschäfts der Preis des verkauften Gutes sinkt. Dann kann der Leerverkäufer zu einem späteren Zeitpunkt das versprochene Gut günstiger ankaufen, um es dem Käufer zu liefern. Grundsätzlich ist ein Leerverkauf in allen Arten von Waren, d. h. in allen fungiblen Wirtschaftsgütern, die geliefert werden können, möglich. Der Verkauf von Waren, die nicht im Eigentum des Verkäufers stehen, ist im Grundsatz rechtlich zulässig und auch außerhalb der Finanzmärkte üblich.³² Ein Kaufvertrag begründet allein die Verpflichtung, zu einem vereinbarten Zeitpunkt den verkauften Gegenstand zu liefern. Es ist daher nicht erforderlich, dass der Verkäufer bereits bei Vertragsschluss Eigentümer der Kaufsache ist. Ein Leerverkauf ist damit aus der Sicht des Käufers nicht von einem gewöhnlichen Verkauf zu unterscheiden.³³

Im Rahmen dieser Untersuchung bezieht sich der Begriff des Leerverkaufs stets auf den Leerverkauf in Finanzinstrumente, insbesondere auf den Leerverkauf in Aktien und in öffentliche Schuldtitel (zusammenfassend im Folgenden auch „Wertpapiere“ oder „Finanzinstrumente“). Ein Leerverkauf in Finanzinstrumente ist eine Transaktion, bei der ein Leerverkäufer ein Finanzinstrument veräußert, das zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht in seinem Eigentum steht. Um seine Lieferverpflichtung aus dem Kaufvertrag (§ 433 Abs. 1 S. 1 BGB) zu erfüllen, muss sich der Leerverkäufer nach Abschluss des Kaufvertrages das verkaufte Finanzinstrument beschaffen. Diese Beschaffung des Finanzinstruments zum Zwecke der Erfüllung der Lieferverpflichtung ist das Deckungsgeschäft. Aufgrund des nachträglichen Deckungsgeschäfts liegt beim Leerverkauf der Verkauf also zeitlich vor der Beschaffung des Kaufgegenstandes durch den Verkäufer.³⁴ Der Begriff des Leerverkaufs in Finanzinstrumente bezieht sich allein auf Geschäfte an Kassamärkten, d. h.

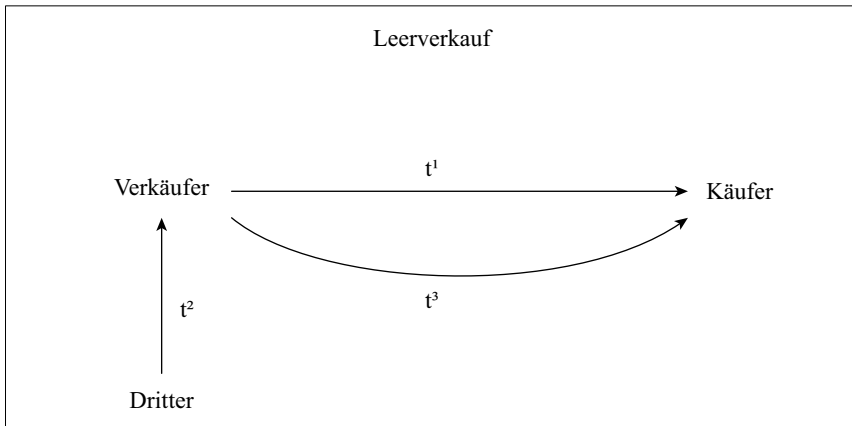
³¹ Schwartze, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 4 Rn. 27; *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 28 f.

³² Schröder, Handbuch Kapitalmarktraferecht, Rn. 499.

³³ Trüg, in: *Kempff/Lüderssen/Volk*, Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral, S. 290 (303).

³⁴ Suttner/Kielholz, ORDO 62 (2011), 101 (102).

ein Leerverkauf ist stets ein Kassageschäft. Kassageschäfte „sind alsbald oder innerhalb einer kurzen Frist zu erfüllen.“³⁵ Damit sind Leerverkäufe von den Termingeschäften abzugrenzen, bei denen der Erfüllungszeitpunkt hinausgeschoben ist.³⁶ Dies bedeutet, dass der Leerverkäufer die Deckung zeitnah zum Vertragsabschluss herbeiführen muss.



t^1 : Vertragsschluss über Verkauf (Leerverkauf)

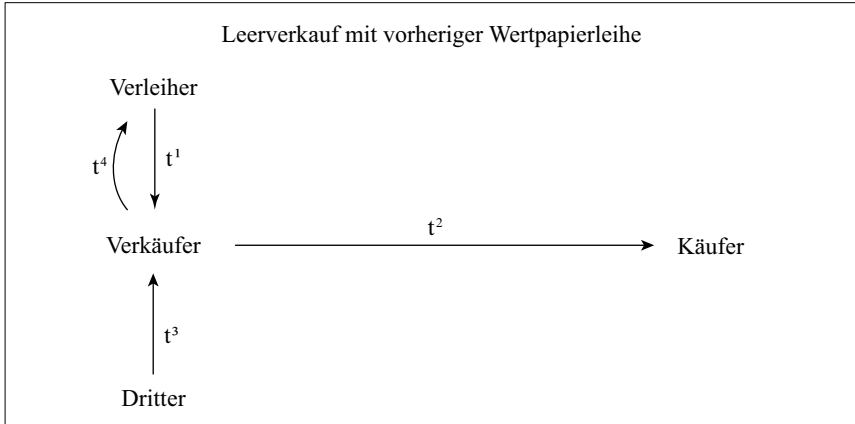
t^2 : Späterer Ankauf (Deckungsgeschäft)

t^3 : Lieferung nach Ankauf

Dem Verkauf eines Finanzinstruments, das nicht im Eigentum des Verkäufers steht, wird der Fall gleichgestellt, dass der Verkäufer zwar rechtlich Eigentümer ist, das Eigentum aber im Wege der Wertpapierleihe erhalten hat. Durch die Wertpapierleihe wird der Leerverkäufer zwar Eigentümer des geliehenen Wertpapiers, allerdings ist er verpflichtet, zu einem späteren Zeitpunkt ein Wertpapier gleicher Art und Güte an den Verleiher zurückzugeben. Im Falle der Wertpapierleihe ist der Leerverkäufer aufgrund der Rückgabepflicht also nur im rechtlichen, nicht aber im wirtschaftlichen Sinne Eigentümer des verkauften Wertpapiers. Insofern ist für den Begriff des Leerverkaufs die Eigentumsstellung im wirtschaftlichen Sinne maßgeblich.

³⁵ Ermann, Der Leerverkauf, S. 8.

³⁶ Vgl. § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpHG.



t^1 : Vertragsschluss über Wertpapierleihe und Lieferung

t^2 : Verkauf des geliehenen Wertpapiers (Leerverkauf)

t^3 : Späterer Ankauf eines Wertpapiers gleicher Art (Deckungsgeschäft)

t^4 : Rückgabe des Wertpapiers an Verleiher

Die beschriebene Begriffsbestimmung entspricht der gängigen *juristischen* Definition des Leerverkaufs in der US-amerikanischen und deutschen Literatur und dem Begriffsverständnis der Aufsichtsbehörden beider Länder.³⁷ Auch der europäische Gesetzgeber verwendet den Begriff des Leerverkaufs in diesem Sinne (Art. 2 Abs. 1 lit. b LeerverkaufsVO).

Aus *ökonomischer* Sicht ist die eigentumsrechtliche Stellung des Leerverkäufers dahingegen nicht relevant. Vielmehr wird das Eingehen einer Short-Position als konstitutives Merkmal des Leerverkaufs definiert.³⁸ Ein Leerverkauf im ökonomischen Sinne liegt demnach vor, wenn ein Marktteilnehmer durch den Verkauf eines Finanzinstruments eine Short-Position in diesem Finanzinstrument eingeht. Ein Marktteilnehmer ist Inhaber einer Short-Position, wenn er davon profitieren kann, dass der Kurs des Finanzinstruments sinkt. Eine Short-Position entsteht aus einer noch offenen Verpflichtung zur Lieferung eines Finanzinstruments,³⁹ impliziert also „die Verpflichtung zur Lieferung des Kontraktinstruments im Fälligkeitstermin.“⁴⁰ Aus ökonomischer Sicht ist eine Short-Position also gegeben, wenn der wertkonstanten Kaufpreisforderung bei

³⁷ Statt vieler: *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485 (m. w. N.); *BaFin*, Allgemeinverfügung zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien vom 18. Mai 2010; *Avgouelas*, Stanford Journal of Law, Business & Finance 16.2 (2010), S. 1; *SEC*, Release No. 34-50103; File No. S7-23-03, S. 2; *IOSCO*, Regulation of Short Selling, S. 23.

³⁸ *Suttner/Kielholz*, ORDO 62 (2011), 101 (102).

³⁹ *Mittermeier*, ZBB 2010, 139 (140).

⁴⁰ *Loistl*, Kapitalmarkttheorie, S. 207.

Sachverzeichnis

- Abschlussprüfer 170 ff.
- Absicherung 16, 148 ff., 155 ff.
- Abusive Naked Short Sale 13, 163, 221 ff., 225
- AIF 232 ff.
- Aktie 94 ff.
- Aktienkauf
 - Abwicklung 26, 28 ff., 50, 116 ff.
 - Rechtsnatur 25 ff., 104 ff.
- Allgemeinverfügungen 73 ff., 203 ff.
- Allokationseffizienz 32 ff., 35 ff., 39 ff., 81 ff., 176
- Anlegerschutz 82, 166 ff., 229 ff.
- Arbitrage 18, 160
- Aufsicht 187 ff.
 - Befugnisse 55, 58, 154 ff., 168 ff., 187 ff., 206 ff., 211 ff.
- Auslegung 4 ff.
- Ausnahmesituation 70 ff., 90 ff., 190 ff.

- BaFin 73 ff., 143 ff., 149 ff., 168 ff., 183 ff., 200 ff., 215 ff.
- Bear Raids 47 ff., 224
- Behavioral Finance 46, 48
- Besitz 28 ff.
- Börse 29 ff., 92 ff., 116 ff., 143
- Bußgeld 162 ff., 187, 202, 215 ff., 225 ff., 236 ff.

- CESR 75 ff.
- Circuit-Breaker 54 ff., 76, 241 ff.
- Compliance 169 ff.
- Credit Default Swap 22 ff., 57

- Deckungsgeschäft 8, 11 ff., 127 ff.
- Depot 26, 28 ff., 109 ff.
- Derivate 21 ff., 56 ff., 120 ff., 180 ff.
- Drittland 97, 102 ff., 136, 140, 142, 153

- Eigenhandel 145 ff.
- Eigentum 9, 28 ff., 106 ff.
- Empirie 37 ff., 42 ff., 45 ff., 48 ff., 55 ff.
- ESM 100
- ESMA 78 ff., 205 ff.
- Ethik 64 ff.
- EuGH 207 ff.
- EWK 103
- Extraterritoriale Anwendung 101 ff.
- Exzessive Preisbewegungen 43 ff.

- Finanzinstrumente 35
- Finanzkrise 1, 44, 79, 90
- Finanzmärkte 35
- Finanzstabilität 37, 191
- Flagging 52 ff., 76, 178
- Forward 22, 122 ff.
- Freiverkehr 93, 96, 116, 143
- Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte 34 ff., 81 ff.
- Future 22, 120 ff.

- Gefahrenabwehr 188 ff.
- Gemeinwohl 35 ff., 68 ff.
- Geregelte Märkte 92 ff., 95 ff.
- Grundrechte 31 ff., 168, 203 ff.

- Haftung 26 ff., 159, 166 ff.
- Hedgefonds 17, 236 ff.
- Herdenverhalten 45 ff., 58, 177

- Informationseffizienz 36, 39 ff.
- Insiderhandel 84 ff., 227 ff.
- Internationales Privatrecht 106 ff.
- Investmentfonds 185 ff., 228 ff.
- IOSCO 73

- Kapital 35
- Kapitalerhöhung 19, 49, 132, 150 ff.

- Kapitalmarkteffizienzhypothese 36, 39, 45 ff.
 Kassamarkt 8 ff., 18, 24, 57, 104, 121 ff., 126
 Konzern 128, 185
 Kreditinstitut 140 ff.
 Kursstabilisierung 19, 150 ff., 226 ff.

 Lamfalussy-Verfahren 78 ff.
 Leerverkauf
 – Alternativen 21 ff.
 – Definition 8 ff., 104 ff., 126 ff.
 – Ethische Bewertung 59 ff.
 – Gedeckter Leerverkauf 11 ff.
 – Gefahr 43 ff.
 – Geschichte 1
 – Nutzen 38 ff.
 – Rechtsnatur 23 ff.
 – Regelungskonzepte 50 ff.
 – Risikoprofil 13 ff.,
 – Ungedeckter Leerverkauf 12 ff., 221 ff.
 – Verbreitung 19 ff.
 – Zwecke 16 ff.
 LeerverkaufsVO
 – Anwendungsbereich 92 ff.
 – Bewertung 210 ff.
 – Durchführungrechtsakte 77 ff.
 – Entstehungsgeschichte 2, 73 ff.
 – Harmonisierungsgrad 76
 – Kompetenzgrundlage 77, 207 ff.
 – Regelungsgehalt 77 ff.
 – Sprache 217 ff.
 – Regelungsziele 81 ff.
 Lieferdisziplin 26 ff., 50
 Liquidität 18, 36, 41 ff., 137 ff.
 Lokalisierungszusage 133 ff.

 Market-Making 18, 42, 137 ff., 139 ff.
 Markteffizienz
 – siehe Allokationseffizienz
 Marktintegrität 88 ff.
 Marktmanipulation 47 ff., 67 ff., 220 ff.
 Marktmissbrauch 85 ff., 161, 220 ff.
 Marktvertrauen 191 ff.
 Mehrzuteilung 19, 150 ff.
 Meldeschwellen 182 ff.
 Memorandum of Understanding 103

 MiFIR 52, 168, 250
 Multilaterale Handelssysteme 92 ff., 95 ff., 116, 143

 Netto-Leerverkaufsposition 176 ff., 178 ff.
 Nichtigkeit 164 ff.

 Öffentliche Emittenten 82 ff., 99 ff., 213 ff.
 OGAW-Fonds 229 ff.
 Ökonomische Analyse 6, 32 ff.
 Option 22, 123 ff., 131
 Ordnungspolitik 32 ff.
 OTC-Handel 93, 123, 144 ff.

 Pairs Trades 17
 Preisbildung 33 ff., 36, 39 ff.
 Preiseffizienz 36, 39 ff.
 Primärmarkt 152 ff.
 Prinzipienorientierte Regulierung 86 ff.

 Rechtsschutz 155, 175 ff., 203 ff., 209 ff.
 Rechtsvergleich 244 ff.
 Regelungskonzepte 50 ff.
 Risikovorsorge 89 ff.

 Sanktionen 157 ff., 214 ff.
 Schuldtitel 98 ff.
 Schutzgesetz 166 ff.
 SEC 44, 55, 73, 238 ff.
 Selbstregulierung 51, 58, 246
 SHO-Regulierung 240 ff.
 Short-Position 10 ff., 124 ff., 126, 180 ff.
 Short Squeeze 14 ff., 20, 46, 51, 53, 177
 Single Rulebook 89, 250
 Skontroführer 147
 Spekulation 17 ff.
 Strafbarkeit 158, 214 ff., 225 ff.
 Systemrisiken 195 ff.

 Termingeschäft 9, 22, 23 ff., 120 ff., 131
 Transaktionskosten 41 ff.
 Transparenzpflichten 52 ff., 175 ff., 212 ff., 225
 Transparenzprinzip 175 ff.
 Trennungsprinzip 30 ff.

- Uptick-Rule 54 ff., 76, 238 ff.
Uqbar 40
- Verbot 54 ff., 104 ff.
Verkauf
– siehe Aktienkauf
Vertrauen
– Marktvertrauen 191 ff.
– Vertrauen der Öffentlichkeit 60 ff.,
62 ff., 83 ff.
Volatilität 41 ff.
- Vollharmonisierung 76
- Wertpapierfirma 141 ff.
Wertpapierleihe 9, 112 ff., 120 ff., 128 ff.
Wertpapierpensionsgeschäft 117 ff.
Wertpapiersammelbank 28 ff.
Wettbewerb 33 ff.
Whistleblowing 174 ff.
WpMiVoG 75 ff.
- Zwangsregulierung 30, 51 ff.