

## Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte

### **Sehr geehrte Damen und Herren,**

zum o.a. Diskussionsentwurf eines Finanzmarktstabilisierungsstärkungsgesetzes nehmen wir innerhalb der hierfür verfügbaren Frist von lediglich drei Tagen (sic!) wie folgt Stellung:

1. Mit aller Deutlichkeit und Dringlichkeit möchten wir zunächst darauf hinweisen, dass wir den vorliegenden Gesetzentwurf in seiner Stoßrichtung für völlig verfehlt, auf falschen Annahmen basierend und im Hinblick auf die intendierte Regelungsabsicht (Stabilisierung der Finanzmärkte) in hohem Maße kontraproduktiv halten. Anstelle zu versuchen, das offensichtlich (und verständlicher Weise) beschädigte Vertrauen nicht etwa vermeintlich „windiger Spekulanten“, sondern inzwischen großer Teile, höchst seriöser, der Sicherung der eigenen oder der ihnen anvertrauten Vermögen verpflichteten, der internationalen Investoren in die europäische Gemeinschaftswährung und die in ihr denominierten Staatsanleihen wieder herzustellen, begibt sich die Bundesregierung mit dem vorliegenden Gesetzentwurf offenbar auf einen Kurs des grundsätzlichen Misstrauens gegenüber dem Marktmechanismus als solchem.

Dabei erscheinen die vorgeschlagenen Maßnahmen nicht nur ungeeignet die Ursachen der aktuellen Staatsverschuldungskrise zu adressieren, sondern bergen, sowohl im Hinblick auf ihre unmittelbaren und mittelbaren ökonomischen Auswirkungen als auch in ihrer zu antizipierenden Wirkung als „politisches Signal“ der größten europäischen Volkswirtschaft, die reale und höchst ernst zu nehmende Gefahr, das zunehmend negative Sentiment globaler Investoren gegen-

**Bundesverband der Wertpapierfirmen  
an den deutschen Börsen e.V.**

**Sitz des Verbandes**

Fasanenstraße 3  
10623 Berlin

**Postanschrift & Geschäftsstelle**

Schillerstraße 20  
60313 Frankfurt/Main

Tel.: (069) 92 10 16 91  
Fax: (069) 92 10 16 92  
[mail@bwf-verband.de](mailto:mail@bwf-verband.de)  
[www.bwf-verband.de](http://www.bwf-verband.de)

**Vorstand**

Prof. Dr. Jörg Franke (Vorsitzender)  
Dirk Freitag  
Kai Jordan  
Dr. Annette Kliffmüller-Frank  
Klaus Mathis  
Ralf Nachbauer  
Herbert Schuster  
Michael Wilhelm

**Geschäftsführer**

Michael H. Sterzenbach  
[m.sterzenbach@bwf-verband.de](mailto:m.sterzenbach@bwf-verband.de)

**Justiziar**

Dr. Hans Mewes  
Herrengraben 31, 20459 Hamburg  
Tel.: (040) 36 80 5 - 132  
Fax: (040) 36 28 96  
[h.mewes@bwf-verband.de](mailto:h.mewes@bwf-verband.de)

**Bankverbindung**

Deutsche Bank PGK Frankfurt  
**BLZ** 500 700 24, **Kto.** 018 32 10 00

über der Gemeinschaftswährung weiter zu verstärken. Dies setzt in letzter Konsequenz nicht mehr und nicht weniger als die Stabilität des Euro leichtfertig aufs Spiel.

2. Zu nennen ist im Zusammenhang mit den drohenden Auswirkungen der Umsetzung eines solchen weder global noch europaweit abgestimmten Gesetzes insbesondere, dass ein diesbezügliches Vorhaben
  - erhebliche Liquidität aus dem hiesigen Wertpapierhandel und damit von hiesigen Finanzplatz abziehen würde;
  - zu einer signifikanten Regulierungsarbitrage infolge des Ausweichens zahlreicher Investoren an andere – weniger restriktiv regulierte – Finanzplätze führen würde;
  - die Attraktivität der betreffenden Finanzinstrumente reduzieren und wegen dem damit verbundenen Liquiditätsabfluss auch die mitgliedersstaatlichen Refinanzierungskosten deutlich erhöhen würde;
  - zu einer erheblich Verunsicherung der Markt- und Handelsteilnehmer führen würde, die sich einem erheblichen Rückgang ihrer Kalkulationssicherheit ausgesetzt sähen;
  - zwangsläufig zu einer Schwächung der hiesigen Handels- und Marktteilnehmer im internationalen Wettbewerb sowie des Finanzplatzes Deutschland insgesamt sowie führen würde.

Aus diesem Grunde scheint es geboten, auf entsprechende Maßnahmen, die international nicht abgestimmt und nicht zumindest innerhalb der EU einheitlich implementiert werden, (zumindest) bis auf Weiteres zu verzichten und zunächst einen diesbezüglichen internationalen Konsultationsprozess in die Wege zu leiten.

3. Soweit bereits in der Vorwoche Allgemeinverfügungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht insbesondere zu ungedeckten Leerverkäufen in bestimmten Aktien und Schuldtiteln erlassen worden waren, hat die breite – insbesondere auch wirtschaftlich fundierte – Reaktion hierauf hinreichend deutlich gezeigt, dass hier ein weitgehend untaugliches Mittel zur Krisenbekämpfung etabliert wurde und Deutschland sich mit dem insoweit international nicht abgestimmten Vorgehen mehr oder weniger diskreditiert hat. – Der vorliegende Gesetzentwurf stellt – vorsichtig formuliert – noch einmal eine „Verschlimmböserung“ dessen dar; insbesondere da die nunmehr geplanten gesetzlichen Vorschriften in ihrer Restriktionswirkung materiell noch einmal erheblich über die jüngsten Allgemeinverfügungen der Bundesanstalt hinausgehen.

4. Das geplante Gesetzesvorhaben ist angesichts der anhaltenden Finanzmarktkrise umso kritikwürdiger, als die mit dem vorliegenden Gesetzentwurf materiell stigmatisierten Leerverkäufe durchaus eine marktwirtschaftlich bedeutsame Korrektivfunktion zur Gewährleistung liquider Märkte haben und aufgrund von Lieferverpflichtungen der einzelnen Clearinghäuser eine Eindeckung mit den betreffenden Stücken ohnehin zeitnah zu erfolgen hat, auch wenn der Leerverkauf zunächst formal ungedeckt erfolgt war. Vor diesem Hintergrund stellt sich die mit dem Gesetzentwurf intendierte Regulierung als eine Kaschierung des ökonomischen Fehlverhaltens einzelner Staaten und bestehender EU- bzw. Euro-Konstruktionsfehler dar. Dies mit derart einschneidenden gesetzlichen Markt- und Wettbewerbsbeschränkungen im Wege eines nationalen Alleingangs zu begegnen, ist kein probates Mittel zur Bekämpfung der aktuellen Finanzmarktkrise und könnte – bezogen auf den Finanzplatz Deutschland (und wenn nicht gar darüber hinaus) – durchaus zu weiteren ungewollten Verwerfungen führen.
5. Generell lässt sich auch sagen, dass der durch die geplanten Maßnahmen des Gesetzentwurfs absehbare Liquiditätsverlust im hiesigen Markt und der Vertrauensverlust der Investoren – und gemeint sind hier nicht vermeintliche Spekulanten, auf die das Gesetz abzielen vorgibt – in den hiesigen Finanzplatz zwangsläufig auch die Refinanzierungsaktivitäten der Staaten sowie der Kredit- und Realwirtschaft erheblich verteuern würde. Ein nachhaltig konjunkturdämpfender Mechanismus, der infolge des Effizienzverlustes der Märkte auch zu deutlich mehr und höheren Risikoaufschlägen führen würde.
6. Kritisch hinzuweisen ist im Zusammenhang mit dem geplanten Leerverkaufverbot auch auf Folgendes: Danach wird – abgestellt auf den Zeitpunkt des Geschäftes – ein unbedingter Zusammenhang zwischen der Ausübung der Funktion des Liquiditätsspenders/Market Makers und dem Eingehen eines ungedeckten Leerverkaufs „hergestellt“. Zu einer fehlerfreien und marktgerechten Ausübung der Tätigkeit eines Market Makers gehört es aber auch, in bestimmten Marktphasen vorweg Positionen aufbauen zu können, um später erwartete Gegenpositionen aus Ausübung einer (typischen) Market-Maker-Tätigkeit verrechnen zu können. Daher sollte zumindest für Market Maker (namentlich Skontroführer) eine sachgerechte Bagatellgrenze für ungedeckte Leerverkäufe vorgesehen werden. Im Rahmen einer solchen Lösung ist nicht zu befürchten, dass die Intention des Leerverkaufsverbotes, nämlich das Verhindern von spekulativem Wildwuchs an den Börsen und damit die Generierung negativer Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit der Märkte, ausgehebelt würde. Eine Bagatellgrenze von beispielsweise 500.000,00 Euro je

Gattung ist in keiner Weise geeignet, schädliche Folgen für den Kapitalmarkt zu bewirken. Selbst eine solche Bagatellgröße für alle möglichen Market Maker wäre ebenfalls nicht kritisch zu betrachten.

Zu beachten ist insoweit auch, dass ein Leerverkaufsverbot in dem Moment „unsinnig“ ist, wie es andere Instrumente erlauben, doch eine faktische Shortposition in einem Wertpapier zu bilden. Beispielfähig sei darauf verwiesen, dass durch den Kauf von Verkaufsoptionen ( put long ) oder den Verkauf von Kaufoptionen ( call short ) an Terminbörsen trotz Leerverkaufsverbot eine Netto-Shortposition in Einzelwertpapieren erreicht wird und indirekt über Absicherungsgeschäfte eines Options-Market-Maker dieselben negativen Marktauswirkungen wie eine ungedeckte Leerverkaufsposition auftreten. Es existieren darüber hinaus neben Optionen noch weitere Produkte, die eine einem ungedeckten Leerverkauf ähnliche Position herbeiführen könnten.

7. Von dem Leerverkaufsverbot wären offensichtlich auch Privatpersonen erfasst, was dazu führen würde, dass zukünftig alle Anlagestrategien auf fallende Kurse in den betroffenen Underlyings verboten wären. Dies wiederum könnte faktisch das „Aus“ für alle betroffenen Put-Instrumente bedeuten und würde eine erhebliche Gefahr für den Deutschen Derivatemarkt darstellen (insbesondere Auswirkungen für Handelsteilnehmer an den Börsenplätzen Scoach und EUWAX).

Hierzu im Einzelnen:

Von dem Leerverkaufsverbot sollen auch Derivategeschäfte (nicht ein Shortselling des Derivates, sondern eine Short-Strategie bezüglich des zu Grunde liegenden Underlyings!) umfasst sein. Damit wird insbesondere Privatanlegern verboten über eine Derivatestruktur das abzubilden, was Professionellen über eine Wertpapierleihe weiterhin erlaubt sein soll, nämlich das Spekulieren auf fallende Kurse. Privatanleger sind hier deshalb benachteiligt, weil Sie in aller Regel keinen Zugang zur Wertpapierleihe haben und daher außer über Derivatekonstrukte keinerlei Chance haben, auf fallende Märkte zu setzen.

Die Ausweitung auf Derivate geht auch deshalb fehl, weil hier nicht wie beim Argument der ungedeckten Leerverkäufe gänzlich ohne Kapitaleinsatz „geshortet“ wird, sondern der Käufer des Derivates entsprechendes Kapital aufwenden muss. Bei originären Derivaten sind dies Margin-Erfordernisse; bei verbrieften Derivaten ist dies der Kaufpreis des Wertpapiers. Sofern der Gesetzgeber also gedeckte Leerverkäufe aufgrund des damit verbundenen Kapitaleinsatzes für legitim erachtet, muss dies konsequenterweise auch für Derivategeschäfte gelten.

Die Regelung in der nunmehr geplanten Form führt damit unmittelbar zu nicht absehbaren Folgen für den erfolgreichen (sic!) hiesigen Markt für verbriefte Derivate, der europaweit eine Vorreiterrolle einnimmt und in keinerlei auslösendem Zusammenhang zur Griechenland- oder gar Finanzmarktkrise als solcher steht. Durch die mangelnde Abbildbarkeit von Shortstrategien wird diese Attraktivität erheblich leiden, denn durch den geplanten deutschen Alleingang sind Abwanderungsbewegungen an andere Handelsplätze nur allzu deutlich absehbar.

8. Was den mit den geplanten gesetzgeberischen Maßnahmen verbundenen regulatorischen Verwaltungsaufwand und die Kostenbelastung auf Seiten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen betrifft, ist zudem zweifelhaft, ob insoweit der verfassungsrechtliche Proportionalitätsgrundsatz gebührend gewürdigt ist und ein angemessenes KMU-Regime implementiert würde. – Generell „trifft“ man mit den geplanten strukturrodenden Maßnahmen nicht nur die „Falschen“, sondern führt eine generell gleichartige und undifferenzierte Belastung von Handelsteilnehmern herbei, die sich als unangemessen darstellt und die verfassungsrechtliche Belastungsgrenze des Übermaßverbotes bei Weitem überschreitet.
9. Bezogen auf die – generell als durchaus sachgerecht anzusehenden – Ausnahmeregelungen gemäß §§ 30h Abs. 3 und 30i Abs. 4 WpHG gehen wir davon aus, dass damit genau derselbe persönliche und sachliche Anwendungsbereich zum Tragen käme, der sich materiell bislang bereits für die Leerverkaufsverbote der Bundesanstalt mittels Allgemeinverfügungen vom 19. und 21.09.2008, vom 29.05.2009, vom 04.03.2010 und vom 18.05.2010 ergab. Ggf. sollte dies im Begründungsteil des Gesetzes noch klargestellt und insbesondere darauf hingewiesen werden, dass die dort erwähnten Handelsteilnehmer (insbesondere Market Maker und Skontroführer) *generell* als Personen anzusehen sind, die sich vertraglich verpflichtet haben, dauerhaft Finanzinstrumente im Wege des Eigenhandels zu selbst gestellten Preisen zu kaufen oder zu verkaufen. – Nichts anderes gilt im Übrigen angesichts des Umstandes, dass sich Verpflichtungen im Wertpapierhandel vielfach auf Usancen der Handelsteilnehmer gründen. Würde dieser Umstand die Ausnahmegenehmigung nicht zur Anwendung bringen, würde die bedeutsame Funktion der liquiditätsspendenden Wirkung der Handelsaktivitäten der genannten Berufsgruppen wegfallen bzw. massiv konterkariert – was (volks)wirtschaftlich nicht zu vertreten wäre. Ebenfalls zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass namentlich im Bereich des Bondhandels eine Market-Making-Funktion regelmäßig von Unternehmen wahrgenommen wird, die sich lediglich nicht formal einer Börse gegen-

über hierzu vertraglich verpflichtet haben; auch insoweit sollte die Ausnahmeregelung unbedingt Anwendung finden.

10. Soweit der Bundesanstalt (im Benehmen mit der Bundesbank) nunmehr gemäß § 4a WpHG umfangreiche „Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems“ eingeräumt werden sollen, handelt es sich um eine höchst unbestimmte und weitgehend unbeschränkte Generalklausel. Derart weitreichende Eingriffsbefugnisse sind vor dem Hintergrund rechtsstaatlicher Anforderungen (insbesondere Vorbehalt des Gesetzes, Bestimmtheitsgrundsatz und Verhältnismäßigkeitsprinzip) wesentlich konkreter zu fassen. (Ggf. auch mittels einer ausfüllungsbedürftigen nachrangigen Rechtsverordnung, deren wesentliche materielle Anforderungen und Maßgaben aber wiederum im Gesetz vorgegeben sein müssten.)

Dass die hier geplante Regelung zu unbestimmt ist und damit verfassungsrechtlichen Anforderungen nicht entspricht, wird auch nicht dadurch relativiert, dass die Bundesanstalt „im Benehmen mit der Deutschen Bundesbank“ tätig werden müsste: Dies kann zum einen die Unbestimmtheit der gesetzlichen Eingriffsermächtigung nicht ersetzen und offenbart zudem vor dem Hintergrund, dass ohnehin geplant ist, wesentliche Befugnisse der Bundesanstalt kurzfristig auf die Bundesbank zu übertragen, vielmehr eine reine „Feigenblattfunktion“. Hinzukommt, dass die Bundesanstalt nur im öffentlichen Interesse tätig würde und damit faktisch keine effizienten Mechanismen bestünden, ein etwaiges Fehlverhalten der Bundesanstalt im Zusammenhang mit der Ausübung ihrer geplanten Eingriffsbefugnisse, das auf Seiten der Marktteilnehmer zu erheblichen Schäden und Vermögenseinbußen führen kann, wirksam zu ahnden bzw. zu sanktionieren.

11. Soweit § 10 WpHG („Anzeige von Verdachtsfällen“) nunmehr auch auf die Vorschriften der §§ 30h, 30j und 30k WpHG erstreckt werden soll, ist daran zu erinnern, dass § 10 WpHG bereits bei Schaffung im Rahmen des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (2004) als verfassungsrechtlich höchst zweifelhaft angesehen wurde (Stichworte: „Förderung Denunziantentum“, „Handelsteilnehmer als Hilfssheriffs“). Diese Fragen stellen sich erneut, nachdem nunmehr geplant ist, den Anwendungsbereich der Vorschrift erheblich auszuweiten. Zu bedenken ist insoweit auch, dass die tatbestandlichen Anwendungsbereiche der §§ 30h, 30j und 30k WpHG bzw. ein Verstoß hiergegen für Dritte (in § 10 Abs. 1 Satz 1 WpHG aufgelistete Institute) im Einzelfall nur schwerlich erkenn- bzw. nachweisbar sind, andererseits diese Dritten im Falle einer Fehleinschätzung aber nachhaltig mit der Gefahr eines bußgeldbewährten Ordnungswidrigkeitsverfahrens bedroht wären.

12. Soweit sich das intendierte Leerverkaufsverbot auch auf Futures erstrecken sollte, würde eine Umsetzung des Vorhabens zu einer erheblichen Reduzierung der Liquidität in diesem Markt führen. Zu beachten ist insoweit, dass der „short“ hier durch Margins abgedeckt wird und eine weitere „Deckung“ zur Erfüllung von Lieferverpflichtungen strukturell nicht erforderlich ist.
13. Im Zusammenhang mit der geplanten Vorschrift des § 30k Abs. 2 WpHGE zur Ausnahme vom Verbot bestimmter Währungsderivate sollte – zumindest im Begründungsteil des Gesetzes – ergänzend klargestellt werden, dass von der Ausnahmegvorschrift auch Emittenten von Zertifikaten bzw. im verbrieften Derivatemarkt erfasst sind. Ansonsten würde es in diesem Bereich zu erheblichen Beeinträchtigungen eines funktionierenden und liquiden Handels kommen.

Zusammengefasst würde eine Umsetzung des vorliegenden Gesetzesvorhabens damit das hiesige Börsenwesen und den Wertpapierhandel auf Nachhaltigste konterkarieren und damit zu erheblichen volkswirtschaftlichen Schäden für den Finanzplatz Deutschland führen. Damit würde insbesondere die Chance vertan, die volkswirtschaftliche Wirkung des regulierten Börsenhandels zu stärken, was als Reaktion auf die Finanzmarktkrise der gegenteilige – aber richtige! – Weg wäre. Die damit verbundenen wirtschaftlichen Schäden für zahlreiche hiesige mittelständische Markt- und Handelsteilnehmer, die völlig zu Unrecht in den Fokus der Finanzmarktgesetzgebung kämen und nicht nur mit der Ursache der Krise überhaupt nichts zu tun haben, sondern dem Markt wichtige Liquiditäts- und Wettbewerbsimpulse generieren, wären unabsehbar. Hier würde – offenbar nicht zuletzt, um vom Versagen der Politik abzulenken und aktuelle populistische Reflexe zu bedienen – eine völlig unbeteiligte Branche quasi einem „imaginären Kampf gegen Spekulanten“ geopfert.

U.E. sollten weitere gesetzliche Regulierungsmaßnahmen vorrangig an folgenden „Eckpunkten“ orientiert sein:

- a) International abgestimmtes Vorgehen
- b) Beschränkung von Markt- und Wettbewerbsmechanismen auf konkrete Verwerfungstatbestände beschränken; dort: „punktgenaue“ Maßnahmen
- c) Volkswirtschaftliche und konjunkturelle Auswirkungen ins Kalkül ziehen (Vermeidung insbesondere: Austrocknen der Liquidität und Störungen im Interbankenhandel)
- d) Transparenzregime optimieren und Börsenhandel „aufwerten“ (Qualitätssiegel Börsenhandel und Börsenpreis)
- e) Rahmenbedingungen für Eigenkapitalbeschaffung und –bilanzierung verbessern.

Angesichts der Kürze der Frist zur Abgabe dieser Stellungnahme behalten wir uns vor, im Anschluss an die Anhörung im Bundesfinanzministerium zum vorliegenden Gesetzentwurf am 27.05.2010 noch weiter ergänzend vorzutragen.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Hans Mewes  
Justiziar