

Leerverkäufe

Eine rechtsökonomische Betrachtung der
Regulierung von Leerverkäufen im Schweizer
Finanzmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung
von Regulierungskonzepten aus der EU und aus den USA

DISSERTATION

der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Merens Cahannes

von

Breil/Brigels GR

genehmigt auf Antrag von

Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone
und

Prof. Dr. Christoph B. Bühler

Schulthess Juristische Medien AG, Zürich

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Literaturverzeichnis	XXXIII
Materialienverzeichnis	LXLX
Gegenstand, Zielsetzung und Gang der Untersuchung	1
1. Teil Grundlagen	1
§ 1 Was sind Leerverkäufe?	5
§ 2 Geschichte des Leerverkaufs	7
§ 3 Handelsstrategien mit Leerverkäufen	19
§ 4 Regulierungsvoraussetzungen	31
§ 5 Regulierungsarten	37
§ 6 Regulierungsziele	49
§ 7 Ergebnisse	59
2. Teil Ökonomische Betrachtung	61
§ 8 Markteffizienz	63
§ 9 Ökonomischer Nutzen von Leerverkäufen	75
§ 10 Risiken von Leerverkäufen	95
§ 11 Ergebnisse	129

3. Teil Leerverkaufsregulierung	131
§ 12 Selbstregulierung von Leerverkäufen	133
§ 13 Marktmissbrauch	201
§ 14 Ausgewählte Regulierungskonzepte	245
§ 15 Grundrechtliche Würdigung	303
§ 16 Ergebnisse	343
Schlussbetrachtung	345

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXI
Literaturverzeichnis	XXXIII
Materialienverzeichnis	LXIX
Gegenstand, Zielsetzung und Gang der Untersuchung	1
1. Teil Grundlagen	1
§ 1 Was sind Leerverkäufe?	5
§ 2 Geschichte des Leerverkaufs	7
I. Bear raid auf die Ostindien-Kompanie im Jahr 1621	7
II. Platzen der Südseeblase um 1720	10
III. Mississippi-Gesellschaft und Kriegswirtschaft um 1800	11
IV. Bahnspekulation um 1890 und Börsencrashes	12
V. Entwicklung in der Schweiz	14
§ 3 Handelsstrategien mit Leerverkäufen	19
I. Absicherung	19
1. Hedging im Rohstoff- und Devisenhandel	19
2. Hedging im Derivatehandel	19
3. Hedging im Aktienhandel	20
II. Spekulation	22
III. Arbitrage	24
1. Long-short-Strategien im Arbitragegeschäft	24
2. Convertible bond-Arbitrage	25
3. Risk-Arbitrage	26
4. Index-Arbitrage	26
IV. Steuerstundung («shorting against the box»)	27
V. Kursstabilisierungsmassnahmen	28

§ 4	Regulierungsvoraussetzungen	31
I.	Vorliegen eines Marktversagens	31
1.	Volkswirtschaftliche Koordinationsmechanismen	31
2.	Grundsatzentscheid für eine freie Marktwirtschaft	32
3.	Modelltheoretische Ursachen eines Marktversagens	33
4.	Erscheinungsformen eines Marktversagens	35
II.	Beachtung der Grundrechte	36
§ 5	Regulierungsarten	37
I.	Regulierungsstrategien, -instrumente und -arten	37
II.	Regulierungsbegriff	38
III.	Selbstregulierungsbegriff	40
IV.	Vor- und Nachteile der Selbstregulierung	41
V.	Selbstregulierungsformen	44
VI.	Selbstregulierung im Börsen- und Effektenhandel	46
§ 6	Regulierungsziele	49
I.	Individualschutz	49
1.	Ausgestaltung als Anlegerschutz	50
2.	Verhältnis zum Funktionsschutz	51
II.	Funktionsschutz	52
1.	Schutz der allokativen Effizienz	53
2.	Schutz der operationellen Effizienz	54
3.	Schutz der institutionellen Effizienz	55
4.	Systemschutz	55
III.	Weitere Regulierungsziele	56
§ 7	Ergebnisse	59
2. Teil	Ökonomische Betrachtung	61
§ 8	Markteffizienz	63
I.	Finanz- und Kapitalmarkt	63
1.	Kapitalmarkt	63
2.	Finanzmarkt	64
II.	Marktfunktionen	65
1.	Koordinierungs-, Transformations- und Liquiditätsfunktion	65
2.	Allokationsfunktion	66
3.	Preisfindungsfunktion	66

III. Markteffizienzhypothese (EMH)	67
1. Interne und externe Markteffizienz	67
2. Fundamentale und informationelle Effizienz	68
3. Modellannahmen	69
IV. Kritik an der Markteffizienzhypothese	71
1. Verhaltensökonomie	71
2. Noise Trading	71
3. Informationsparadoxon	72
V. Ausblick zum Einfluss des algorithmischen Handels auf die Rationalitätsannahme der EMH	72
§ 9 Ökonomischer Nutzen von Leerverkäufen	75
I. Informationsökonomischer Mehrwert	75
1. Ausgangslage	75
2. Ökonomische Modelle	78
2.1 Modell von Miller (1977)	78
2.2 Modell von Jarrow (1980)	80
2.3 Modell von Diamond/Verrecchia (1987)	82
3. Empirische Evidenz	85
II. Marktliquidität und -volatilität	91
§ 10 Risiken von Leerverkäufen	95
I. Risiko extremer Kursbewegungen	95
1. Ausgangslage	95
1.1 Kursstürze	95
1.2 Kursexplosionen	96
2. Ökonomische Modelle	97
2.1 Modelle zu den Risiken von Leerverkäufen	98
a) Modelle zur Informationsaggregation	99
b) Volatility-Feedback-Modelle	99
c) Modelle der Verhaltensökonomie	100
2.2 Modelle zu Leerverkaufseinschränkungen	101
a) Modell von Hong/Stein (2004)	101
b) Modell von Bai/Chang/Wang (2006)	104
3. Empirische Evidenz	105
II. Preisbeeinflussungsrisiko durch Marktmissbrauch	111
1. Insiderhandel	111
1.1 Ausgangslage	111
1.2 Ökonomische Modelle	112

1.3 Empirische Evidenz	114
2. Kurs-/Marktmanipulation	117
2.1 Modelle zur Kurs-/Marktmanipulation	117
2.2 Modelle zur Manipulation bei SEOs	119
2.3 Empirische Evidenz	122
III. Lieferausfallrisiko	125
IV. Verlustrisiko	127
§ 11 Ergebnisse	129
3. Teil Leerverkaufsregulierung	131
§ 12 Selbstregulierung von Leerverkäufen	133
I. Leerverkaufsbegriff	133
1. Ausgangslage	133
2. Leerverkaufsformen	134
2.1 Gedeckte Leerverkäufe	134
2.2 Ungedeckte Leerverkäufe	135
3. Abgrenzung zwischen den Leerverkaufsformen	136
3.1 Deckungsgeschäfte	137
a) Wertpapierleihe	137
b) Repo-Geschäfte	140
c) Leihvereinbarungen und Optionsgeschäfte	142
d) Lokalisierungszusagen	143
e) Würdigung	143
3.2 Deckungszeitpunkt	144
a) Anknüpfungspunkte	145
b) Würdigung	145
4. Begriffskonzepte	147
4.1 Formeller Leerverkaufsbegriff	147
a) Anknüpfung an den sachenrechtlichen Eigentumsbegriff	147
b) Anknüpfung an den wirtschaftlichen Eigentumsbegriff	149
4.2 Materieller Leerverkaufsbegriff («Short-Position»)	151
a) Anknüpfung an die schuldrechtlichen Verhältnisse	152
b) Anknüpfung an das Gewinn/Verlust-Potenzial	153
5. Massgeblicher Leerverkaufsbegriff	154
5.1 Kein gesetzlich normierter Leerverkaufsbegriff	154
5.2 Leerverkaufsbegriff der SIX Swiss Exchange	155
5.3 An der SIX Swiss Exchange gehandelte Effekten	156

6. Erfassung von synthetischen Leerverkäufen	160
6.1 Ausgangslage	160
6.2 Empirische Evidenz	161
6.3 Würdigung	163
II. Grundsatz der Zulässigkeit von Leerverkäufen	165
1. Rechtsgrundlage	165
2. Zulässigkeit von ungedeckten Leerverkäufen	166
3. Rechtsfolgen bei Lieferausfällen (FTDs)	169
3.1 Sanktionierung	170
3.2 Buy-In und Entschädigungsfolgen ohne CCP	171
3.3 Buy-In/Fail-Lending und Strafgebühren mit CCP	172
III. Erlass von Regelungen in besonderen Situationen	174
1. Exkurs: Massnahmen während der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008	174
1.1 Massnahmen der SEC	174
1.2 Massnahmen der FSA	176
1.3 Massnahmen der SIX Swiss Exchange und der EBK	176
1.4 Massnahmen der BaFin und der EU	178
2. Rechtsgrundlage	179
3. Anwendungsbereich	180
4. Tatbestand: Vorliegen einer besonderen Situation	183
4.1 Leerverkaufsregulierung im Kontext der Marktsteuerung	183
4.2 Besondere Situationen	184
a) Ausserordentliche Situationen	184
b) Notsituationen	185
4.3 Würdigung	186
a) Fallgruppen von Ausnahmesituationen	186
b) Fallgruppen von signifikanten Kursverfällen	188
c) Auswirkungen auf die Verhältnismässigkeit	190
5. Rechtsfolge: Erlass von Leerverkaufsregelungen	192
6. Ausnahmeregelungen	193
7. Rechtsfolgen bei Verstössen	196
7.1 Sanktionen	196
7.2 Zivilrechtliche Folgen	197
a) Nichtigkeit	197
b) Schadenersatzansprüche	198
IV. Zwischenergebnisse	199

§ 13 Marktmissbrauch	201
I. Tatbestand der Marktmanipulation	201
1. Formen der Marktmanipulation mittels Leerverkäufen	201
1.1 Stop order fishing	202
1.2 Squeezing/cornering	203
1.3 Bear raids	204
2. Anwendungsbereich	206
2.1 Persönlicher Anwendungsbereich	206
2.2 Sachlicher und örtlicher Anwendungsbereich	207
a) Erfassung von Handelsplätzen in der Schweiz	208
b) Keine Erfassung von organisierten Handelssystemen	209
3. Tatbestand	210
3.1 Informationstatbestand	210
a) Informationsbegriff	210
b) Öffentliche Verbreitung	211
3.2 Auftragstatbestand	212
3.3 Falsches oder irreführendes Signal	212
a) Signalwirkung und Potenzial des Signals	213
b) Abstellen auf den Reasonable-Investor-Test	214
c) Erweiterung um das kollektive Verhalten von Durchschnittsanlegern	215
3.4 Beeinflussung von Angebot, Nachfrage oder Kurs	217
3.5 Subjektiver Tatbestand	218
a) Subjektiver Tatbestand im Kontext des Anleger- und Funktionsschutzes	218
b) Wirtschaftlicher Hintergrund	219
c) Tatbestandsvariante des «Wissenmüssens»	220
3.6 Relevanz für die Erfassung von bear raids	221
4. Unterschiede zum Straftatbestand der Kursmanipulation	223
4.1 Erheblichkeitskriterium	224
4.2 Anwendungsbereich	225
4.3 Subjektiver Tatbestand	225
4.4 Relevanz für die Erfassung von bear raids	227
II. Tatbestand des Insiderhandels	228
1. Formen von Insiderhandel mittels Leerverkäufen	228
2. Keine grundsätzliche Unzulässigkeit von Leerverkäufen	229
3. Relevanz für die Erfassung von Leerverkäufen durch die Insiderhandelsverbote	230

4. Relevanz für die Erfassung von Leerverkäufen durch die Marktverhaltensregeln der SIX Swiss Exchange	232
III. Ausnahmeregelungen für Leerverkäufer	233
1. Rechtsgrundlagen	233
2. Market-Making-Tätigkeiten	235
3. Kursstabilisierungsmassnahmen	236
IV. Rechtsfolgen	238
1. Verstösse gegen die Marktverhaltensregeln	238
2. Verstösse gegen das Aufsichtsrecht	239
3. Verstösse gegen das Strafrecht	240
4. Koordination der Verfahren	241
V. Zwischenergebnisse	242
§ 14 Ausgewählte Regulierungskonzepte	245
I. Leerverkaufsverbote	245
1. Verbote von ungedeckten Leerverkäufen	245
1.1 Konzept und Ausgestaltung	245
1.2 Regulatorische Überlegungen	246
2. Generelle Verbote von Leerverkäufen	247
2.1 Konzept und Ausgestaltung	247
2.2 Regulatorische Überlegungen	247
3. Leerverkaufsverbote für bestimmte Emittenten/Branchen	248
3.1 Konzept und Ausgestaltung	248
3.2 Regulatorische Überlegungen	249
4. Leerverkaufsverbote während bestimmten Handelszeiten	249
4.1 Konzept und Ausgestaltung	249
4.2 Regulatorische Überlegungen	249
5. Empirische Datenlage	250
6. Würdigung	254
II. Transparenzvorschriften	256
1. Melde- und Offenlegungspflichten	257
1.1 Geltende Rechtslage	257
a) Auskunfts- und Meldepflicht nach Art. 29 FINMAG	257
b) Meldepflicht nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG	259
c) Meldepflicht nach Art. 56 KR	262
1.2 Konzept	263
1.3 Ausgestaltung	263
a) Gegenstand	264
b) Schwellenwerte	265

c) Inhalt	269
d) Fristen	270
1.4 Regulatorische Überlegungen	270
2. Threshold security list	272
3. Kennzeichnungspflicht («flagging»)	273
3.1 Konzept und Ausgestaltung	273
3.2 Regulatorische Überlegungen	274
3.3 Regelungszweck von Art. 30 Abs. 4 FinfraV	276
3.4 Flagging als Lösungsansatz für Cum/Ex-Geschäfte?	277
a) Funktionsweise des Dividendenstripings	277
b) Dividendenstripping in Form von Cum/Ex-Geschäften	280
c) Besteuerung von Dividendenersatzzahlungen	282
d) Exkurs: Aktuelle Diskussion um Cum/Ex-Geschäfte	283
4. Empirische Datenlage	286
5. Würdigung	288
III. Einschränkungsmechanismen	290
1. Circuit breaker	290
1.1 Konzept- und Ausgestaltung	290
1.2 Regulatorische Überlegungen	291
2. Tick rule	293
2.1 Konzept und Ausgestaltung	293
2.2 Regulatorische Überlegungen	294
3. Verbote im Vorfeld von SEOs	295
3.1 Konzept und Ausgestaltung	295
3.2 Regulatorische Überlegungen und empirische Datenlage	296
4. Empirische Datenlage	297
5. Würdigung	299
IV. Zwischenergebnisse und Regulierungsempfehlungen	300
15 Grundrechtliche Würdigung	303
I. Grundrechtsbindung der SIX Swiss Exchange	303
1. Grundrechtsbindung von Privaten	303
2. Wahrnehmung einer staatlichen Aufgabe	304
3. Übertragung einer staatlichen Aufgabe	306
4. Grundrechtsbindung der SIX Swiss Exchange	308
II. Rechtliche Qualifikation von Leerverkaufsregelungen	311
1. Rechtsnatur des Handelsreglements der SIX Swiss Exchange	311
1.1 Ausgangslage	311
1.2 Rechtsprechung	312

1.3 Lehre	312
1.4 Stellungnahme	314
2. Normgehalt von Ziff. 10.3 Abs. 4 SIX-Handelsreglement	316
3. Handeln der SIX Swiss Exchange	317
III. Wirtschaftsfreiheit	319
1. Funktion der Wirtschaftsfreiheit	320
2. Grundrechtstangierung durch Leerverkaufsregelungen	321
2.1 Persönlicher Schutzbereich	321
2.2 Sachlicher Schutzbereich	322
3. Rechtssetzungskompetenz der SIX Swiss Exchange	324
3.1 Rechtssetzungsdelegation nach Art. 178 Abs. 3 BV	324
3.2 Rechtssetzungsdelegation nach Art. 164 Abs. 2 BV	326
4. Grundsatzkonformität von Leerverkaufsregelungen	329
4.1 Ausmass der Wettbewerbsverzerrung	330
4.2 Eingriffsmotiv	332
4.3 Verfassungsvorbehalt von Art. 94 Abs. 4 BV	334
5. Eingriffsvoraussetzungen für Leerverkaufsregelungen	335
5.1 Gesetzliche Grundlage	336
5.2 Öffentliches Interesse	338
5.3 Verhältnismässigkeit	339
5.4 Wahrung des Kerngehalts	341
IV. Zwischenergebnisse	342
§ 16 Ergebnisse	343
Schlussbetrachtung	345