

Finanzmarktnovellierungsgesetz sollte nicht über EU-Recht hinausgehen

Enorme Umsetzungsanforderungen für
Marktteilnehmer zu erwarten

Einleitung

Europa hat durch seine Gesetzgebung in den letzten Jahren weitreichende Änderungen für die Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes geschaffen. Davon betroffen sind insbesondere Emittenten, Finanzdienstleister und die Börsen. Mit dem Referentenentwurf zum Finanzmarktnovellierungsgesetz finden diese nun Eingang ins deutsche Recht, soweit sie nicht bereits auf Grund ihres Verordnungskarakter unmittelbar anwendbar sind.

Das Deutsche Aktieninstitut dankt der Möglichkeit zur Stellungnahme zu dem Referentenentwurf. Aus unserer Sicht sollte vor allem sichergestellt werden, dass bei der Umsetzung der verschiedenen Rechtsakte nicht über die europäischen Vorgaben hinausgegangen wird. Teilweise geht der Entwurf jedoch tatsächlich über die EU-Vorgaben hinaus (wie zB beim Produktinformationsblatt) oder nutzt Wahlrechte nicht oder verschärfend aus (wie zB im Bereich der Sanktionen).

Angesichts der ohnehin enormen Umsetzungsarbeiten, die auf die Marktteilnehmer zukommen, sollte deshalb auf solche nicht nötigen Zusatzbelastungen verzichtet werden. So werden schon durch die EU-Vorgaben nicht nur die Emittenten im regulierten Markt vor weitere bürokratische und damit verwaltungs- und kostenintensive Herausforderungen gestellt, sondern viele Emittentenpflichten werden unter bestimmten Voraussetzungen auf Freiverkehrsemittenten ausgeweitet. Dies widerspricht dem Wunsch, die Kapitalaufnahme kleinerer und mittlerer Unternehmen über einen Börsengang zu erleichtern. Gerade der Freiverkehr mit seinen verringerten Anforderungen ist hier in der Vergangenheit eine Einstiegsmöglichkeit gewesen. Der Gesetzgeber sollte daher prüfen, ob im Rahmen der europäischen Vorgaben Möglichkeiten bestehen, die Zusatzpflichten auf Emittenten des qualifizierten Freiverkehrs zu beschränken.

Durch die vorgegebene Struktur, dass Verordnungen unmittelbar anwendbar sind, während die flankierenden Richtlinien umzusetzen sind, wird die Gesetzeswahrnehmung künftig für die Adressaten wesentlich komplexer werden. Künftig werden die Marktteilnehmer anhand von mehreren Texten (Verordnung, Level-2-Rechtsakte, Auslegungen von ESMA, deutsches Umsetzungsgesetz, ggf. Auslegung der BaFin) die tatsächliche Rechtslage ermitteln müssen. Wir appellieren daher schon jetzt an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, zeitnah ihren Emittentenleitfaden zu überarbeiten und die kommende Gesetzgebung möglichst übersichtlich aufzuarbeiten. Dies wäre für die Emittenten eine bedeutsame Erleichterung.

Vor diesem Hintergrund regt das Deutsche Aktieninstitut insbesondere an:

1. Wir regen an, auch im WpHG klarzustellen, dass der Freiverkehr an den deutschen Börsen kein organisierter Markt ist, damit Emittenten des Freiverkehrs Rechtssicherheit haben, welche (zusätzlichen) Pflichten sie zu erfüllen haben und welche nicht.
2. Wir bitten darum, zu prüfen und zur Klarstellung beizutragen, dass sich der Anwendungsbereich für Emittenten des Freiverkehrs weiter einschränken lässt, so dass zumindest Emittenten, die nicht im qualifizierten Freiverkehr notiert sind, keiner Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, zur Führung von Insiderlisten und zur Pflege von Insiderverzeichnissen unterliegen.
3. Wir bitten generell darum, den Sanktionsrahmen auf das Mindestmaß dessen zu beschränken, den die EU-Marktmissbrauchsverordnung vorgibt. Insbesondere sollte auf umsatzabhängige Geldbußen verzichtet werden.
4. Wir halten die Nichtberücksichtigung von § 15 Abs. 6 WpHG (Haftungsbeschränkung auf §§ 37b, c WpHG bei Ad-hoc-Verstößen) für ein Redaktionsversehen und regen dringend an, dies wieder zur Klarstellung aufzunehmen.
5. Um die Nebentätigkeitsausnahme für Unternehmen, die Warenderivate, Emissionszertifikate und deren Derivate einsetzen, nicht zu entwerten, muss sich der Anwendungsbereich im KWG-E strikt an europäischen Vorgaben der MiFID halten.
6. Ein Goldplating muss verhindert werden. Daher muss gemäß der europäischen Verordnung PRIIPs die Pflicht, im Gespräch mit dem Kunden ein Produktinformationsblatt für Aktien und einfache Anleihen zur Verfügung zu stellen, wieder abgeschafft werden. Zumindest sind Erleichterungen vorzusehen.

1 Änderungen des WpHG

1.1 Anwendungsbereich, § 1 Abs. 3 WpHG-E sowie § 2 Abs. 16

§ 1 Abs. 3 WpHG-E regelt künftig den Anwendungsbereich für den Abschnitt 3 (Marktmissbrauchsüberwachung). Soweit hier iVm § 2 Abs. 16 WpHG-E im Vergleich zum Status Quo eine Ausweitung des Anwendungsbereichs auf Emittenten von Finanzinstrumenten erfolgt, die in multilateralen Handelssystemen gehandelt werden, soweit dazu zugestimmt, oder für die ein Antrag auf Zulassung gestellt wurde, sehen wir dies grundsätzlich bereits nach den europäischen Vorgaben kritisch.

Nach unserem Verständnis war es aber politischer Wille im Rahmen der Verhandlungen zu den europäischen Rechtsakten, dass primär Emittenten des Freiverkehrs einbezogen werden sollten, die sich in den qualifizierten Segmenten bewegen. Von diesen Emittenten geht die Initiative aus, im Freiverkehr gehandelt zu werden. Daher regen wir an zu prüfen, ob noch Umsetzungsspielraum gegeben ist, den Anwendungsbereich auf diese Segmente einzuengen und Emittenten, die den „normalen“ Freiverkehr als Ort der Handelsaufnahme wählen, freizustellen.

Um Rechtsunsicherheiten zu vermeiden, sollte zudem bereits in der Begründung zu § 1 Abs. 3 WpHG-E erläutert werden, dass Ad-hoc-Mitteilungen, Eigengeschäfte von Führungskräften und das Führen von Insiderlisten nach Art. 18 der Marktmissbrauchsverordnung nur Emittenten „trifft“, die dem Handel in diesen einem multilateralen Handelssystem zugestimmt oder diesen beantragt haben (wie es zB auch in der Begründung zu § 20 WpHG-E auf S. 212 vorgesehen ist).

1.2 Begriffsbestimmungen, § 2 Abs. 9 WpHG-E

Wir regen an, die Definition zum „organisierten Markt“ in § 2 Abs. 9 WpHG-E (bisher § 2 Abs. 5 WpHG) wie folgt zu ergänzen:

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

Hintergrund ist, dass an die Definition des „organisierten Marktes“ schon jetzt mit den §§ 264 d, 289 a, 291 Abs. 3 Ziff. 2, 315 a Abs. 2 und 324 HGB zahlreiche bilanzrechtliche Vorschriften des Handelsgesetzbuches („HGB“) anknüpfen. Durch die Verweisungen werden bilanzierungsrechtliche Besonderheiten für Unternehmen begründet, deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten

Markt zugelassen sind bzw. eine solche Zulassung beantragt ist. Nach bisheriger Rechtslage beziehen sich diese Besonderheiten ausschließlich auf Emittenten des regulierten Marktes.

Die Marktmissbrauchsverordnung und das vorliegende Umsetzungsgesetz werden für Emittenten, deren Wertpapiere mit Zustimmung des Emittenten im Freiverkehr gehandelt werden (s.o.), gesetzliche Folgepflichten wie die Ad-hoc Publizität, Führung von Insiderlisten und die Meldung von Eigengeschäften von Führungskräften und damit ein gewisser Gleichlauf mit den Zulassungsfolgepflichten im regulierten Markt begründet.

Dies könnte bei den betroffenen Unternehmen die Unsicherheit begründen, ob dadurch der Freiverkehr (und seine Qualitätssegmente) zu einem organisierten Markt im Sinne des WpHG werden, woran sich dann weitere Folgepflichten knüpfen würden (insbesondere die Pflicht zum IRFS-Reporting). Dies ist ganz sicher nicht intendiert und würde auch dem Ziel zuwiderlaufen, zumindest gewisse Unterschiede im Regulierungsniveau von organisiertem Markt und Freiverkehr zu bewahren, um die Kapitalaufnahme kleinerer Unternehmen nicht unnötig zu erschweren.

Die Klarstellung soll diese Rechtsunsicherheit in Analogie zum Börsengesetz (vgl. § 48 Abs. 3 BörsG-E) gar nicht erst aufkommen lassen.

1.3 Ausnahmen, § 3 WpHG-E

1.3.1 Derivatetransaktionen über Plattformen, § 3 Abs. 1 Nr. 11 WpHG-E

Die Begriffe „Teilnehmer“ und „Mitglied an Börsen“ bzw. „MTFs“ sind nicht abschließend definiert. Hier besteht folgendes Problem, das wir auch bereits in das Gesetzgebungsverfahren zur MiFID II/MiFIR eingebracht haben:

Nichtfinanzielle Unternehmen nutzen in ihrem Risikomanagement derzeit vielfach elektronische Plattformen wie 360T, FXall oder Currenex, um ihre Derivatetransaktionen effizient abzuwickeln. Diese Derivate werden überwiegend zur Absicherung operativer Risiken genutzt.

Auf diesen Plattformen findet kein Sekundärmarkthandel von Derivaten statt; sie erleichtern den Unternehmen lediglich den bilateralen Abschluss von Derivaten. Die Unternehmen haben die Möglichkeit, gleichzeitig von ausgewählten Banken, die ebenfalls an dieser Plattform angeschlossen sind, eine Preisstellung für ein bestimmtes Derivat zu erfragen. Dies erspart das „Abtelefonieren“ mehrerer Banken, um einen Preis zu erhalten und mit Preisen anderer Banken vergleichen zu können.

Daher handelt es sich hierbei um bilateral abgeschlossene Geschäfte. Im Vergleich zum „herkömmlichen“ bilateralen Handel erhöhen diese Plattformen die Preistransparenz, erlauben den schnellen elektronischen Austausch von Geschäftsbestätigungen und erleichtern die elektronische Abwicklung der Transaktionen. Insgesamt sorgen sie für mehr Effizienz im Risikomanagement der Unternehmen.

Es ist davon auszugehen, dass diese Plattformen künftig als MiFID-lizenzierte Handelssysteme agieren, beispielsweise als MTF. In diesem Fall ist die Klarstellung wichtig, dass die Unternehmen, die diese Plattformen nutzen, um direkt in den Kontakt mit ausgewählten Banken zu treten, nur Kunden sind und keine Teilnehmer/Mitglieder. Würden die nichtfinanziellen Unternehmen als Teilnehmer/Mitglieder des MTF klassifiziert, obwohl sie die obigen Plattformen nur als Kunden nutzen, könnten sie nicht mehr von der Ausnahme in § 3 Abs. 1 Nr. 11 WpHG-E profitieren. Da die Unternehmen in diesem Fall bei weiterer Nutzung dieser Plattformen eine MiFID-Lizenz als Wertpapierfirma beantragen müssten, würden sie ihre Derivatetransaktionen nicht mehr über diese Plattformen abwickeln. Dies würde die Effizienz des Risikomanagements der Realwirtschaft erheblich beeinträchtigen. Eine Klarstellung, dass in diesen Fällen keine Teilnahme am Handel oder keine Mitgliedschaft an einem Handelsplatz vorliegt, ist daher notwendig.

Dass Unternehmen der Realwirtschaft bei ihrer Nutzung von Plattformen wie 360T usw. nur Kunden und nicht Teilnehmer/Mitglieder sind, legen auch die Zugangsvoraussetzungen für Teilnehmer an MTFs nahe (siehe § 63 Abs. 1, Nr. 1 iVm § 19 BörsG). Bei den Voraussetzungen für die Teilnahme an Börsen bzw. MTFs wird hier explizit auf Börsenhändler oder den Börsenhandel abgestellt. Dies ist keineswegs die Intention der nichtfinanziellen Unternehmen bei der Nutzung der entsprechenden elektronischen Plattformen.

Wir regen dringend an, dies analog auch im KWG-E klarzustellen.

1.3.2 Anzeigen der Nutzung der Ausnahmen, § 3 Abs. 1 Nr. 17 WpHG-E

Die Anzeigepflicht bei der Nutzung der Ausnahmen ist laut MiFID II auf die Ausnahmebestimmung unter § 3 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-E beschränkt (siehe Art. 2 Abs. 1(j) MiFID II). Eine entsprechende Anzeigepflicht für die Ausnahmen in § 3 Abs. 1 Nr. 9 und 10 WpHG-E finden sich u.E. nicht in MiFID II und sollten daher bei der nationalen Umsetzung ebenfalls nicht gefordert werden, um ein „Goldplating“ zu vermeiden.

Dies gilt analog zu den entsprechenden Regeln im KWG-E.

1.3.3 Anforderungen für Teilnehmer/Mitglieder an Börsen bzw. MTFs, § 3 Abs. 3 WpHG-E

Auch hier bitten wir um Klarstellung, das Unternehmen der Realwirtschaft, die in oben beschriebener Form als Kunden elektronische Plattformen zur Abwicklung ihrer Derivatetransaktionen nutzen, nicht als Teilnehmer/Mitglieder definiert werden (siehe unsere Ausführungen zu § 3 Abs. 1 Nr. 11 WpHG-E).

An den Zusatzanforderungen, die im Gesetzesvorschlag an die Teilnehmer/Mitglieder an Börsen bzw. MTFs gestellt werden (unter der Voraussetzung, dass sie von bestimmten Ausnahmen Gebrauch machen), wird ebenfalls deutlich, dass die Unternehmen der Realwirtschaft bei der oben beschriebenen Plattformnutzung nicht im Fokus dieser Regelung stehen können. Dazu gehören der direkte elektronische Zugang (Zusatzanforderung § 65 WpHG-E), Anforderungen an direkte Clearing-Member (Zusatzanforderung § 66 WpHG) oder Organisationspflichten in Bezug auf Interessenkonflikte bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Anforderungen an die Honorarberatung (Zusatzanforderung § 68 Abs. 2 und 3).

Dies gilt analog zu den entsprechenden Regeln im KWG-E.

1.3.4 Streichung von § 3 Abs. 4 WpHG-E

§ 3 Abs. 4 WpHG-E sieht vor, dass Börsenträger oder Betreiber organisierter Märkte, die die Ausnahme des § 3 Absatz 1 Satz 1 Nummer 13 (danach kein Wertpapierdienstleistungsunternehmen) in Anspruch nehmen, als Institut im Sinne des Anlegerentschädigungsgesetzes gelten. Diese Qualifizierung sollte unbedingt gestrichen werden, weil sie zu nicht nachvollziehbaren und sicher nicht intendierten Ergebnissen führt.

Nach der schon bisher bestehenden Ausnahme nach § 2a Abs. 1 Satz 1 Nr. 13 WpHG sollen Börsenträger, die außer dem Betrieb des Freiverkehrs als multilaterales Handelssystem keine Wertpapierdienstleistung erbringen, gerade kein Wertpapierdienstleistungsinstitut sein.

Diese nun bei Nutzung dieser sachlich richtigen Ausnahme als Institut im Sinne des Anlegerentschädigungsgesetzes einzuordnen, erscheint nicht sachgerecht: Damit würde der Träger des Freiverkehrs an einer öffentlich-rechtlichen Börse den anlegerentschädigungspflichtigen Finanzdienstleistungs- und Kreditinstituten bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften (vgl. § 1 Abs. 1 AnlEntG) gleichgestellt und dem AnlEntG unterworfen. § 2 AnlEntG verpflichtet, sich einer Entschädigungseinrichtung anzuschließen, um ihre „Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften“ abzusichern.

Für einen Freiverkehrsträger im Sinne von § 48 Abs. 1 BörsG ist eine solche Regelung unangebracht, da dieser im Rahmen der börsenrechtlichen

Marktorganisation keine eigenen Wertpapiergeschäfte abschließt. Der Handel und die Geschäftsabschlüsse erfolgen ausschließlich durch die Handelsteilnehmer. Eine Verbindlichkeit des Freiverkehrsträgers „aus Wertpapiergeschäften“ ist daher undenkbar. Mithin entfällt jeder ökonomische Grund, der die Zugehörigkeit zu einem Entschädigungssystem auch nur theoretisch rechtfertigen könnte. Die Einbindung der Freiverkehrsträger in die Entschädigungseinrichtung würde daher in der absurden Situation münden, dass zu Entschädigungsfällen zwangsweise beitragen müssen, obwohl sie selbst noch nicht einmal theoretisch einen Entschädigungsfall hervorrufen können.

Soweit sich die Begründung auf Art. 5 Abs. 2 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) bezieht, geht dies fehl. Die in den Art. 5 ff. MiFID enthaltenen Regelungen beziehen sich u.a. auf die erstmalige Zulassung des Betriebs von Multilateralen Handelssystemen 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, sprich 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 daher nicht erforderlich.

1.4 Befugnisse und Aufgaben der BaFin, § 6 Abs. 13 WpHG-E

In § 6 Abs. 13 WpHG-E setzt der Gesetzgeber den Wortlaut „vorübergehend“ (im englischen „temporary“) aus Art. 23 Nr. 1 I) der Marktmissbrauchsverordnung mit „für einen Zeitraum bis zu zwei Jahren“ um. Mit Blick auf die Tatsache, dass hierbei nicht nur Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot und das Marktmanipulationsverbot zu Grunde liegen müssen, sondern auch bereits Verstöße zB gegen die Ad-hoc-Meldepflichten oder Meldepflichten zu Directors' Dealings und damit verbundene Meldepflichten wie etwa in § 20 WpHG-E ein solches Verbot auslösen könnten, erscheint der Umfang von 2 Jahren als zu lang. Wir bitten, diese Umsetzung noch einmal zu überprüfen.

Dies gilt auch für die Befugnis der BaFin in § 18 (Abs. 4) WpHG-E, natürlichen Personen für bis zu zwei Jahren zu verbieten, Geschäfte auf eigene Rechnung zu tätigen. Auch dieses Verbot kann bereits bei Verstoß gegen Vorgaben bei Directors' Dealings nach Art. 19 und zu den Insiderlisten nach Art. 18 der Marktmissbrauchsverordnung verhängt werden.

1.5 Insiderhandelsverbot, § 19 WpHG-E

1.5.1 Begriff des Insiders, § 19 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 7 WpHG-E

§ 19 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 7 WpHG-E nennt den Begriff des Insiders. Dieser ist bislang nicht eigenständig genannt und nicht definiert. Bekannt sind die Begriffe Insidergeschäfte, Insiderlisten und Insiderinformation.

Wir regen an, hier auf die Verwendung des Begriff Insiders zu verzichten, da im Zusammenhang mit der Beurteilung von Insiderlisten hier Missverständnisse entstehen könnten. Es ist bisher gängige Praxis, dass Personen auf der Insiderliste auch dort geführt werden, auch wenn sie bislang keinen Zugang zu bestimmten Insiderinformationen gehabt haben müssen. Nach Auffassung der BaFin reicht es daher aus, wenn die Aufgabenbeschreibung der Person eine potenzielle Befassung mit Insiderinformationen vorsieht (Emittentenleitfaden, 4. Aufl. S. 99).

Wir hoffen, dass die BaFin diese Praxis aufrechterhalten kann. Dann wäre aber der „Insider“ auf der Insiderliste nicht gleich der Insider im Sinne des § 19 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 7 WpHG-E. Stattdessen sollte in § 19 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 7 WpHG_E gemäß zB Art.4 Abs. 2 der neuen Marktmissbrauchsrichtlinie eine „Person, die über Insiderinformationen verfügt, ...“ genannt werden.

1.5.2 Rechtsunsicherheit bei Abweichung von 1:1-Umsetzung, zB im Weitergabeverbot, § 19 Abs. 1 Nr. 7 WpHG-E

Mit § 19 WpHG-E werden die Vorgaben der neuen Marktmissbrauchsrichtlinie zum Verbot von Insider-Geschäften umgesetzt. Dabei ist in der Gesetzesbegründung auf folgendes hingewiesen: „Der neue Wortlaut des § 19 berücksichtigt dabei auch die Vorgaben des Artikels 8 Absatz 1 bis 3 und des Artikels 10 der Verordnung (EU) Nummer 596/2014 um Widersprüche zu vermeiden.“ (S. 211). Nunmehr sind in § 19 WpHG-E Vorgaben aus Richtlinie und Verordnung in deutsches Recht übertragen. Wir regen an, hier zu überprüfen, inwieweit Rechtsunsicherheit durch verschiedene Wortlaute von Verordnung, Richtlinie und deutschem Gesetzestext entstehen können.

Der Wortlaut in § 19 Abs. 1 Nr. 7: „... sofern der Insider eine solche Mitteilung oder ein solches Zugänglichmachen **nicht bestimmungsgemäß** im Rahmen seines Berufs, seiner Tätigkeit oder seiner Aufgabe vornimmt ...“ weicht vom Wortlaut in Art. 4 Abs. 2 der Richtlinie ab: „sofern diese Offenlegung **nicht Rahmen der normalen Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufs oder der Erfüllung ihrer Aufgaben** erfolgt oder die Offenlegung nach Artikel 11 Absätze 1 bis 8 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 als Marktsondierung gilt.“ Hier Wir fragen uns, ob die Formulierung „nicht bestimmungsgemäß im Rahmen seines Berufs...“ qualitativ etwas anders ausdrücken soll/ausdrückt als „nicht im Rahmen der normalen Ausübung“ des Berufs und regen daher eine Klarstellung an.

1.5.3 Exkurs: Mitarbeiterbeteiligungsprogramme

Als Exkurs möchte wir noch auf folgende Problematik hinweisen: Bei klassischen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen wirkt die Belehrung der Arbeitnehmer über das Insiderhandelsverbot oftmals abschreckend; Arbeitnehmer sind verunsichert und nehmen im Zweifel dann nicht an dem Programm teil. Wir hatten bereits im europäischen Gesetzgebungsverfahren darauf hingewiesen, dass gerade mit Blick auf die geringfügigen Beträge, die in Rede stehen, und aufgrund des Umstandes, dass Erwerbszeiträume im Rahmen von Mitarbeiterkapitalbeteiligungsprogrammen typischerweise auf enge Grenzen festgelegt sind, der Schutzbereich des Insiderhandelsverbots quasi nicht betroffen ist. Daher regen wir an, für dieses Thema in der Zukunft mögliche Ausnahmen oder Safe Harbour Regelungen zu prüfen, die über die Regelungen im Rahmen der Rückkaufsprogramme hinausgehen.

1.6 Marktmanipulation, § 21 Abs. 1 Nr. 3 WpHG-E

Im neuen § 21 Abs. 1 Nr. 2 WpHG-E wird das Verbreiten von „Informationen über Medien...“ verboten, wenn hierdurch falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Preises eines Finanzinstrumentes etc. gegeben werden usw. Entsprechend der bisherigen Rechtslage in § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist zugleich das Verschweigen von Umständen „entgegen bestehender Rechtsvorschriften“ verboten (so nun ebenfalls in § 21 Abs. 1 Nr. 3 WpHG-E). Art. 12 Abs. 1) der Marktmissbrauchsverordnung sowie Art. 5 Abs. 2 c) der neuen Marktmissbrauchsrichtlinie stellen hier allerdings allein auf die Verbreitung von Informationen ab und sieht ein Verbot hinsichtlich des Verschweigens von Umständen, also einer Begehung durch Unterlassen nicht vor.

Wir regen daher an zu prüfen, ob man nicht auch im deutschen Recht auf diese Begehungsweise durch Unterlassen verzichten sollte. Dies würde eine europaweit einheitliche Anwendung des Tatbestands fördern.

1.7 Haftung nach §§ 85, 86 WpHG-E und Wegfall des bisherigen § 15 Abs. 6 WpHG

Die Haftung nach § 85, 86 WpHG-E übernimmt die Emittentenhaftung nach §§ 37 b und c WpHG wegen unterlassener und unwahrer Ad hoc Mitteilungen. In § 15 Abs. 6 WpHG findet sich aktuell die wichtige Klarstellung, dass sich die Verantwortlichkeit des Emittenten auf Schadensersatz bei Verstößen gegen § 15

Abs. 1 bis 4 WpHG nur nach §§ 37 b, c WpHG ergibt. Damit soll gesetzlich verankert werden, dass § 15 WpHG kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB darstellt und Schutzgut dieser Norm allein die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist¹ (). Mit Streichung des § 15 WpHG ist diese Klarstellung jedoch leider weggefallen.

Wir regen dringend an, eine entsprechende Klarstellung wieder im Gesetz aufzunehmen.

1.8 Positionslimits und -meldungen, §§ 50, 51 WpHG-E

1.8.1 Positionslimits, § 50 WpHG-E

Weder im Gesetzestext noch in der Begründung zu den Positionslimits wird die Ausnahme für Warenderivate, die von nichtfinanziellen Unternehmen zur Absicherung kommerzieller Risiken eingesetzt werden, erwähnt (Art. 57 MiFID II). Diese für die Realwirtschaft wichtige Ausnahme sollte aufgenommen, oder zumindest sollte in der Gesetzesbegründung hierauf hingewiesen werden.

1.8.2 Positionsmeldungen, § 51 WpHG-E

Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen – entweder direkt (OTC) oder indirekt (wenn über Handelsplätze gehandelt) – täglich ihre eigenen Positionen in Warenderivaten, Emissionszertifikaten und deren Derivate sowie die Positionen ihrer Kunden heruntergebrochen bis zum Endkunden melden. Nach Abs. 5 kann das Bundesministerium der Finanzen hierzu mittels Rechtsverordnung Bestimmungen über Inhalt, Art, Umfang und Form der Mitteilung erlassen.

Von dieser Meldepflicht sind damit indirekt auch Endkunden betroffen, wenn die Handelsplätze oder die Intermediäre die Positionen der Endkunden ebenfalls melden müssen. Es muss klargestellt werden, dass für Endkunden, die keine Intermediäre sind, keine zusätzlichen Meldepflichten entstehen. Die Umsetzung der EMIR-Meldepflichten hat gezeigt, wie groß die Kosten für die Bereitstellung und Implementierung der Systeme ist. Dieser Aufwand muss unter dem MiFID-Positionsmeldungen vermieden werden.

¹ vgl. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 15 Rn. 307 mwN.

1.9 Angemessene Regulierung der Anlageberatung, § 57 WpHG-E

1.9.1 Produktinformationsblatt, § 57 Abs. 9 WpHG-E:

Die Regelungen zum Produktinformationsblatt sollten konsequent den europäischen Vorgaben aus der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 (PRIIPs) folgen. Die PRIIPs-Verordnung sieht von einer Anwendung auf Aktien und einfache Anleihen ab. Um ein nationales „Goldplating“ zu vermeiden, muss daher die Pflicht zur Bereitstellung eines Produktinformationsblatts für Aktien und einfache Anleihen wieder abgeschafft werden.

Das Produktinformationsblatt ist ein wesentlicher Grund, warum sich insbesondere kleinere Banken vollständig aus der Beratung zu Einzelaktien zurückgezogen haben. Dies ist das Ergebnis von zwei Umfragen des Deutschen Aktieninstituts aus den Jahren 2012 und 2014.²

Damit gehen wichtige Fürsprecher für die Aktienanlage verloren. Die ohnehin unterentwickelte Aktienkultur in Deutschland nimmt weiteren Schaden. Wenn immer weniger Banken regulierungsbedingt keine Aktienberatung mehr anbieten oder diese stark einschränken, fällt es den Unternehmen immer schwerer, mit dem Kapital privater Anleger erfolgreich die Börse als Finanzierungsquelle zu nutzen. Die fehlende Bereitschaft von Privatanlegern, Aktien am Primärmarkt zu zeichnen oder am Sekundärmarkt zu erwerben, ist auch ein wesentlicher Grund für die IPO-Schwäche in Deutschland.

Hierauf basierende Maßnahmen, dem Markt für Börsengänge zur Finanzierung von Wachstum und Innovationen neuen Schwung zu verleihen, müssen an diesen strukturellen Ursachen anknüpfen. Entsprechende Vorschläge liegen auf dem Tisch. Maßgeblich ist hier der Abschlussbericht des „IPO-Roundtable“, einem Expertengremium, das von Wirtschaftsminister Gabriel einberufen wurde.³ Als wesentlichen Maßnahme zur Förderung der Aktienkultur benennt der Bericht die Notwendigkeit, die regulatorischen Anforderungen an die Anlageberatung [...] auf ein angemessenes Verhältnis zurückzuführen [...].“ Auch der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme zum Kleinanlegerschutzgesetz die Bundesregierung aufgefordert, das Produktinformationsblatt für Aktien abzuschaffen bzw. Erleichterungen für die Bereitstellung zu schaffen.

2 Siehe Deutsches Aktieninstitut: [Produktinformationsblatt: Finanz-Beipackzettel beeinträchtigt die Aktienberatung](#), DAI-Kurzstudie 4/2012, Frankfurt am Main; Deutsches Aktieninstitut: [Regulierung drängt Banken aus der Aktienberatung – eine Umfrage unter deutschen Kreditinstituten](#), Studien des Deutschen Aktieninstituts, Juli 2014.

3 Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (Hrsg.): Roundtable bei Bundesminister Sigmar Gabriel – Mehr Börsengänge für junge Wachstumsunternehmen in Deutschland, Abschlussbericht der Arbeitsgruppen, September 2015, S. 11.

Dies wäre ein wichtiges Signal für die Banken, wieder verstärkt in Einzelaktien zu beraten. Zumindest sollten Erleichterungen vorgesehen werden. Denkbar wäre beispielsweise ein generisches Produktinformationsblatt für die Assetklasse Aktien und einfache Anleihen, die in allgemeiner Art und Weise über die Risiken dieser Anlageklassen informiert. Diese allgemeinen Produktinformationsblätter könnten zentral zum kostenlosen Bezug zur Verfügung gestellt werden.

1.9.2 Geeignetheitserklärung, § 57 Abs. 12 WpHG-E

Die Dokumentation des Beratungsgesprächs ist ein weiterer Grund, warum sich viele Banken aus der Wertpapier- und insbesondere der Beratung in Einzelaktien zurückziehen (siehe hierzu die oben genannten Studien zu § 57 Abs. 9 WpHG-E). Außerdem wird auch von Teilen der Bankkunden der zusätzliche Zeitaufwand für die Protokollierung beklagt. Im Zusammenhang mit dem Beratungsprotokoll wurde daher darüber diskutiert, insbesondere erfahrenen Kunden das Recht zu geben, auf die Protokollierung des Beratungsgesprächs verzichten zu dürfen.⁴

Daher plädieren wir weiterhin für diese Verzichtsmöglichkeit und bitten, diese im Gesetzgebungsverfahren zu prüfen. Zumindest muss klargestellt werden, dass sich die Geeignetheitserklärung nur auf Privatkunden bezieht, und nicht allgemein auf Kunden. Die obigen Ausführungen gelten auch für die regelmäßigen Berichte gegenüber Privatkunden in § 57 Abs. 21 WpHG-E.

1.10 Sanktionen, §§ 107 ff WpHG-E

1.10.1 Übersichtlichkeit des Sanktionskatalog, § 109 WpHG-E

§ 109 WpHG-E ist als Sanktionsnorm für das Bußgeldregime grundsätzlich neu gestaltet. Mit 25 Absätzen und einer Vielzahl von Verweisungen und Aufzählungstatbeständen in den einzelnen Absätzen ist es für den Anwender wenig übersichtlich gestaltet. Hier wird angeregt, doch zumindest mit den redaktionellen Hinweisen wie etwa Zwischenüberschriften für den jeweils bebußten Bereich auf eine bessere Lesbarkeit und Verständlichkeit hinzuwirken.

1.10.2 Herabsenkung der Begehungsweise von Leichtfertigkeit auf das Fahrlässigkeit, § 109 WpHG-E

Die neuen Sanktionsnormen in den § 107 ff WpHG führen gerade im Bußgeldbereich eine drastische Erhöhung der Sanktionen ein; dabei wird in § 109

⁴ Siehe hierzu insbesondere die Studie des Instituts für Transparenz: Evaluierung der Beratungsdokumentation im Geldanlage- und Versicherungsbereich, Februar 2014, sowie die Präsentationen zur Diskussion auf dem „Symposium zur Beratungsdokumentation“ am 11. November 2014 in Berlin.

WpHG-E die fahrlässige Begehungsweise eingeführt (im Bereich der Marktmissbrauchsüberwachung in § 109 Abs. 1, Abs. 9 -11 WpHG-E). Das steht im Gegensatz zum bisherigen § 39 WpHG, nachdem erst eine leichtfertige Begehung von Verstößen ein Bußgeld auslöst.

Begründet wird die Verschärfung im RefE wie folgt: „Aufgrund der Bedeutung der in Rede stehenden bußgeldbewehrten Vorschriften wird in diesem Zusammenhang für die von den genannten europäischen Rechtsakten erfassten Bußgeldtatbestände des Wertpapierhandelsgesetzes die Schwelle zur Tatbestandsmäßigkeit von Leichtfertigkeit auf einfache Fahrlässigkeit abgesenkt. Denn die Verhinderung von Marktmissbrauch ist ein besonders wichtiges Erfordernis für die Herausbildung von Anlegervertrauen und das Funktionieren der Kapitalmärkte und daher durch besonders wirksame Sanktionsmechanismen abzusichern“ (S. 232).

Wir halten das für eine, über die EU-Vorgaben hinausgehende Verschärfung des Sanktionsrahmens, da diese Umsetzung unseres Erachtens nicht für alle Tatbestände aus § 109 WpHG auf Vorgaben von EU-Rechtsakten geboten ist. Im Bereich Marktmissbrauch mag dies für die Begehung von Marktmanipulation und Insiderhandel zur Umsetzung erforderlich sein, unserer Erachtens aber nicht darüber hinaus. Die Herabsetzung der eine Bebußung auslösenden Schwelle von „Leichtfertigkeit“ auf „Fahrlässigkeit“ ist aber insbesondere mit Blick auf die Heraufsetzung des Sanktionsrahmens als äußerst kritisch zu bewerten. Man setzt damit nicht nur den Sanktionsrahmen herauf, sondern gleichzeitig auch die Wahrscheinlichkeit sanktioniert werden. Dies geschieht in einem Umfeld, in dem bei einer ganzen Reihe von Tatbeständen noch nicht klar ist, wie sie in der Praxis gelebt werden sollen, weil z.B. noch die Level-2-Akte ausstehen.

Das Deutsche Aktieninstitut regt daher an, noch einmal zu prüfen, bei welchen Tatbeständen nach dem EU-Recht bereits die fahrlässige Begehung zu bebußen ist und dies nur dort vorzusehen.

1.10.3 Auf umsatzabhängige Sanktionen verzichten

§ 109 Abs. 17, der die Sanktionen nach der Marktmissbrauchsverordnung umsetzt, enthält aus unserer Sicht eine weitere Verschärfung des Sanktionsrahmens, der nach EU-Recht nicht zwingend vorgesehen ist.

Art. 30 (2) (j) der Marktmissbrauchsverordnung bestimmt Mindesthöhen für die maximalen Bußgelder für juristische Personen. Die Verordnung lässt hier jedoch bewusst ein Wahlrecht für die Mitgliedstaaten, ob sie die Höchstgrenze für die Bemessung von Bußgeldern bei juristischen Personen am Jahresumsatz eines betroffenen Unternehmens festmachen möchte oder nicht, denn es heißt beispielsweise in Bezug auf die Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität in Art. 30 (2) (j) Buchstabe ii: „ ... bei Verstößen gegen die Artikel 16 und 17 2 500 000 EUR **oder**

2 % des jährlichen Gesamtumsatzes...“ (in englisch: „for infringements of ... Art. 17, EUR 2 500 000 or 2 % of its total annual turnover ...“).

Der Gesetzgeber nutzt im Referentenentwurf dieses Wahlrecht wie schon bei der Umsetzung der Transparenzrichtlinie nicht aus. Außerdem ergänzt der Referentenentwurf die Formulierung „**den höheren der Beträge** von 2,5 Mio und 2%“. Diese Vorgabe macht die Marktmissbrauchsverordnung anders als die Transparenzrichtlinie jedoch nicht. Insgesamt geht damit der Referentenentwurf über das notwendige Maß hinaus.

Wir plädieren daher stark dafür, auf umsatzabhängige Geldbußen soweit zu verzichten, wie es der EU-Gesetzgeber zulässt.

Konkret müssten daher in § 109 Abs. 17 WpHG-E die jeweiligen Zusätze „den höheren der Beträge“ und „oder X % des Jahresumsatzes...“ gestrichen werden, außerdem der Verweis auf die Definition des Gruppenumsatzes. Große börsennotierte Unternehmen haben leicht Jahresumsätze in Höhe von mehreren Milliarden Euro, so dass schon 2 % hiervon leicht die Grenze von 2,5 Millionen (bei fahrlässiger Verletzung der Ad-hoc-Publizität) oder 15 Millionen (bei fahrlässiger Verletzung des Marktmanipulationsverbots) überschreiten können.

Ebenfalls sollte der Bezug zu umsatzabhängigen Geldbußen in § 109 Abs. 16 WpHG-E gestrichen werden, da hier im Zuge der Umsetzung der Transparenzrichtlinie ebenfalls ein Wahlrecht ausgenutzt wurde, das nicht zwingend auszunutzen war.

Insgesamt sollte daher der Sanktionsrahmen des WpHG auf das Mindestmaß dessen beschränkt werden, was Verordnung und Richtlinie vorgibt. Schon die Mindestvorgaben der EU-Marktmissbrauchsverordnung (und auch der EU-Transparenzrichtlinie) gehen über das bislang in Deutschland übliche Maß hinaus. Außerdem ist zu bedenken, dass die neuen Normen mit großer Wahrscheinlichkeit Anwendungsschwierigkeiten nach sich ziehen werden. Eine solche Mischung aus deutlich verschärften Sanktionen bei gleichzeitiger Rechtsunsicherheit halten wir für bedenklich.

2 Änderungen des KWG

2.1 Nebentätigkeitsausnahme, § 2 Abs. 1 Nr. 9 KWG-E

Während die Einfügung der Nebentätigkeitsausnahme aus Art. 2 Abs. 1(j) MiFID in § 3 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-E sehr gelungen ist, halten wir die Formulierung in § 2 Abs. 1 Nr. 9 KWG-E für äußerst problematisch. In der derzeitigen Fassung des § 2 Abs. 1 Nr. 9 KWG-E können Unternehmen, die Market Making in Warenderivaten, Emissionszertifikaten und deren Derivate betreiben, nicht von dieser Ausnahmetätigkeit profitieren, was dem Gesetzestext der MiFID widerspricht (ausgenommen sind Unternehmen, die „kein Bankgeschäft betreiben und weder Market Making“ [...] erbringen).

Außerdem ist nach dem KWG-E eine wesentliche Voraussetzung für die Ausnahme, dass „dieses Nebengeschäft ausschließlich als Dienstleistung für die Kunden oder Zulieferer ihrer Haupttätigkeit betrieben wird“. Art. 2 Abs. 1 (j) MiFID stellt aber explizit eine solche Bedingung nicht für das Eigengeschäft bzw. den Eigenhandel mit Warenderivaten oder Emissionszertifikaten oder Derivaten auf.

Um Inkonsistenzen und ein nationales „Goldplating“ zu vermeiden, sollte sich daher die obige KWG-Ausnahmeregelung an die Formulierung des Art. 2 Abs. 1 (j) MiFID (bzw. § 3 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-E) anlehnen.

2.2 Erlaubnispflicht für das Eigengeschäft, § 32 Abs. 1a KWG-E

Nach dem Entwurf ist das Eigengeschäft erlaubnispflichtig, wenn dieses „als Mitglied oder Teilnehmer eines organisierten Marktes oder eines multilateralen Handelssystems [...]“ betrieben wird.

Dieser Passus konterkariert die Nebentätigkeitsausnahme in Art. 2 Abs. 1 (j) MiFID (bzw. § 3 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-E), die alternativ zu der Ausnahme in Art. 2 Abs. 1 (d) MiFID (bzw. § 3 Abs. 1 Nr. 11 WpHG-E) anzuwenden ist. Letztere bezieht sich auf das Eigengeschäft mit anderen Finanzinstrumenten als Warenderivaten und ist u.a. für Teilnehmer an organisierten Märkten bzw. MTF nicht verfügbar ist. Die Nebentätigkeitsausnahme in Art. 2 Abs. 1 (j) MiFID (bzw. § 3 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-E) bezieht sich hingegen auf Warenderivate, Emissionszertifikate und deren Derivate und gilt unabhängig davon, ob das Unternehmen Mitglied/Teilnehmer an einem organisierten Markt oder MTF ist.

Um Inkonsistenzen und ein nationales „Goldplating“ zu vermeiden, sollte sich daher die obige KWG-Ausnahmeregelung bzw. Erlaubnistatbestand an die Formulierung des Art. 2 Abs. 1 (j) MiFID (bzw. § 3 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-E) anlehnen.

Kontakt

Dr. Claudia Royé
Leiterin Kapitalmarktrecht
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederanau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915- 40
Fax + 49 69 92915-12
roye@dai.de
www.dai.de

Dr. Gerrit Fey
Leiter Kapitalmarktpolitik
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederanau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-41
Fax + 49 69 92915-12
fey@dai.de
www.dai.de

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederanau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-22
Fax + 49 69 92915-12
kuhn@dai.de
www.dai.de