

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 Leerverkäufers	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 Börsenspekulationsgeschäften.....	83
a) Unerfahrenheit in Börsenspekulationsgeschäften	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 Leerkauf	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 Glättstellung 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 Gesetzesverstoßes 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 Leeverkaufes	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 gemeinschaftsrechtkonforme 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

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