

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>	<i>50</i>
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>	<i>59</i>
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>	<i>73</i>
I. Entstehungsgeschichte.	73
II. Überblick über Regelungsgehalt und delegierte Rechtsakte.	77
III. Die Verordnung im System des europäischen Kapitalmarktrechts	79
<i>B. Regelungsziele.</i>	<i>81</i>
I. Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte	81
II. Finanzierungsinteressen der Mitgliedstaaten	82

III. Vertrauen der Öffentlichkeit in die Finanzmärkte	83
IV. Ungedechte 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.

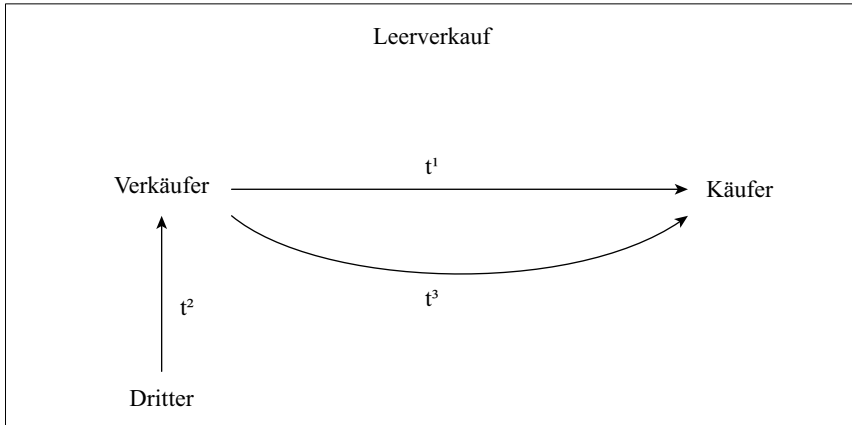
³¹ Schwartze, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 4 Rn. 27; *Riesenhuber*, in: *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre, § 11 Rn. 28 f.

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.