

Börse Düsseldorf · Postfach 10 42 62 · D-40033 Düsseldorf

Bundesministerium der Finanzen
Referat VII B 5
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

Vorstand

Telefon (0211) 13 89 - 243
Telefax (0211) 13 78 - 222

Email
dierkes@boerse-duesseldorf.de

Per Email an VIIB5@bmf.bund.de
[REDACTED]

13.11.2015

**Referentenentwurf für ein Finanzmarktnovellierungsgesetz
Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer
Rechtsakte (Finanzmarktnovellierungsgesetz - FimanoG)
GZ: VII B 5 - WK 6100/15/10001 :005
DOK: 2015/0910390
Ihre Email vom 16.10.2015**

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir nehmen Bezug auf Ihre Email vom 16.10.2015 und danken für die Möglichkeit zur
Stellungnahme zum Finanzmarktnovellierungsgesetz. Zum Referentenentwurf nehmen wir
als Trägerin der Börse Düsseldorf wie folgt Stellung:

1. § 2 Abs. 9 WpHGE (Referentenentwurf S. 18)

In § 2 Abs. 9 WpHGE sollte folgender Satz 2 eingefügt werden:

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

Begründung:

An die Legaldefinition des „Organisierten Marktes“ im derzeitigen § 2 Abs. 5 des Wert-
papierhandelsgesetzes - „WpHG“ (neu: § 2 Abs. 9 WpHGE) 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 bilanzierungs-
rechtliche 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 FimanoG werden für Emittenten, deren Wertpapiere mit Zustimmung des Emittenten im 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.

Mit der vorgeschlagenen Ergänzung soll klargestellt werden, dass Emittenten mit einem Primärlisting im Freiverkehr keinen Konzernabschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards gemäß § 315 a Abs. 2 HGB aufzustellen haben. Eine derartige Verpflichtung würde den Erleichterungen erfolgreicher qualifizierter Freiverkehrsegmente für kleinere und mittlere Emittenten wie dem Primärmarkt (Börse Düsseldorf), m:access (Börse München) oder Entry Standard (Börse Frankfurt) 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, wie ggf. aus § 48 Abs. 3 Satz 2 des Börsengesetzes (BörsG) in der Fassung des Referentenentwurfs entnommen werden kann („Der Freiverkehr ist ein multilaterales Handelssystem“).

2. § 3 Absatz 4 WpHGE (Referentenentwurf S. 27)

§ 3 Abs. 4 WpHGE ist ersatzlos zu streichen.

Begründung:

Nach unserem Verständnis soll durch diese Regelung ein Börsenträger, der außer dem Betrieb des Freiverkehrs als multilaterales Handelssystem keine Wertpapierdienstleistung erbringt und aufgrund der Ausnahmeregelung in § 3 Abs. 1 Nr. 13 WpHGE 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 Skontoführer und ggf. Clearinghäuser und zentraler Kontrahenten). 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 (Referentenentwurf S. 180). Mit Blick drarauf, dass Börsen und Marktbetreiber wie ausführlich dargelegt aufgrund ihrer Geschäftsstruktur gar keine Entschädigungsfälle auslösen können, ist die regulatorische Verankerung eines solchen wiederkehrenden Aufwandes ebenso unbillig wie unangemessen.

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. Artikel 5 Absatz 2 der Richtlinie 2014/65/EU normiert eine Ausnahme von der Zulassungspflicht des Artikels 5 Absatz 1 der Richtlinie 2014/65/EU für Marktbetreiber, die ein MTF oder OTF betreiben. Zwar wird die hierzu dann erforderliche Genehmigung nur unter dem Vorbehalt erteilt, dass der Marktbetreiber auch ohne Zulassung die Vorschriften des Titel II, Kapitel I der Richtlinie 2014/65/EU erfüllt, hieraus ergibt sich jedoch nicht, dass sich der Marktbetreiber in Folge dessen einer Anlegerentschädigungseinrichtung anzuschließen hätte.

Nach dem zu Titel II, Kapitel I gehörenden Artikel 14 Absatz 1 der Richtlinie 2014/65/EU, hat die Zuständige Behörde zu prüfen, ob eine Rechtspersönlichkeit, welche einen Antrag auf Zulassung als Wertpapierfirma gestellt hat, zum Zeitpunkt der Zulassung die Voraussetzungen der Richtlinie 97/9/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 3. März 1997 über Systeme für die Entschädigung der Anleger erfüllt.

Die Prüfung der 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 auch keinen Zulassungsantrag, welcher verfahrenstechnisch erst die Prüfungspflicht der zuständigen Behörde nach sich ziehen würde. Da eine solche Prüfungspflicht in Ermangelung eines Zulassungsantrags jedoch nie ausgelöst wird, können Marktbetreiber, welche ein MTF oder OTF betreiben wollen, die Genehmigungsvoraussetzung der Vorschriften des Titel II, Kapitel I der Richtlinie 2014/65/EU erfüllen, ohne dass sich hieraus die Verpflichtung zum Anschluss an eine Anlegerentschädigungsrichtlinie ergäbe.

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 auch bisher lediglich klarstellende Funktion.

Nach alledem ist § 3 Absatz 4 WpHGE ersatzlos zu streichen.

3. § 26b BörsGE (Referentenentwurf S. 150)

Wir schlagen vor, § 26b Absatz 2 BörsGE 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.“

Begründung:

Soweit in Nummer 21 zur redaktionellen Systematik darauf hingewiesen wird, dass § 26b BörsGE nach § 26a in den Gesetzestext eingefügt werde, ist zunächst darauf hinzuweisen, dass ein § 26b BörsG bereits besteht und aktuell Vorschriften zur Mindestpreisänderungsgröße enthält. Ein weiterer redaktioneller Hinweis betrifft den Verweis auf § 69 Absatz 1d WpHG in § 26b Absatz 1 BörsGE; hierbei handelt es sich offenbar ebenfalls um ein Versehen, da § 69 WpHGE Vorschriften im Hinblick auf Geschäftsleiter enthält. Möglicher Weise ist an Stelle dessen § 68 Absatz 5 WpHGE gemeint gewesen.

§ 26b BörsGE setzt Artikel 48 Absatz 2 und 3 der Richtlinie 2014/65/EU um. Es handelt sich dabei um Vorschriften, die von den Betreibern von Handelsplätzen zu erfüllen sind, soweit auf diesen Wertpapierdienstleistungsunternehmen algorithmischen Handel im Sinne des Artikel 4 Absatz 1 Nummer 39 der Richtlinie 2014/65/EU zum Zweck der Verfolgung einer „Market-Making-Strategie“ im Sinne des Artikel 17 Absatz 3 und 4 der Richtlinie 2014/65/EU betreiben.

Dabei wollte der Richtlinienggeber mit Artikel 17 Absatz 3 und 4 der Richtlinie 2014/65/EU zukünftige Mindeststandards für solche Wertpapierdienstleistungsunternehmen festlegen, die sich mit Hilfe algorithmischer Handelstechnologie de facto wie Market-Maker verhalten, obgleich sie hierzu vom Betreiber des jeweiligen Handelsplatzes nicht mandatiert wurden

(im Markt-Jargon daher häufig auch als sog. „Shadow-Market-Maker“ bezeichnet) und entsprechend bisher auch keinerlei Verpflichtungen im Hinblick auf eine stetige und verlässliche Bereitstellung von Liquidität unterliegen.

Mit den zu Artikel 17 Absatz 3 und 4 der Richtlinie 2014/65/EU komplementären Regelungen des Artikel 48 Absatz 2 und 3 der Richtlinie 2014/65/EU werden die Betreiber von Handelssystemen daher gerade nicht verpflichtet ein Set von Regeln und Anreizen zur Normierung des Market-Makings im Allgemeinen, sondern lediglich im Hinblick auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu implementieren, welche die spezifischen Voraussetzungen des Artikel 17 Absatz 3 und 4 der Richtlinie 2014/65/EU erfüllen.

Da die Tatbestandsvoraussetzungen des Artikel 17 Absatz 3 und 4 der Richtlinie 2014/65/EU weder mit der Allgemeindefinition des „Market-Maker“ in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU (und damit auch nicht mit § 2 Absatz 6 Satz 1 Nummer 2 Buchstabe a WpHGE und § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 4 Buchstabe a KWGE) noch – worauf Erwägungsgrund 60 der Richtlinie 2014/65/EU ausdrücklich hinweist – mit der „Market-Making-Tätigkeit“ gemäß Artikel 1 Absatz 2 k Verordnung (EU) No 236/2012 (EU-Leerverkaufsverordnung) übereinstimmen, erscheint es insoweit verfehlt und irreführend, § 26b BörsGE unter die Überschrift „Market Maker“ zu stellen. Im Gleichklang mit den Begrifflichkeiten der Richtlinie sollte die Überschrift daher besser „Market-Making-Vereinbarungen und –Systeme“ heißen. Klarstellend sollte zudem analog zu § 26b Absatz 2 BörsGE in § 26b Absatz 1 BörsGE nach „verfolgen“ ein Klammerzusatz „(Market-Making-Vereinbarung)“ eingefügt werden.

§ 26b Absatz 2 Satz 1 BörsGE orientiert sich eng am Wortlaut der deutschen Textfassung des Artikel 48 Absatz 2 b der Richtlinie 2014/65/EU. Leider weist die deutsche Übersetzung des englischen Ausgangstextes an dieser Stelle jedoch nicht nur deutliche stilistische, sondern auch semantische Schwächen auf. So erscheint die Formulierung, dass „feste Kurse zu wettbewerbsfähigen Preisen abgegeben“ werden, sperrig und gestelzt. Noch gravierender ist jedoch der Umstand, dass in der deutschen Übersetzung der Bezug verloren gegangen ist, dass Wertpapierhandelsunternehmen erst durch den Abschluss einer entsprechenden Vereinbarung überhaupt zum Stellen fester und wettbewerbsfähiger Preise bzw. Preisofferten verpflichtet werden.

Weiterhin wird mit § 26b Absatz 2 Satz 2 BörsGE der Anwendungsvorbehalt des Artikel 48 Absatz 2 b dritter Halbsatz der Richtlinie 2014/65/EU in hiesiges Recht überführt. Der Anwendungsvorbehalt, der im englischen Ausgangstext „where such a requirement is appropriate to the nature and scale of the trading on that regulated market“ lautet, macht erneut deutlich, dass es sich bei den Vorschriften des Artikel 48 Absatz 2 b der Richtlinie 2014/65/EU gerade nicht um eine generelle Regulierung des Market-Making handelt.

Im Textentwurf des § 26b Absatz 2 Satz 2 BörsGE findet sich der Anwendungsvorbehalt zu einer Bereichsausnahme: „Dies gilt nicht, soweit eine solche Anforderung der Art und dem Umfang der Handelstätigkeit nach an der jeweiligen Börse unangemessen ist.“ Eine

solche redaktionelle Entscheidung wäre für sich genommen unproblematisch, jedoch besteht aufgrund der erneuten engen Anlehnung an die wiederum wenig gelungene deutsche Textfassung der Richtlinie die Gefahr, dass der Blick auf die ursprüngliche Intention des Richtliniengabers verstellt wird.

Zumindest unglücklich erscheint der deutsche Richtlinientext auch insofern, als „trading“ mit „Handelstätigkeit“ anstatt (analog zu „Handelsplatz“ und „trading venue“) mit „Handel“ übersetzt wird. Dabei stellt die englische Ausgangsformulierung „nature of trading“ erkennbar auf die Gesamtheit der rechtlichen und technischen Rahmenbedingungen des Handels – und damit letztendlich auf das verwendete Marktmodell – ab und nicht, wie „Art der Handelstätigkeit“ nahelegen könnte, lediglich auf das beobachtbare Verhalten von Marktteilnehmern. – Eine Auffassung, die im Übrigen umfänglich auch durch den zur weiteren Konkretisierung des Artikel 48 Absatz 2 b der Richtlinie 2014/65/EU vor kurzem von ESMA vorgelegten finalen Entwurf des technischen Regulierungsstandards 8 (vgl. ESMA/ 2015/1464 i.V.m. ESMA/2015/1464 Annex I) gestützt wird, welcher in der Frage der Auslegung des Anwendungsvorbehalts ebenfalls klar auf das verwendete Marktmodell abstellt.

Durch die Umsetzung im Zuge einer Bereichsausnahme wird aus dem „angemessen“ des Richtlinientextes zudem ein „unangemessen“. Aufgrund der Konnotation von „unangemessen“ könnte insofern der Eindruck entstehen, dass die Bereichsausnahme dann greifen soll, wenn die Anforderungen überzogen hoch, mithin zu streng sind. Seitens des Richtliniengabers gemeint gewesen sein dürfte hingegen ein Verständnis von „appropriate“ im Sinne von „sachgerecht“ im Lichte des Regelungsziels einer „stetigen und verlässlichen“ (was dem „regular and predictable“ besser entsprechen dürfte als „regelmäßig und vorhersehbar“) Liquiditätsversorgung.

Wie bereits zuvor dargestellt, zielt Artikel 48 Absatz 2 und 3 der Richtlinie 2014/65/EU zusammen mit den insofern komplementären Vorschriften des Artikels 17 Absatz 3 und 4 der Richtlinie 2014/65/EU auf das Schließen einer Regulierungslücke bzw. auf die (Mindest)regulierung eines bisherigen „Graubereichs“ ab. Keinesfalls sollten hierdurch etablierte und hinsichtlich des Ziels einer stetigen und verlässlichen Liquiditätsversorgung bewährte Marktformen beeinträchtigt oder gar in Frage gestellt werden.

Diese Erwägungen führen in Summe zu dem vorstehenden Änderungsvorschlag.

Soweit § 26b BörsGE lediglich Börsen als Normadressaten benennt, ist zunächst darauf hinzuweisen, dass die Vorschriften des Artikel 48 Absatz 2 und 3 der Richtlinie 2014/65/EU nicht nur von regulierten Märkten/Börsen, sondern aufgrund des Verweises in Artikel 18 Absatz 5 der Richtlinie 2014/65/EU auch von den Betreiber eines MTF oder eines OTF einzuhalten sind. Wir schlagen daher vor, in § 63 Absatz 2 WpHG den Verweis aufzunehmen, dass § 26b BörsGE für Betreiber von MTFs und OTFs entsprechend gilt.

Hinzu kommt Folgendes: Soweit der Entwurf vorsieht, dass „die Börse [...] über schriftliche Verträge mit allen Wertpapierdienstleistungsunternehmen verfügen [muss]“, ist anzumerken, dass die Börsen in Deutschland teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts sind und als solche normalerweise keine Verträge schließen. Die gewöhnliche Handlungsform der Börsen ist vielmehr der Verwaltungsakt. Die Börse müsste also das Wertpapierdienstleistungsunternehmen per Verwaltungsakt anweisen, die zu nennenden Verpflichtungen einzuhalten. Dem steht unseres Erachtens der Begriff „Agreement“ in Artikel 48 der Richtlinie 2014/65/EU nicht entgegen, der ja letztlich eine rechtliche Bindung der betroffenen Handelsteilnehmer erreichen möchte, die bei einem Verwaltungsakt viel größer ist als bei einem Vertrag. Sollte doch – sofern es sich bei dem betreffenden Marktbetreiber um eine Börse handelt – der öffentlich-rechtliche Vertrag gewollt sein, gehört eine entsprechende Klarstellung in § 26 b.

Wir bitten darum, die vorstehenden Anmerkungen und Formulierungsvorschläge im Rahmen des weiteren Gesetzgebungsverfahrens zu berücksichtigen. Für etwaige Fragen und Abstimmungen stehen wir Ihnen jederzeit gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in blue ink, appearing to be "Dirk Elberskirch".

Dirk Elberskirch

A handwritten signature in blue ink, appearing to be "Thomas Dierkes".

Thomas Dierkes