

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.
Schillerstr. 20, 60313 Frankfurt/Main

Bundesministerium der Finanzen

Referat VII B 5

Wilhelmstr. 97

10117 Berlin

Per E-Mail: ReferatVII5@bmf.bund.de

Ihr Zeichen

GZ VII B 5 – WK 6100/15/10001 :005

DOK 2015/0910390

Ihre Nachricht vom

16.10.2015

Ort_Datum

Frankfurt/Main, 16.11.2015

Referentenentwurf eines Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (Finanzmarktnovellierungsgesetz)

Sehr geehrte Damen und Herren,

für die Möglichkeit zur Teilnahme an der Konsultation zum Finanzmarktnovellierungsgesetz, danken wir Ihnen verbindlich.

Im Hinblick auf die Gesamtkonzeption des Gesetzestextes, begrüßen wir ausdrücklich, dass sich der Text um eine „1:1“ Umsetzung der jeweiligen europäischen Vorlage bemüht. Aus der textgenauen Textübernahme können sich jedoch dort Problem ergeben, wo die deutsche Übersetzung den englischen Ursprungstext unpräzise wiedergibt, offensichtliche Übersetzungsfehler enthält oder sofern ein englischsprachiger Fachbegriffe „eingedeutscht“ wurden, zu dem es im hiesigen Sprachgebrauch keine Entsprechung gibt. Wir haben mehrere solcher Fälle nachfolgend aufgeführt. Aufgefallen ist uns weiterhin, dass der Verweis auf die den jeweiligen Richtlinien text konkretisierenden „Level II“ Vorschriften uneinheitlich erscheint. Aufgrund der hohen praktischen Bedeutung der Durchführungsbestimmungen, sollten die Verweise hier möglichst durchgängig erfolgen.

Dies vorausgeschickt, nehmen wir zum vorliegenden Referentenentwurf im Einzelnen wie folgt Stellung:

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.

Sitz des Verbandes

Fasanenstraße 3
10623 Berlin

Postanschrift & Geschäftsstelle

Schillerstraße 20
60313 Frankfurt/Main

Tel.: +49 (0) 69 92 10 16 91
Fax: +49 (0) 69 92 10 16 92
mail@bwf-verband.de
www.bwf-verband.de

Vorstand

Prof. Dr. Jörg Franke (Vorsitzender)
Carsten Bokelmann
Dr. Christoph Boschan von dem Bussche
Daniel Förtsch
Dirk Freitag
Holger Gröber
Franz Christian Kalischer
Torsten Klanten
Dr. Annette Kliffmüller-Frank

Geschäftsführer

Michael H. Sterzenbach
m.sterzenbach@bwf-verband.de

Justiziar

Dr. Hans Mewes
Am Sandtorkai 44, 20457 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 36 80 5 - 132
Fax: +49 (0) 40 80 53 33
h.mewes@bwf-verband.de

Bankverbindung

Deutsche Bank PGK Frankfurt
IBAN DE08500700240018321000
BIC DEUTDE33

Zu § 2 Absatz 6 Satz 1 Nummer 2 Buchstabe a WpHG

Market-Making

(Referentenentwurf S. 17)

Während die Legaldefinition des „*Market-Makers*“ in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die von diesem ausgeübte Tätigkeit vom „*An- und Verkauf von Finanzinstrumenten*“ spricht, heißt es in § 2 Absatz 6 Satz 1 Nummer 2 Buchstabe a WpHG (wie bisher) „*kontinuierliches Anbieten des Kaufs oder Verkaufs von Finanzinstrumenten*“. Um einen möglichst weitreichenden Gleichlauf des hiesigen Gesetzestextes mit der Richtlinie zu gewährleisten, schlagen wir daher vor, im vorbenannten Satz das „oder“ durch ein „und“ zu ersetzen.

Zu § 2. Absatz 1 Nummer 32 WpHG

Begriffsbestimmungen, hier Zusammenführung sich deckender Kundenaufträgen (Matched Principal Trading)

(Referentenentwurf S. 22)

Die Vorschrift setzt Artikel 4 Absatz 1 Nummer 38 der Richtlinie 2014/65/EU in hiesiges Recht um, wobei der Gesetzestext die deutsche Fassung der Richtlinienvorgabe praktisch wörtlich übernimmt. Leider weist der deutsche Richtlinienentwurf jedoch zwei gravierende Übersetzungsschwächen auf. Zum einen wird der international – so auch in Deutschland – gebräuchliche englischsprachige Fachbegriff des „*Matched Principal Trading*“, zu dem es keine gebräuchliche deutsche Begriffsentsprechung gibt, mit „*Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge*“ übersetzt. Da es sich hierbei um eine im Kreis der Normadressat unbekannte Begriffsschöpfung des Übersetzers handelt, verfehlt die Formulierung den an einen Rechtstext zu stellenden Anspruch der zweifelsfreien Tatbestandsabgrenzung.¹ Zum Vergleich, wurde der synonym verwendete Begriff „*Back-to-Back Trading*“ in der deutschen Textfassung von Erwägungsgrund 24 der Richtlinie 2014/65/EU nicht übersetzt sondern im englischen Original belassen.

Uns ist bekannt, dass die Verwendung von Fremdwörtern in deutschen Rechtstexten grundsätzlich vermieden werden soll. Allerdings erlaubt bzw. gebietet das auf der Internetseite des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz veröffentlichte Handbuch der Rechtsförmlichkeit in Rz 78 ausdrücklich den Gebrauch von Fremdwörtern, sofern es – wie im vorliegenden Fall – kein deutsches Wort bzw. keinen deutschen Begriff gibt. Dies gelte „*insbesondere für Wörter, die ursprünglich aus dem Englischen stammen und in die deutsche Sprache Eingang gefunden haben*“².

Aufgrund des mit der insofern „artificialen“ deutschen Übersetzung unausweichlich einhergehenden Verständnisproblems, regen wir dringen an, den Begriff „*Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge*“, analog zur Verwendung des

¹ Vergleiche das auf der Internetseite des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz veröffentlichte Handbuch der Rechtsförmlichkeit, Rz 80, URL: http://hdr.bmj.de/page_b.1.html#an_80

² Vgl. ebd. Rz 78, URL: http://hdr.bmj.de/page_b.1.html#an_78

englischen „Market Maker“, zu dem es ebenfalls keine deutsche Entsprechung gibt, durch den auch im Deutschen als Fachbegriff verwendeten Ausdruck des „Matched Principal Trading“ zu ersetzen. Sollte die vorgeschlagene Begriffssubstitution nicht gewünscht sein, so schlagen wir hilfsweise vor, die – insofern auch sachverhaltlich unzutreffende³ – Übersetzung „Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge“ treffender durch „Ausführung sich deckender Kundenaufträge“ zu ersetzen und um einen Klammerzusatz „(Matched Principal Trading)“ zu ergänzen.

Das zweite gravierende Problem ergibt sich aus der hier sachverhaltlich ebenfalls unzutreffenden und insofern irreführenden Übersetzung des englischen Begriffs „Facilitator“ durch „Vermittler“. Beim „Matched Principal Trading“ handelt es sich rechtlich gerade nicht um ein Vermittlungsgeschäft⁴, sondern um eine Form des Eigenhandels, worauf Erwägungsgrund 24 der Richtlinie 2014/65/EU ausdrücklich hinweist:

„Dealing on own account when executing client orders should include firms executing orders from different clients by matching them on a matched principal basis (back-to-back trading), which should be regarded as acting as principal and should be subject to the provisions of this Directive covering both the execution of orders on behalf of clients and dealing on own account.“

Zur Vermeidung von Rechtsunklarheit regen wir daher nachdrücklich an, in § 2 Absatz 1 Nummer 32 WpHGE den Begriff „Vermittler zwischen Käufer und Verkäufer“ durch „Eigehändler zwischen Käufer und Verkäufer“ zu ersetzen (alternativ zu „Eigehändler“ könnte auch das Wort „Intermediär“ verwendet werden).

Zu § 2. Absatz 1 Nummer 47 Buchstabe b WpHGE

Begriffsbestimmungen, hier Hochfrequente algorithmische Handelstechnik

(Referentenentwurf S. 24)

Anstatt „die Fähigkeit des Systems, einen Auftrag ohne menschliche Intervention einzuleiten“ sollte es hier übereinstimmend mit Artikel 4 Absatz 1 Nummer 40 Buchstabe b der Richtlinie 2014/65/EU und § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 4 Buchstabe d KWGE „die Entscheidung des Systems, einen Auftrag ohne menschliche Intervention einzuleiten“ heißen.

³ Die Kundenaufträge werden gerade nicht „zusammengeführt“, sondern zeitgleich gegen das Buch eines Eigehändlers ausgeführt.

⁴ Insbesondere liegen weder eine Anlage- Abschlussvermittlung noch ein Finanzkommissionsgeschäft vor.

Zu § 3 Absatz 4 WpHGE

Ausnahmen, Institutsfiktion im Sinne des Anlegerentschädigungsgesetzes

(Referentenentwurf S. 27)

Soweit die Gesetzesbegründung ausführt, Börsenbetreiber und Betreiber organisierter Märkte seien (sofern sie ein MTF oder OTF betreiben) aufgrund des geänderten Artikels 5 Absatz 2 der Richtlinie 2014/65/EU zukünftig zum Anschluss an eine Anlegerentschädigungseinrichtung verpflichtet, vermögen wir dieser Einschätzung nicht zu folgen.

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 erforderliche Genehmigung (aber eben nicht Zulassung) 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 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, wodurch auch die Rechtsfolge der Verpflichtung sich einer Anlegerentschädigungseinrichtung anzuschließen entfällt. Die Genehmigungsvoraussetzung der Einhaltung der Vorschriften des Titel II, Kapitel I der Richtlinie 2014/65/EU können insofern auch ohne Zugehörigkeit des Marktbetreibers zu einer Anlegerentschädigungseinrichtung umfänglich erfüllt werden.

Abgesehen davon, wäre eine Verpflichtung von Börsen und Marktbetreiber zum Anschluss an eine Anlegerentschädigungseinrichtung auch sachlich verfehlt, zumal diese aufgrund ihrer Geschäftsstruktur gar keine Entschädigungsfälle auslösen können. Darüber hinaus ist uns 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 Marktbetreiber verpflichtet werden sollen einer Anlegerentschädigungsrichtlinie 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, die Ände-

rung ist jedoch rein textökonomischer Natur; der Hinweis selber hatte auch bisher lediglich klarstellende Funktion. § 3 Absatz 4 WpHGE sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

Zu § 6 Absatz 2 Satz 3 Buchstabe bb WpHGE

Aufgaben und Befugnisse (der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)

(Referentenentwurf S. 28)

§ 6 Absatz 2 Satz 3 Buchstabe bb WpHGE enthält offenbar einen Verweisfehler: Statt „§ 68 Absatz 7“ sollte es wohl „§ 68 Absatz 8“ heißen.

Zu § 63 Absatz 1 Nummer 5 WpHG Entw

Betrieb eines multilateralen Handelssystems oder eines organisierten Handelssystems

(Referentenentwurf S. 63)

Hier ist nicht nachzuvollziehen, warum lediglich multilaterale Handelssysteme zur Aufzeichnung von erteilten Aufträgen und Geschäften verpflichtet werden sollen. Die Pflicht zur Aufzeichnung von erteilten Aufträgen und Geschäften ergibt sich unseres Erachtens bereits aus dem für MTFs und OTFs – in Folge des Verweises aus Artikel 18 Absatz 1 der Richtlinie 2014/65/EU – gleichermaßen geltenden Vorschriften des Artikel 16 Absatz 6 der Richtlinie 2014/65/EU. Daher ist die Einschränkung „*im multilateralen Handelssystem*“ in § 63 Absatz 1 Nummer 5 WpHG Entw zu streichen.

Zu § 68 Absatz 5 WpHG Entw

Organisationspflichten, hier Tatbestandsmerkmale der „Verfolgung einer Market-Making-Strategie“

(Referentenentwurf S. 72)

Die Vorschrift konkretisiert die Bedingungen unter denen ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine „*Market-Making-Strategie*“ im Sinne des § 68 Absatz 5 WpHG Entw verfolgt. Während sich die einzelnen Tatbestandsmerkmale „1:1“ am Text des hiermit umgesetzten Artikels 17 Absatz 4 der Richtlinie 2014/65/EU orientieren, ist zumindest fraglich, ob der gewählte – im Richtlinienentwurf nicht enthaltene – Zusatz, wonach eine „*Market-Making-Strategie*“ „*in der Regel*“ verfolgt wird, sofern die beschriebenen Tatbestandsmerkmale vorliegen, den Vorgaben der Richtlinie 2014/65/EU entspricht.

Folgt man der Auslegung des auf der Internetseite des Bundesministeriums für Justiz und Verbraucherschutz veröffentlichten Handbuchs der Rechtsförmlichkeit⁵, deutet der Zusatz „*in der Regel*“ darauf hin, dass auch andere gleichartige aber nicht ausdrücklich genannte Fälle von der Vorschrift erfasst werden sollen. Insofern stellt sich die Frage, ob es sich bei den genannten Tatbestandsvoraussetzungen um – in kumulativer Betrachtung – *notwendige* und *hinreichende* Voraus-

⁵ Dort Rz 88, URL: http://hdr.bmj.de/page_b.1.html#an_88

setzungen handelt. Leider bleibt auch der englische MiFID II Ursprungstext mit der Formulierung „*shall be considered to be pursuing a market making strategy*“ dahingehend sprachlich unpräzise, ob die genannten Tatbestandsvoraussetzungen *hinreichend* sind oder ob sich mit „*consider*“ ein Bewertungsspielraum eröffnet, sofern die Bedingungen kumulativ erfüllt sind. Unstrittig dürfte hingegen sein, dass es sich dem englischen Text nach um notwendige Tatbestandsmerkmale handelt.

Die Formulierung „*in der Regel*“ ließe der juristischen Bedeutung der Formulierung nach indes auch Ausnahmen zu, bei denen einzelne Tatbestandsmerkmale nicht erfüllt sind und nach sachgemäßem Ermessen im Ergebnis dennoch davon auszugehen wäre, dass eine „*Market-Making-Strategie*“ verfolgt wird.

In der Praxis könnte dies insbesondere Fälle betreffen, in denen ein – nach hiesigem Rechtsverständnis – mittelbarer Handelsteilnehmer, der im Zuge eines direkten elektronischen Zugangs am Börsenhandel teilnimmt, sich als *de facto* Market Maker geriert, in dem er in einem Wertpapier fortlaufend zweiseitige Preise stellt, welche die übrigen Tatbestandsvoraussetzungen des Artikels 17 Absatz 4 der Richtlinie 2014/65/EU erfüllen.

Im Lichte des Regelungszwecks, der Vermeidung von Volatilitätsausschlägen in Folge einer kurzfristigen erheblichen Reduzierung der Marktliquidität, wäre dies durchaus nachvollziehbar und wünschenswert. Gleichwohl scheint der Richtlinienentwurf einen solchen Wertungsspielraum nicht zu eröffnen. Auch deshalb bedarf es zumindest einer Klarstellung, was mit der Formulierung „*in der Regel*“ bewirkt werden soll oder es sollte auf den Zusatz verzichtet werden.

Zu § 71 Absatz 3 WphGE

Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflicht

(Referentenentwurf S. 75)

Die Vorschrift setzt Artikel 16 Absatz 7 der Richtlinie 2014/65/EU um, welcher eine Aufzeichnungspflicht für Telefongespräche und elektronischer Kommunikation normiert, soweit diese im Zusammenhang mit der Annahme, Übermittlung und Ausführung von Kundenaufträgen stehen.

In § 71 Absatz 3 Satz 2 WphGE, der vorschreibt, „*das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat alle angemessenen Maßnahmen zu ergreifen, um Telefongespräche und elektronische Kommunikation zu erfassen*“, sollte zur Vermeidung eines „Goldplating“ und möglicher Missverständnissen hinsichtlich des Umfangs der Aufzeichnungspflicht, wie auch zur Herstellung eines möglichst hohen Gleichlaufs mit Artikel 16 Absatz 7 Satz 3 der Richtlinie 2014/65/EU, vor „*Telefongespräche*“ das Wort „*einschlägige*“ eingefügt und der Terminus „*zu erfassen*“ durch „*aufzuzeichnen*“ ersetzt werden. Entscheidend ist hierbei, dass der Richtliniengeber nur solche Kommunikationsinhalte aufgezeichnet wissen wollte, die tatsächlich in einem sachlichen Bezug zu einem Kundenauftrag stehen.

Ganz ähnlich verhält es sich im Hinblick auf § 71 Absatz 3 Satz 3 WphGE, welcher vorschreibt, die Nutzung privater Geräte vollständig zu unterbinden, sofern das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die darüber geführten Gespräche sowie die elektronische Kommunikation nicht erfassen kann. Auch diese Regelung würde zu einer – im Übrigen kaum praktikablen und aus datenschutzrechtlichen Gründen bedenklichen – Übererfüllung der Vorgaben der Richtlinie führen. Zwar wird im Hinblick auf die Verwendung von privaten Geräten in Artikel 16 Absatz 7 Satz 10 der Richtlinie 2014/65/EU vorgeschrieben, „*an investment firm shall take all reasonable steps to prevent an employee or contractor from making, sending or receiving relevant telephone conversations and electronic communications on privately-owned equipment which the investment firm is unable to record or copy*“, ein generelles Verbot der Verwendung solcher Geräte ist damit jedoch nicht verbunden.

Möglicherweise handelt es sich bei dem erwähnten „Goldplating“ jedoch lediglich um die Folge eines Übersetzungsfehlers in der deutschen MiFID II Textfassung. So ist in Artikel 16 Absatz 7 Satz 10 der Richtlinie 2014/65/EU das Einfügen eines dem englischen „*relevant*“ (in der französischen Fassung „*concernées*“) entsprechende Begriffs – hier hätte sich das bereits in Artikel 16 Absatz 7 Satz 3 der Richtlinie 2014/65/EU verwendete „*einschlägige*“ angeboten – schlicht übersehen worden. Ohne eine solche, vom Richtliniengeber ausdrücklich gewollte Einschränkung auf *einschlägige* Telefongespräche oder elektronische Mitteilungen, erhält der Satz in der Tat den Charakter eines generellen Verbots.

Wir gehen insofern davon aus, dass es sich bei dem in § 71 Absatz 3 Satz 3 WphGE formulierten Verbot der Verwendung privater Geräte lediglich um einen Folgefehler handelt, der sich aus der wie gezeigt fehlerhaften deutschen Textfassung des Artikel 16 Absatz 7 Satz 10 der Richtlinie 2014/65/EU ergibt. Wir schlagen daher vor, § 71 Absatz 3 Satz 3 WphGE in enger Anlehnung an den (korrigierten) Richtlinienentwurf, wie folgt zu fassen:

„Es hat alle angemessenen Maßnahmen zu ergreifen, um zu verhindern, dass ein Angestellter oder freier Mitarbeiter mithilfe privater Geräte einschlägige Telefongespräche oder elektronische Mitteilungen erstellt, sendet oder empfängt, die die Firma nicht aufzeichnen oder kopieren kann.“

Zu § 109 Absatz 2 Nummer 105 & 106 WpHG Bußgeldvorschriften

(Referentenentwurf S. 90)

In Nummer 105 und 106 des Katalogs der bußgeldbewährten Ordnungswidrigkeiten sollte klarstellend nach „*Market-Making-Strategien*“ jeweils die rechtliche Konkretisierung „*im Sinne des § 68 Absatz 5 WpHG*“ eingefügt werden.

Zu § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 4 Buchstabe a KWGE

Market Making

(Referentenentwurf S. 113)

Hier gilt das zu § 2 Absatz 6 Satz 1 Nummer 2 Buchstabe a WpHGE Gesagte entsprechend, anstelle „*des Kaufs oder Verkaufs von Finanzinstrumenten*“ sollte es im Gleichklang mit Artikel 4 Absatz 1 Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU besser „*des Kaufs und Verkaufs von Finanzinstrumenten*“ heißen.

Zu § 26b BörsGE

Market Maker

(Referentenentwurf S. 150)

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 Richtliniengeber 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 solche 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 wird der Anwendungsvorbehalt zu einer Bereichsausnahme umformuliert: „*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 nicht weiter problematisch, bestünde nicht aufgrund der erneuten engen Anlehnung an die wiederum wenig gelungene deutsche Textfassung der Richtlinie dabei die Gefahr, dass der Blick auf die ursprüngliche Intention des Richtliniengebers verstellt wird.

Zumindest unglücklich erscheint der deutsche Richtlinienentwurf 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 gestützt wird⁶, 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 Richtlinien textes 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 Richtliniengebers 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.

Im Lichte der vorgetragenen Argumente schlagen wir daher zusammenfassend 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.“

Soweit § 26b BörsGE lediglich Börsen als Normadressaten benennt, ist zunächst darauf hinzuweisen, dass sich 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 WpHGE den Verweis aufzunehmen, dass § 26b BörsGE für Betreiber von MTFs und OTFs entsprechend gilt.

⁶ vgl. Hierzu ESMA/2015/1464 i.V.m. ESMA/2015/1464 Annex I

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 möchten Sie bitten, die vorgetragenen Anmerkungen und Formulierungsvorschläge, im Rahmen des weiteren Gesetzgebungsverfahrens zu berücksichtigen. Für etwaige Rückfragen und weitere Abstimmungen in dieser Sache, stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung. Gegen eine Veröffentlichung unserer Stellungnahme bestehen keine Bedenken.

Mit freundlichen Grüßen,

Michael H. Sterzenbach
Geschäftsführer