

# Inhaltsverzeichnis

Einleitung.....	17
 1. Kapitel Die Entstehungsgeschichte der Regulierung von Leerverkäufen.....	 21
A. Die Entstehung der Finanzkrise .....	22
B. Der „Leerverkauf“: Begriffsbestimmung .....	28
I. Der gedeckte Leerverkauf .....	29
II. Der ungedeckte Leerverkauf .....	30
III. Entscheidende Unterschiede zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen .....	30
C. Die von Leerverkäufen ausgehenden Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems .....	31
D. Der Leerverkauf als Handelsstrategie .....	32
I. Spekulation .....	32
II. Arbitrage .....	33
III. Hedging.....	34
IV. Zwischenergebnis .....	35
E. Ergebnis.....	35
 2. Kapitel Die rechtliche Einordnung von Leerverkäufen vor Inkrafttreten der Verordnung (EU) Nr. 236/2012.....	 37
A. Die Behandlung des Leerverkaufes im speziellen Kapitalmarktrecht.....	37
I. Das Verbot der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG.....	37
1. Der Anwendungsbereich des § 20a WpHG.....	38
a) Der Leerverkauf als Finanzinstrument i.S.d. § 2 Abs. 2b WpHG.....	38
aa) Der Leerverkauf als Börsentermingeschäft .....	38
bb) Der Leerverkauf als „zusammengesetztes Finanzinstrument“ .....	41
cc) Zwischenergebnis .....	41
b) Börsennotierung .....	41

c) Räumlicher Schutzbereich .....	42
aa) Geltungsbereich .....	43
bb) Anwendungsbereich .....	43
d) Normadressaten .....	44
e) Zwischenergebnis .....	45
2. Der Verbotstatbestand des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG .....	45
a) Das Machen unrichtiger oder irreführender Angaben .....	45
aa) Das Streuen von Gerüchten als unrichtige bzw. irreführende Angabe .....	47
bb) Die konkludente Abgabe unrichtiger oder irreführender Angaben .....	48
(1) Die Eigentümerstellung .....	49
(2) Die Motivation des Leerverkäufer .....	50
(3) Die Erfüllungsabsicht .....	51
cc) Zwischenergebnis .....	51
b) Bewertungserhebliche Umstände .....	51
c) Das Verschweigen bewertungserheblicher Umstände entgegen bestehender Rechtsvorschriften .....	53
d) Zwischenergebnis .....	53
3. Der Verbotstatbestand des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	54
a) Vornahme von Geschäften, Erteilen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen .....	54
b) Eignung als falsches oder irreführendes Signal, künstliches Preisniveau .....	55
aa) Die Eigentumsstellung als irreführendes Signal i.S.d. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	55
bb) Die Bewertung als irreführendes Signal i.S.d. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	56
cc) Das Überangebot als irreführendes Signal i.S.d. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG .....	56
(1) § 3 Abs. 1 MaKonV .....	58
(1.1.) Die zwingenden Regelbeispiele des § 3 Abs. 2 Nr. 1 und Nr. 2 MaKonV .....	59
(1.2.) Das zwingende Regelbeispiel des § 3 Abs. 2 Nr. 3 MaKonV .....	59
(1.3.) Der Leerverkauf als Anzeichen nach § 3 Abs. 1 Nr. 1 c und Nr. 1b MaKonV .....	62
(2) Zwischenergebnis .....	63
4. Die Schutzbereichsausnahmen des § 20a Abs. 2 und Abs. 3 WpHG .....	63

a) Der Tatbestandsausschluss des § 20a Abs. 2 WpHG.....	63
b) Die „Safe Harbours“ gemäß § 20a Abs. 3 WpHG.....	65
5. Vorsatz.....	66
6. Ergebnis.....	67
II. Das Verbot von Insidergeschäften nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ....	67
1. Die Insiderinformation als Anreiz des Leerverkäufers.....	67
2. Der Leerverkauf als Insidergeschäft i.S.d. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.....	67
a) Die Eigentumslage als Insiderinformation .....	68
b) Der Drittbezug der Insiderinformation .....	68
c) Zwischenergebnis.....	71
III. Die Verbote von Leerverkäufen nach dem Investmentgesetz (InvG) .....	71
1. Anwendungsbereich des InvG .....	71
a) Örtlicher Anwendungsbereich.....	71
b) Sachlicher Anwendungsbereich .....	72
2. Das Leerverkaufsverbot des § 59 InvG.....	72
3. Das Leerverkaufsverbot des § 113 Abs. 1 S. 3 InvG.....	74
4. Das Leerverkaufsverbot des § 136 Abs. 1 Nr. 5g InvG.....	75
5. Zwischenergebnis.....	75
IV. Die Verleitung zur Börsenspekulation gemäß § 26 Abs. 1 BörsG ....	76
1. Der Leerverkauf als Börsenspekulationsgeschäft .....	76
a) Beurteilung aus Sicht des Käufers .....	77
b) Beurteilung aus Sicht des Verkäufers.....	77
2. Das Verleiten zum Leerverkauf.....	79
3. Die Beteiligung am Leerverkauf .....	80
a) Sammelkonto/Investmentclub als unmittelbare oder mittelbare Beteiligung .....	80
b) Der Fonds als mittelbare Beteiligung .....	81
aa) Single-Hedgefonds .....	82
bb) Dach-Hedgefonds.....	82
cc) Sonstige kollektive Anlageformen.....	83
4. Die Ausnutzung der Unerfahrenheit in Börsenspekulationengeschäften.....	83
a) Unerfahrenheit in Börsenspekulationengeschäften .....	84
b) Ausnutzung der Unerfahrenheit .....	84
5. Die Gewerbsmäßigkeit.....	85
6. Zwischenergebnis.....	85
V. Ergebnis.....	86
B. Die strafrechtliche Ahndung des Leerverkaufes .....	86

I. Das Kernstrafrecht.....	86
1. § 263 StGB .....	86
a) Der Leerverkauf.....	87
aa) Täuschungshandlung.....	87
(1) Die Eigentumslage.....	87
(2) Die Erfüllungswilligkeit.....	88
(3) Manipulation des Vertragsgegenstandes .....	88
bb) Irrtum .....	89
cc) Vermögensverfügung.....	90
dd) Vermögensschaden .....	90
b) Die Glattstellung der Leerverkaufsposition.....	91
aa) Täuschung .....	91
bb) Irrtum .....	91
cc) Vermögensverfügung.....	91
dd) Vermögensschaden .....	91
c) Zwischenergebnis.....	92
2. § 264a StGB.....	93
II. Das Kapitalmarktstrafrecht .....	93
1. § 38 Abs. 2 Nr. 1 i.V.m. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG.....	93
a) Die Frage der Verfassungsmäßigkeit des § 38 Abs. 2 i.V.m. § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG.....	94
b) Die Frage der Europarechtswidrigkeit des § 38 Abs. 2 i.V.m. § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG.....	94
c) Zwischenergebnis.....	95
2. § 38 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG .....	95
3. § 49 i.V.m. § 26 Abs. 1 BörsG .....	95
4. Zwischenergebnis.....	96
C. Die aufsichtsrechtliche Unterbindung des Leerverkaufes .....	96
I. Das aufsichtsrechtliche Verbot des Leerverkaufes.....	96
1. Ermächtigungsgrundlage.....	97
2. Zwischenergebnis.....	100
II. Die Sanktionierung manipulativer Leerverkäufe .....	100
D. Zivilrechtliche Einordnung des Leerverkaufes .....	100
I. Der Leerverkauf als Kaufvertrag i.S.d § 433 BGB.....	101
II. Mögliche Unwirksamkeitsgründe.....	101
1. Unwirksamkeit wegen Gesetzesverstößes nach § 134 BGB.....	102
a) Unwirksamkeit gemäß § 134 BGB i. V. m. § 20a WpHG .....	102
b) Unwirksamkeit gemäß § 134 BGB i.V.m. § 26 BörsG .....	103
c) Unwirksamkeit gemäß § 134 BGB i.V.m. § 59 bzw. § 113 InvG .....	103

2. Unwirksamkeit wegen Sittenwidrigkeit nach § 138 BGB .....	104
3. Zwischenergebnis.....	104
III. Die vertragliche Haftung des Leerverkäufers.....	104
1. Die Anwendbarkeit des Leistungsstörungsrechts .....	104
a) Die Rechtsnatur der Geschäftsbedingungen der Wertpapierbörsen.....	105
aa) Die Börsengeschäftsbedingungen als Satzung.....	106
bb) Die Börsengeschäftsbedingungen als AGB oder Handelsbrauch.....	107
b) Rechtsfolgen.....	108
2. Zwischenergebnis.....	109
IV. Die deliktische Haftung des Leerverkäufers.....	109
1. Deliktische Ansprüche geschädigter Anleger .....	109
a) Anspruch aus § 823 Abs. 2 i.V.m. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG.....	109
aa) Schutzgesetzqualität des § 20a WpHG.....	110
bb) Kausaler Schaden .....	117
cc) Rechtswidrigkeit und Verschulden .....	118
dd) Zwischenergebnis.....	118
b) Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 26 Abs. 1 BörsG.....	118
c) Anspruch aus § 826.....	118
2. Ansprüche geschädigter Emittenten .....	120
a) Anspruch aus § 823 Abs. 1 BGB.....	120
b) Anspruch aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG.....	120
c) Anspruch aus § 826 BGB.....	121
3. Zwischenergebnis.....	121
E. Ergebnis.....	121

### 3. Kapitel Das Verhältnis einer Leerverkaufsregulierung zu den Regelungszielen des Kapitalmarktrechts.....125

A. Die Allokation als zentrale Funktion des Kapitalmarktes.....	125
B. Die Effizienzkriterien des Kapitalmarktes .....	126
I. Die fundamentale Effizienz .....	126
II. Die informationelle Effizienz .....	126
III. Die Liquidität .....	127
C. Die primären Regelungsziele des Kapitalmarktrechts .....	128
I. Der Funktionenschutz.....	128

II. Der Anlegerschutz .....	129
D. Die Einordnung von Leerverkäufen .....	130
I. Der ökonomische Nutzen von Leerverkäufen .....	130
1. Informationsökonomischer Nutzen .....	130
2. Erhöhung der Marktliquidität .....	132
II. Die Risiken des Leerverkaufes .....	134
1. Preisbeeinflussungspotential .....	134
2. Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems .....	137
3. Gefahren für die Erfüllungsdisziplin .....	138
III. Die Relation von Gefahren und Nutzen des Leerverkaufes .....	139
 4. Kapitel Die Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps .....	143
A. Anwendungsbereich .....	144
I. Örtlicher Anwendungsbereich .....	144
II. Sachlicher Anwendungsbereich .....	145
1. Aktien im Sinne des Art. 12 VO 236/2012 .....	146
2. Schuldtitel im Sinne des Art. 13 der VO 236/2012 .....	146
III. Persönlicher Anwendungsbereich .....	147
B. Die Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe nach Kapitel III. der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 .....	147
I. Der Leerverkauf .....	148
1. Kein Eigentum des Verkäufers .....	149
2. Wertpapierdarlehen .....	152
3. Ausnahmen der Leerverkaufsdefinition .....	153
4. Konzernprivileg .....	154
5. Zwischenergebnis .....	154
II. Die Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe in Aktien nach Art. 12 VO .....	155
1. Leihe oder rechtlich gleichwertige Vorkehrungen .....	155
2. Leihvereinbarung oder unbedingt durchsetzbarer Anspruch auf Eigentumsübertragung .....	156
3. Lokalisierungszusage durch einen Dritten .....	157
a) Lokalisierungszusage .....	157
aa) Standardlokalisierungszusagen und -maßnahmen .....	158
bb) Standardlokalisierungszusagen und -maßnahmen am Tag des Leerverkaufes .....	159

cc) Zusagen und Maßnahmen in Bezug auf liquide Aktien .....	159
dd) Speicherung der Lokalisierungszusage.....	160
ee) Zwischenergebnis .....	160
b) Dritter im Sinne der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 .....	161
c) Der Ausnahmetatbestand des Art. 16 VO 236/2012 .....	161
4. Subjektive Anforderungen.....	162
5. Zwischenergebnis.....	163
III. Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe von öffentlichen Schuldtiteln nach Art. 13 VO .....	164
1. Die Lokalisierungszusage im Sinne des § 13 Abs. 1 lit. c VO.....	164
2. Die Ausnahmetatbestände des Art. 13 VO 236/2012.....	165
3. Zwischenergebnis.....	166
IV. Die Ausnahmetatbestände des Art. 17 VO 236/2012.....	167
V. Subjektive Voraussetzungen .....	168
VI. Die Rechtsfolgen .....	168
1. Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen.....	168
2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen .....	169
a) Verbotsgesetzeigenschaft im Sinne des § 134 BGB.....	169
b) Schutzgesetzqualität im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB .....	171
aa) Die gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung des § 823 Abs. 2 BGB .....	171
bb) Der individualschützende Charakter der Art. 12 und 13 der Verordnung 236/2012.....	173
3. Aufsichtsrechtliche Maßnahmen .....	177
a) Maßnahmen der BaFin.....	177
b) Maßnahmen der ESMA .....	179
c) Zwischenergebnis .....	180
VII. Konkurrenzverhältnis zu kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen .....	180
VIII. Vergleich zu § 30h WpHG a.F. ....	182
C. Die Transparenz von Netto-Leerverkaufspositionen nach Kapitel II der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 .....	184
I. Das Melde- bzw. Offenlegungsregime .....	184
1. Die Meldung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien nach Art. 5 VO .....	184
2. Die Offenlegung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien nach Art. 6 VO .....	185
3. Die Meldung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln nach Art. 7 VO .....	185

4. Subjektives Element.....	186
II. Die Netto- Leerverkaufsposition .....	186
1. Saldierungsfähige Long- und Short-Positionen.....	187
a) Long-Positionen.....	187
b) Short-Positionen .....	189
2. Berechnungsmethode.....	190
a) Netto-Leerverkaufsposition im ausgegebenen Aktienkapital .....	190
b) Netto-Leerverkaufsposition in öffentlichen Schuldtiteln .....	191
c) Durch Fonds oder Gruppen gehaltenen Netto-Leerverkaufspositionen.....	192
aa) Netto-Leerverkaufspositionen für mehrere Fonds oder verwaltete Portfolios.....	193
bb) Netto-Leerverkaufspositionen innerhalb einer Gruppe .....	194
cc) Zwischenergebnis .....	194
III. Die Meldung bzw. Offenlegung .....	195
1. Meldepflichtige Person.....	195
a) Managementeinheit .....	196
b) Konzern (Gruppe) .....	197
2. Richtiger Adressat der Meldung bzw. Offenlegung.....	197
a) Jeweils zuständige Behörde.....	197
b) Öffentlichkeit.....	198
3. Maßgeblicher Zeitpunkt.....	198
4. Melde- und Offenlegungsverfahren .....	199
5. Zwischenergebnis.....	199
IV. Ausnahmetatbestände.....	200
V. Die Rechtsfolgen .....	200
1. Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen.....	201
2. Zivilrechtliche Rechtsfolgen .....	201
a) Verbotsgesetzqualität im Sinne des § 134 BGB.....	201
b) Schutzgesetzqualität im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB.....	201
aa) Das Melderegime der Art. 5 und Art. 7 VO.....	202
bb) Die Offenlegungspflicht nach Art. 6 VO.....	203
3. Aufsichtsrechtliche Implikationen.....	204
VI. Vergleich zu § 30i WpHG a.F. ....	204

5. Kapitel Die Angemessenheit der EU-Leerverkaufsregulierung aus europarechtlicher, rechtsökonomischer und rechtspolitischer Perspektive .....	207
--	-----



<b>A. Die Vereinbarkeit der EU-Leerverkaufsverordnung mit dem Europarecht .....</b>	<b>207</b>
<b>I. Vereinbarkeit der Leerverkaufsverordnung mit den Europäischen Verträgen (EUV/AEUV).....</b>	<b>207</b>
1. Rechtsgrundlage.....	208
2. Subsidiaritätsgrundsatz.....	210
3. Verhältnismäßigkeitsgrundsatz.....	212
4. Verstoß gegen die Grundfreiheiten .....	214
5. Verstoß gegen die Kompetenzverteilung des AEUV .....	216
<b>II. Zwischenergebnis.....</b>	<b>217</b>
<b>B. Vereinbarkeit der Leerverkaufsverordnung mit den Grundrechten der Europäischen Grundrechtecharta .....</b>	<b>217</b>
<b>I. Das Recht auf den Schutz personenbezogener Daten.....</b>	<b>219</b>
<b>II. Die Berufsfreiheit des Art. 15 Abs. 1 der Europäischen Grundrechtecharta.....</b>	<b>222</b>
<b>III. Die unternehmerische Freiheit des Art. 16 der Europäischen Grundrechtecharta.....</b>	<b>227</b>
<b>IV. Das Eigentumsrecht des Art. 17 der Europäischen Grundrechtecharta.....</b>	<b>227</b>
<b>V. Das Bestimmtheitsgebot aus Art. 49 Abs. 1 S. 1 der Europäischen Grundrechtecharta.....</b>	<b>229</b>
<b>VI. Ergebnis .....</b>	<b>231</b>
<b>C. Die Angemessenheit der EU-Leerverkaufsregulierung aus rechtsökonomischer Perspektive .....</b>	<b>231</b>
<b>I. Die Vereinbarkeit des EU-Leerverkaufsverbotsregimes mit den Regelungszielen des Kapitalmarktrechts .....</b>	<b>232</b>
<b>II. Vereinbarkeit des EU-Leerverkaufstransparenzregimes mit den Regelungszielen des Kapitalmarktrechts .....</b>	<b>235</b>
1. Die Meldung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien .....	236
2. Die Offenlegung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien .....	237
3. Die Meldung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln .....	239
4. Zwischenergebnis.....	240
<b>D. Die rechtspolitische Bewertung der Neuregelung.....</b>	<b>240</b>
 <b>Zusammenfassende Thesen .....</b>	<b>245</b>
 <b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>253</b>