

# Leerverkaufsregulierung in der Europäischen Union

## - Befugnisse der European Securities and Markets Authority (ESMA) in wirtschaftlichen Krisensituationen -

Von Rechtsreferendar Jan Frederik C. Holst, Dipl.-Jur., LL.B.

### A. Einleitung

Leerverkäufe haben weltweit eine herausragende wirtschaftliche Bedeutung. Das globale Gesamtvolumen von leerverkauften Wertpapieren lag im Jahr 2011 bei ca. 2 Billionen US Dollar.<sup>1</sup> Demgegenüber ist der gesamtwirtschaftliche Nutzen von Leerverkäufen – nicht zuletzt durch die Finanzmarktkrise der Jahre 2008-2009 - höchst umstritten.<sup>2</sup>

Um einem marktmanipulativen und finanzmarktdestabilisierenden Einsatz von Leerverkäufen entgegenzuwirken, wurde auf EU-Ebene ein komplexes Geflecht von Regelungen geschaffen und die Finanzmarktaufsicht neu justiert.<sup>3</sup> Der neu geschaffenen European Securities and Markets Authority (im Folgenden „ESMA“)<sup>4</sup> wurde dabei in Art. 28 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012<sup>5</sup> (im Folgenden „EU-LeerverkaufsVO“) die Befugnis eingeräumt, Leerverkäufe von bestimmten Finanzinstrumenten in bestimmten Krisensituationen zu regeln und zu verbieten.

Gegen diese Befugnis wandte sich nun das Vereinigte Königreich und erhob Nichtigkeitsklage zum Europäischen Gerichtshof (im Folgenden „EuGH“) gem. Art. 263

---

<sup>1</sup> vgl. *Lange*, in: Schwintowski, Bankrecht, 4. Auflage, 2014, § 20 Rn. 2.

<sup>2</sup> Zugunsten von Leerverkäufen wird argumentiert, dass diese zu einer besseren Preisbildung führten und die Marktliquidität steigerten, vgl. *Mittermeier*, ZBB 2010, 139, 141; *Zimmer/Beisken*, WM 2010, 485, 486; Die Gegenposition wendet ein, dass insbesondere bei ungedeckten Leerverkäufen (sog. *covered short sale*, vgl hierzu unter B.I.1.) die Gefahr bestehe, dass der Verkäufer seine Verpflichtungen zum Lieferzeitpunkt nicht erfüllen könne. Zudem beschleunigten Leerverkäufe von bestimmten börsennotierten Wertpapieren den bereits eingetretenen Kursverfall dieses Wertpapiers, vgl. *Walla*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 1. Auflage, 2011, § 11 Rn. 6f.; IOSCO, Regulation on Short Selling Final Report, Juni 2009, S. 22; vgl. zur Diskussion über die demokratische Legitimation von unabhängigen EU-Agenturen *Groß*, JZ 2012, 1087 ff.

<sup>3</sup> vgl. *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage 2014, § 21 Rn. 11.

<sup>4</sup> vgl. hierzu *Kohtamäki*, EuR 2014, 321, 322.

<sup>5</sup> Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (Verordnung v. 14.03.2012 ABl. L 86, S. 1).

AEUV<sup>6</sup>. Der EuGH entschied mit Urteil vom 22.01.2014<sup>7</sup>, dass die Befugnis der ES-MA, Leerverkäufe in finanziellen Krisensituationen zu regeln oder zu verbieten, mit EU-Recht vereinbar ist. Er wies damit – von den Empfehlungen des Generalanwalts<sup>8</sup> abweichend - die Nichtigkeitsklage des Vereinigten Königreichs ab und löste eine erneute Diskussion in Literatur und Praxis über die Leerverkaufsregulierung sowie die Übertragung von Kompetenzen auf EU-Regulierungsbehörden in der Europäischen Union aus.<sup>9</sup>

Das aktuelle EuGH-Urteil bietet Anlass, die Grundzüge der Leerverkaufsregulierung in der EU zu beleuchten (vgl. hierzu unter B.), um das Urteil auf diesem Hintergrund einzuordnen (vgl. hierzu unter C.).

## **B. Grundzüge der Leerverkaufsregulierung in der EU**

Das System der Leerverkaufsregulierung in der EU ist ein komplexes Geflecht aus nationalen und europarechtlichen Regelungen unterschiedlicher Rechtsnatur und unterschiedlichen Ranges.<sup>10</sup> Gegenstand der Regulierung sind sog. Leerverkäufe von bestimmten Finanzinstrumenten.

### **I. Begriff des Leerverkaufs**

#### **1. Leerverkauf nach der herkömmlichen Definition**

Ein Leerverkauf (sog. *short sale*) ist nach der herkömmlichen Definition<sup>11</sup> ein Verkauf eines Finanzinstruments mit hinausgeschobenen Liefertermin, wobei der Verkäufer zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht Eigentümer des verkauften Finanzinstruments ist.<sup>12</sup> Der Verkäufer spekuliert darauf, dass der Kurs des verkauften Finanzinstruments fällt

---

<sup>6</sup> Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), ABl. Nr. C 115 S. 47.

<sup>7</sup> EuGH Rs. (Große Kammer), Urteil v. 22.1.2014 – C-270/12 (Vereintes Königreich Großbritannien und Nordirland/Parlament).

<sup>8</sup> BeckRS 2013, 81781.

<sup>9</sup> vgl. hierzu *Kohtamäki*, EuR 2014, 321, 322.

<sup>10</sup> Vgl. *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage 2014, § 21 Rn. 11.

<sup>11</sup> nach *Walla*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 1. Auflage, 2011, § 11 Rn. 1 hingegen eine Transaktion, bei der dem Verkäufer nach Vertragsschluss eine offene wertvariable Verbindlichkeit in Aktien verbleibt, der eine wertkonstante Forderung in Geld gegenüber steht.

<sup>12</sup> *Lehmann*, in: MünchKomm-BGB, Band 11, Internationales Finanzmarktrecht, 6. Auflage 2015, Rn. 449.

und er sich mithin zum später liegenden Lieferzeitpunkt billig mit ihm eindecken kann, um seine Lieferverpflichtung zu erfüllen.<sup>13</sup> Hat er das Finanzinstrument zuvor zu einem höheren Preis verkauft, ist die Spanne sein Gewinn. Steigt der Kurs hingegen, erleidet der Verkäufer einen Verlust, da er sich nun zum höheren Kurs mit dem Finanzinstrument am Markt eindecken muss, um seine Lieferverpflichtung zu erfüllen.<sup>14</sup> Kurz: der Verkäufer wettet auf fallende Kurse der Käufer auf steigende.

Eine solche Spekulation kann einerseits durch ein bloßes Interesse an einem Gewinn aus der Preisspanne motiviert sein, andererseits werden solche Geschäfte getätigt, um andere Wertpapierpositionen abzusichern (sog. *hedging*).<sup>15</sup> Der Leerverkauf erlaubt damit einerseits die Spekulation auf fallende Kurse, andererseits die Absicherung gegen steigende Kurse.

Weiter ist zu unterscheiden zwischen einem gedeckten Leerverkauf (sog. *covered short sale*) und einem ungedeckten Leerverkauf (sog. *naked short sale*).<sup>16</sup> Ein gedeckter Leerverkauf liegt vor, wenn der Verkäufer zwar kein Eigentümer des Finanzinstruments ist, jedoch zumindest einen schuldrechtlichen Anspruch auf Übertragung hat. Bei einem ungedeckten Leerverkauf verkauft der Verkäufer das Finanzinstrument ohne Eigentümer oder Inhaber eines schuldrechtlichen Anspruch auf Übertragung des Finanzinstruments zu haben.<sup>17</sup>

## 2. Leerverkauf nach der EU-LeerverkaufsVO

Die herkömmliche Definition wird durch die Legaldefinition in Art. 2 Abs. 1b EU-LeerverkaufsVO konkretisiert. Danach ist ein Leerverkauf „ein Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Kaufvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Kaufvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei Abwicklung zu liefern“.

---

<sup>13</sup> Lehmann, in: MünchKomm-BGB, Band 11, Internationales Finanzmarktrecht, 6. Auflage 2015, Rn. 449.

<sup>14</sup> Walla, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 1. Auflage, 2011, § 11 Rn. 2.

<sup>15</sup> Walla, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 1. Auflage, 2011, § 11 Rn. 2.

<sup>16</sup> Mülbart/Sajnovits, ZBB 2012, 266, 269 ff.

<sup>17</sup> vgl. Mittermeier, ZBB 2010, 139, 141.

Ein Leerverkauf liegt damit entgegen dem herkömmlichen Verständnis auch dann vor, wenn der Leerverkäufer das Wertpapier zum Zeitpunkt des Verkaufs „geliehen“ hat. Nach deutschem Rechtsverständnis bezeichnet dies die sog. Wertpapierleihe, welche durch Abschluss eines Sachdarlehensvertrages gem. §§ 607 ff. BGB vollzogen wird.<sup>18</sup>

Erfasst werden nach der EU-LeerverkaufsVO nunmehr insbesondere auch sog. *Intraday*-Geschäfte, d.h. solche Geschäfte, die vor Abschluss eines Handelstages abgewickelt werden.<sup>19</sup>

### 3. An Leerverkaufstransaktionen Beteiligte

Als an Leerverkäufen als Verleiher beteiligte Institutionen werden häufig institutionelle Anleger, Versicherungen, Pensionsfonds und Exchange Traded Funds (ETFs)<sup>20</sup> genannt.<sup>21</sup> Als Entleiher werden häufig Banken und Hedgefonds genannt.<sup>22</sup>

## II. System der Leerverkaufsregulierung in der EU

Die Leerverkaufsregulierung war in den EU-Mitgliedsstaaten bislang sehr unterschiedlich ausgestaltet.

### 1. Regulierung auf nationaler Ebene

Auf nationaler Ebene hatte die deutsche Finanzmarktaufsichtsbehörde Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) im September 2008 ein befristetes Verbot ungedeckter Leerverkäufe für diverse DAX und MDAX-Unternehmen erlassen.<sup>23</sup> Das auf Grundlage des § 4 Abs. 1 WpHG<sup>24</sup> erlassene und mehrmals verlängerte Verbot wurde schließlich durch das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpa-

---

<sup>18</sup> *Lange*, in: Schwintowski, Bankrecht, 4. Auflage, 2014, § 20 Rn. 1; die Wertpapierleihe ist entgegen dem natürlichen Wortverständnis jedoch gerade keine Leihe i.S.d. §§ 598 ff. BGB.

<sup>19</sup> *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage 2014, § 21 Rn. 15; Ausgenommen sind hingegen sog. *Repo*-Geschäfte d.h. die Veräußerung eines Finanzinstruments im Rahmen einer Wertpapierleihvereinbarung und der Abschluss eines Derivats über den Verkauf von Wertpapieren.

<sup>20</sup> vgl. hierzu *Lange*, in: Schwintowski, Bankrecht, 4. Auflage, 2014, § 20 Rn. 9.

<sup>21</sup> vgl. *Lange*, in: Schwintowski, Bankrecht, 4. Auflage, 2014, § 20 Rn. 9.

<sup>22</sup> Ein weiteres Anwendungsfeld ist der strategische Einsatz im Rahmen von M&A-Transaktionen, vgl. hierzu *Lange*, in: Schwintowski, Bankrecht, 4. Auflage, 2014, § 20 Rn. 9.

<sup>23</sup> vgl. BaFin, Allgemeinverfügung vom 19. September 2008, BaFin-Journal 9/2008, S. 7f.

<sup>24</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), (BGBl. I S. 2708).

pier- und Derivatgeschäfte<sup>25</sup> im Jahr 2012 ersetzt, welches in den §§ 30h ff. WpHG Verbotsregelungen und Transparenzgebote vorsah.<sup>26</sup>

## 2. Vereinheitlichung durch EU-LeerverkaufsVO

Zur Vereinheitlichung des Europäischen Finanzmarktes im Nachgang zur Finanzmarktkrise der Jahre 2008-2009, wurden die §§ 30h ff. WpHG mit Wirkung zum 1. November 2012 aufgehoben und durch die EU-Leerverkaufsverordnung ersetzt. Damit wurde erstmals eine einheitliche, EU-weite Regulierung von Leerverkäufen geschaffen.<sup>27</sup>

Die Verordnung bezweckt einerseits eine Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und andererseits eine Stärkung des Anlegerschutzes.<sup>28</sup> Daneben wurden vier Verordnungen mit technischen Regulierungsstandards und zur Konkretisierung und Durchführung erlassen.<sup>29</sup>

Konzeptionell besteht die EU-LeerverkaufsVO aus zwei Pfeilern. Zum einen enthält sie Transparenzgebote<sup>30</sup> für bestimmte Leerverkaufspositionen und zum anderen ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe für Aktien und gewisse öffentliche Schuldtitel.

Kern der Regulierung ist das Verbot für ungedeckte Leerverkäufe in Art. 12 EU-LeerverkaufsVO. Diese Vorschrift bestimmt, dass eine Aktie nur dann leer verkauft werden darf, wenn die Aktie bereits geliehen ist oder eine alternative Vorkehrung mit gleichem rechtlichen Ergebnis getroffen wurde oder eine Leihvereinbarung getroffen wurde oder ein vertraglicher oder eigentumsrechtlicher unbedingt durchsetzbarer An-

---

<sup>25</sup> BGBl. I 2010, S. 945.

<sup>26</sup> *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage 2014, § 21 Rn. 10.

<sup>27</sup> Vgl. § 30h WpHG a.F. und hierzu *Ludewig/Geilfus*, WM 2013, 1533 ff.; Die ESMA hat daneben Leitlinien und Q&A-Listen dazu erlassen. vgl. ESMA/2012/573 vom September 2012 (Q&A); ESMA/2013/74 vom 2.4.2013.

<sup>28</sup> Vgl. den Kommissionsbericht vom 13. Dezember 2013, COM (2013) 885 final Nr. 8; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, S. 197 Rn. 571.

<sup>29</sup> Delegierte VO (EU) Nr. 826/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012, ABl. L 251, S. 1 vom 18.9.2012; Delegierte VO (EU) Nr. 919/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012, ABl. L 274, S. 16 vom 9.10. 2012; Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012, ABl. L 251, S. 11 vom 18.9.2012; Delegierte VO (EU) Nr. 918/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012, ABl. EU L 274, S. 1 vom 9.10.2012; als Ausführungsgesetz auf nationaler Ebene wurde das Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 erlassen, BGBl. 2012 I, S. 2286.

<sup>30</sup> vgl. hierzu ausführlich *Schäfer*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage 2014, § 21 Rn. 20f.

spruch auf Übertragung des Eigentums an der Aktie besteht, sodass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann.<sup>31</sup>

### 3. Überwachung durch ESMA

Zur Überwachung der Gebote und Verbote aus der Leerverkaufsverordnung wurde im Zuge der Finanzmarktkrise die ESMA durch die Verordnung (EU) Nr. 1095/2010<sup>32</sup> (im Folgenden: „**ESMA-Verordnung**“) mit Sitz in Paris errichtet. Die ESMA gehört zum European System of Financial Supervision (EFSF), welches das Finanzsystem der Europäischen Union überwacht.<sup>33</sup> Die ESMA wurde als eigenständige Einheit mit eigener Rechtspersönlichkeit errichtet<sup>34</sup> und nahm ihre Tätigkeit zum 1. Januar 2011 auf.<sup>35</sup>

Der ESMA wurden einerseits Rechtssetzungsbefugnisse und andererseits Rechtsdurchsetzungsbefugnisse übertragen.<sup>36</sup> Insbesondere wurde die ESMA in Art. 28 EU-LeerverkaufsVO dazu ermächtigt, Leerverkäufe zu regeln oder zu verbieten, wenn die Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems in der EU bedroht sind. Die ESMA übt mithin - als nicht im Primärrecht explizit vorgesehen Einrichtung - Befugnisse direkt gegenüber Kapitalmarktteiligen aus. Rechtsgrundlage dieser Befugnisübertragung ist Art. 114 AEUV, welcher den Erlass von Harmonisierungsmaßnahmen, die für die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts erforderlich sind, gestattet.

---

<sup>31</sup> Schäfer, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage 2014, § 21 Rn. 16. vgl. ebenda für die Möglichkeit eine sog. Locate-Vereinbarung zu schließen.

<sup>32</sup> Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission (ABl. L 331, S. 84).

<sup>33</sup> Neben der ESMA wurden die European Banking Authority, EBA mit Sitz in London und die European Insurance and Occupational Pension Authority, EIOPA mit Sitz in Frankfurt a.M. geschaffen, vgl. hierzu Groß, JZ 2012, 1087 ff.

<sup>34</sup> Vgl. Art. 27 Abs. 2 ESMA-VO.

<sup>35</sup> Vgl. zum Ausbau der Unionsverwaltung in Form von Agenturen und Ämtern im Allgemeinen Kohtamäki, EuR 2014, 321, 322.

<sup>36</sup> so Hitzer/Hauser, BKR 2015, 52, 53.

## C. Entscheidung des EuGH<sup>37</sup>

Gegen diese Delegation von Befugnissen wandte sich das Vereinigte Königreich und beehrte mit seiner Klage zum EuGH die Nichtigkeitserklärung von Art. 28 EU-LeerverkaufsVO.

Das Vereinigte Königreich stützte seinen Nichtigkeitsantrag im Wesentlichen auf vier Klaggründe:

### I. Klaggrund 1: Verstoß gegen „*Meroni*-Grundsätze“

Zunächst rügte das Vereinigte Königreich einen Verstoß gegen die vom EuGH in der Rs. *Meroni*<sup>38</sup> aufgestellten Grundsätze. Die ESMA sei eine nicht im EU-Primärrecht vorgesehene Einrichtung, auf welche eine Übertragung von Befugnissen nur erfolgen dürfe, wenn die übertragenen Befugnisse genau abgegrenzt und bestimmt seien, insbesondere der Einrichtung kein eigener Ermessensspielraum bei der Anwendung zukomme. Der ESMA komme jedoch hinsichtlich der Frage, ob die Kriterien nach Art. 28 EU-LeerverkaufsVO vorliegen, ein weites Ermessen zu, da sie komplexe finanzielle Bewertungen vornehmen müsse, um die Voraussetzungen für ein Einschreiten zu prüfen. Zudem stehe ihr eine breitgefächerte Auswahl an Maßnahmen offen, dessen Anwendung erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben könnten.

### II. Klaggrund 2: Verstoß gegen „*Romano*-Grundsätze“

Zum zweiten rügte das Vereinigte Königreich einen Verstoß gegen die in der Rs. *Romano*<sup>39</sup> aufgestellten Grundsätze. Die ESMA werde in unzulässiger Weise ermächtigt, „quasilegislative Rechtsakte“ mit allgemeiner Geltung zu erlassen.<sup>40</sup>

### III. Klaggrund 3: Verstoß gegen Art. 290, 291 AEUV

Drittens sei die Übertragung von Befugnissen mit Art. 290 und 291 AEUV unvereinbar. Der Rat sei nicht berechtigt, Befugnisse, wie die streitgegenständlichen aus Art.

---

<sup>37</sup> EuGH Rs. (Große Kammer), Urteil v. 22.1.2014 – C-270/12 (Vereintes Königreich Großbritannien und Nordirland/Parlament).

<sup>38</sup> EuGH, Rs. C-9/56 (*Meroni*/EGKS Hohe Behörde), Slg. 1958, S. 11; vgl. hierzu *Kohtamäki*, EuR 2014, 321ff.

<sup>39</sup> EuGH, Rs. C-98/80 (*Romano*), Slg. 1981, S. 1241.

<sup>40</sup> vgl. hierzu *Ohler*, Anmerkung zum EuGH, Urteil v. 22.1.2014, Rs. C-270/12, JZ 2014, 249ff.

28 EU-LeerverkaufsVO, auf Einrichtungen der Union zu übertragen, da die Fälle der Übertragung von Befugnissen auf die Kommission in den Art. 290 u. 291 AEUV abschließend aufgezählt seien. Auf eine Agentur wie die ESMA dürften solche Befugnisse übertragen werden.

#### **IV. Klaggrund 4: Verstoß gegen Art. 114 AEUV**

Endlich rügte das Vereinigte Königreich einen Verstoß gegen Art. 114 AEUV. Komme der EuGH zur Auslegung, dass Art. 28 EU-LeerverkaufsVO die ESMA ermächtige, an Kapitalmarkteteiligte unmittelbar gerichtete Beschlüsse zu erlassen, überschreite dies die aus Art. 114 AEUV zu verleihenden Befugnisse. Die auf dieser Rechtsgrundlage gestützten Rechtsakte müssten Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten umfassen, welche die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts zum Gegenstand hätten. Dies sei jedoch bei Art. 28 EU-LeerverkaufsVO gerade nicht der Fall, da der ESMA Befugnisse der Einzelanordnung als Substitut für Einzelanordnungen nationaler Finanzmarktaufsichtsbehörden übertragen würden.

#### **V. Empfehlung des Generalanwalts *Jääskinen***

Der Generalanwalt *Jääskinen* folgte in seinen – für den EuGH nicht bindenden Empfehlungen - dem Vereinigten Königreich insoweit, als dass dieses Art. 114 AEUV als unzureichende Rechtsgrundlage rügte. Die Befugnisse aus Art. 28 EU-LeerverkaufsVO stellte keine Maßnahme der Harmonisierung dar, sondern ein Substitut der ansonsten durch die nationale Finanzmarktaufsichtsbehörde zu treffende Einzelfallanordnung dar.

Er riet dem EuGH daher im Ergebnis dazu, der Klage des Vereinigten Königreichs stattzugeben und Art. 28 EU-LeerverkaufsVO für nichtig zu erklären.

#### **VI. Entscheidung des EuGH**

Der EuGH wies – entgegen dieser Empfehlung des Generalanwalts - die Klage ab und wies den im Wesentlichen auf vier Klagegründe gestützten Antrag des Vereinigten Königreichs zurück:



Erstens seien der ESMA durch die EU-LeerverkaufsVO keine eigenständigen Zuständigkeiten verliehen worden, die über die in der ESMA-Verordnung festgelegten Befugnisse hinausgingen. Auch seien die in Art 28 EU-LeerverkaufsVO enthaltenen Befugnisse an objektive Kriterien und Bedingungen geknüpft, die präzise in Art. 28 Abs. 2 u. 3 EU-LeerverkaufsVO festgelegt seien. Diese begrenzten den Handlungsspielraum der ESMA. Der EuGH geht jedoch über die reine Subsumtion unter die *Meroni*-Grundsätze hinaus und entwickelt diese – ohne explizit darauf hinzuweisen – fort. Die nach diesen Grundsätzen erforderliche Einschränkung des Ermessens kann sich danach nicht nur durch in der Verordnung selbst festgelegte Kriterien ergeben, sondern auch über das in Art. 28 Abs. 4 EU-LeerverkaufsVO vorgesehene Konsultationsverfahren anderer öffentlicher Stellen.

Zweitens sind nach Auffassung des EuGH die Art. 290 u. 291 AEUV gar nicht anwendbar, da dieser lediglich die Befugnisübertragung auf die Kommission regelt. Art. 28 EU-LeerverkaufsVO sehe hingegen lediglich eine Übertragung von Befugnissen auf eine EU-Einrichtung und nicht auf die Kommission vor. Zwar enthalte der AEUV keine explizite Übertragungsmöglichkeit von Befugnissen auf EU Einrichtungen, jedoch sei diese Möglichkeit an diversen Stellen des AEUV vorausgesetzt. So unterliegen beispielsweise in Art. 263 AEUV, neben den Organen der EU, auch die „Einrichtungen“ und „sonstigen Stellen“ einer gerichtlichen Kontrolle durch den Gerichtshof.<sup>41</sup>

Daneben zieht der EuGH den Vergleich zu anderen Einrichtungen wie etwa der Europäischen Chemikalienagentur oder dem Harmonisierungsamt für den Binnenmarkt. Auch Art. 28 EU-LeerverkaufsVO räume der ESMA nur bestimmte Entscheidungsbefugnisse auf einem Gebiet ein, auf dem spezifisches technisches Fachwissen erforderlich sei. Im Ergebnis begründet der EuGH die Übertragungsmöglichkeit mithin mit der Erforderlichkeit einer Regelung auf diesem Gebiet.

Endlich sah der EuGH – entgegen der Ansicht des Generalanwalts und des Vereinigten Königreichs - in Art. 114 AEUV eine taugliche Kompetenznorm zum Erlass von Art. 28 EU-LeerverkaufsVO. Der EuGH führt hierzu aus, dass es auf bestimmten Gebieten möglich sei, dass die Angleichung nur der allgemeinen Vorschriften nicht aus-

---

<sup>41</sup> Weiter führt der EuGH die Art. 265, 267, 277 AEUV an.

reiche, um die Einheit des Binnenmarktes zu gewährleisten. Daher sei der Begriff der „Maßnahmen zur Angleichung“ so auszulegen, dass er auch die Befugnis des Unionsgesetzgebers umfasse, Maßnahmen hinsichtlich eines bestimmten Produkts oder einer bestimmten Produktkategorie und gegebenenfalls auch Einzelmaßnahmen hinsichtlich dieser Produkte vorzuschreiben. Die Harmonisierung solle im Ergebnis dem Entstehen von Hindernissen für das ordnungsgemäße Funktionieren des Binnenmarkts und damit einer Rechtszersplitterung entgegenwirken.

#### **D. Fazit und Ausblick**

Die Leerverkaufsregulierung in der EU ist ein komplexes Geflecht aus nationalen und europarechtlichen Regelungen, die sich ständig im Wandel befinden.

Der EuGH konturiert mit seiner Entscheidung - unter Abweichung seiner bisherigen Rechtsprechung - die Befugnisse unabhängiger EU-Agenturen. Daneben bleiben die Eingriffsbefugnisse der ESMA nach Art. 28 EU-LeerverkaufsVO unberührt, sodass sich Kapitalmarktteilnehmer neben Maßnahmen durch die jeweiligen nationalen Finanzaufsichtsbehörden, (weiterhin) solchen der ESMA gegenübersehen können.

Rechtsstand: März 2015