

Börse Berlin • Fasanenstraße 85 • 10623 Berlin • Germany

Per e-mail an [VIIB5@bmf.bund.de](mailto:VIIB5@bmf.bund.de)

██████████ ██████████ ██████████ ██████████  
Bundesministerium der Finanzen  
Referat VII B 5  
Wilhelmstraße 97  
10117 Berlin

Anstalt des öffentlichen Rechts  
Fasanenstraße 85  
10623 Berlin  
Telefon +49 (0)30 31 10 91-0  
Telefax +49 (0)30 31 10 91-78  
[www.boerse-berlin.de](http://www.boerse-berlin.de)  
[info@boerse-berlin.de](mailto:info@boerse-berlin.de)

Telefon Durchwahl 23  
Telefax Durchwahl 78  
Datum 13. November 2015  
E-Mail [friederike.vonhofe@boerse-berlin.de](mailto:friederike.vonhofe@boerse-berlin.de)

**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,

die Börse Berlin bedankt sich für die Möglichkeit, zum Finanzmarktnovellierungsgesetz (FiMaNoG) Stellung nehmen zu können.

Wir begrüßen, dass der Referentenentwurf sich so nah wie möglich an die europäischen Texte von MiFIR und MiFID II hält.

Allerdings sind die deutschen Übersetzungen dieser Regularien an einigen Stellen unpräzise. Unser Anliegen wäre es daher, diese Ungenauigkeiten der Übersetzung im Rahmen des FiMaNoG soweit wie möglich zu beheben.

Ferner haben wir beobachtet, dass an einigen Stellen auf die Umsetzungsverordnungen verwiesen wird, an anderen nicht. Wir bitten darum, einheitlich auf die zurzeit lediglich als Draft RTS vorliegenden Verordnungen zu verweisen.

Unsere Anmerkungen zu Artikel 3 im Einzelnen:

Zu Nr. 1. c)

Das Börsengesetz kennt bereits einen § 26 b mit dem Titel „Mindestpreisänderungsgröße“. Entweder ist dieser zu ändern in „§ 26 b Market Maker“, oder der bisherige § 26 b bleibt erhalten, dann wären „§ 26 c Market Maker“ und „§ 26 d Algorithmische Handelssystem und elektronischer Handel“ anzufügen.

Zu Nr. 3, dort Abs. 4a

§ 1 Abs. 1 S. 2 legt als Anwendungsbereich auch den Betrieb von multilateralen Handelssystemen und organisierten Handelsplätzen durch Börsenträger fest. § 2 Abs. 4a definiert Handelsplätze als Börsen, multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelssysteme. Zum einen sollte für „organised Trading Facility“ ein einheitlicher deutscher Begriff verwendet werden, wobei „organisierte Handelssysteme“ vorzuziehen ist.

Zum anderen ist als Abgrenzung zu organisierten und multilateralen Handelssystemen der regulierte Markt zu nennen. Die Börse ist die öffentliche rechtliche Organisationseinheit.

Zu Nr. 4 a)

Die Bezugnahme auf § 33 Abs. 1 a Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes lässt die veränderte Paragraphen-Folge im Wertpapierhandelsgesetz außer Acht.. Richtig muss es heißen „§ 68 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes“.

Zu 8. c), zugleich Anmerkung zu Artikel 1 Nr. 3. q), dort Abs. 32

Der neu eingefügte § 5 Abs. 7 BörsG ist nicht aussagekräftig. Natürlich werden an einer Börse sich deckende Kundenaufträge zusammengeführt.

Die missverständliche Formulierung geht auf einen Übersetzungsfehler bereits auf Ebene des Level-1-Textes zurück. Die Übersetzung von „Matched Principal Trading“ in Art. 4 Abs. (38) der MiFID II als „Zusammenführung sich deckender Aufträge“ lässt den Aspekt des Handels für eigenen Rechnung völlig außer Acht, der durch das Wort „Prinicipal“ im Englischen Text zum Ausdruck kommt. „Matched Principal“ oder auch „Riskless Principal“ meint Geschäfte, die ein Finanzdienstleister als Eigenhandel tätigt, weil er die hierbei eingegangene Position gleich wieder gegenüber einem Kunden auflösen kann. Der Finanzdienstleister kauft ein Wertpapier als Eigenhandel, weil er es gleich wieder einem Kunden verkaufen kann. Er geht kein Risiko ein.

Da „Matched Principal Trading“ Eigenhandel ist, tritt der Finanzdienstleister nicht als Vermittler auf. Er handelt in eigenem Namen und für eigene Rechnung.

Wir schlagen daher vor, die Definition im § 2 Abs. 32 Wertpapierhandelsgesetz wie folgt zu ändern:

(32) Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge im Sinne dieses Gesetzes ist ein Geschäft, bei dem ~~der betreffende Vermittler~~ ein Eigenhändler zwischen Käufer und Verkäufer in einer Weise zwischengeschaltet ist, dass er während der gesamten Ausführung des Geschäfts zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt ist, und bei dem beide Vorgänge gleichzeitig ausgeführt werden und das Geschäft zu einem Preis abgeschlossen wird, bei dem der ~~Vermittler~~ Eigenhändler abgesehen von einer vorab offengelegten Provision, Gebühr oder sonstigen Vergütung weder Gewinn noch Verlust macht (Matched Principal Trading).

Darauf aufbauend schlagen wir ferner vor, § 5 Abs. 7 Börsengesetz wie folgt zu formulieren:

(7) Dem Börsenträger ist die Ausführung von Kundenaufträgen unter Einsatz seines Eigenkapitals oder die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge im Sinne von § 2 Abs. 32 des Wertpapierhandelsgesetzes an der von ihm betriebenen Börse untersagt.

Zu 20.

Anscheinend wurde übersehen, dass das Börsengesetz einen § 26 a „Order-Transaktions-Verhältnis“ enthält. Wenn dieser gelöscht werden soll, ist eine entsprechende Formulierung aufzunehmen.

Die im Referentenentwurf unter Nr. 20 vorgeschlagene Änderung bezieht sich auf die Mindestpreisänderungsgröße. Diese ist im heutigen § 26 b geregelt.

Ferner wird es auch zur Mindestpreisänderungsgröße eine Umsetzungsverordnung auf EU-Ebene geben. Ein Verweis auf diese sollte in § 26 b aufgenommen werden.

Zu 21.

Die fehlerhafte Nummerierung der Paragraphen 26 a ff. setzt sich fort. Entweder ist der bisherige § 26 a Oder-Transaktions-Verhältnis aufzuheben und die Nummerierung des folgenden Paragraphen 26 b anzupassen, um sodann „§ 26 b Market Maker“ und „§ 26 c Algorithmische Handelssystem und elektronischer Handel“ einzufügen. Oder die bisherigen Paragraphen bleiben bestehen und die neuen Paragraphen erhalten die Angaben „§ 26 c Market Maker“ und „§ 26 d Algorithmische Handelssystem und elektronischer Handel“.

Ferner weisen wir darauf hin, dass Börsen in Deutschland teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts sind und als solche keine Verträge schließen. Die Handlungsform der Börsen ist der Verwaltungsakt.

Der Referentenentwurf sieht vor, dass „die Börse [...] über schriftliche Verträge mit allen Wertpapierdienstleistungsunternehmen verfügen [muss]“. Entweder sollte hier ein Hinweis aufgenommen werden, dass ein öffentlich-rechtlicher Vertrag geschlossen werden soll. Oder die Formulierung ist dahin zu ändern, dass die Börse Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die eine Market Making Strategie verfolgen, anweist. Dies würde dann in Form des Verwaltungsaktes geschehen. Dem steht u. E. der Begriff „Agreement“ in Art. 48 MiFID II nicht entgegen, der letztlich eine rechtliche Bindung der betroffenen Handelsteilnehmer erreichen möchte, die bei einem Verwaltungsakt viel größer ist als bei einem Vertrag.

Als Anstalt des öffentlichen Rechts hat die Börse Zugriff nur auf die bei ihr als Handelsteilnehmer zugelassenen Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Soll der Zugriff sich auch auf mittelbare Handelsteilnehmer iSv § 3 Abs. 4 S. 1 BörsG erstrecken, muss dies erwähnt werden.

Auch hier gilt zudem der Hinweis, dass es eine Umsetzungsverordnung auf EU-Ebene geben wird. Auf diese sollte verwiesen werden.

Zu 23.

Der Entwurf berücksichtigt die vom Bundestag am 01. Oktober 2015 beschlossene Änderung des § 39 nicht. Er ist daher entsprechend anzupassen.

Zudem möchten wir eine Änderung des neuen § 39 anregen, da die neue Regelung die Frage nach der Widerspruchs- und Klagebefugnis von Anlegern nicht klärt und zudem neue Fragen aufwirft.

Statt den „Anlegerschutz“ des Satzes 2 zu definieren, ist nun eingefügt: „Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und übernahmegesetzes ist ein Widerspruch nur zulässig, wenn“ Nr. 1 [verkürzt] ein Übernahmeangebot nach WpÜG unterbreitet wurde oder Nr. 2. [ebenfalls verkürzt] weiterhin Handel an einer andere Börse stattfindet.“

Börsen, die diese Regelung anzuwenden haben, fragen sich, wie dieses „ist nur zulässig“ rechtlich zu behandeln ist. Das Widerrufsverfahren ist ein Verwaltungsverfahren. In diesem

werden die Zulässigkeit eines Antrags und seine Begründetheit geprüft. Dem Wortlaut der neuen Regelung folgend wären die neu definierten Bedingungen als besondere „Sachurteilsvoraussetzungen“ im Rahmen der Zulässigkeit prüfen. In der Folge wäre die Einhaltung des Anlegerschutzes in der Begründetheit zu prüfen. Dabei ist nachwievornicht geklärt, was der Anlegerschutz beinhalten soll. Diese Frage hat sich u. E. sogar noch verschärft, weil ein Übernahmeangebot nach dieser Lesart besondere Sachurteilsvoraussetzung ist. Was bleibt dann noch für den Anlegerschutz?

Weiterhin ungeklärt bleibt auch die Frage nach der Klagebefugnis von Aktionären. Dieser Punkt ist bisher schon höchst umstritten und wird durch die neue Regelung nicht einer Klärung zugeführt.

Schließlich enthält der neue Abs. 5 (der bisherige Abs. 2 S. 3 bis 5) nach wie vor die Bestimmung, dass in der Börsenordnung nähere Bestimmungen über den Widerruf zu treffen sind. Das hat zur Folge, dass das Delisting auch nach wie vor nicht einheitlich geregelt wird.

Wir schlagen daher vor, § 39 Abs. 2 in der Fassung vom 01. Oktober 2015 wie folgt zu ändern:

~~„(2) Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf nur zulässig, wenn~~

1. bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde oder
2. die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind
  - a) an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder
  - b) in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 oder Nummer 2 entsprechende Voraussetzungen gelten.“

Abs. 5 kann gestrichen werden, § 39 regelt den Widerruf abschließend.

Es schließt sich die Frage an, welche Erwägungen die Geschäftsführung im Rahmen ihrer Ermessensentscheidung überhaupt berücksichtigen darf. Es könnte daher angebracht sein, den Widerruf, ebenso wie die Zulassung, als gebundene Entscheidung auszugestalten.

Ferner möchten wir zu Artikel 1 Nr. 4 c), dort Abs. 4 Folgendes anmerken:

Nach unserem Verständnis soll durch diese Regelung ein Börsenträger, der außer dem Betrieb des Freiverkehrs als multilaterales Handelssystem keine Wertpapierdienstleistungen erbringt und aufgrund der Ausnahmeregelung in § 3 Abs. 1 Nr. 13 WphG des Referentenentwurfs 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 Abs. 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). Eine Verbindlichkeit des Freiverkehrsträgers „aus Wertpapiergeschäften“ ist daher undenkbar.

Verschärft wird die fehlerhafte Qualifikation des Freiverkehrsträgers als „*Institut*“ dadurch, 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. Diese könnte bei kleineren Börsenträgern zu einer völlig unverhältnismäßigen Kostenbelastung führen, die sachlich nicht gerechtfertigt ist und den Börsenbetrieb im Kontext des kontinuierlich steigenden regulatorischen Gesamtaufwands und sinkender Erlöse gefährdet.

Soweit ausweislich der Entwurfsbegründung auf Art. 5 Abs. 2 Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) Bezug genommen wird, geht dies von falschen Annahmen aus. Die in den Art. 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. 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. Dabei ist der Normzweck zu berücksichtigen. Die Aufgabe der Börse und des Freiverkehrsträgers ist die Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Handels (vgl. §§ 3 Abs. 5 Nr. 2, 3 Abs. 10, 5 Abs. 4 Nr. 1, 5 Abs. 5, 7 Abs. 4, 22 Abs. 2 S. 1, 23 Abs. 2, 24 Abs. 2a, 25 Abs. 1 Nr. 2, 26a S. 1, 33 Abs. 2 S. 2, 34, 39 Abs. 1, 41 Abs. 2, 42 Abs. 1 und 48 Abs. 2 BörsG) und des **Anlegerschutzes** (vgl. § 39 Abs. 2 BörsG). **Anlegerentschädigung** ist bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen dagegen Aufgabe der Handelsteilnehmer, zumal nur diese, nicht aber der Marktbetreiber, eine vertragliche Beziehung zum Endanleger unterhalten. Diese Form des im Entwurf geplanten „gold platings“ ist sachlich nicht zu rechtfertigen.

§ 3 Abs. 4 WphG des Referentenentwurfs ist daher ersatzlos zu streichen.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Jörg Walter

Friederike von Hofe