

BÖAG Börsen AG, Kl. Johannisstr. 4, 20457 Hamburg

Bundesministerium der Finanzen
Referat VII B 5

Wilhelmstr. 97

10117 Berlin

13. November 2015
Ti

**Referentenentwurf eines Gesetzes zur Novellierung von
Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte
(Finanzmarktnovellierungsgesetz)
GZ VII B 5 – WK 6100/15/10001 :005
DOK 2015/0910390**

sehr geehrte Damen und Herren,

wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Teilnahme an der Konsultation zum Finanzmarktnovellierungsgesetz. Zum Referentenentwurf nehmen wir als Trägerin der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg und der Niedersächsischen Börse zu Hannover wie folgt Stellung:

1. Zu § 2 Abs. 9 WpHG Entw. (Artikel 1 Nr. 3)

An die Legaldefinition des „Organisierten Marktes“ in § 2 Absatz 9 WpHG Entw. (aktuell § 2 Abs. 5 WpHG knüpfen mit den §§ 264 d, 289 a, 291 Abs. 3 Ziff. 2, 315 a Abs. 2 und 324 zahlreiche bilanzrechtliche Vorschriften des Handelsgesetzbuches („HGB“) an. Durch die Verweisungen werden bilanzierungsrechtliche Besonderheiten für Unternehmen begründet, deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind bzw. eine solche Zulassung beantragt ist. Nach bisheriger Rechtslage beziehen sich diese Besonderheiten ausschließlich auf Emittenten des regulierten Marktes.

Durch die Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 - Marktmissbrauchsverordnung („MAR“) bzw. das Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Finanzmarktnovellierungsgesetz - FimanoG) werden für Emittenten, deren Wertpapiere mit Zustimmung des Emittenten im

Niederlassung Hamburg

Kleine Johannisstraße 4
20457 Hamburg

Telefon 040 - 36 13 02 - 0
Telefax 040 - 36 13 02 - 23

info@boersenag.de
www.boersenag.de

Hamburger Sparkasse
IBAN: DE20 2005 0550
1280 3487 47
SWIFT (BIC): HASPDEHHXXX

Niederlassung Hamburg
HRB 74288
Amtsgericht Hamburg

Niederlassung Hannover

An der Börse 2
30159 Hannover

Telefon 0511 - 32 76 61
Telefax 0511 - 32 49 15

info@boersenag.de
www.boersenag.de

NORD/LB
IBAN: DE28 2505 0000
0101 4040 69
SWIFT (BIC): NOLADE2H

Niederlassung Hannover
HRB 58285
Amtsgericht Hannover

Steuernummer: 25/207/00151

Vorsitzender des
Aufsichtsrates:
Dr. Friedhelm Steinberg

Vorstand:
Dr. Thomas Ledermann
Dr. Sandra Reich

Freiverkehr gehandelt werden (künftig: „MTF-Emittent“) erstmals gesetzliche Folgepflichten (Ad-hoc Publizität, Führung von Insiderlisten, Meldung von Directors’ Dealings) und damit ein partieller Gleichlauf mit den Zulassungsfolgepflichten im regulierten Markt begründet.

Emittenten mit einem Primärlisting im Freiverkehr ohne Zulassung zum regulierten Markt könnten die Befürchtung äußern, dass der Freiverkehr aufgrund der künftigen Überwachung der Einhaltung der neuen gesetzlichen Folgepflichten durch die Bundesanstalt als organisierter Markt im Sinne des WpHG gelten könne mit der Folge, dass gemäß § 315a Absatz 2 HGB ein Konzernabschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards aufzustellen sei. Eine derartige Verpflichtung würde den Erleichterungen erfolgreicher qualifizierter Freiverkehrssegmente für kleinere und mittlere Emittenten wie der Mittelstandsbörse Deutschland an der Börse Hamburg und an der Börse Hannover zuwiderlaufen und eine Kapitalmarktfinanzierung für mittelständische Unternehmen ohne Zusatznutzen erheblich verteuern. Dies ist jedoch weder von der MAR vorgegeben noch dürfte es durch den Deutschen Gesetzgeber intendiert sein - § 48 Absatz 3 Satz 2 BörsG Entw. lautet: *„Der Freiverkehr ist ein multilaterales Handelssystem“*. Im Sinne der Klarheit und Rechtssicherheit sollte jedoch eine Klarstellung in der zentralen Vorschrift des § 2 Abs. 9 WpHG Entw. erfolgen.

Vor diesem Hintergrund wird vorgeschlagen, in § 2 Abs. 9 WpHG Entw. folgenden Satz 2 einzufügen:

„Der Freiverkehr im Sinne von § 48 des Börsengesetzes gilt nicht als organisierter Markt.“

2. Zu § 3 Absatz 4 WpHG Entw. (Artikel 1 Nr. 4)

Nach der beabsichtigten Regelung des § 3 Absatz 4 WpHG Entw. soll ein Börsenträger, der außer dem Betrieb des Freiverkehrs als multilaterales Handelssystem keine Wertpapierdienstleistung erbringt und aufgrund der Ausnahmeregelung in § 3 Abs. 1 Nr. 13 WpHG Entw. deswegen nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt, dennoch als *„Institut“* im Sinne des Anlegerentschädigungsgesetzes („AnlEntG“) gelten.

Damit würde der Träger des Freiverkehrs an einer öffentlich-rechtlichen Börse den anlegerentschädigungspflichtigen Finanzdienstleistungs- und Kreditinstituten bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften (vgl. § 1 Abs. 1 AnlEntG) gleichgeordnet und dem AnlEntG unterworfen werden. Nach § 2 AnlEntG sind die erfassten Institute verpflichtet, ihre *„Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften“* nach § 1 Absatz 3 AnlEntG durch Zugehörigkeit zu einer Entschädigungseinrichtung zu sichern. Für einen Freiverkehrsträger im Sinne von § 48 Abs. 1 BörsG ist eine derartige Regelung völlig verfehlt, da dieser im Rahmen der

börsenrechtlichen Marktorganisation keine Wertpapiergeschäfte abschließt. Geschäftsabschlüsse erfolgen ausschließlich durch die Handelsteilnehmer (einschließlich der Skontroführer und ggf. Clearinghäuser und zentraler Kontrahenten). Eine Verbindlichkeit des Freiverkehrsträgers „aus Wertpapiergeschäften“ ist daher undenkbar.

Die fehlerhafte Qualifikation des Freiverkehrsträgers als „*Institut*“ führt dazu, dass ausweislich des angegebenen voraussichtlichen Erfüllungsaufwandes der Wirtschaft mit einem wiederkehrenden Aufwand von EUR 479.908,64 für die Ermittlung der Beitragshöhe und Beitragszahlungen der betroffenen acht Börsenträger gerechnet wird (hier wird eine Zugehörigkeit zur EdW unterstellt, da die Ermittlung der Beitragshöhe gemäß der EdW-Beitragsordnung erfolgte, vgl. Seite 180 des Entwurfs). Dies könnte bei kleineren Börsenträgern zu einer völlig unverhältnismäßigen Kostenbelastung führen, die sachlich nicht gerechtfertigt ist.

Soweit ausweislich der Entwurfsbegründung auf Art. 5 Abs. 2 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) Bezug genommen wird, geht dies von falschen Annahmen aus. Die in den Artikel 5 ff. MiFID enthaltenen Regelungen beziehen sich u.a. auf die Zulassung des Betriebs Multilateraler Handelssysteme (MTF) durch Wertpapierfirmen. Nach Art. 14 Abs. 1 MiFID II wird dabei überprüft, „*ob eine Rechtspersönlichkeit, die einen Antrag auf Zulassung als Wertpapierfirma gestellt hat*“, die Anforderungen der Richtlinie 97/9/EG erfüllt, spricht einem Anlegerentschädigungssystem angehört.

Die Verpflichtung zur Zugehörigkeit zu einer Anlegerentschädigungseinrichtung ist demnach an das Vorliegen eines Antrags auf Zulassung als Wertpapierfirma gebunden und erst zu dem Zeitpunkt nachzuweisen, zu dem die Zulassung erteilt wird. Da Marktbetreiber gemäß Artikel 5 Absatz 2 der Richtlinie 2014/65/EU von der Zulassungspflicht gerade ausgenommen werden sollen, benötigen diese keinen Zulassungsantrag und müssen sich dementsprechend auch keiner Anlegerentschädigungseinrichtung anschließen, um die Einhaltung der Vorschriften des Titel II, Kapitel I der Richtlinie 2014/65/EU zu erfüllen.

Der seit Jahrzehnten bestehende Freiverkehr an den Börsen in Deutschland unterliegt bereits seit der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID I) dem Bestandsschutz, die Durchführung eines erneuten Zulassungsverfahrens infolge der MiFID II ist nicht erforderlich. Im übrigen ist durch den europäischen Gesetzgeber lediglich die „*Überprüfung*“ der Zugehörigkeit zu einem Anlegerentschädigungssystem, nicht die originäre Begründung der Zwangszugehörigkeit zu einem derartigen System auf Ebene der Mitgliedsstaaten statuiert.

Uns ist auch nicht bekannt, dass im Rahmen des langwierigen Verhandlungsprozesses zur MiFID-Novellierung auch nur von einer der an den Verhandlungen beteiligten Institutionen die Auffassung vertreten worden wäre, dass Börsenbetreiber verpflichtet werden sollen einer Anlegerentschädigungseinrichtung anzugehören. Zwar ist in Artikel 5 Absatz 2 der Richtlinie 2014/65/EU der in Artikel 5 Absatz 2 der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID I) enthaltene Zusatz „mit Ausnahme der Artikel 11 und 15“ gestrichen worden, der Hinweis hatte jedoch auch bisher lediglich klarstellende Funktion.

Vor diesem Hintergrund sollte durch den nationalen Gesetzgeber an dieser Stelle jedenfalls kein Gold Plating betrieben werden.

Entsprechend wird vorgeschlagen, § 3 Abs. 4 WpHG Entw. ersatzlos zu streichen.

3. Zu § 26b BörsG Entw. – Market Maker (Artikel 3 Nr. 21)

Gemäß Artikel 3 Nr. 21 sollen nach § 26a dann folgende §§ 26b und 26c eingefügt werden. Im Hinblick auf die Systematik wird darauf hingewiesen, dass es einen § 26b in der aktuellen Fassung des BörsG bereits gibt. Dieser enthält eine Regelung zur Mindestpreisänderungsgröße.

§ 26b Absatz 1 BörsG Entw. enthält einen Verweis auf § 69 Absatz 1d des Wertpapierhandelsgesetzes. § 69 WpHG Entw. enthält indes keinen Absatz 1d. Der Verweis geht insofern ins Leere.

In § 26b Absatz 2 Satz 2 BörsG Entw. wird eine Ausnahme zu der Verpflichtung der Börse in Satz 1, ein Market-Making-System zu errichten, wie folgt statuiert:

Dies gilt nicht, soweit eine solche Anforderung der Art und dem Umfang der Handelstätigkeit nach an der jeweiligen Börse unangemessen ist.

Umgesetzt werden soll mit dieser Formulierung der Anwendungsvorbehalt des Artikel 48 Absatz 2b dritter Halbsatz der Richtlinie 2014/65/EU, der im englischen Ausgangstext *„where such a requirement is appropriate to the nature and scale of the trading on that regulated market“* lautet.

Die Übersetzung von *„trading“* in diesem Kontext mit „Handelstätigkeit“ anstatt mit „Handel“ erscheint vor folgendem Hintergrund zumindest unglücklich: Die englische Ausgangsformulierung *„nature of trading“* stellt ersichtlich auf die rechtlichen und technischen Rahmenbedingungen des Handels und damit auf das verwendete Marktmodell ab. Der verwendete Terminus „Art der Handelstätigkeit“ könnte lediglich als beobachtbares Verhalten von Marktteilnehmern

ausgelegt werden. Letzteres ist jedoch nicht gemeint. Diese Auffassung wird gestützt durch die zur weiteren Konkretisierung des Artikel 48 Absatz 2b der Richtlinie 2014/65/EU jüngst von der ESMA vorgelegten Regulatory Technical Standards, hier RTS 8, Artikel 5:

„Trading venues shall not be required to have market making schemes in place except for any of the following classes of financial instruments traded through a continuous auction orderbook trading system...

For the purpose of paragraph 1, a continuous auction order book trading system is a system that by means of an order book and a trading algorithm operated without human intervention matches sell orders with buy orders on the basis of the best available price on a continuous basis.”

Dieser RTS 8 stellt in der Frage der Auslegung des Anwendungsvorbehalts gleichfalls klar auf das verwendete Marktmodell ab. Insofern sollte die Formulierung „Art und Umfang der Handelstätigkeit“ durch „Art und Umfang des Handels“ ersetzt werden.

Als ebenso unglücklich wird die Verwendung des Terminus „unangemessen“ in diesem Anwendungsvorbehalt angesehen. Durch die Verwendung des Wortes „unangemessen“ könnte der Eindruck erweckt werden, dass die Bereichsausnahme nur bei überzogenen Anforderungen greifen soll, was jedoch nicht intendiert ist. Vorgeschlagen wird die Verwendung des Wortes „sachgerecht“ anstelle von „unangemessen“, da diese Übersetzung von „appropriate“ in dem beschriebenen Kontext vom Sinngehalt her näher kommt.

Hinsichtlich der Formulierung von § 26b Absatz 2 Satz 1 BörsG Entw. schließen wir uns der Argumentation und dem Formulierungsvorschlag in der Stellungnahme des Bundesverbandes der Wertpapierfirmen e.V. an und schlagen vor, § 26b Absatz 2 BörsG Entw. wie folgt zu fassen:

„Die Börse schafft Voraussetzungen um sicher zu stellen, dass eine ausreichende Zahl an Wertpapierdienstleistungsunternehmen sich durch den Abschluss von Market-Making-Vereinbarungen verpflichten, feste und wettbewerbsfähige Preise zu stellen, wodurch dem Markt in stetiger und verlässlicher Weise Liquidität zugeführt wird („Market-Making-System“). Dies gilt nicht, soweit eine solche Anforderung nach Art und Umfang des Handels an der jeweiligen Börse nicht sachgerecht ist.“

Wir bitten Sie, unsere Anmerkungen und Formulierungsvorschläge im Rahmen des weiteren Gesetzgebungsverfahrens zu berücksichtigen. Für etwaige Rückfragen und Abstimmungen stehen wir Ihnen jederzeit gern zur Verfügung.

Mit freundlichem Gruß

gez
Dr. Thomas Ledermann

gez
Dr. Sandra Reich