

Boerse Stuttgart GmbH | Postfach 10 06 43 | 70005 Stuttgart

Per E-Mail
Bundesministerium der Finanzen

Boerse Stuttgart GmbH
Dr. Christoph Boschan v. d. Bussche
Tel +49 711 222 985-510
christoph.boschan@boerse-stuttgart.de

Stuttgart, 13. November 2015

**Stellungnahme der Börse Stuttgart zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur
Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte
(Finanzmarktnovellierungsgesetz)**


sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für die Gelegenheit, zu den im Referentenentwurf vorgeschlagenen Regelungen zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Finanzmarktnovellierungsgesetz) Stellung nehmen zu dürfen. Die Börse Stuttgart begrüßt es, dass sich der Referentenentwurf weitgehend auf die Umsetzung der europäischen Vorgaben beschränkt. Die Umsetzung der umfangreichen europäischen Vorgaben stellt alle Finanzmarktakteure ohnehin vor immense Herausforderungen. Der im Entwurf skizzierte Erfüllungsaufwand spiegelt nicht ansatzweise die Kosten wider, die für die Umsetzung der vorgeschlagenen Regelungen entstehen werden. Vor diesem Hintergrund ist der Vorschlag des BMF, auf weitergehende Anforderungen zu verzichten, sehr zu begrüßen.

Darüber hinaus führt der Verordnungserlass des europäischen Gesetzgebers zu einem zunehmenden Entzug von Umsetzungsspielräumen auf nationaler Ebene. Dies ist aus unserer Sicht überaus bedenklich. Die durch den europäischen Gesetzgeber intendierte Vollharmonisierung zur Verhinderung divergierender nationaler Anforderungen ist zwar vom Grundsatz her zu begrüßen, der Raum zur Berücksichtigung von bereits bestehenden anlegerschützenden und effizienten Marktordnungen darf dabei nicht verloren gehen. Es gilt daher einen ausgewogenen Weg für alle Beteiligten zu finden.

Darüber hinaus möchten wir darauf hinweisen, dass die europäische Finanzaufsichtsbehörde European Securities and Markets Authority (ESMA) zur Ausarbeitung, Standardsetzung sowie zur Konkretisierung von europäischen Rechtsakten auf Level I geschaffen wurde. Die technischen Standards, die von der Behörde erarbeitet werden sind rechtlich bindend. Im Gegensatz zu den Leitlinien müssen sie von der Europäischen Kommission verabschiedet werden. Die Leitlinien enthalten zum Teil Hinweise für die es in den Rechtsakten keine ausreichende Ermächtigung gibt. Damit überschreitet die ESMA eindeutig ihr ursprüngliches Mandat.

Aus Anlegerschutzgesichtspunkten muss die wichtige Funktion von Börsen als Handelsplatz verschiedenster Produkte sowie die Bedeutung von Börsenpreisen durch gesetzliche Regelungen weiter gestärkt werden. Dies hat die Börse Stuttgart bereits bei früheren Konsultationen zur MiFID II/MiFIR, sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene immer wieder betont. Durch die Vielfalt der gehandelten Produkte findet jeder Privatanleger das seinen Zielen und Wünschen entsprechende

Produkt. Dies können neben klassischen Wertpapieren wie Aktien oder Anleihen auch Wertpapiere mit derivativer Komponente sein.

Wir bitten Sie eindringlich darum, in der Gesetzesbegründung zu § 50 Abs. 2b Nr. 3 h BörsG-E festzuhalten, dass sich der Bußgeldtatbestand nur auf eine Clearingpflicht für Derivate an Terminmärkten und nicht auf Wertpapiere bezieht, die an normalen Kassamärkten mit einer Wertpapierkennnummer gehandelt werden.

Ohne eine solche Klarstellung droht ein großer Schaden für den Anlegerschutz und die Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts. Da die äußerst unglückliche Formulierung und Übersetzung des Art. 29 MiFIR derart falsch interpretiert werden könnte, dass für sehr viele Wertpapiere, die ebenfalls einen derivativen Anteil haben (z.B. ETCs, ETFs, ETNs, eine große Zahl von Anleihen und Zertifikaten), ein zentrales Clearing eingeführt werden muss. Ein solches Clearing würde keinen Mehrwert für Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes bieten. Da es Risiken versucht zu senken, die bei diesen Kassamarktinstrumenten schlicht nicht existieren.

Die einzige Folge eines solchen Clearings wäre eine spürbare Steigerung der Kosten für Anleger und kapitalsuchende Unternehmen. Sicherlich würden Teile des Handels entweder gar nicht mehr stattfinden, auf jeden Fall aber in den weniger regulierten außerbörslichen Bereich verlagert werden, da die angesprochene Clearingpflicht dort nicht greift. Das exakte Gegenteil der Absichten der MiFID/MiFIR wäre erreicht.

Abschließend möchten wir anmerken, dass die Frist von vier Wochen zur Abgabe einer Stellungnahme für den 263-seitigen Referentenentwurf viel zu kurz bemessen war. Zumal die Darstellung der Änderungen in den jeweiligen Artikeln nicht zur Lesbarkeit beitragen und damit zusätzlicher Aufwand verursacht wurde. Der übermittelte Referentenentwurf enthält vielfältige, komplexe und zum Teil weitreichende Änderungen der aktuellen Gesetzeslage. Diese in dem knapp bemessenen Zeitraum vollständig zu sichten und die Auswirkungen für die Börse Stuttgart zu bewerten, war nahezu unmöglich. Deshalb ist zu befürchten, dass sich auch nach Inkrafttreten der Regelungen zahlreiche Auslegungsfragen stellen werden, die mit einer längeren Frist vermeidbar gewesen wären.

Im Folgenden finden Sie unsere Anmerkungen zu den einzelnen Vorschriften. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Boerse Stuttgart GmbH

Dr. Christoph Boschan v.d. Bussche
Geschäftsführer

Dr. Martin Wagener
Head of Regulatory Affairs

Anlage

Anmerkungen der Börse Stuttgart zu den einzelnen Vorschriften

Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG-E)

1. § 3 Absatz 4 (Ausnahmen)

§ 3 Abs. 4 WpHG-E ist ersatzlos zu streichen.

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 WpHG-E deswegen nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen gilt, dennoch als „Institut“ im Sinne des Anlegerentschädigungsgesetzes („AnEntG“) gelten.

Damit würde der Träger des Freiverkehrs an einer öffentlich-rechtlichen Börse den anlegerentschädigungspflichtigen Finanzdienstleistungs- und Kreditinstituten bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften (vgl. § 1 Abs. 1 AnEntG) gleichgeordnet und dem AnEntG unterworfen werden. Nach § 2 AnEntG sind die erfassten Institute verpflichtet, ihre „Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften“ nach § 1 Abs. 3 AnEntG 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 Skontrofführer und ggf. Clearinghäuser und zentraler Kontrahenten). Eine Verbindlichkeit des Freiverkehrsträgers „aus Wertpapiergeschäften“ ist daher undenkbar.

Lediglich hilfsweise und für den Fall, dass die Regelung wider Erwarten unverändert bestehen bleibt, regen wir an im Rahmen der Umsetzung der Vorschrift den Umstand zu berücksichtigen, dass durch Börsenbetreiber ein Schadensfall nicht hervorgerufen werden kann.

Zum einen sollte es den Börsenbetreibern freigestellt sein, die Entschädigungseinrichtung deren Mitglied sie werden, auszuwählen. Falls der Gesetzgeber dies schon dadurch zum Ausdruck bringen wollte, dass er keine Festlegung trifft welche Art von Institut im Sinne des AnEntG fingiert werden soll, regen wir diesbezüglich eine Klarstellung an. Des Weiteren ist bei der Beitragshöhe maßgeblich zu berücksichtigen, dass es bei Börsen- und Freiverkehrsträgern keine Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften abzusichern gibt.

Schließlich erscheint uns die Verortung der Regelung im WpHG unpassend. Da Pflichten für Börsenträger geregelt werden, ist die Regelung richtigerweise im BörsG aufzunehmen.

2. § 15 (Meldepflichten)

§ 15 WpHG-E regelt die Benennung der Bundesanstalt als zuständige Behörde im Sinne der Art. 26 und 27 der Verordnung (EU) Nummer 600/2014.

§ 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG-E sieht vor, dass dies insbesondere auch für die Mitteilung von Referenzdaten gilt, die von Börsen oder anderen von einem Börsenbetreiber betriebenen Handelsplätzen nach Art. 27 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nummer 600/2014 zu übermitteln sind.

Vor dem Hintergrund des Anwendungsbereichs der Art. 26 und 27 der Verordnung (EU) Nummer 600/2014 muss es sich um ein Redaktionsversehen handeln, dass § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG-E deutlich über die Vorgaben in der Verordnung hinausgeht und eine Einschränkung dahingehend vornimmt, dass lediglich auf Börsen oder andere von einem Börsenbetreiber betriebene Handelsplätze in Rahmen der Verpflichtung aus Art. 27 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nummer 600/2014 Bezug genommen wird.

Die Meldepflichten aus Art. 26 und 27 der Verordnung (EU) Nummer 600/2014 beziehen oder richten sich vielmehr jedoch an die Handelsplätze im Sinne der Begriffsbestimmung nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 der Richtlinie 2014/65/EU und damit an sämtliche geregelte Märkte, multilaterale Handelssysteme oder organisierte Handelssysteme.

Um einen Gleichlauf mit der künftigen europäischen Vorgabe zu gewährleisten, ist der Wortlaut entsprechend anzupassen. Wir regen daher folgende Formulierung in § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG-E an:

„[...] die von Handelsplätzen nach Art. 27 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nummer 600/2014 zu übermitteln sind [...]“

Zur Vermeidung von Unklarheiten und Bewertungen wäre zudem in § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E eine Anpassung an den Wortlaut des Level I wünschenswert. § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E spricht von dem „unter Liquiditätsaspekten wichtigsten Markt“. Wohingegen Art. 26 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nummer 600/2014 den „unter Liquiditätsaspekten relevantesten Markt“ vorsieht. Wir regen daher folgende Formulierung in § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG-E an:

„[...] der unter Liquiditätsaspekten relevanteste Markt [...]“

3. § 21 (Verbot der Marktmanipulation)

Der Entwurf des § 21 Absatz 1 Nr. 1b) sieht ein Verbot für den Abschluss von Geschäften, die Erteilung von Handelsaufträgen oder andere Handlungen oder Unterlassungen vor, die „ein anomales oder künstliches Preisniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente, eines damit verbundenen Waren Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts sichern oder hierzu geeignet sind“. Dies weicht von den Vorgaben in Art. 12 Absatz 1 Lit. a der Verordnung 596/2014/EU ab. Wir regen an hier einheitlich zu formulieren.

4. §§ 50/51 (Positionslimits/Positionsmeldungen)

Wir regen an klarzustellen, dass eine Limitierung und Kontrolle von Positionen in Warenderivaten sowie die Meldungsverpflichtungen für Derivate an Terminmärkten und nicht auf Wertpapiere eingeführt wird, die an normalen Kassamärkten mit einer Wertpapierkennnummer gehandelt werden. Dies könnte über eine Klarstellung in der Begründung zu § 109 Abs. 2 Ziffern 2-9 geschehen.

Die Börse Stuttgart betrachtet in diesem Zusammenhang die Auswirkungen der o.g. Bestimmungen mit Blick auf verbriefte Derivate (sog. „Zertifikate“) auf Waren, welche als „sonstige Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von [...], Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird“ (Art. 4 Abs.1 Nr.44 Buchstabe c der Richtlinie 2014/65/EU), nach Auffassung der ESMA als Warenderivate angesehen werden sollen.

Das Ziel der Positionslimits ist gemäß des Referentenentwurfes „Marktmissbrauch zu verhindern“ und „zu geordneten Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen beizutragen“ (vgl. § 50 Abs. 1 WpHG-E). Die grundlegend unterschiedliche Funktionsweise von verbrieften Derivaten im Vergleich zu klassischen Warenderivaten, z.B. die Vermeidung eines Margenausgleich durch vollständige Kapitaldeckung oder der Ausschluss von Leerverkaufspositionen, führt aus Sicht der Börse Stuttgart dazu, dass durch verbrieft Derivate keine unmittelbaren strukturellen Risiken für Waren- bzw. Warenterminmärkte begründet werden.

Letzteres zeigt sich auch bei Betrachtung des Verbriefungsprozesses durch den Emittenten eines verbrieften Derivats. Da üblicherweise sowohl Call- als auch Put-Instrumente emittiert werden, hat ausschließlich die Nettosition des Emittenten eine direkte Auswirkung auf den Markt des Basiswertes. Die für den Emittenten notwendige Absicherung der Nettosition erfolgt in der Regel über Terminmärkte für klassische Warenderivate, die im Fokus der betrachteten Bestimmungen liegen. Somit würden (Netto-) Positionen in verbrieften Derivaten bereits an diesen Märkten abgebildet werden und ggf. in einer gesamtheitlichen Positionsbeurteilung mehrfach gewertet werden.

Generell deutet die geringe Größe des Marktes für verbrieft Derivate von geschätzt weniger als 0,3% des europäischen Warenderivatemarktes¹ darauf hin, dass marktverzerrende Positionen in verbrieften Derivaten nicht zu erwarten sind.

In Bezug auf eine Umsetzung der Bestimmungen in Abschnitt 10 WpHG-E sieht die Börse Stuttgart die unmittelbare Gefahr, dass die hohen Kosten für Emittenten, Handelsplätze sowie Marktteilnehmer (Finanzdienstleister) für die Überwachung aller betroffenen Instrumente, Positionen und Kunden dazu führen würde, dass verbrieft Warenderivate aufgrund mangelnder Rentabilität nicht weiter angeboten werden. Dies würde die Anlagemöglichkeiten von Privatanleger in Waren wesentlich einschränken und stünde im direkten Widerspruch zur Auffassung der ESMA in RTS 21 Abs. 14, welche hervorhebt, dass „Positionslimits keine Einschränkung der Entwicklung neuer Warenderivate darstellen sollte [...]“. Die Börse Stuttgart und andere involvierte Institutionen betrachten somit die Anwendung von § 50 und § 51 WpHG-E als ein de facto Verbot von verbrieften Warenderivaten.

Des Weiteren bedeuten die Positionskontrollen bzw. -meldungen einen signifikanten Eingriff in den Datenschutz persönlicher Privatanlegerdaten. Da § 50 und § 51 WpHG eine Speicherung und Kontrolle von Positionen von Privatpersonen vorsieht, wird eine Erkennung aller Personen erforderlich, wofür die ESMA in RTS 22 eine Kennung aus Namen und Geburtsdatum der Person vorschlägt. Die Börse Stuttgart bezweifelt die datenschutzrechtliche Konformität der vorgeschlagenen Vorgehensweise und weist darauf hin, dass hierdurch ein wesentlicher Aspekt des anonymen Börsenhandels beschränkt wird.

5. § 63 (Betrieb eines multilateralen Handelssystems oder eines organisierten Handelssystems)

§ 63 Abs.12 WpHG: Wir möchten darauf aufmerksam machen, dass noch vom „[...] Handel mit Derivaten [...]“ die Rede ist. Mit Blick auf die Änderung des Art. 2 Abs. 3 WpHG-E ist diese Passage durch „Derivative Geschäfte“ zu ersetzen.

¹ Berechnungsgrundlage: Bank of International Settlement. Der weltweite Open Interest in Warenderivate Futures und Optionen am Jahresende 2014 betrug USD 1.866bn. Die europäischen Märkte haben daran einen Anteil von 24%, woraus sich ein approximativer Wert für verbrieft Derivate ableiten lässt.

Um Dopplungen zu vermeiden und aufgrund des engen Zusammenhangs erlauben wir uns für weitere Anmerkungen auf die Ausführungen zu § 48 BörsG zu verweisen.

6. § 68 (Organisationspflichten)

§ 68 Abs. 3: Wir möchten darauf hinweisen, dass die Aufzählung nicht abschließend ist, während dies bei der Aufzählung in Art. 17 Abs. 2 der Richtlinie 2014/65/EU der Fall ist.

§ 68 Abs. 5: Wir weisen darauf hin, dass in RTS 9 Art. 29 in eine feste Frist von 5 Jahren vorgesehen ist. Dies ist u.E. vom nationalen Gesetzgeber maßgeblich zu berücksichtigen.

§ 68 Abs. 9/10: Hier möchten wir darauf aufmerksam machen, dass noch einige Verweise auf Abs. 3 b bestehen. Diese müssten noch auf Abs. 8 geändert werden.

7. § 70 (Bestmögliche Ausführung von Kundenaufträgen)

Wir regen an, dass der Ausweis der Daten zusätzlich auf Basis von aussagekräftigen Instrumentengruppen (z.B. DAX 30 Aktien, ausgewählte Anleihen) erfolgt. Dadurch würde die Nutzbarkeit der Reports deutlich erhöht.

Änderungen des Börsengesetzes (BörsG)

Wir möchten folgende, redaktionelle Korrekturen anregen:

Ein redaktioneller Hinweis betrifft den Verweis auf § 69 Absatz 1d WpHG in § 26b Absatz 1 BörsG-E; hierbei handelt es sich offenbar um ein Versehen, da § 69 WpHG-E Vorschriften im Hinblick auf Geschäftsleiter enthält. Möglicherweise ist an Stelle dessen § 68 Absatz 5 WpHG-E gemeint gewesen.

Des Weiteren hebt der Gesetzesentwurf die §§ 30 und 31 auf. In der Folge ist aber § 24 Abs. 2 und 3 zu ändern, da dort noch auf diese §§ verwiesen wird.

1. § 4a Abs. 2 S. 2 (Geschäftsleitung des Börsenträgers)

§ 4a Abs. 2 S.2 BörsG-E legt fest,

„Geschäftsleiter eines Börsenträgers, der aufgrund seiner Größe, seiner internen Organisation und der Art, des Umfangs und der Komplexität seiner Geschäfte von erheblicher Bedeutung ist, kann nicht sein, wer [...]“

Allerdings bleibt unklar wann eine „erhebliche Bedeutung“ anzunehmen ist. Hier sollte vom Gesetzgeber definiert werden, wie „von erheblicher Bedeutung“ in Bezug auf einen Börsenträger definiert ist. In § 25c Abs. 2 KWG ist geregelt, dass ein Institut u.a. dann von erheblicher Bedeutung ist, wenn seine Bilanzsumme im Durchschnitt zu den jeweiligen Stichtagen der letzten drei abgeschlossenen Geschäftsjahre 15 Milliarden Euro erreicht oder überschritten hat. Dies kann aus vielerlei Gründen sicher

nicht auf Börsenträger übertragen werden. Wir regen daher an, eine eigene Systematik für Börsenträger zu entwickeln.

Weiterhin regelt § 4a Abs. 2 S. 2 BörsG-E, wann mehrere Mandate als ein Mandat gelten und legt zur Abgrenzung einen nicht näher definierten Gruppen-Begriff an. Wir gehen davon aus, dass „Gruppe“ hier als konzernrechtlicher Begriff im Sinne von §§ 15 ff AktG zu verstehen ist und regen eine entsprechende Klarstellung an. Dies ist auch deshalb notwendig, da ein anderer Gruppenbegriff im Zusammenhang mit den Regelungen zum Börsenrat in § 12 BörsG-E verwendet wird.

2. § 4b Abs. 1 und Abs. 2 (Verwaltungs- und Aufsichtsorgan des Börsenträgers)

Der Gesetzgeber sollte klarstellen, welche Anforderungen an das einzelne Mitglied des Aufsichtsorgans gestellt werden und welche Anforderungen das Aufsichtsorgan in seiner Gesamtheit treffen. Dies ist aus dem Gesetzestext nicht vollständig ersichtlich. Wir regen an dies klarzustellen.

3. § 5 (Pflichten des Börsenträgers)

§ 5 BörsG-E regelt die Pflichten des Börsenträgers. § 5 Abs. 7 BörsG-E sieht vor, dass dem Börsenträger die Ausführung von Kundenaufträgen unter Einsatz seines Eigenkapitals oder die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge an der von ihm betriebenen Börse untersagt ist. Mit der Regelung soll die Vorgabe aus Art. 47 Abs. 2 der Richtlinie 2014/65/EU umgesetzt werden. Die Regelung ist jedoch in der aktuellen Form missverständlich formuliert und geht über die Vorgaben der Richtlinie 2014/65/EU hinaus. Denn es wird eine Einschränkung dahingehend vorgenommen, dass bereits die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge untersagt ist und bei der Formulierung auf das entscheidende Wort „zurückzugreifen“ verzichtet wird.

Dies ist entscheidend, weil Börsen nach § 2 BörsG teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts sind, die nach Maßgabe dieses Gesetzes multilaterale Systeme regeln und überwachen, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringen oder das Zusammenbringen fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führt. In weitestem Sinne geht mit der Definition der Börse damit auch eine Zusammenführung von Kundenaufträgen einher.

Dagegen wurden die identischen Vorgaben für Marktbetreiber, die ein multilaterales Handelssystem betreiben, im Rahmen des Referentenentwurfs des Finanzmarktnovellierungsgesetzes entsprechend den Vorgaben aus Art. 19 Abs. 5 der Richtlinie 2014/65/EU umgesetzt. So enthält § 63 Abs. 7 WpHG-E die Formulierung, dass es Betreibern eines multilateralen Handelssystems untersagt ist, Kundenaufträge unter Einsatz ihres Eigenkapitals auszuführen oder auf die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge zurückzugreifen.

Da es sich hierbei um die identischen Vorgaben handelt, kann nichts anderes für die Börsenträger gelten. Um hier einen Gleichlauf mit der künftigen europäischen Vorgabe zu gewährleisten, ist der Wortlaut entsprechend anzupassen. Wir regen daher folgende Formulierung in § 5 Abs. 7 BörsG-E an:

„Dem Börsenträger ist es untersagt, Kundenaufträge unter Einsatz seines Eigenkapitals auszuführen oder auf die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge zurückzugreifen.“

4. § 25 (Aussetzung und Einstellung des Handels)

§ 25 Abs. 1 Satz 2 BörsG-E sieht vor, dass die Geschäftsführung die Börsenaufsichtsbehörde und die Bundesanstalt unverzüglich über Maßnahmen nach Satz 1 oder nach § 24 Absatz 2a unterrichtet. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass diese Verpflichtung zum einen bereits neu in § 25 Abs. 1b BörsG-E enthalten ist, wonach die Börsenaufsichtsbehörde und die Bundesanstalt von einer Aussetzung oder Einstellung des Handels nach Abs. 1 oder 1a unverzüglich in Kenntnis zu setzen sind. Zum anderen sieht Art. 48 Abs. 5 der Richtlinie 2014/65/EU nicht vor, dass die Entscheidungen über die Stornierungen, Änderungen oder Berichtigungen der zuständigen Behörden zu melden sind. Die Meldepflichten aus Art. 48 Abs. 5 der Richtlinie 2014/65/EU beziehen sich vielmehr auf die festgelegten Parameter. Diese Meldepflichten wurden jedoch im Rahmen des Referentenentwurfs des Finanzmarktnovellierungsgesetzes bereits unter § 24 Abs. 2b BörsG-E umgesetzt. Zur Vermeidung von Unklarheiten aufgrund Doppelregelungen regen wir daher eine Streichung des § 25 Abs. 1 Satz 2 BörsG-E an.

5. § 26a (Order-Transaktions-Verhältnis)

Soweit in Nummer 21 zur redaktionellen Systematik darauf hingewiesen wird, dass § 26b BörsG-E nach § 26a in den Gesetzestext eingefügt werde, ist zunächst darauf hinzuweisen, dass ein § 26b BörsG bereits besteht und aktuell Vorschriften zur Mindestpreisänderungsgröße enthält.

Bei der Einfügung in § 26a handelt es sich augenscheinlich um ein Redaktionsversehen. Weder sollte § 26b gestrichen werden, noch sollten die genannten Gesetzesänderungen in § 26a eingefügt werden. Die nunmehr durch das Finanzmarktnovellierungsgesetz eingefügten S. 3 und 4 sind offensichtlich der Mindestpreisänderungsgröße zuzuordnen und daher in § 26b nach S. 3 und 4 einzufügen.

6. § 26b (Market Maker)

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 WpHG-E 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 verfehlt und irreführend, § 26b BörsG-E 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 BörsG-E in § 26b Absatz 1 BörsG-E nach „verfolgen“ ein Klammerzusatz „(Market-Making-Vereinbarung)“ eingefügt werden.

7. § 26c (Algorithmische Handelssysteme und elektronischer Handel)

§ 26c BörsG-E transformiert die Vorgaben des Art. 48 Abs. 6 der Richtlinie 2014/65/EU an algorithmische Handelssysteme in deutsches Recht. Um dies noch klarer zum Ausdruck zu bringen, wäre die Überschrift wie folgt anzupassen:

„Algorithmische Handelssysteme“

Vor dem gleichen Hintergrund regen wir zudem eine Änderung der Formulierung in § 26c Abs. 1 BörsG-E wie folgt an:

„[...] algorithmischen Handelssystemen ergeben, zu kontrollieren, einschließlich Systeme zur Begrenzung des Verhältnisses nicht ausgeführter Handelsaufträge zu Geschäften, die von einem Mitglied oder Teilnehmer in das System eingegeben werden können, mit dem Ziel das Auftragsaufkommen zu verlangsamen, wenn das Risiko besteht, dass seine Systemkapazität erreicht wird [...]“

8. § 39 (Widerruf der Zulassung bei Wertpapieren)

§ 39 Abs. 1a BörsG-E sieht vor, dass wenn die Maßnahme nach Absatz 1 ein Finanzinstrument im Sinne der Richtlinie (EU) 65/2014 betrifft, die Geschäftsführung die Zulassung von mit diesem Finanzinstrument verbundenen Derivaten im Sinne von Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10 dieser Richtlinie widerruft, wenn dies zur Verwirklichung der Ziele des Widerrufs der Zulassung des zugrundeliegenden Finanzinstrumentes erforderlich ist. Es ist jedoch nicht nachvollziehbar, woraus diese neuen Regelungen herrühren, da keine dementsprechenden europäischen Vorgaben ersichtlich sind.

Die Richtlinie 2014/65/EU enthält zwar entsprechende Vorgaben in Art. 52 Abs. 2, wonach ein Marktbetreiber, der den Handel mit einem Finanzinstrument aussetzt oder dieses vom Handel ausschließt, ebenfalls den Handel mit Derivaten gemäß Anhang I Abschnitt C Nummern 4 bis 10, die mit diesem Finanzinstrument verbunden sind oder sich darauf beziehen, aussetzt oder sie vom Handel ausschließt, wenn dies zur Verwirklichung der Ziele der Aussetzung des Handels mit dem zugrundeliegenden Finanzinstrument oder dessen Ausschlusses vom Handel erforderlich ist.

Diese Vorgaben beziehen sich jedoch alleine auf die Aussetzung und Einstellung des Handels von Finanzinstrumenten und wurden so auch bereits im Rahmen des § 25 BörsG-E umgesetzt. Darüber hinaus sind auch keine Sachverhalte in der Praxis denkbar, bei denen zur Verwirklichung der Ziele des Widerrufs der Zulassung der Widerruf des zugrundeliegenden Finanzinstrumentes erforderlich sein könnte. Die Verknüpfung ist im Rahmen des Handels ersichtlich und findet dort über die genannten Regelungen seine Berücksichtigung. Sollte aus § 25 BörsG-E dann die Einstellung des Handels des zugrundeliegenden Finanzinstruments folgen, besteht bereits über die Regelung in § 39 Abs. 1a BörsG die Rechtsgrundlage zum Widerruf des zugrundeliegenden Finanzinstruments. § 39 Abs. 1a BörsG-E sieht vor, dass die Geschäftsführung die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt außer nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes widerrufen kann, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Geschäftsführung die Notierung im regulierten Markt eingestellt hat. Wir regen daher eine Streichung des § 39 Abs. 1a BörsG-E sowie eine entsprechende Anpassung des § 3 Abs. 5a BörsG-E an.

9. § 48 (Freiverkehr)

§ 48 BörsG-E enthält Regelungen zum Freiverkehr. Im Rahmen des Referentenentwurfs des Finanzmarktnovellierungsgesetzes sieht § 48 Abs. 3 Satz 3 BörsG-E nun vor, dass für den Betrieb des Freiverkehrs § 63 WpHG-E entsprechend gilt.

Diese vorgeschlagene Anpassung des § 48 Abs. 3 BörsG-E mit der Verweisung auf das Wertpapierhandelsgesetz ist schwer nachvollziehbar. Grundsätzlich ist das Börsengesetz als *lex specialis* anzu-

sehen. Dieser Umstand fand bereits bei der Implementierung der MiFID I in deutsches Recht seine Berücksichtigung. Anhaltspunkte, weshalb nun von diesem festgelegten Grundsatz im Rahmen der Umsetzung von MiFID II abgewichen werden kann, sind nicht gegeben. Zwar werden im Rahmen der MiFID II weitergehende Anforderungen an multilaterale Handelssysteme gestellt. Nichtsdestotrotz handelt es sich bei multilateralen Handelssystemen um keine neu zu etablierende Handelsplätze. Die Unterscheidung zwischen allgemeinen multilateralen Handelssystemen sowie dem speziellen und hochregulierten Freiverkehr der Börsen wurde bereits im Rahmen der Umsetzung der MiFID I im deutschen Recht verankert.

So stellt der Freiverkehr zwar ein multilaterales Handelssystem dar, er unterscheidet sich aber grundlegend von anderen am Markt auftretenden multilateralen Handelssystemen. Letztere werden durch Wertpapierfirmen betrieben. Dagegen wird der Freiverkehr von einem Börsenträger betrieben. Auf Grund der dadurch etablierten Zulassung an einer öffentlich-rechtlichen Börse wird er in die Börse integriert und ist damit Bestandteil der Börsenselbstverwaltung. Hieraus folgt zum einen, dass der Freiverkehr der Aufsicht durch die zuständige Länderaufsichtsbehörde sowie der Handelsüberwachung unterliegt, zum anderen aber auch, dass die festgestellten Preise Börsenpreise im Sinne des Börsengesetzes sind. Der Freiverkehr unterliegt damit umfassenden Organisationsvorschriften.

Dies findet sich in § 48 Abs. 3 Satz 5 BörsG-E wieder, wonach die für den gewöhnlichen Börsenhandel geltenden Rechtsvorschriften auch für den Freiverkehr Anwendung finden. Mit Ausnahme der §§ 27 bis 29 und 32 bis 43 BörsG-E sind die Vorschriften des Börsengesetzes entsprechend anzuwenden. Der Verweis auf § 64 WpHG-E ist damit entbehrlich, da diese Vorschriften mit den in verschiedenen Vorschriften des Börsengesetzes enthaltenen Organisationsvorgaben konkurrieren.

Der Freiverkehr entspricht auf Grund seiner Nähe zum und seiner Verzahnungen mit dem regulierten Markt der Börsen nicht dem Normalfall des multilateralen Handelssystems. Die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes sind nicht für ihn konzipiert. Nach § 3 Abs. 1 Nr. 13 WpHG-E gelten Börsenträger oder Betreiber organisierter Märkte, die neben dem Betrieb eines multilateralen Handelssystems keine anderen Wertpapierdienstleistungen im Sinne des § 2 Abs. 6 Satz 1 WpHG-E erbringen nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

Für eben diesen Fall – den Betrieb eines multilateralen Handelssystems durch einen Börsenträger – legt § 1 Abs. 1 Satz 2 BörsG-E konsequenterweise daher den Anwendungsbereich des Börsengesetzes auf den Betrieb von multilateralen Handelssystemen durch den Börsenträger fest. Um einen Gleichlauf mit den im Grundsatz bereits unter MiFID I festgelegten und im Rahmen der MiFID II in diesem Sinne unveränderten europäischen Vorgaben zu gewährleisten sowie zur Vermeidung von Rechtsunsicherheiten aufgrund Doppelregelungen und Doppelzuständigkeiten zwischen Bundesanstalt und Börsenaufsichtsbehörde, ist der Wortlaut entsprechend anzupassen. Dabei soll auch dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Regelungsdichte hier weiter zugenommen hat und Einzelheiten nicht nur im Börsengesetz und Wertpapierhandelsgesetz, sondern auch in zahlreichen delegierten Rechtsakten hierzu geregelt sind. Wir regen daher folgende Formulierung in § 48 Abs. 5 Satz 1 BörsG-E an:

„Der Betrieb des Freiverkehrs bedarf der schriftlichen Erlaubnis der Börsenaufsichtsbehörde. Der Freiverkehr ist ein multilaterales Handelssystem. Für seinen Betrieb sind die Vorschriften dieses Gesetzes mit Ausnahme der §§ 27 bis 29 und 32 bis 43 entsprechend anzuwenden. Die Börse legt der Börsenaufsichtsbehörde eine ausführliche Beschreibung über die Funktionsweise des Handelssystems vor, einschließlich etwaiger Verbindungen zu einem anderen multilateralen Handelssystem, einem organisierten Handelssystem oder einem systematischen Internalisierer im Eigentum des Börsenträgers, sowie eine Liste der Handelsteilnehmer. Die Börsenaufsichtsbehörde stellt diese Informa-

tionen der Bundesanstalt und auf Verlangen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zur Verfügung und teilt diesen jede Erlaubnis eines Freiverkehrs mit. Soweit die entsprechend anzuwendenden Vorschriften des Börsengesetzes nicht entgegenstehen, ist § 63 WpHG-E entsprechend anzuwenden.“

Boerse Stuttgart GmbH
Börsenstraße 4
70174 Stuttgart

Postfach 10 06 43
70005 Stuttgart
UST-IdNr. DE 19 11 91 166

Tel +49 711 222985-0
Fax +49 711 222985-555
www.boerse-stuttgart.de

Vorsitzender des Aufsichtsrates: Dr. Michael Völter
Geschäftsführer: Ralph Danielski, Dr. Christoph Boschan v. d. Bussche
Sitz: Stuttgart, Amtsgericht Stuttgart, HRB 753383
Deutsche Bank AG
Kto: 141713800 BLZ: 600 700 70
BIC: DEUTDESSXXX, IBAN: DE60 6007 0070 0141 7138 00

Boerse Stuttgart GmbH | Postfach 10 06 43 | 70005 Stuttgart

Per E-Mail
Bundesministerium der Finanzen

Boerse Stuttgart GmbH
Dr. Christoph Boschan v. d. Bussche
Tel +49 711 222 985-510
christoph.boschan@boerse-stuttgart.de

Stuttgart, 13. November 2015

Stellungnahme der Börse Stuttgart zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Finanzmarktnovellierungsgesetz) – keine Notwendigkeit des Clearing über einen CCP für Kassamärkte


sehr geehrte Damen und Herren,

wir bitten darauf hinzuwirken, dass eine Clearingpflicht für Derivate an Terminmärkten und nicht auf Wertpapiere eingeführt wird, die an normalen Kassamärkten mit einer Wertpapierkennnummer gehandelt werden. Ein Weg der sich dafür anbietet, ist eine Klarstellung in der Begründung zu § 50 Abs. 2b Nr. 3h BörsG. Hier könnte festgehalten werden, dass sich der Bußgeldtatbestand nur auf eine Clearingpflicht für Derivate an Terminmärkten und nicht auf Wertpapiere bezieht, die an normalen Kassamärkten mit einer Wertpapierkennnummer gehandelt werden.

Ohne eine solche Klarstellung droht ein großer Schaden für den Anlegerschutz und die Funktionsfähigkeit des deutschen Kapitalmarkts. Da die äußerst unglückliche Formulierung und Übersetzung des Art. 29 MiFIR derart falsch interpretiert werden könnte, dass für sehr viele Wertpapiere, die ebenfalls einen derivativen Anteil haben (z.B. ETCs, ETFs, ETNs, eine große Zahl von Anleihen und Zertifikaten), ein zentrales Clearing eingeführt werden muss. Ein solches Clearing würde keinen Mehrwert für Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes bieten. Da es Risiken versucht zu senken, die bei diesen Kassamarktinstrumenten schlicht nicht existieren.

Die einzige Folge eines solchen Clearings wäre eine spürbare Steigerung der Kosten für Anleger und kapitalsuchende Unternehmen. Sicherlich würden Teile des Handels entweder gar nicht mehr stattfinden, auf jeden Fall aber in den weniger regulierten außerbörslichen Bereich verlagert werden, da die angesprochene Clearingpflicht dort nicht greift. Das exakte Gegenteil der Absichten der MiFID/MiFIR wäre erreicht.

Begründung:

1. „Clearing“ und die Funktion des „CCP“

Beim Clearing wird das Wertpapiergeschäft zwischen Käufer und Verkäufer juristisch in zwei neue Geschäfte zerlegt, einen Kauf von einer zentralen Instanz und einen Verkauf an eine zentrale Instanz. Diese zentrale Instanz ist der CCP, die „Central Counterparty“, die „Zentrale Gegenpartei“ im Sinne des BörsG.

Boerse Stuttgart GmbH
Börsenstraße 4
70174 Stuttgart

Postfach 10 06 43
70005 Stuttgart
USt-IdNr. DE 19 11 91 166

Tel +49 711 222985-0
Fax +49 711 222985-555
www.boerse-stuttgart.de

Vorsitzender des Aufsichtsrates: Dr. Michael Völter
Geschäftsführer: Ralph Danielski, Dr. Christoph Boschan v. d. Bussche
Sitz: Stuttgart, Amtsgericht Stuttgart, HRB 753383
Deutsche Bank AG
Kto: 141713800 BLZ: 600 700 70
BIC: DEUTDE33XXX, IBAN: DE60 6007 0070 0141 7138 00

2. Notwendigkeit des Clearing über einen CCP bei Geschäften an Terminmärkten

Die Abwicklung über einen CCP ist äußerst sinnvoll für Terminmärkte. Solche Märkte sind dadurch gekennzeichnet, dass zwei Parteien ein Geschäft eröffnen, bei dem sie sich eine spätere Lieferung und Zahlung von einer Sache versprechen. Da sie nicht die Sache selbst handeln, sondern erst einmal nur eine Vereinbarung darüber schließen, gehen sie ein „abgeleitetes Geschäft“ ein und handeln damit ein sogenanntes Derivat. Außerdem kann an diesen Terminmärkten jeder Teilnehmer eine Lieferung von etwas versprechen, was er noch gar nicht hat, fachlich ausgedrückt also „Short-Gehen“ und damit sogenannter „Stillhalter“ werden.

Beides, die Erfüllung des eröffneten Geschäfts zu einem späteren Zeitpunkt und das „Short-Gehen“ als Stillhalter verursachen sehr große Risiken. Denn je nachdem wie sich der Wert des Geschäfts zwischen Eröffnung und Schließung entwickelt, können die Verluste aus einer Shortposition nämlich unendlich groß werden.

Deswegen macht es absolut Sinn, die Erfüllung von Derivategeschäften an Terminmärkten wie von Art. 29 MiFIR geregelt durch eine zentrale Instanz, den CCP, abzusichern. Dort müssen die Handelsteilnehmer dann Sicherheiten hinterlegen (Margin) und der CCP prüft ständig, ob die Sicherheiten noch genügen. Genügen sie nicht mehr, werden neue Sicherheiten verlangt (Margin Call) oder die Geschäfte werden zwangsweise geschlossen.

3. Keine Notwendigkeit des Clearing über einen CCP für Kassamärkte

Normale Wertpapiermärkte funktionieren hingegen viel einfacher und sicherer als Terminmärkte. Wesentliche Unterschiede sind in Abbildung 1 dargestellt. Auf normalen Wertpapiermärkten versprechen sich die Teilnehmer nicht, dass sie etwas später liefern und bezahlen wollen, sondern es wird ganz schlicht eine Aktie, eine Anleihe oder ein sonstiges Recht im Gegenzug für eine Zahlung rasch übertragen. Da hier sofort „Kasse gemacht“ wird, bezeichnet man diese Art Märkte auch als „Kassamarkt“.

	„Klassisches Derivat“		Wertpapier mit derivativer Komponente
Beispiele für Finanzinstrumente	Terminmarktprodukte: Optionen, Futures (wie sie z.B. an der EUREX gehandelt werden)	≠	Kassamarktprodukte: Aktien, Genussscheine, Bezugsrechte, ETCs, ETFs, ETNs, eine große Zahl von Anleihen und Zertifikaten
Grundsätzliche Charakteristika	Standardisierte Kontrakte , mit durch den Marktbetreiber festgelegten Bedingungen (z.B. Kontraktgröße)	≠	Wertpapiere durch Urkunde in Wertpapiersammelstelle hinterlegt; verfügen dadurch über ISIN/WKN; damit Depotverwahrung möglich
Erfüllungszeitpunkt	Termingeschäft : Herausgeschobene Erfüllung (i.d.R. über einen Zeitraum von Wochen/Monaten/Jahren)	≠	Kassageschäft : Sofortige Erfüllung und Lieferung des Wertpapiers
Verpflichtete	Handelspartner schulden sich unmittelbar Inhalt des Finanzinstruments (Erfüllung in der Zukunft)	≠	Emittent steht für Verpflichtungen aus Finanzinstrument ein Handelspartner schulden sich Lieferung dieses Papiers das diese Verpflichtung verbrieft
Prospekt	Keine Prospektpflicht da kein Wertpapier i.S. des WpHG; lediglich Kontraktsspezifikationen	≠	Prospektpflicht , da Wertpapier i.S. des WpHG; BaFin prüft Vollständigkeit und Kohärenz
Leerverkauf	Shortposition systemimmanent , z.B. Verkauf einer Kaufoption (Short Call)	≠	Keine Leerverkäufe
Verlustrisiko für Anleger	Verluste sind nicht begrenzt ; durch Eingang bestimmter Positionen (z.B. Short Call) unbegrenztes Kursänderungsrisiko aufgrund Erfüllungsverpflichtung	≠	Verluste immer auf eingesetztes Kapital begrenzt
Notwendige Marktinfrastruktur	Terminmarkt	≠	Kassamarkt
Abwicklung	Clearing (CCP) : Ersteinschuss (Initial Margin) als zu hinterlegende Sicherheit zur Kontrakterfüllung, ggf. aufzustocken (Additional Margin) zur Abdeckung zusätzlicher Verluste (ungünstige Preisentwicklung); Zwangsregulierung nach Margin Call möglich	≠	Settlement : Lieferung gegen Zahlung

1: Central Counterparty (CCP); Tritt als Vertragspartner sowohl auf der Käufer- als auch auf der Verkäuferseite auf, um das Kontrahentenrisiko zu minimieren.

Abbildung 1: Gegenüberstellung Terminmärkte mit CCP und Kassamärkte ohne CCP

Und weil Kassamärkte so einfach funktionieren, gibt es die oben für die Terminmärkte dargestellten Risiken an Kassamärkten schlicht nicht. Es bringt keinerlei Mehrwert die dort gehandelten Wertpapiere über einen CCP abzuwickeln, also über eine weitere dritte Partei zu „clearn“. Im Gegenteil genügt es völlig, nur eine Lieferung gegen Zahlung zu organisieren, also lediglich zu „setteln“.¹

So funktioniert die Abwicklung an Kassamärkten seit Jahrhunderten schnell, effizient und vor allem kostengünstig zum Wohle von Anlegern und kapitalsuchenden Unternehmen. Irgendwelche relevanten Defizite für den Anlegerschutz oder Störungen der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sind daher aus dem etablierten Settlementprozess unbekannt.

4. Keine Clearingpflicht für Kassamärkte gemäß englischem Level I Originaltext

An keiner Stelle im europäischen Verfahren zum Erlass der MiFIR – das nicht in der Amtssprache des vorliegenden Gesetzes, sondern ausschließlich in englischer Sprache stattfand – ist auch nur ansatzweise sichtbar geworden, dass eine Abschaffung des extrem effizienten Settlements des Handels von Wertpapieren mit oder ohne Derivateanteil beabsichtigt war.

Der englische Originalwortlaut meint mit „Transaction in Derivates“ die oben beschriebenen „abgeleiteten Geschäfte“, bei denen die derivativen Vereinbarungen selbst Gegenstand des Börsengeschäfts sind. Nicht gemeint sind Geschäfte „über“ derivative Bestandteile eines an einem Kassamarkt gelisteten Wertpapiers.

Das nur direkte Geschäfte in derivativen Vereinbarungen gemeint sind und nicht etwa Wertpapiere an Kassamärkten, zeigt auch bereits die gesamte systematische Stellung des Art. 29 im Titel V der MiFIR über Derivate, der sich überhaupt nicht mit Kassamärkten beschäftigt.

Diese Tatsache wird bezogen auf das Clearing von Derivategeschäften im Erwägungsgrund (37) der MiFIR konkretisiert. Art. 29 MiFIR soll die durch EMIR eingeführte Clearingpflicht für den Handel von OTC Derivaten auf regulierte Terminmärkte erweitern. Eine „Erweiterung“ der Clearingpflicht auf Wertpapiere an Kassamärkten ist damit eindeutig nicht verbunden.

Für Nachfragen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Boerse Stuttgart GmbH

Dr. Christoph Boschan v.d. Bussche
Geschäftsführer

Dr. Martin Wagener
Head of Regulatory Affairs

¹ Siehe auch ESMA Discussion Paper 2014/548 S. 110 zur MiFID II/MiFIR für Unterschiede im Abwicklungsprozess zwischen den auf Termin- und Kassamärkten gehandelten Produkten: [Wertpapiere mit derivativer Komponente] „... usually follow the same sort of settlement rules as other transferable securities that trade on cash markets.“