

Das „Verbot“ von Leerverkäufen

EuGH billigt Eingriffsbefugnisse der ESMA zur Regulierung bestimmter Leerverkäufe

Von Dr. Robert Oppenheim und Christoph Jacobs, LL.M.

Im Zusammenhang mit der Finanzkrise wird bis heute das Thema „Leerverkäufe“ intensiv diskutiert. Die Börse Düsseldorf wählte den Begriff im Jahr 2008 zum „Börsen-Unwort“ des Jahres, weil er irreführend sei und ihn die öffentliche Diskussion zu Unrecht gebrandmarkt habe. Eine aktuelle Entscheidung des EuGH zur Regulierung von Leerverkäufen gibt Anlass, sich mit der Thematik erneut zu beschäftigen. Was aber bedeutet der Ausdruck „Leerverkauf“ überhaupt?

Nach herkömmlicher Auffassung liegt ein Leerverkauf vor, wenn ein Verkäufer Wertpapiere verkauft, die sich nicht in seinem Eigentum befinden. Um seine kaufvertraglichen Pflichten zu erfüllen, muss sich der Leerverkäufer spätestens zum Zeitpunkt der Erfüllung die Wertpapiere verschaffen. Der Leerverkäufer spekuliert darauf, die Wertpapiere günstiger einkaufen zu können, als er sie zuvor bereits verkauft hat. Sinkt also der Kurs der Wertpapiere nach der Veräußerung, so erzielt der Leerverkäufer einen Gewinn, während im Falle einer Kurssteigerung der Leerverkäufer einen Verlust erleidet.

In Art. 2 Abs. 1b der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.03.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (nachfolgend: „Leerverkaufsverordnung“) ist der Begriff des Leerverkaufs legaldefiniert. Leerverkauf bezeichnet danach „einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens

der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern“.

Die Definition erweitert das herkömmliche Begriffsverständnis. Ein Leerverkauf liegt danach nicht nur vor, wenn ein Leerverkäufer nicht in seinem Eigentum stehende Wertpapiere veräußert, sondern auch dann, wenn er die verkauften Wertpapiere „geliehen“ hat. Bei der Wertpapierleihe finden die §§ 607 ff. BGB über den Sachdarlehensvertrag Anwendung. Die daraus folgende ►



Leerverkäufe: Die riskante Finanzmarktspekulation unterliegt inzwischen einer strengen Regulierung.

Pflicht des Darlehensgebers zur Überlassung der Sache beinhaltet auch die Verpflichtung zur Übertragung des Eigentums an den Wertpapieren. Wer also Wertpapiere in diesem Sinne bereits „geliehen hat“, der ist nach Vollziehung des Darlehensvertrags sachenrechtlich auch deren Eigentümer. Dennoch liegt ein Leerverkauf vor. Richtigerweise ist nämlich bei einem Leerverkauf nicht allein die Eigentumslage maßgeblich, sondern auf Seiten des Verkäufers das Entstehen einer sogenannten im Wert „variablen Verbindlichkeit“. Damit gemeint ist die Verpflichtung des Leerverkäufers zur Übertragung des Eigentums an dem Wertpapier (§ 433 BGB), die hinsichtlich ihrer Werthaltigkeit variabel, also abhängig von den Veränderungen am Kapitalmarkt ist (vgl. Trüg, NJW 2009, 3202, 3203). Dies ist bei Geschäften mit Leerverkäufen wesentlich. Auf die Frage des Eigentums kommt es deshalb jedenfalls nicht ausschließlich an.

Ein Leerverkauf soll auch dann vorliegen, wenn der Verkäufer die Wertpapiere zum Zeitpunkt ihrer Veräußerung zwar noch nicht geliehen hat, aber bereits eine entsprechende Vereinbarung zur Wertpapierleihe getroffen hat.

Schließlich ist begrifflich zwischen „gedeckten“ und „ungedeknten“ Leerverkäufen zu unterscheiden. Nach § 30h WpHG a.F. liegt ein ungedeckter Leerverkauf vor, wenn der Verkäufer der Wertpapiere am Ende des Tages, an welchem das jeweilige Geschäft abgeschlossen wurde, nicht Eigentümer der Wertpapiere ist oder er keinen schuldrechtlich oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren gleicher Gattung hat. Die Definition entspricht weitgehend Art. 12 Abs. 1 Leerverkaufsverordnung, mit der Ausnahme, dass die Ei-

gentümerstellung zum Ende des Handelstages für das Vorliegen eines gedeckten Leerverkaufs nicht genügt.

Die Entwicklung der Leerverkaufsregulierung

Während der Finanzkrise erließ die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (nachfolgend: „BaFin“) in Form einer Allgemeinverfügung am 19.08.2008 erstmals ein Verbot für ungedeckte Leerverkäufe. Das Verbot beschränkte sich auf Aktien bestimmter Unternehmen der Finanzmarktbranche. Die BaFin folgte damit dem Beispiel der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehör-

„Ein Leerverkauf liegt nicht nur vor, wenn ein Leerverkäufer nicht in seinem Eigentum stehende Wertpapiere veräußert, sondern auch dann, wenn er die verkauften Wertpapiere ‚geliehen‘ hat.“

de SEC, die ebenfalls aufgrund der Finanzmarktkrise ungedeckte Leerverkäufe mit Aktien bestimmter Unternehmen verbot. Die BaFin begründete diesen Schritt damit, dass ein „Einwirken auf die Marktpreise von Aktien bestimmter (...) Unternehmen der Finanzbranche“ durch ungedeckte Leerverkäufe zu „exzessiven Preisbewegungen“ führen würde, die die Stabilität des Finanzsystems gefährden könnten. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe solle das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts erhalten und stärken. Diese Allgemeinverfügung wurde von der BaFin mehrfach verlängert bzw. erneuert und auf bestimmte öffentliche Schuldtitle erweitert, bis sie schließlich am 26.07.2010 widerrufen wurde.

Der Widerruf der BaFin war Folge einer gesetzlichen Initiative zum Verbot von ungedeckten Leerverkäufen in Aktien und bestimmten Schuldtiteln. Mit dem Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 21.07.2010 und der Schaffung des § 30h WpHG a.F. wurde das Verbot ungedeckter Leerverkäufe auf eine gesetzliche Grundlage gestellt. Die Regelungen entsprachen weitgehend den Allgemeinverfügungen der BaFin, die sich damit erledigt hatten.

Lange Bestand hatte § 30h WpHG in seiner damaligen Fassung jedoch nicht. Am 01.11.2012 trat die Leerverkaufsverordnung in Kraft, die nunmehr ein europaweites Verbot für ungedeckte Leerverkäufe in Aktien und bestimmten öffentlichen Schuldtiteln vorsieht (Art. 12 und Art. 13 der Verordnung). In deren Folge wurde § 30h WpHG angepasst; er enthält heute nur noch die Zuweisung administrativer Befugnisse der BaFin. Neben dem geregelten Verbot ungedeckter Leerverkäufe für Aktien und öffentliche Schuldtitle enthält die Leerverkaufsverordnung in Art. 28 eine Befugnis der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA, unter bestimmten, engen Voraussetzungen Leerverkäufe auch über die Verbotstatbestände hinaus zu verbieten oder von Bedingungen abhängig zu machen. Die europarechtliche Vereinbarkeit dieser Regelung war Gegenstand einer aktuellen vielbeachteten Entscheidung des EuGH.

Die Klage des Vereinigten Königreichs

Die Entscheidung des EuGH vom 22.01.2014 (C-270/12) ging auf eine Klage des Vereinigten Königreichs zurück, mit der es die Nichtigkeitserklärung von Art. 28 Leerverkaufsverordnung beantragt hatte. Die britische Regierung befürchtete Nachteile für den Finanzplatz London ►

durch die Einmischung von EU-Behörden. Die Klage war am 01.06.2012 und damit nur gut zwei Monate nach Inkrafttreten der Verordnung eingereicht worden. Sie beruhte im Kern auf folgenden Argumenten:

- Art. 28 Leerverkaufsverordnung stehe in Widerspruch zu dem Meroni-Urteil des EuGH von 1958, da
- er der ESMA zu weites Ermessen einräume,
 - er ihr eine (zu) breite Auswahl an Alternativen zur Verfügung stelle, die ganz erhebliche wirtschaftspolitische Auswirkungen hätten,
 - die Faktoren, die die ESMA zu berücksichtigen habe, in hohem Maße subjektive Beurteilungen enthielten und
 - die ESMA dazu befugt sei, ihre Maßnahmen zu verlängern, ohne dass deren Gesamtdauer begrenzt wäre.

Weiterhin sei die ESMA nach Art. 28 – und in Widerspruch zur Romano-Judikatur des EuGH – befugt, allgemein geltende Maßnahmen mit Gesetzeskraft sowie Rechtsakte ohne Gesetzeskraft, jedoch mit allgemeiner Geltung zu erlassen. Letzteres verstoße gegen Art. 290 und 291 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Zudem überschreite die Befugnis in Art. 28, Einzelmaßnahmen gegenüber natürlichen oder juristischen Personen zu ergreifen, die in Art. 114 AEUV enthaltene Ermächtigung.

Die Schlussanträge des Generalanwalts

Der Generalanwalt Niilo Jääskinen ist diesen Argumenten in seinen Schlussanträgen vom 12.09.2012 nur teilweise gefolgt. Er meint, durch den Vertrag von Lissabon und die dort enthaltenen unionsrechtlichen Grundlagen seien die Einschränkungen aus dem Meroni-Urteil des EuGH entfallen, wonach die EU-Kommission auf eine Behörde (wie etwa die ESMA) keine umfangreicheren Be-

fugnisse übertragen könne, als ihr selbst zustehen. Ebenso sei damit die Einschränkung aus dem Romano-Urteil des EuGH entfallen, wonach eine Verwaltungsbehörde keine Akte mit allgemeingültig-normativer Wirkung erlassen dürfe. Im Ergebnis plädiert der Generalanwalt jedoch dafür, Art. 28 Leerverkaufsverordnung für nichtig zu erklären, da Art. 114 AEUV keine geeignete Rechtsgrundlage für den Erlass dieser Bestimmung gewesen sei. Sie hätte zwar auf Art. 352 AEUV gestützt werden können. Der Nichtigkeitsklage des Vereinigten Königreichs sei im Ergebnis jedoch stattzugeben.

Das Urteil des EuGH

Über die Frage des Art. 28 Leerverkaufsverordnung hinaus waren in der juristischen Literatur und am Markt Klärungen zur Rolle der ESMA im Allgemeinen erwartet worden. Man durfte also gespannt sein. Da der EuGH in etwa dreiviertel aller Fälle den Vorschlägen des Generalanwalts (der nicht Vertreter einer der beiden Parteien ist) folgt, kam das Urteil des EuGH am 22.01.2014 etwas überraschend: Die Klage wird abgewiesen.

Der EuGH begründet dies zunächst damit, Art. 28 räume der ESMA keine eigenständigen Befugnisse ein, die über diejenigen hinausgingen, die ihr bei ihrer Errichtung verliehen worden seien. Mit den in Art. 28 enthaltenen „Eingriffsbefugnissen der ESMA in Ausnahmesituationen“ (so die Überschrift des Art. 28) sei kein weites Ermessen verbunden, das mit dem AEUV unvereinbar wäre. Die Ausübung der Befugnisse nach Art. 28 sei an verschiedene Kriterien und Bedingungen geknüpft, die den Handlungsspielraum der ESMA begrenzen. Bevor die ESMA irgendeinen Beschluss fasse, müsse sie eine ganze Reihe von kumulativ zu erfüllenden Voraussetzungen

prüfen, die allesamt in Art. 28 Abs. 2 und 3 der Leerverkaufsverordnung genannt sind. Die der ESMA nach Art. 28 zustehenden Befugnisse sind nach Ansicht des EuGH nach alledem genau eingegrenzt und können gerichtlich hinsichtlich der von der übertragenden Behörde festgelegten Ziele überprüft werden. Einen Verstoß gegen sein Meroni-Urteil sieht der EuGH damit nicht.

Den Vorwurf in der Klage, Art. 28 ermächtige die ESMA zum Erlass „quasilegislativer Rechtsakte“ mit allgemeiner Geltung, hält der EuGH zwar für zutreffend.

„Der Rechtsrahmen für Leerverkäufe hat sich nach dem EuGH-Urteil vom 22.01.2014 vorerst nicht geändert.“

Darin sei aber kein Verstoß gegen das Romano-Urteil des EuGH aus dem Jahr 1981 zu sehen: Der durch den AEUV geschaffene institutionelle Rahmen erlaube es den Einrichtungen und sonstigen Stellen der EU ausdrücklich, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen. Die Übertragung von Befugnissen auf eine Einrichtung wie die ESMA dürfe sich zwar nur auf genau umgrenzte Durchführungsbefugnisse beziehen. Dies sei bei Art. 28 aber der Fall.

Das Vereinigte Königreich hatte in der Klage weiterhin geltend gemacht, der Rat sei nicht berechtigt, Befugnisse wie die nach Art. 28 Abs. 1 auf eine Einrichtung wie die ESMA zu übertragen, denn die Fälle, in denen der Kommission bestimmte Befugnisse übertragen werden könnten, seien in den Artikeln 290 und 291 AEUV ab- ►

schließlich geregelt. Der EuGH stellt zunächst klar, in Art. 28 gehe es nicht um eine Übertragung von Befugnissen auf die Kommission, sondern auf die ESMA. Weiterhin stellt er fest, dass die EU-Verträge zwar keine Vorschrift enthalten, die ausdrücklich die Übertragung von Zuständigkeiten auf eine Einrichtung oder sonstige Stelle der EU vorsieht. Mehrere Vorschriften des AEUV gingen aber vom Bestehen einer solchen Möglichkeit aus und regelten eine gerichtliche Kontrolle dieser Einrichtungen und sonstigen Stellen (etwa der Europäischen Chemikalienagentur ECHA, der Europäischen Arzneimittelagentur EMA, dem Europäischen Markenamt HABM, der Europäischen Agentur für Flugsicherheit EASA). Auch die ESMA sei eine derartige Einrichtung. Der EuGH führt sodann ein Argument an, das sich dogmatisch nur schwer verorten lässt: Art. 28 dürfe nicht isoliert betrachtet werden. Er sei vielmehr Teil eines Regelwerks, das es den nationalen Behörden und der ESMA ermöglicht, schädlichen Entwicklungen, die die finanzielle Stabilität in der EU und das Marktvertrauen bedrohen, entgegenzutreten. Dazu müssten diese Stellen in der Lage sein, bestimmte Leerverkäufe zeitweise zu beschränken.

Schließlich kommt der Gerichtshof zum tragenden Argument des Generalanwalts. Der EuGH hält Art. 114 AEUV für eine geeignete Rechtsgrundlage. Soweit die ESMA aufgrund von Art. 28 auch Beschlüsse erlasse, die an bestimmte natürliche oder juristische (Einzel-)Personen gerichtet seien, werde dies durch die angestrebte Harmonisierung des Binnenmarktes (insbesondere im Finanzsektor) und die in Art. 28 vorgesehenen engen Voraussetzungen gerechtfertigt.

Fazit

Die Befugnisse von EU-Agenturen wie der ESMA sind zunehmend Gegenstand von Verfahren vor den Unionsgerichten. Nach dem hier entschiedenen Fall wird der EuGH in einem anhängigen Rechtsmittelverfahren (vgl. EuG, Urteil vom 07.03.2013 – T-93/10) zur ECHA bald erneut Gelegenheit haben, über die Zulässigkeit der Übertragung von exekutiven Rechtsetzungsbefugnissen auf Unionsagenturen zu entscheiden. Der Rechtsrahmen für Leerverkäufe hat sich nach dem EuGH-Urteil vom 22.01.2014 vorerst nicht geändert. Obwohl die Wahrnehmung nach der öffentlichen Berichterstattung durchaus eine andere sein könnte, ging es eben nicht um die Frage der generellen Zulässigkeit des europäischen Leerverkaufsverbots. Das Verbot für ungedeckte Leerverkäufe in Aktien und bestimmten öffentlichen Schuldtiteln (Art. 12 und 13 der Leerverkaufsverordnung) wurde auch vom Vereinigten Königreich nicht in Frage gestellt. ◀



Dr. Robert Oppenheim,
Rechtsanwalt,
lindenpartners,
Berlin

oppenheim@lindenpartners.eu



Christoph Jacobs,
LL.M., Rechtsanwalt,
lindenpartners,
Berlin

jacobs@lindenpartners.eu