

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

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Frau Oberregierungsrätin Verena Ludewig

Marie-Curie-Str. 24-28

60439 Frankfurt am Main

Per e-mail: verena.ludewig@bafin.de

Ihr Zeichen

Ihre Nachricht vom

Ort_Datum

Frankfurt/Main, 03.09.2012

BaFin Merkblatt vom 31.08.2012 zur EU-Leerverkaufsverordnung
hier: Anzeigepflicht für Market-Maker

Werte Frau Ludewig,

im Nachgang zu unserem in dieser Sache heute Vormittag geführten Telephonat erlaube ich mir, die aus unserer Sicht wichtigsten Punkte nachstehend noch einmal zusammenfassen:

Erfordernis der Mitgliedschaft an einem Handelsplatz

Ausdrücklich begrüßen möchten wir zunächst, Ihre Auslegung des Artikels 2 Absatz 1 lit. k der Verordnung im Hinblick auf die dort geforderte Mitgliedschaft an einem Handelsplatz. Zwar geht die Forderung, dass ein Market-Maker Mitglied eines Handelsplatzes sein muss, an dem das Instrument gehandelt wird, für welches er eine Market-Maker-Tätigkeit erbringt, genau genommen bereits über den Wortlaut der Verordnung hinaus, doch halten wir dies sachlich für begründet, da der Market-Maker hierdurch ggf. Zugang zu zusätzlicher Liquidität in dem betreffenden Wertpapier erhält.

Geradezu fatal wäre es indes, würde man – Ihren Berichten im Rahmen unserer Vorgespräche über die Rechtsauffassung in einigen anderen EU-Mitgliedsstaaten folgend – verpflichtend vorschreiben, dass ein Market-Maker an einem Handelsplatz die Market-Maker-Tätigkeit in einem bestimmten Papier ausüben muss, um die Ausnahmeregelung auch außerhalb des Handelsplatzes („OTC“) in Anspruch nehmen zu können. Dies würde schlicht den existierenden Marktstrukturen zuwider laufen, denn in der Praxis handelt es sich – insbesondere bei Schuldtiteln – in der Regel um unterschiedliche Banken und Wertpapierfirmen, die als Market-Maker „on exchange“ oder „OTC“ auftreten. Zwischen den verschiedenen Instituten besteht hinsichtlich des Kundenkreises und der Losgrößen gewissermaßen eine „Arbeitsteilung“, die dazu führt, dass unterschiedliche Marktsegmente und

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)
Daniel Förtsch
Dirk Freitag
Kai Jordan
Dr. Annette Kliffmüller-Frank
Torsten Kuck
Christoph Lammersdorf
Herbert Schuster
Michael Wilhelm

Geschäftsführer

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

Justiziar

Dr. Hans Mewes
Herrengarten 31, 20459 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 36 80 5 - 132
Fax: +49 (0) 40 36 28 96
h.mewes@bwf-verband.de

Bankverbindung

Deutsche Bank PGK Frankfurt
BLZ 500 700 24, **Kto.** 0 18 32 10 00

Investoren („Retail“ bzw. „Institutional“) für ihre jeweiligen Bedürfnisse passende Marktmodelle vorfinden.

Dem „institutionellen“ OTC-Market-Maker im „Wholesale“-Geschäft vorzuschreiben, er müsse seine Market-Maker-Tätigkeit zunächst an einem Handelsplatz ausüben, um auch „OTC“ als Market-Maker zu gelten, wäre nicht nur sachlich völlig verfehlt (hier würde – salopp gesagt – im Hinblick auf die in Frage stehenden Volumina sprichwörtlich „der Schwanz mit dem Hund wedeln“), vielmehr hätte dies mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit erhebliche negative Auswirkungen auf die Märkte in europäischen Staatsschuldpapieren. Von der in der Folge zu erwartenden Liquiditätsverschlechterung und den hieraus resultierenden Verbreiterungen der Handelsspannen („Spreads“) wären aller Voraussicht nach gerade kleinere Mitgliedsstaaten in besonderer Weise negativ betroffen. – Dies kann im Lichte der augenblicklichen EU-Staatsschuldenkrise niemand ernsthaft wollen oder bei verantwortungsvollem Handeln auch nur in Kauf nehmen.

Anzeige 30 Kalendertage vor Aufnahme der Market-Maker-Tätigkeit (unter Angabe des „Grundinstruments“ bzw. des Emittenten)

Erhebliche Probleme sehen wir demgegenüber in Ihrer Auslegung der Anzeigepflicht für Market-Maker-Tätigkeit nach Artikel 17 der Verordnung, wonach die Ausnahmeregelungen für Market-Maker erst nach Ablauf von 30 Tagen nach erfolgter Anzeige in Anspruch genommen werden dürfen. Hier soll dem Market-Maker u.a. vorgeschrieben werden, dass bei der Anzeige die jeweiligen „Grundinstrumente“ (im Falle von Schuldtiteln lediglich den Namen des Emittenten) auf die sich die Market-Maker-Tätigkeit bezieht mit anzuzeigen sind (eine Auslegung, die unserem Gespräch zu Folge wesentlich von Rechtsauffassungen der Aufsichtsbehörden anderer Mitgliedsstaaten beeinflusst ist). Nach unserem Dafürhalten ist dies jedoch weder sachgerecht noch vom Wortlaut der Verordnung her materiell gedeckt. Zudem steht einer solchen Anforderung „technisch“ zudem nicht selten eine faktische Unmöglichkeit entgegen.

Dem Wortlaut der Verordnung nach bezieht sich die Anzeigepflicht inhaltlich vielmehr durchgängig auf die „natürliche oder juristische Person“, welche eine Market-Maker-Tätigkeit ausüben beabsichtigt, nicht aber auf das einzelne Instrument. Dies scheint auch sachlich begründet, soweit der Aufsichtsbehörde mit der 30 Tage Frist hinreichend Zeit gegeben werden soll, ob die Angaben nachvollziehbar und die erforderlichen fachlichen, personellen und technischen Ressourcen gegeben sind, um die beabsichtigte Ausübung der Tätigkeit glaubhaft zu machen. Hierzu gehört auch nach unserer Auffassung eine hinreichend präzise Beschreibung, auf welche Instrumentengruppe(n) sich die Market-Maker Tätigkeit erstrecken und in welchem organisatorischen Rahmen („on exchange“, „MTF“ oder „OTC“) diese ausgeübt werden soll.

Detaillierte Angaben zu den einzelnen Finanzinstrumenten sind an dieser Stelle jedoch nicht erforderlich und zu diesem Zeitpunkt häufig „technisch“ auch noch gar nicht möglich. In anderen Fällen sind zwar die Finanzinstrumente bekannt, die

Einhaltung einer 30-tägigen „Wartefrist“ erscheint jedoch bei Würdigung der markttechnischen Gegebenheiten weder sachgerecht noch zumutbar. – Hierzu einige Beispiele:

Tätigkeit nach Artikel 2 Absatz 2 lit. k Nr. i

- Einem „Spezialisten“ wird im regulierten Markt im Zuge des Losverfahrens eine Aktie mit der Vorgabe zugeteilt, diese mit Beginn des darauffolgenden Handelstages zu quotieren.
- In Folge einer Kapitalmaßnahme ändern sich die ISIN(s) eines Emittenten, so dass „formal“ also ein oder mehrere neue „Grundinstrumente“ entstehen.
- Bei einem anstehenden IPO liegt 30 Tage vor Börsengang häufig noch keine ISIN-Zuteilung vor (abgesehen davon, fällt das Instrument, solange es noch nicht „zum Handel zugelassen“ ist, noch gar nicht unter die Verordnung).
- Ein Emittent möchte einen „Designated Sponsor“ beauftragen; hier würde der Beginn der Quotierung ohne aufsichtsrechtlich nachvollziehbaren Grund um 30 Tage verzögert (ähnlich bei der Quotierung auf OTC-Plattformen).
- Im Fall der Insolvenz eines Market-Makers an einem Handelsplatz müssen dessen Mandate zur Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Handels binnen kürzester Zeit auf andere Market-Maker-Firmen „umverteilt“ werden; eine 30 tägige „Sperrfrist“ und die daraus resultierende Verschlechterung der Marktliquidität bzw. des Handlungsspielraums wäre – zumal ohne jeden erkennbaren regulatorischen Nutzen – weder den Investoren noch den „übernehmenden“ Market-Maker-Firmen zuzumuten.

Die Beispiele zeigen, dass es unterschiedliche Konstellationen geben kann, bei denen eine 30-tägige Vorab-Anzeigepflicht auf Instrumentenebene nicht gefordert werden kann, ohne Marktverwerfungen hervorzurufen. Besonders deutlich wird dies im IPO-Bereich, in dem es in den ersten Handelstagen häufig starke Marktbewegungen in die eine oder andere Richtung gibt. Ohne die Möglichkeit der Inanspruchnahme der Market-Maker-Ausnahme könnte eine Wertpapierfirma hierbei nicht angemessen reagieren und müsste im Zweifel ein Mandat ablehnen, wodurch sich das ohnehin anhaltend schwache Umfeld für Börsengänge noch weiter verschlechtern würde.

Aber auch aus solvenzaufsichtsrechtlicher Sicht muss u.E. ein vitales Interesse, nicht nur der Wertpapierfirma, sondern letztendlich auch der Aufsichtsbehörde daran bestehen, dass eine Firma ihr regulatorisches Kapital nicht unnötig „auf Spiel setzt“ – genau dies jedoch würde geschehen, wenn bei Neuaufnahme der Market-Maker-Tätigkeit eine 30 tägige „Sperrfrist“ für das Eingehen ungedeckter

Leerverkaufspositionen bestünde. Es ist auch nicht ersichtlich, welcher aufsichtsrechtliche Zweck i.S.d. Verordnung hiermit befördert werden soll, denn in jedem Fall wird sich die Liquidität in dem betreffenden Wert verschlechtern. – Damit dies nach Möglichkeit nicht geschieht, wurde die Market-Maker-Ausnahme jedoch gerade normiert.

Tätigkeit nach Artikel 2 Absatz 2 lit. k Nr. ii

- Bei der Ausführung von Kundenaufträgen im „*Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit*“ geht die Initiative – und damit die Bestimmung des Wertpapiers – regelmäßig vom Kunden aus. Wie „*häufig*“ ein bestimmtes Wertpapier hierbei gehandelt wird, lässt sich demnach durch den Market-Maker vorab nicht bestimmen. Er müsste dementsprechend das gesamte „Universum“, in dem er als Market-Maker bei der Ausführung von Kundenaufträgen tätig zu werden bereit ist, vorab anzeigen. Auch hier stellt sich das Problem „neuer Werte“ aber auch das der Einhaltung des „Häufigkeitskriteriums“. Ist eine Firma (oder ein „Handelstisch“ innerhalb einer Firma) bspw. auf „deutsche Small- & Mid-Caps“ spezialisiert, kann es durchaus vorkommen, dass einzelne Werte in einem bestimmten Zeitraum wenig oder gar nicht gehandelt werden. Es kann jedoch nicht Zweck der Verordnung sein, die Liquidität gerade für kleine Emittenten weiter einzuschränken, weil diese nicht „häufig“ genug Gegenstand von Kundenaufträgen sind.

Soweit die in dem Merkblatt vom 31.08.2012 zum Ausdruck kommende Rechtsauffassung zumindest auch auf Bewertungen anderer Aufsichtsbehörden basiert, können wir zudem nicht erkennen, warum diesen im „vorausseilenden Gehorsam“ auch dort entsprochen werden soll, wo sie offenkundig sachlich unbegründet sind und am Markt zu verzerrenden und schädigenden Ergebnissen führen. Selbst wenn es bereits entsprechende „*ESMA-Guidelines*“ hierzu gäbe, wären diese nur nach Maßgabe eines „*comply or explain*“- Grundsatzes verbindlich – und die BaFin könnte in begründeten Fällen, wie namentlich im Fall der oben aufgeführten Beispiele, davon abweichen.

Um nicht missverstanden zu werden: Wir wenden uns nicht dagegen, dass die BaFin im Zuge ihrer Aufsichtstätigkeit von Market-Makern auch detaillierte Auskünfte auf Instrumentenebene einfordern kann, sofern dies geboten erscheint (im Grunde also die Fortschreibung der LAnzV). Hierzu bedarf es jedoch keiner 30-tägigen Vorab-Anzeigepflicht auf „Instrumentenebene“, die vom Wortlaut der Verordnung nach nicht gefordert wird und für die sich auch bei teleologischer Auslegung keine sinnvolle Begründung finden lässt. Im Gegenteil, wird in den Erwägungsgründen zur Verordnung mehrfach darauf hingewiesen, dass diese allein darauf abzielt „*ermittelte Risiken [zu] behandeln [...], ohne dabei die Vorteile, die Leerverkäufe für die Marktliquidität und –effizienz bieten, zu sehr zu schmälern*“.

*lern*¹. Dabei wird die „wichtige Rolle“² von Leerverkäufen „beim ordnungsgemäßen Funktionieren der Finanzmärkte, insbesondere in Bezug auf die Marktqualität und eine effiziente Kursbildung“³ hervorgehoben. Es sei daher „angemessen, dass die Vorschriften nicht auf natürliche oder juristische Personen gelten, die an Market-Making-Tätigkeiten beteiligt sind, da dadurch deren Fähigkeit beeinträchtigt werden könnte, ihre Funktion auszuüben, und dies negative Auswirkungen auf die Märkte in der Union hätte“.⁴

Die 30-tägige Vorab-Anzeigepflicht der Aufnahme einer Market-Maker-Tätigkeit, die wir an sich nicht kritisieren, in eine *de facto* 30-tägige „Sperrfrist“ für die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung für neu hinzu kommende Instrumente auszulegen, stünde – auch ohne die beschriebene häufig bestehende faktische Unmöglichkeit der Einhaltung einer solchen Frist – der insoweit unmissverständlich in den Erwägungsgründen zum Ausdruck kommenden Intention des Verordnungsgebers klar entgegen.

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen bitten wir Sie daher höflichst, die im Merkblatt vom 31.08.2012 zum Ausdruck gebrachte Rechtsauffassung zu Artikel 17 der Verordnung in Ihrem Hause zeitnah noch einmal eingehend zu erwägen; insbesondere um nicht gewollte Störungen eines geordneten Marktverlaufs zu vermeiden und auch zukünftig angemessene Liquiditätsverhältnisse und markteffiziente Strukturen zu gewährleisten.

Noch einmal betonen möchten wir, dass es uns nicht darum geht, die Informationsbasis der Aufsichtsbehörden in irgend einer Form zu beschneiden; selbstverständlich soll es diesen auch zukünftig möglich sein, umfassende Informationen zu Market-Maker-Tätigkeiten auf „Einzelinstrumentbasis“ zu erhalten. Einer aus Investoren-, Emittenten- und Market-Maker-Sicht gleichermaßen negativen, weil liquiditätsschädigenden und erhebliche Verlustrisiken bergenden (und dabei aus regulatorischer Sicht bestenfalls nutzlosen⁵) 30-tägigen „Sperrfrist“, bedarf es hierzu nicht.

Mit freundlichen Grüßen

Michael H. Sterzenbach
Geschäftsführer

¹ Erwägungsgrund (5)

² Ebd.

³ Ebd.

⁴ Erwägungsgrund (26)

⁵ Auf die Problematik einer möglichen höheren Gefährdung des regulatorischen Kapitals einer Wertpapierfirma in Folge der temporären Unmöglichkeit der Inanspruchnahme der Market-Maker-Ausnahmen wurde weiter oben bereits hingewiesen.