

Verschärfung der wertpapierhandelsrechtlichen Mitteilungspflichten und Regulierung von Leerverkäufen



Am 3. Mai 2010 hat das Bundesministerium der Finanzen ("BMF") den Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ("Diskussionsentwurf") vorgestellt. Dieser greift verschiedene derzeit diskutierte Themen im Zusammenhang mit dem Schutz von Anlegern und Kapitalmärkten auf und soll bereits im Sommer vom Kabinett verabschiedet werden.

Der Diskussionsentwurf befasst sich mit vier Themen:

- Verschärfung der wertpapierhandelsrechtlichen Mitteilungspflichten für bislang nicht erfasste Finanzinstrumente und Geschäfte,
- Verbot ungedeckter Leerverkäufe und Meldepflichten,
- Verbesserung des Anlegerschutzes, insbesondere bei Produkten des grauen Kapitalmarkts und im Bereich der Anlageberatung und
- Änderungen für offene Immobiliensondervermögen.

Dieses Client Briefing geht auf die beiden ersten Punkte ein, während die letztgenannten in den beiden Client Briefings "Neue Anforderungen für geschlossene Fonds, Produktinformationsblätter und Bankmitarbeiter" und "Neuerungen für Immobilienfonds" beleuchtet werden.

Themen

Wertpapierhandelsrechtliche Mitteilungspflichten

- Bisherige Gesetzeslage
- Begründung der Regelung
- Vorschlag eines § 25a WpHG
- Rechtsfolgen eines Verstoßes
- Ausblick

Leerverkäufe

- Verbot ungedeckter Leerverkäufe
- Meldepflichten für Netto-Leerverkaufspositionen
- Nationaler und internationaler Kontext

Wenn Sie Fragen haben oder weitere Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihren üblichen Ansprechpartner bei Clifford Chance oder an:

[Dr. Marc Benzler](#) +49 69 7199 3304

[Peter Scherer](#) +49 69 7199 1294

[Daniela Weber-Rey](#) +49 69 7199 1551

[Dr. Thomas Stohlmeier](#) +49 211 4355 5778

[Dr. Sven Zeller](#) + 49 7199 1280

[Dr. Elisabeth Wagner](#) +49 69 7199 1708

[Gwendolyn Müller](#) +49 89 21632 8458

[Rainer Gallei](#) +49 69 7199 3142

Die E-Mail-Adresse lautet:
vorname.nachname@cliffordchance.com

Clifford Chance

Mainzer Landstraße 46
60325 Frankfurt am Main

Königsallee 59
40215 Düsseldorf

Theresienstraße 4-6
80333 München

www.cliffordchance.com

Verschärfung der wertpapierhandelsrechtlichen Mitteilungspflichten

Der Diskussionsentwurf ändert die jetzige Regelung über die Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten (§ 25 WpHG), indem insbesondere der Begriff "sonstige Instrumente" neu eingeführt wird.

Ferner soll es eine neue Vorschrift über "Mitteilungspflichten beim Halten sonstiger Finanzinstrumente und Instrumente" (künftig § 25a WpHG) geben. Das Halten von Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten – soweit sie nicht bereits vom Tatbestand des § 25 WpHG erfasst sind – soll hiernach mitteilungsspflichtig sein, wenn die Instrumente es ihrem Inhaber aufgrund ihrer Ausgestaltung "ermöglichen", stimmberechtigte Aktien zu erwerben.

Nach der vorgeschlagenen systematischen Stellung sollen sich die neuen Mitteilungspflichten – ebenso wie die bislang in §§ 21 ff WpHG geregelt – nur auf (hypothetische) Stimmrechte an Emittenten beziehen, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist und deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (vgl. § 21 Absatz 2 WpHG).

Bisherige Gesetzeslage

Nach dem derzeit geltenden § 25 WpHG (Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten) sind nur solche Finanzinstrumente auf die Meldeschwellen anzurechnen, die dem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben.

Somit fallen z.B. Derivate mit Barausgleich derzeit aus dem Anwendungsbereich der Meldepflicht heraus.

Übernahmeversuche der jüngsten Vergangenheit, die auf Strategien in solchen bislang nicht meldepflichtigen Instrumenten aufbauten (z.B. Schaeffler/Continental und Porsche/Volkswagen), wurden daher als intransparent wahrgenommen und verstärkten die Diskussion um eine gesetzliche Neuregelung.

Begründung der Regelung

Die vorgeschlagene Neuregelung geht weit. Nach der Begründung des Diskussionsentwurfs sollen die Mitteilungspflichten künftig auch für alle bislang nicht erfassten Finanzinstrumente und sonstigen Instrumente gelten, die es ihrem Inhaber faktisch oder wirtschaftlich ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben. Hierdurch soll die Kapitalmarkttransparenz erhöht und gleichzeitig verhindert werden, dass in intransparenter Weise größere Stimmrechtspositionen aufgebaut werden können.

Nach dem Diskussionsentwurf sollen alle Geschäfte erfasst werden, bei denen ein Stimmrechtserwerb nach der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Logik zumindest möglich ist, was insbesondere Instrumente mit Barausgleich einschließt. Ein konkretes Recht auf den Erwerb der Aktien ist nicht erforderlich. Allerdings muss das Instrument einen Bezug zu den betroffenen Aktien aufweisen. Nach der Begründung ist ein solcher Bezug insbesondere dann anzunehmen, wenn das Bestehen des Instruments oder die damit verbundenen Renditechancen von der Kursentwicklung der jeweiligen Aktie abhängig sind.

Diese weitgehende Formulierung in der Begründung des Diskussionsentwurfs lässt es zu, dass auch solche Geschäfte künftig mitteilungsspflichtig werden können, deren Wertentwicklung nur zum Teil von dem Kurs einer bestimmten Referenzaktie abhängig ist. So sollen auch Finanzinstrumente erfasst werden, die sich auf Körbe oder Indizes beziehen.

Die Möglichkeit zum Erwerb der Aktien im Sinne der vorgeschlagenen Vorschrift soll unabhängig davon bestehen, ob die Initiative zum Erwerb der Aktien vom Inhaber des Finanzinstruments, seinem Vertragspartner oder einem Dritten ausgeht.

Mitteilungspflichtigen sollen ausweislich der Begründung auch das Halten von Finanzinstrumenten sein, die zum Erwerb von Finanzinstrumenten berechtigen, die ihrerseits erst zum Erwerb von Stimmrechten von Aktien berechtigen (sog. Ketten-erwerb).

Insbesondere werden genannt:

- Stillhalterpositionen von Verkaufsoptionen,
- Rückforderungsansprüche des Darlehensgebers eines Wertpapierdarlehens,

- Rückkaufvereinbarungen bei sog. Repo-Geschäften (*Repurchase Agreement*: Verkauf eines Wertpapiers mit gleichzeitiger Vereinbarung eines Termins für den Rückkauf),
- finanzielle Differenzgeschäfte (*Contracts for Difference*: Vereinbarung, abhängig von der Entwicklung des Börsenkurses einer Aktie wechselseitige Geldleistungen zu erbringen, wobei ein Anspruch auf Übertragung der Referenzaktien nicht begründet wird),
- Swaps, einschließlich *cash settled equity swaps*, und
- Call-Optionen mit Barausgleich.

Nach der Begründung des Diskussionsentwurfs sollen hingegen bloße Einladungen zur Abgabe von Angeboten (*invitatio ad offerendum*) oder Auslobungen nicht unter die angestrebte Mitteilungspflicht fallen.

Vorschlag eines § 25a WpHG

Der Wortlaut der Neuregelung (§ 25a Absatz 1 WpHG) erscheint weniger weitgehend als die Begründung. Der Begriff des "Ermöglichen" wird durch Regelbeispiele definiert. Der Gesetzestext soll wie folgt lauten¹:

"Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente hält, die es ihrem Inhaber aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, zu erwerben, hat dies bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der in § 21 Absatz 1 Satz 1 genannten Schwellen mit Ausnahme der Schwelle von 3 Prozent entsprechend § 21 Absatz 1 Satz 1 unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt mitzuteilen, sofern eine Mitteilung nicht bereits nach § 25 zu erfolgen hat. Ein Ermöglichen ist insbesondere dann gegeben, wenn

1. die Gegenseite des Inhabers ihre Risiken aus diesen Instrumenten durch das Halten von Aktien im Sinne von Satz 1 ausschließen oder vermindern könnte, oder
2. die Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente ein Recht zum Erwerb von Aktien im Sinne von Satz 1 einräumen oder eine Erwerbspflicht in Bezug auf solche Aktien begründen. Bei Optionsgeschäften oder diesen vergleichbaren Geschäften ist hierbei deren Ausübung zu unterstellen.

¹ Unterstreichungen gehören nicht zum Originaltext und sollen nur der Veranschaulichung dienen.

Ein Ermöglichen ist nicht gegeben, wenn an die Aktionäre einer Zielgesellschaft im Sinne des § 2 Absatz 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes im Rahmen eines Angebots nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Angebote zum Erwerb von Aktien unterbreitet werden. (...)"

Sonstige Instrumente und Abgrenzung zu § 25 WpHG

Neu ist der Begriff der "sonstigen Instrumente", der gleichberechtigt neben dem in § 2 Absatz 2b WpHG definierten Begriff der Finanzinstrumente stehen und sowohl in den bisherigen § 25 WpHG als auch in den neuen § 25a WpHG aufgenommen werden soll.

Nach der Begründung des Diskussionsentwurfs gelten als "sonstige Instrumente" alle Vereinbarungen, die ein Recht auf den Erwerb von mit Stimmrechten verbundenen Aktien gewähren bzw. einen solchen Erwerb ermöglichen, ohne unter den Begriff des Finanzinstruments im Sinn des § 2 Absatz 2b WpHG zu fallen.

Im Rahmen des § 25 WpHG wird es mithin darauf ankommen, dass das Instrument seinem Inhaber das Recht verleiht, stimmberechtigte Aktien zu erwerben, während es im Rahmen des § 25a WpHG ausreicht, dass das Instrument es seinem Inhaber ermöglicht, Aktien zu erwerben. Es wird künftig daher danach zu unterscheiden sein, ob der Inhaber des Instruments das einseitige Recht hat, die Aktien zu erwerben (dann Mitteilung nach § 25 WpHG) oder nicht (dann Mitteilung nach § 25a WpHG).

Ausweislich der Begründung soll insbesondere der Rückforderungsanspruch desjenigen erfasst werden, der ein Wertpapierdarlehen gegeben hat, sowie die Rückkaufvereinbarung bei sog. Repo-Geschäften.

Regelbeispiele

Den Regelbeispielen aus dem vorgeschlagenen Gesetzestext ist zu entnehmen, dass es sich bei den meldepflichtigen sonstigen Instrumenten um Geschäfte in Bezug auf die Wertpapiere des Zielunternehmens handeln muss. Sie stellen jedoch keine abschließende Aufzählung der Geschäfte dar, die nach dem Diskussionsentwurf künftig meldepflichtig sein sollen. "Sonstige Instrumente" können nur solche Geschäfte erfassen, die Wertpapiere zum hauptsächlichen Gegenstand haben. Dann würden etwa Kreditverträge, die ein Pfandrecht an Aktien vorsehen, nicht unter die vorgeschlagene Regelung fallen, selbst wenn sie von der Kursent-

wicklung der bestehenden Aktie abhängig sind (z.B. ein *margin loan*).

Das erste Regelbeispiel erfasst alle Instrumente, bei denen eine Risikoabsicherung (*Hedging*) der jeweiligen Gegenseite des Geschäfts in den zugrundeliegenden Aktien möglich ist. Hierbei ist unbeachtlich, ob im konkreten Fall tatsächlich eine solche Absicherung erfolgt. Nach der Begründung des Diskussionsentwurfs erfasst dieses Regelbeispiel insbesondere Instrumente mit Barausgleich.

Das zweite Regelbeispiel erfasst die Fälle, in denen ein Erwerb direkt aufgrund der Ausgestaltung des jeweiligen Instruments erfolgen kann. Hierunter fallen nach der Begründung insbesondere Stillhalterpositionen bei Put-Optionen und Call-Optionen mit physischer Lieferung, die nicht bereits von § 25 WpHG erfasst werden. Es kann sich dabei beispielsweise um Call Optionen handeln, die mit einer Bedingung versehen sind, die nicht alleine von dem Inhaber zu beeinflussen ist.

Der Vorschlag sieht vor, dass die Instrumente sich auf bereits ausgegebene stimmberechtigte Aktien beziehen müssen. Damit würden etwa Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen von § 25a WpHG regelmäßig nicht erfasst.

Eingangsmeldeschwelle und weitere Schwellen

Die Eingangsmeldeschwelle der vorgeschlagenen Regelung beträgt 5% der Stimmrechte des Emittenten. Diese Schwelle gilt bereits bislang für die Mitteilungspflicht beim Halten von Finanzinstrumenten im Sinn des § 25 WpHG. Ausweislich der Begründung des Diskussionsentwurfs soll so sichergestellt werden, dass nur Transaktionen von gewisser Relevanz für die Marktintegrität erfasst werden.

Auch die weiteren Schwellen sind identisch mit den bisher geltenden Schwellen für Stimmrechtsmitteilungen, d.h. 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75% der Stimmrechte an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist (vgl. § 21 Absatz 1 WpHG).

Die Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils

Die Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils ergibt sich aus der Anzahl von Aktien, die der Inhaber aufgrund des Finanzinstruments oder sonstigen Instruments erwerben kann (§ 25a Absatz 2 Satz 1 WpHG).

Enthält das Instrument keine diesbezüglichen Angaben, ergibt sich der mitzuteilende Stimmrechtsanteil aus der erforderlichen Zahl der entsprechenden Aktien, die die Gegenseite zum Zeitpunkt des Erwerbs der Instrumente zu deren vollständiger Absicherung halten müsste (§ 25a Absatz 2 Satz 2 WpHG). Hierbei ist der Zeitpunkt des Erwerbs entscheidend. Eine spätere Anpassung aufgrund veränderter Hedge-Positionen hat nicht zu erfolgen.

Da nach der Begründung auch Finanzinstrumente erfasst werden sollen, die sich auf Baskets oder Indizes beziehen, bleibt anzunehmen, dass es in diesen Fällen nicht auf die vollständige Absicherung des Geschäfts ankommen kann, sondern lediglich auf eine Absicherung in der Höhe, in der das Risiko an die fragliche Referenzaktie geknüpft ist.

Es erscheint als redaktionelles Versehen, dass die vorgeschlagene Regelung keine dem § 25 Absatz 2 WpHG vergleichbare Bestimmung enthält. Hiernach sind (hypothetische) Stimmrechte aus Aktien zusammenzurechnen, wenn sich verschiedene Finanzinstrumente auf denselben Emittenten beziehen.

Emittentenprivileg

Nach dem Diskussionsentwurf sollen bei der Berechnung der Höhe des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils solche Finanz- und sonstigen Instrumente unberücksichtigt bleiben, die von einem Unternehmen, das Wertpapierdienstleistungen erbringt, gehalten werden, soweit diese im Rahmen der dauernden und wiederholten Emissionstätigkeit des Unternehmens gegenüber einer Vielzahl von Kunden entstanden sind (Emittentenprivileg). Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss seinen Sitz in einem EU- oder EWR-Staat haben (§ 25a Absatz 3 WpHG).

Nach der Begründung legen solche Unternehmen regelmäßig im Rahmen ihres Geschäftsbetriebs eine Vielzahl von (Finanz-)Instrumenten auf. Aufgrund der großen Anzahl der Instrumente, als deren Inhaber zunächst der Emittent gelten würde, käme es zu einer Masse von Mitteilungen, die die gewünschte Transparenz nicht steigern würde.

Das Emittentenprivileg soll nur für solche Instrumente gelten, die im Rahmen des regelmäßigen Geschäftsbetriebs an eine Vielzahl von Kunden ausgegeben werden. Nicht hierunter sollen nach der Begründung Instrumente fallen, die das Unternehmen außerhalb seines regelmäßigen Geschäftsbetriebs, etwa zum Zweck der Vorbereitung einer eigenen Übernahme, des Aufbaus einer strategischen Beteiligung oder einer Übernahme durch einen Kunden abschließt. Die Pflicht zur Berück-

sichtigung der Ziele eines Kunden kann indes nur insoweit reichen, wie die Bank Kenntnis von den Zielen des Kunden erlangt hat.

Keine Aggregation

Anders als nach der bisherigen Bestimmung über die Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten (§ 25 WpHG) sollen die nach der neuen Regelung des § 25a WpHG mitzuteilenden hypothetischen Stimmrechtsanteile nicht mit den nach §§ 21, 22 bzw. 25 WpHG zu meldenden Stimmrechtsanteilen zusammenzurechnen sein.

Nach der Begründung des Diskussionsentwurfs soll hierdurch sichergestellt werden, dass die gesetzlichen Regelungen einen zutreffenden Eindruck über die aktuell bestehenden Beteiligungsverhältnisse vermitteln. Der Tatbestand des § 25a WpHG erfasst hypothetische Stimmrechte, auf die – im Gegensatz zu denen nach § 25 WpHG – kein Anspruch besteht. Eine Zusammenrechnung mit den nach §§ 21, 22 und § 25 WpHG zu meldenden Stimmrechtsanteilen wäre daher irreführend.

Adressaten der Mitteilung nach § 25a WpHG und Veröffentlichung

Wie bei den bisherigen Mitteilungspflichten auch ist eine Berührung der Schwellen aufgrund eines Finanz- oder sonstigen Instruments unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der BaFin mitzuteilen. Die Veröffentlichungspflichten des Emittenten entsprechen den bisherigen (§ 26 WpHG).

Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen § 25a WpHG

Es sollen die gleichen Rechtsfolgen wie bislang bei einem Verstoß gegen § 25 WpHG gelten. Eine Zuwiderhandlung soll eine Ordnungswidrigkeit sein, für die ein Bußgeld von bis zu EUR 200.000 festgesetzt werden kann.

Ein Verstoß gegen § 25a WpHG soll nicht zu einem Verlust der Rechte aus den fraglichen Aktien führen. Dies leuchtet ein, da es sich bei den nach § 25a WpHG zu meldenden Stimmrechten um hypothetische Rechte handelt, auf die der Meldepflichtige keinen Anspruch hat.

Es erscheint nicht ausgeschlossen, dass entsprechend einer verbreiteten Auffassung zu unterlassenen Stimmrechtsmeldungen das meldepflichtige,

aber nicht gemeldete Geschäft eine Insiderinformation darstellen kann, die dem Mitteilungspflichtigen und denjenigen, die Kenntnis hiervon haben, weitere Geschäfte mit den fraglichen Aktien verbietet. Ebenso bleibt in extremen Fällen ein Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation denkbar. Ferner kann der unrechtmäßig erlangte Gewinn abgeschöpft werden (§ 17 Absatz 4 OWiG).

Ausblick

Das klare Ziel des Bundesfinanzministeriums war, alle denkbaren Finanzgeschäfte mit Aktienbezug zu erfassen.

Bislang kann der Meldepflichtige entweder selbst die Stimmrechte ausüben (oder ihm werden Stimmrechte zugerechnet) oder er hat das einseitige Recht, stimmberechtigte Aktien zu erwerben. Nuncmehr sollen auch solche Fälle mitgeteilt werden, in denen der Mitteilungspflichtige den Erwerb der Stimmrechte selbst weder faktisch noch rechtlich beeinflussen kann. Damit zielen die vorgeschlagenen Mitteilungspflichten letztlich darauf ab, die wirtschaftliche Zuordnung von Kursrisiken offenzulegen.

Zugleich droht eine Flut von Mitteilungen. Ob dadurch die gewünschte Transparenz erhöht und unerkanntes Anschleichen verhindert werden kann, bleibt abzuwarten. In Anlehnung an die Schweizer Regelung könnte die vorgeschlagene Regelung dadurch eingeschränkt werden, dass die Mitteilungspflichten nach § 25a WpHG an die Absicht des Inhabers gekoppelt werden, tatsächlich die Stimmrechte zum Aufbau einer Beteiligung erwerben bzw. einsetzen zu wollen. Die Schweizer Börsenordnung verlangt, dass die Instrumente im Hinblick auf ein öffentliches Angebot erworben oder eingeräumt werden. Dies wird gesetzlich vermutet, wenn die hypothetischen Stimmrechte aus solchen Instrumenten zusammen mit den übrigen zu meldenden, tatsächlich gehaltenen/zugerechneten oder hypothetischen Stimmrechten einen Anteil von 15% der Stimmrechte am Emittenten übersteigen.

Die vorgeschlagene Verschärfung der Mitteilungspflichten geht über die Vorgaben der Europäischen Transparenzrichtlinie hinaus. Aber auch die Europäische Kommission beschäftigt sich mit diesem Thema. Es wird erwartet, dass das Committee of European Securities Regulators ("**CESR**") in Kürze einen eigenen Vorschlag präsentieren wird. Eine deutsche Regelung müsste ggfs. an diese neuen europäischen Vorgaben dann angepasst werden.

Verbot von ungedeckten Leerverkäufen und Melde- pflichten

Ungedechte Leerverkäufe von Aktien, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt (im Sinne des Börsengesetzes) zugelassen sind, sollen zukünftig verboten sein. Des Weiteren sollen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Inhaber von "Netto-Leerverkaufspositionen" in allen an einer inländischen Börse zum regulierten Markt zugelassenen Aktien eingeführt werden.

Verbot ungedeckter Leerverkäufe

Der Entwurf des neuen § 30h WpHG verbietet ungedeckte Leerverkäufe in Aktien, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind.

Ein ungedeckter Leerverkauf soll dann vorliegen, wenn der Verkäufer der Aktien zum Zeitpunkt des Abschlusses des jeweiligen Geschäfts

- nicht Eigentümer der verkauften Aktien ist oder
- keinen schuldrechtlich oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Überweisung einer entsprechenden Anzahl von Aktien gleicher Gattung hat.

Von dem Verbot ausgenommen sind Geschäfte in Aktien von Unternehmen mit Sitz in einem anderen EU- oder EWR-Staat oder einem Drittstaat, sofern die Aktien nicht ausschließlich an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind.

Des Weiteren sieht das Verbot eine Ausnahme für Geschäfte von sog. *Market Makern* und Skontroführern (d.h. Personen, die sich vertraglich verpflichtet haben, dauerhaft Finanzinstrumente im Wege des Eigenhandels zu selbst gestellten Preisen zu kaufen oder zu verkaufen, soweit das jeweilige Geschäft zur Erfüllung dieser vertraglichen Pflichten erforderlich ist) sowie für Festpreisgeschäfte zwischen Wertpapierdienstleistern und ihren Kunden vor.

Begründung der Regelung

Die Begründung des Diskussionsentwurfs führt zu dem geplanten Verbot aus, dass durch ungedeckte Leerverkäufe sehr schnell eine große Anzahl von Leerverkäufen ohne vorherigen Eindeckungsaufwand (z.B. in Form einer Wertpapierleihe) getätigt werden könne. Daneben sei es durch die Nutzung

ungedeckter Leerverkäufe theoretisch möglich, mehr Aktien zu verkaufen, als am Markt verfügbar sind. Da von dieser Handelsstrategie ein besonderes Risiko für die Stabilität und Integrität des Finanzmarkts ausgehe, sei ein Verbot dieser Geschäfte erforderlich. Daneben diene das Verbot auch einer Verhinderung von Marktmanipulationen, die durch Nutzung ungedeckter Leerverkäufe erfolgen könnten.

Die Begründung stellt weiterhin klar, dass das Verbot unabhängig vom Ort des Geschäftsabschlusses gilt und somit insbesondere auch außerbörsliche sowie In- oder Ausland abgeschlossene Geschäfte umfasst.

Meldepflichten für Netto-Leerverkaufspositionen

§ 30i WpHG des Diskussionsentwurfs beinhaltet ein zweistufiges Meldeverfahren bzw. "Transparenzsystem" für sog. Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind.

Nach der Definition des Entwurfs liegt eine Netto-Leerverkaufsposition dann vor, "wenn eine Saldierung aller durch ihren Inhaber gehaltenen Finanzinstrumente ergibt, dass sein ökonomisches Gesamtinteresse an den ausgegebenen Aktien des Unternehmens einer Leerverkaufsposition in Aktien entspricht".

Netto-Leerverkaufspositionen in einer Höhe ab 0,2% der ausgegebenen Aktien eines Emittenten sind an die BaFin zu melden. Weitere Meldungen sind bei Erreichen, Über- oder Unterschreiten jeweils weiterer 0,1% fällig. Positionen ab 0,5% sind – zusätzlich zur Mitteilung an die BaFin – unter namentlicher Nennung ihres Inhabers im elektronischen Bundesanzeiger zu veröffentlichen. Beide Meldungen sollen jeweils bis zum Ende des nächsten Handelstags (T + 1) erfolgen.

Ebenso wie bei dem geplanten Verbot ungedeckter Leerverkäufe ist eine Bereichsausnahme für Geschäfte von sog. *Market Makern* und Skontroführern vorgesehen.

Einzelheiten des Meldewesens sollen durch das BMF in einer zukünftigen Rechtsverordnung geregelt werden. Das BMF kann die Ermächtigung zum Erlass der Rechtsverordnung auf die BaFin übertragen.

Begründung der Regelung

Die Begründung zum Diskussionsentwurf führt aus, dass es der BaFin durch die neuen Meldepflichten

ermöglicht werden soll, größere am Markt entstehende Leerverkaufspositionen und hieraus folgende Gefahren frühzeitig zu erkennen und ggf. beseitigen zu können. So sollen Leerverkäufe in bestimmten Werten untersagt werden können, sofern die vorliegenden Daten Missstände für den Wertpapierhandel (§ 4 Absatz 1 WpHG) erkennen lassen oder den Verdacht einer Marktmanipulation nahelegen.

Durch die Veröffentlichung größerer Leerverkaufspositionen ab 0,5% auf Namensbasis soll zusätzlich sichergestellt werden, dass andere Marktteilnehmer und Emittenten über die Handelsaktivitäten des Meldepflichtigen informiert sind und auf diese angemessen reagieren können. Weiterhin wird mit einem gewissen Abschreckungseffekt gerechnet, der den Aufbau großer Leerverkaufspositionen wesentlich erschweren soll.

Die eher allgemein gehaltene Definition der Netto-Leerverkaufsposition in § 30i WpHG kann jedoch Zweifel daran entstehen lassen, welche Geschäfte in welchem Umfang in das neue Meldesystem einzu beziehen sind.

Die Begründung des Diskussionsentwurfs stellt insoweit klar, dass sowohl gedeckte Leerverkaufspositionen in Aktien als auch "Short"-Positionen in anderen (außerbörslich sowie im In- oder Ausland gehandelten) Finanzinstrumenten erfasst werden sollen, die wirtschaftlich einer Leerverkaufsposition in Aktien entsprechen. Beispielhaft werden der Verkauf von Futures, der Kauf von Verkaufsoptionen, *Contracts for Difference* und Swaps genannt, unabhängig davon, ob eine physische Lieferung oder ein Barausgleich erfolgt.

Daneben sollen zur Vermeidung von Umgehungen auch solche Finanzinstrumente einbezogen werden, die sich auf Indizes und Körbe beziehen, welche die jeweiligen Aktien beinhalten, sowie entsprechende Anteile an *Exchange Traded Funds* ("ETF") und Spezial-Sondervermögen. Ausgenommen sind Anteile an Publikums-Sondervermögen und Finanzinstrumente, die Rechte in Bezug auf noch nicht ausgegebene Aktien verbriefen, wie z.B. Bezugsrechte und regelmäßig Wandelschuldverschreibungen.

Nach der Begründung des Diskussionsentwurfs entsteht eine Netto-Leerverkaufsposition dann, wenn sich nach Abzug der bestehenden Kauf("Long")-Positionen von den Verkaufs("Short")-Positionen auf der Verkaufseite ein Überhang ergibt und der Inhaber der Instrumente somit bei einem Sinken der Aktienkurse Gewinne erzielen würde.

Melde- und veröffentlichungspflichtig ist der Inhaber der Netto-Leerverkaufsposition, unabhängig

von seinem jeweiligen Sitz oder Wohnort. Insoweit wird auf die natürliche oder juristische Person bzw. Personengesellschaft abgestellt, die die Finanzinstrumente hält. Eine wechselseitige Zurechnung oder Saldierung von Finanzinstrumenten innerhalb eines Konzerns oder aufgrund anderer Zurechnungstatbestände (wie z.B. im Rahmen der Stimmrechtsmeldungen nach §§ 21 ff. WpHG) ist nicht vorgesehen.

Nationaler und internationaler Kontext

Die nun vorliegenden Vorschläge zur Einschränkung von Leerverkäufen sind inhaltlich nicht neu.

BaFin

Die BaFin hatte bereits kurz nach Ausbruch der Finanzkrise mit ihren Allgemeinverfügungen vom 19. und 21. September 2008 ungedeckte Leerverkäufe von Aktien von elf Finanzunternehmen untersagt. Dieses ursprünglich bis Ende 2008 befristete Verbot wurde mehrmals verlängert und lief erst zum 31. Januar 2010 aus.

Ebenfalls per Allgemeinverfügung führte die BaFin am 4. März 2010 Meldepflichten in Bezug auf Netto-Leerverkaufspositionen in zehn der ursprünglich von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktienwerten ein.

Die im Diskussionsentwurf vorgeschlagenen Meldeschwellen und –zeiträume sind identisch mit den Vorgaben der derzeit geltenden Allgemeinverfügung. Der Diskussionsentwurf geht allerdings in drei wesentlichen Punkten über die Allgemeinverfügung hinaus, da er

- alle an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassene Aktien betrifft,
- eine namentliche Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen über 0,5% im elektronischen Bundesanzeiger beinhaltet sowie
- ein generelles Verbot ungedeckter Leerverkäufe vorsieht.

CESR

Sowohl der Diskussionsentwurf als auch die Allgemeinverfügung nehmen des weiteren Bezug auf den CESR-Bericht über ein gesamteuropäisches Meldesystem für Leerverkäufe ("Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime", Ref.

CESR/10-088) vom 2. März 2010, dem eine öffentliche Konsultation voranging.

Während der CESR-Bericht gleichfalls eine Eingangsmeldeschwelle von 0,2% und eine namentliche Veröffentlichung von Netto-Leerverkaufpositionen ab 0,5% befürwortet, wird ein Verbot von ungedeckten Leerverkäufen nicht gefordert. Der CESR-Bericht erkennt allerdings das Recht der Mitgliedstaaten an, weitergehende Einschränkungen von Leerverkäufen auf Grundlage ihres jeweiligen nationalen Rechts zu verabschieden. Insofern geht der Diskussionsentwurf über die Mindestvorgaben des CESR-Berichts hinaus.

EU-Kommission

Zudem arbeitet die Europäische Kommission derzeit an Plänen für eine europaweit einheitliche Regulierung von Leerverkäufen. Nach einem Arbeitspapier der Kommission könnte ein erster Richtlinien- bzw. Verordnungsentwurf bereits im Oktober 2010 vorliegen. Zur Begründung der EU-Zuständigkeit heißt es in dem Arbeitspapier, die bis jetzt von den einzelnen Mitgliedstaaten getroffenen Maßnahmen gegen Leerverkäufe hätten aufgrund

ihrer Uneinheitlichkeit zu potentiellen Wettbewerbsverzerrungen und zusätzlichen Kosten für Marktteilnehmer geführt.

Inhaltlich sollen die neuen Regelungen auf den Ergebnissen des CESR-Berichts aufbauen. Die Durchführung von Auswirkungsstudien und eine weitere Abstimmung mit CESR sind für Sommer 2010 geplant. Dabei soll vor allem die Erforderlichkeit von den Maßnahmen evaluiert werden, die über die in dem CESR-Bericht vorgeschlagenen Meldepflichten hinausgehen.

Die Veröffentlichung des Diskussionsentwurfs im Vorfeld dieses Vorhabens ist nicht völlig überraschend, da der CESR-Bericht die sofortige Einführung eines Meldesystems für Leerverkäufe durch die nationalen Aufsichtsbehörden – parallel zu den Arbeiten auf europäischer Ebene – ausdrücklich empfiehlt. Im Übrigen ist in Deutschland ein entsprechendes Meldesystem aufgrund der Allgemeinverfügung der BaFin (wenn auch beschränkt auf bestimmte Aktienwerte) bereits in Kraft. Die Auswirkungen des europäischen Vorhabens auf das deutsche Gesetzgebungsverfahren (und umgekehrt) bleiben abzuwarten.

Dieses Client Briefing dient zur Information und ersetzt nicht die Beratung im Einzelfall.

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

* Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm