



**RAT DER
EUROPÄISCHEN UNION**

**Brüssel, den 6. Juli 2012 (17.07)
(OR. en)**

**Interinstitutionelles Dossier:
2010/0251 (COD)**

**12316/12
ADD 2**

**EF 165
ECOFIN 686
DELECT 34**

ÜBERMITTLUNGSVERMERK

Absender: Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag der
Generalsekretärin der Europäischen Kommission

Eingangsdatum: 6. Juli 2012

Empfänger: der Generalsekretär des Rates der Europäischen Union,
Herr Uwe CORSEPIUS

Nr. Komm.dok.: SWD(2012) 197 final

Betr.: ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN
ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG
Begleitdokument zur
DELEGIERTEN VERORDNUNG (EU) DER KOMMISSION
zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen
Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von
Credit Default Swaps im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, die
Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen, gedeckte Credit Default
Swaps auf öffentliche Schuldtitel, Meldeschwellen, Liquiditätsschwellen
für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen, signifikante
Wertminderungen bei Finanzinstrumenten und ungünstige Ereignisse

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Kommissionsdokument SWD(2012) 197 final.

Anl.: SWD(2012) 197 final



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 5.7.2012
SWD(2012) 197 final

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

Begleitunterlage zum / zur

DELEGIERTEN VERORDNUNG DER KOMMISSION

zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, die Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen, gedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel, Meldeschwellen, Liquiditätsschwellen für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen, signifikante Wertminderungen bei Finanzinstrumenten und ungünstige Ereignisse

{C(2012) 4529 final}
{SWD(2012) 198 final}

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

Begleitunterlage zum / zur

DELEGIERTEN VERORDNUNG DER KOMMISSION

zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, die Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen, gedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel, Meldeschwellen, Liquiditätsschwellen für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen, signifikante Wertminderungen bei Finanzinstrumenten und ungünstige Ereignisse

1. PROBLEMSTELLUNG

Am 24. März 2012 wurde die Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (die „Leerverkaufsverordnung“)¹ im Amtsblatt veröffentlicht. Sie gilt ab dem 1. November 2012.

Mit der Leerverkaufsverordnung werden in erster Linie Ziele verfolgt: i) Festlegung eines gemeinsamen Regulierungsrahmens für die Anforderungen und Befugnisse für Leerverkäufe und Credit Default Swaps (CDS), insbesondere für ungedeckte Leerverkäufe und nackte CDS und ii) Gewährleistung eines besser abgestimmten und kohärenteren Vorgehens der Mitgliedstaaten, wenn in Ausnahmesituationen Maßnahmen getroffen werden müssen.

Die Leerverkaufsverordnung verpflichtet die Kommission, in einem delegierten Rechtsakt bestimmte Festlegungen zu treffen, die den Marktteilnehmern die Einhaltung und den Behörden die Durchsetzung der Verordnung erleichtern. Die vier zentralen Fragestellungen, die Gegenstand dieser Folgenabschätzung sind, werden nachstehend ausführlich erläutert.

1.1. Fragestellung 1 - Festlegung der Fälle, in denen ein gedeckter CDS auf öffentliche Schuldtitel vorliegt

In der Leerverkaufsverordnung wird ein ungedeckter CDS auf öffentliche Schuldtitel als CDS definiert, der nicht zur Absicherung gegen ein Ausfallrisiko des öffentlichen Emittenten dient, wenn der Anleger eine Long-Position in Schuldtiteln dieses öffentlichen Emittenten hält, bzw. nicht zur Absicherung gegen das Risiko eines Wertverfalls der öffentlichen Schuldtitel gehalten wird, wenn der Anleger Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten hält, deren Wert mit den öffentlichen

¹ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. L 86 vom 24.3.2012, S. 1.

Schuldtiteln korreliert. Mit anderen Worten haben die beiden gesetzgebenden Organe die Definition eines gedeckten CDS auf öffentliche Schuldtitel so breit gefasst, dass auch das so genannte „Proxy Hedging“ davon erfasst wird, bei dem ein CDS zur Absicherung des Risikos einer korrelierten Position und nicht des Risikos eines im CDS selbst genannten Schuldinstruments verwendet wird. „Proxy Hedging“ ist ein wichtiges Mittel zur Absicherung der Risiken von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten, für die kein CDS zur Verfügung steht. Für die Eindeutigkeit der Verordnung und die Klarheit über den Verlauf der Grenze zwischen legitimem „Proxy Hedging“ und den nach der Leerverkaufsverordnung verbotenen ungedeckten CDS-Positionen in öffentlichen Schuldtiteln ist es wichtig festzulegen, in welchen Fällen ein gedeckter CDS auf öffentliche Schuldtitel vorliegt.

Dabei liegt die zentrale Frage darin, wie die Korrelation zwischen der Risikoposition und dem zu deren Absicherung verwendeten CDS auf öffentliche Schuldtitel gemessen wird. Grundsätzlich lässt sich eine Korrelation quantitativ oder qualitativ messen.

1.2. Fragestellung 2 - Festlegung von Meldeschwellen für Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln

Die Leerverkaufsverordnung schreibt vor, dass den zuständigen Behörden signifikante Netto-Leerverkaufspositionen gemeldet werden müssen. In der Leerverkaufsverordnung wird keine Meldeschwelle festgelegt, sondern lediglich verfügt, dass die Meldeschwellen einen Ausgangsbetrag und danach ergänzende, von der Kommission in delegierten Rechtsakten festzulegende Schwellenbeträge in Bezug auf jeden Mitgliedstaat und die Union umfassen sollen. Bei der Festlegung der Meldeschwellen muss die Kommission laut Leerverkaufsverordnung folgenden Kriterien Rechnung tragen: Die Meldeschwelle soll keine Meldung von Positionen erfordern, die nur von minimalem Wert sind; sie soll dem ausstehenden Gesamtbetrag der ausgegebenen öffentlichen Schuldtitel und dem durchschnittlichen Umfang der Positionen Rechnung tragen, die Marktteilnehmer in öffentlichen Schuldtiteln des betreffenden öffentlichen Emittenten halten; und sie soll die Liquidität jedes Marktes für öffentliche Schuldtitel berücksichtigen.

Bei der Festlegung dieser Schwellen stellt sich zunächst die Frage, wie sie in einer Höhe festgelegt werden können, die sicherstellt, dass die Regulierungsbehörden einerseits Daten über potenziell systembedeutende Leerverkaufspositionen erhalten, sie andererseits aber auch nicht mit Meldungen von Positionen geringen Werts überfrachtet werden. Zweitens muss sichergestellt werden, dass die Schwellen der Situation der verschiedenen Mitgliedstaaten angemessen sind, während zugleich die mit der Meldeordnung verbundene Belastung in Grenzen gehalten wird.

1.3. Fragestellung 3 - Festlegung von Liquiditätsschwellen für die vorübergehende Aufhebung der Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe von öffentlichen Schuldtiteln

Mit der Leerverkaufsverordnung werden bestimmte Beschränkungen für ungedeckte Leerverkäufe öffentlicher Schuldtitel eingeführt, aber auch die Möglichkeit, diese unter bestimmten Bedingungen vorübergehend aufzuheben. So können die

zuständigen Behörden diese Beschränkungen für einen (verlängerbaren) Zeitraum von sechs Monaten aufheben, wenn die Liquidität des betreffenden öffentlichen Schuldtitels unter einen Schwellenwert sinkt, der im Vergleich zum durchschnittlichen Liquiditätsniveau des betreffenden öffentlichen Schuldtitels einem erheblichen Rückgang entspricht. Die Parameter und Methoden zur Berechnung dieser Liquiditätsschwelle sollen von der Kommission in einem delegierten Rechtsakt festgelegt werden, wobei sich der Schwellenwert nach objektiven, für den betreffenden Markt für öffentliche Schuldtitel spezifischen Kriterien, einschließlich des ausstehenden Gesamtbetrags der ausgegebenen öffentlichen Schuldtitel, richten soll.

Die Herausforderung besteht hierbei darin, den Schwellenwert für den erheblichen Liquiditätsrückgang so festzulegen, dass die Regelung zum Tragen kommt, wenn für die Staatsanleihemärkte ein echtes Risiko besteht, ohne den zuständigen Behörden im Hinblick auf die Aufhebung von Beschränkungen einen so großen Ermessensspielraum einzuräumen, dass die Ausnahme zur Regel wird.

1.4. Fragestellung 4 - Festlegung von Schwellenwerten für einen signifikanten Kursrückgang

Nach der Leerverkaufsverordnung haben die zuständigen Behörden unter anderem die Möglichkeit, Leerverkäufe eines Finanzinstruments vorübergehend auszusetzen, wenn der Kurs dieses Finanzinstruments an einem Handelsplatz innerhalb eines einzigen Handelstages signifikant gefallen ist. Die Aussetzung gilt bis zum Ende des nächsten Handelstages, kann aber um weitere zwei Tage verlängert werden, wenn der Kursrückgang anhält. Die Verordnung setzt den Schwellenwert für einen signifikanten Kursverfall bei liquiden Aktien auf 10 % an, enthält jedoch keine Schwellenwerte für andere Aktien und sonstige Finanzinstrumente; diese Schwellenwerte sollen von der Kommission in einem delegierten Rechtsakt festgelegt werden, wobei die Besonderheiten der einzelnen Gattungen von Finanzinstrumenten und deren unterschiedliche Volatilität berücksichtigt werden sollen.

Die Fragestellung lautet also, wie ein signifikanter Kursverfall bei den verschiedenen Arten von Finanzinstrumenten zu definieren ist. In den Geltungsbereich der Regelung fallen die in Anhang I Abschnitt C der MiFID-Richtlinie genannten Finanzinstrumente, d.h. illiquide Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Geldmarktinstrumente, Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen (OGAW), börsengehandelte Fonds und Derivate. Bei der Festlegung der Schwellenwerte für diese Instrumente liegt die Problematik vor allem in deren Volatilität, in der Schwierigkeit, einen Kursverfall bei Anleihen in Prozent auszudrücken, und in der sehr großen Unterschiedlichkeit derivativer Instrumente. Auch könnte ein zu niedrig angesetzter und infolgedessen allzu häufig überschrittener Schwellenwert für die zuständigen Behörden eine Belastung mit sich bringen, die nicht mehr in angemessenem Verhältnis zum regulatorischen Nutzen stünde.

2. **BASISSZENARIO UND SUBSIDIARITÄT**

Beim Basisszenario lautet die Frage, wie sich die oben erläuterten Probleme entwickeln würden, wenn die Kommission keine delegierten Rechtsakte erließe. Ganz abgesehen davon, dass die Kommission rechtlich dazu verpflichtet ist, würde die Nichtfestlegung bestimmter Aspekte der Leerverkaufsverordnung zu Rechtsunsicherheit für die Regulierungsbehörden und Marktteilnehmer, zu einer uneinheitlichen Auslegung und Anwendung der Leerverkaufsverordnung, zu unwirksamer Beaufsichtigung, einer weiterhin zerklüfteten Regulierungslandschaft und zum potenziellen Fortbestand gewisser Risiken von Leerverkäufen, etwa von negativen Preisspiralen, führen, die mit der Leerverkaufsverordnung eigentlich beseitigt werden sollten.

3. **ZIELE**

1. Es soll sichergestellt werden, dass die Beschränkungen für ungedeckte Leerverkäufe öffentlicher Schuldtitel und das Verbot ungedeckter CDS auf öffentliche Schuldtitel von den Regulierungsbehörden eindeutig und übereinstimmend angewandt werden.
2. Es soll sichergestellt werden, dass die Regulierungsbehörden über eindeutige und übereinstimmende Befugnisse verfügen, um Leerverkäufe bei einem signifikanten Kursverfall vorübergehend beschränken zu können.
3. Es soll sichergestellt werden, dass Regulierungsbehörden und Märkte verwertbare Daten über Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln erhalten.
4. Es soll sichergestellt werden, dass die EU-Mitgliedstaaten Leerverkäufe und CDS auf öffentliche Schuldtitel auf abgestimmte Weise regulieren.

4. **OPTIONEN**

Die Optionen werden nach den vorgenannten Fragestellungen zusammengefasst.

Optionen für die Definition ungedeckter CDS-Positionen

- Verzicht auf Maßnahmen (als Option verworfen, da die Verordnung so nicht umsetzbar wäre);
- Option 1 – qualitative Definition der Fälle, in denen ein CDS als gedeckt gilt;
- Option 2 – quantitative Definition der Fälle, in denen ein CDS als gedeckt gilt;
- Option 3 – Definition der Fälle, in denen ein CDS als gedeckt gilt, nach einem kombinierten qualitativ-quantitativen Ansatz.

Optionen für die Festlegung von Meldeschwellen für Nettoleerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln

- Verzicht auf Maßnahmen (als Option verworfen, da die Verordnung so nicht umsetzbar wäre);
- Option 1 – Festlegung eines einheitlichen prozentualen Schwellenwerts für alle Mitgliedstaaten, möglicherweise mit einer zusätzlichen nominalen Geringfügigkeitsschwelle;
- Option 2 - Festlegung multipler (2 bis 27) prozentualer Schwellenwerte, um diese auf jeden einzelnen Markt für öffentliche Schuldtitel zuzuschneiden.

Optionen für die Festlegung der Methode zur Berechnung von Liquiditätsschwellen für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen für ungedeckte Leerverkäufe öffentlicher Schuldtitel

- Verzicht auf Maßnahmen (als Option verworfen, da die Verordnung so nicht umsetzbar wäre);
- Option 1 – Definition der Liquiditätsschwelle als Rückgang der monatlichen Liquidität unter das 5. Perzentil im Laufe eines Zwölfmonatszeitraums;
- Option 2 – Definition der Liquiditätsschwelle als 1,6 Standardabweichungen unter den Durchschnitt im Laufe eines Sechsmonatszeitraums.

Optionen für die Definition eines signifikanten Kursverfalls bei anderen Finanzinstrumenten als liquiden Aktien

- Verzicht auf Maßnahmen (als Option verworfen, da die Verordnung so nicht umsetzbar wäre);
- Option 1 – Festlegung eines Schwellenwerts für andere Finanzinstrumente als liquide Aktien; Unteroptionen sind unter anderem die Festlegung von Schwellenwerten für:
 - illiquide/semi-liquide Aktien
 - Staatsanleihen
 - Unternehmensanleihen
 - Geldmarktinstrumente
 - OGAW
 - börsengehandelte Fonds
 - derivative Instrumente.

5. FOLGENABSCHÄTZUNG UND VERGLEICH DER OPTIONEN

Die verschiedenen Optionen wurden im Hinblick auf ihre Effizienz und Wirksamkeit bei der Erreichung der jeweiligen Ziele bewertet.

5.1. Definition ungedeckter CDS-Positionen

Bei Option 1 bleibt in Bezug auf die Frage, ob die Kriterien erfüllt sind oder nicht, Unsicherheit für die zuständigen Behörden und Raum für Streitigkeiten mit den Positionsinhabern. Option 2 gibt den zuständigen Behörden eine eindeutiger Handhabe, da für die Korrelation ein eindeutiger Schwellenwert festgelegt wird, der erfüllt sein muss, damit eine CDS-Position in öffentlichen Schuldtiteln als gedeckt gelten kann.

Bei Option 1 bleibt den zuständigen Behörden so viel Ermessensspielraum, dass dies in der Praxis zu einer uneinheitlicheren Umsetzung des Verbots nackter CDS auf öffentliche Schuldtitel führen könnte. Bei Option 2 hingegen wäre beim Verbot nackter CDS auf öffentliche Schuldtitel für ein eindeutiges und übereinstimmendes Vorgehen gesorgt, da für die Korrelation ein EU-weit einheitlicher Schwellenwert festgelegt würde.

Was die gesamtwirtschaftlichen Kosten angeht, so deuten die Antworten der Interessenträger auf die ESMA-Konsultation darauf hin, dass ein rein quantitativer Ansatz insofern wirtschaftliche Kosten verursachen würde, als die Ungewissheit über die Hedging-Möglichkeiten die Anlagetätigkeit schmälern würde. Bei Option 1 und Option 3 entstünden diese gesamtwirtschaftlichen Kosten nicht. Daher scheint Option 2 wirtschaftlich weniger effizient als die Optionen 1 und 3.

Auch wenn Option 1 im Vergleich zu Option 2 für die zuständigen Behörden als etwas weniger effizient angesehen werden könnte, da die Prüfung der Legitimität der Absicherung der Inhaber von CDS-Positionen in öffentlichen Schuldtiteln viel Zeit erfordert, müsste ein quantitativer Ansatz in der Praxis doch ebenfalls eine qualitative Komponente beinhalten. Ansonsten könnte es dazu kommen, dass grundsätzlich in Frage kommende Vermögenswerte und Verbindlichkeiten von einer Absicherung ausgeschlossen würden, auf die Gefahr, dass die vorerwähnten indirekten wirtschaftlichen Kosten entstünden.

Da Option 1 die wirtschaftlich effizienteste und Option 2 die wirksamste Lösung zu sein scheint, liegt der Schluss nahe, dass eine Kombination aus beiden - wie sie bei Option 3 vorgeschlagen wird - im Ergebnis optimaler wäre als Option 1 oder 2 für sich genommen. Option 3 wäre insofern wirkungsvoller als Option 1, als sie zu einer übereinstimmenden Durchsetzung durch die zuständigen Behörden führen würde. Option 3 wäre außerdem effizienter als Option 1, da die zuständigen Behörden im Hinblick auf die Überprüfung der Einhaltung entlastet würden, wenn für den Nachweis der Korrelation ein quantitativer Ansatz verfolgt würde.

Aus diesem Grund wird Option 3 der Vorzug gegeben, die sowohl einen qualitativen als auch einen quantitativen Ansatz für den Nachweis der Korrelation vorsieht, wobei die Positionsinhaber einen „sicheren Hafen“ nutzen können, wenn sie eine quantitative Korrelation nachweisen können.

5.2. Festlegung von Meldeschwellen für Netto-Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln

Option 2 wäre insofern effektiver als Option 1, als sichergestellt würde, dass die zuständigen Behörden die richtige Menge an verwertbaren Daten über Leerverkaufspositionen erhalten, da die Schwellenwerte bei Option 2 besser auf die Lage in den einzelnen Mitgliedstaaten zugeschnitten wären als bei Option 1, die einen einheitlichen Schwellenwert vorsieht. Selbst wenn bei Option 1 zusätzlich noch eine Geringfügigkeitsschwelle vorgesehen würde, wäre Option 2 auch effizienter als Option 1, da die zuständigen Behörden weniger Meldungen für geringwertige Positionen erhielten als bei Option 2 und sie somit weniger Zeit mit der Durchsicht systemisch wenig relevanter Informationen verlören. Nach den Antworten der Interessenträger würde Option 2 für die Marktteilnehmer in der Praxis keine signifikantere Compliance-Belastung mit sich bringen als Option 1. Beide Optionen - 1 und 2 - würden ein koordiniertes Vorgehen der zuständigen Behörden gewährleisten, da die Schwellenwerte von der Kommission festgelegt und von der ESMA für jeden Mitgliedstaat auf der ESMA-Website veröffentlicht würden.

Die meisten Interessenträger haben sich bei der ESMA-Konsultation zu dieser Fragestellung nicht geäußert; diejenigen, die diesen Punkt angesprochen haben, befürworteten jedoch zumeist multiple Meldeschwellen. Kein Konsultationsteilnehmer konnte Daten zur geschätzten Anzahl von Meldungen für Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln oder zu den mit den Meldungen verbundenen Compliance-Kosten angeben. In der Folgenabschätzung zur Leerverkaufsverordnung wurden die laufenden Compliance-Kosten für Meldungen von Leerverkaufspositionen in Staatsanleihen auf rund 5 Mio. EUR jährlich veranschlagt.

Angesichts dessen ist die bevorzugte Option die auf zwei Schwellenwerte (0,1 % und 0,5 %) beschränkte Option 2, da damit ein optimales Gleichgewicht zwischen Rücksicht auf die Unterschiedlichkeit der Positionen in öffentlichen Schuldtiteln der Mitgliedstaaten und Gewährleistung verwertbarer und wertvoller Daten für die zuständigen Behörden hergestellt würde.

5.3. Festlegung der Methode zur Berechnung der Liquiditätsschwelle für die vorübergehende Aufhebung von Beschränkungen für ungedeckte Leerverkäufe öffentlicher Schuldtitel

Die Optionen wurden unter dem Aspekt gegenübergestellt, wie wirkungsvoll sie die Behörden in die Lage versetzen, etwaige Liquiditätskrisen abzumildern und ein übereinstimmendes Vorgehen der Mitgliedstaaten sowie Marktgewissheit sicherzustellen. Die Effizienz wird an den für die Interessenträger entstehenden Kosten gemessen - die hauptsächlich davon abhängen, wie häufig nach Überschreiten der Schwelle eine Aufhebung von Beschränkungen erwogen werden muss.

Was die Effektivität in Bezug auf die Befähigung der Mitgliedstaaten angeht, die Folgen etwaiger Liquiditätskrisen abzumildern, sind die Optionen 1 und 2 gleichermaßen effektiv, da die Mitgliedstaaten bei beiden befugt wären, bei Bedarf

einzugreifen. Im Hinblick auf die Marktgewissheit wäre Option 2 jedoch weniger effektiv; da der Schwellenwert häufiger überschritten würde, wäre ein weniger konsistentes Vorgehen die Folge. Auch wäre diese Option weniger effizient, da die höhere Unsicherheit und das inkonsistentere Vorgehen zu höheren Kosten für die Marktteilnehmer führen würden.

Aus diesem Grund wird Option 2 der Vorzug gegeben: Ein wesentlicher Rückgang der durchschnittlichen Liquidität eines öffentlichen Schuldtitels gilt als eingetreten, wenn die Liquidität in einem Monat unter das 5. Perzentil der monatlichen Liquidität im vorausgehenden Zwölfmonatszeitraum absinkt.

5.4. Definition eines signifikanten Kursverfalls bei anderen Finanzinstrumenten als liquiden Aktien

Da größere Preisschwankungen bei illiquiden Aktien häufiger vorkommen, muss der Schwellenwert aufgrund dieser erhöhten Volatilität höher angesetzt werden als bei liquiden Aktien. Andernfalls würde die Schwelle in allzu vielen Fällen überschritten, die für diese Märkte keineswegs untypisch sind. Für illiquide Aktien werden daher folgende Schwellenwerte befürwortet: 10 % für semi-liquide Aktien (d.h. Aktien, die im maßgeblichen Aktienindex eines Mitgliedstaats geführt und als Basisinstrument für ein notiertes Derivat verwendet werden); 20 % für illiquide Aktien (d.h. Aktien mit einem Kurs von über 0,50 EUR); und 40 % für sehr illiquide Aktien (d.h. Aktien mit einem Nennwert von unter 0,50 EUR).

Bei Staats- und Unternehmensanleihen ist die Festlegung eines prozentualen Schwellenwerts aufgrund der unterschiedlichen Laufzeiten und der damit einhergehenden Kursschwankungen einzelner Emissionen problematisch. Der bevorzugte Schwellenwert für Staatsanleihen ist daher ein Renditeanstieg um 7 % oder mehr über die gesamte Renditekurve für den betreffenden hoheitlichen Emittenten und bei Unternehmensanleihen ein Renditeanstieg um 10 % oder mehr innerhalb eines einzigen Handelstages.

Geldmarktinstrumente weisen Laufzeiten von einem Tag bis zu einem Jahr auf und sind äußerst liquide. Da sie vergleichsweise liquide, aber weniger volatil sind als Aktien, ist die bevorzugte Option ein Kursrückgang um 1,5 %.

Börsengehandelte Fonds können sehr unterschiedlich sein. Einige börsengehandelte Fonds sind Aktien gleichwertig und überaus liquide; die bevorzugte Option ist daher die Anwendung desselben Schwellenwerts wie für liquide Aktien, d.h. 10 %. Andere börsengehandelte Fonds gleichen eher Derivaten und sollten auch wie diese behandelt werden.

Derivate sind eine überaus breit gefasste Kategorie von Finanzinstrumenten, die von Aktienoptionen, über Zins- und Devisenswaps bis hin zu Warenderivaten reicht. Sie können nicht auf dieselbe Weise leer verkauft werden wie Wertpapiere, doch könnten die zuständigen Behörden Geschäfte mit diesen Instrumenten anderweitig einzuschränken suchen. Da der Wert von Derivaten vorwiegend von Veränderungen beim Wert ihrer Basisinstrumente abhängt, besteht die bevorzugte Option darin, dass der Schwellenwert für ein Derivat mit einem Basisinstrument als überschritten gilt,

wenn der Schwellenwert für das Basisinstrument überschritten wurde. Für Derivate, deren Basisinstrument keinen Schwellenwert hat (z.B. Warenderivate), konnte die ESMA allerdings keine umsetzbaren oder sinnvollen Schwellenwerte konzipieren. Die bevorzugte Option besteht daher einstweilen darin, für derartige Derivate überhaupt keinen Schwellenwert festzulegen und diesen Aspekt bis zu der spätestens Ende Juni 2013 anstehenden Überprüfung der Leerverkaufsverordnung zurückzustellen.

Für OGAW, die keine börsengehandelten Fonds sind, besteht die bevorzugte Option darin, keinen Schwellenwert festzulegen, da der Kurs am Handelsplatz zwar frei schwanken kann, doch einem Mechanismus unterliegt, wonach der Kurs nicht erheblich vom Nettoinventarwert des OGAW abweichen kann (Artikel 1 Absatz 2 Buchstabe b der OGAW-Richtlinie 2009/65).

6. ÜBERWACHUNG UND BEWERTUNG

Die Leerverkaufsverordnung sieht einen frühzeitigen Bericht an das Europäische Parlament und den Rat bis Ende Juni 2013 vor, in dem die Auswirkungen und die Angemessenheit einiger zentraler Bestimmungen der Verordnung überprüft werden sollen. Zuständige Behörden, Marktteilnehmer und Kommission werden die tatsächliche Anwendung der Verordnung überwachen und ihre praktischen Auswirkungen evaluieren müssen.