

- Geschäftsführung -

Finanzausschuss  
des Bundestages

Finanzausschuss@bundestag.de

**Postanschrift:**  
Postfach 10 04 41  
70003 Stuttgart

**Hausadresse:**  
Börsenstraße 4  
70174 Stuttgart  
Telefon: 0711/222985-510  
Telefax: 0711/222985-545  
www.boerse-stuttgart.de

15. Juni 2010

## Stellungnahme zum Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, Bundestagsdrucksache 17/1952

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Baden-Württembergische Wertpapierbörse als öffentlich-rechtlicher Marktveranstalter am Börsenplatz Stuttgart, bedankt sich für den zur Verfügung gestellten Gesetzentwurf und die Möglichkeit zur Stellungnahme.

Als öffentlich-rechtliche Anstalt ist die Börse den Prinzipien eines fairen, gleichberechtigten und transparenten Handels in besonderem Maße verpflichtet. Der Börsenplatz Stuttgart ist dabei die führende Privatanlegerbörse in Deutschland. Mit einem an den Schutzbedürfnissen dieser Anlegergruppe ausgerichteten Marktmodell<sup>1</sup> sind wir zu Europas führendem Markt für verbrieftete Schuldverschreibungen geworden<sup>2</sup>.

Im Interesse unserer Kundengruppe unterstützen wir grundsätzlich Bestrebungen bestimmte potentiell krisenverstärkende Transaktionen einzudämmen und durch eine verbesserte Transparenz negativen Marktentwicklungen entgegenzutreten.

Mit Zustimmung nehmen wir die Überarbeitung zur Kenntnis, die der jetzt vorliegende Gesetzentwurf gegenüber dem ursprünglichen Diskussionsentwurf erfahren hat. Viele der massiven Bedenken, die bereits im Rahmen der Anhörung beim Bundesfinanzministerium adressiert wurden, sind gleichwohl weiterhin aktuell. Zudem sind weitere hinzugetreten.

Dazu gehören zusammengefasst insbesondere:

<sup>1</sup> Zur privatanlegerorientierten MiFID-Umsetzung am Börsenplatz Stuttgart siehe: [www.boerse-stuttgart.de/de/mifid/allgemeines.html](http://www.boerse-stuttgart.de/de/mifid/allgemeines.html) (13. Juni 2010).

<sup>2</sup>

	Stuttgart	Scoach Deutschland	Scoach Schweiz	Euronext	Borsa Italiana	BME	OMX	NDX	Sonstige
2009	28,0%	15,6%	21,0%	19,6%	8,8%	1,5%	3,9%	0,4%	1,4%

1. Für ein umfassendes gesetzliches Verbot von ungedeckten Leerverkäufen besteht keine Veranlassung, denn es besteht bereits ein ausreichender börslicher Regulierungsrahmen. Die Anwendung dieser bereits erprobten Regelungen kann durch eine Konzentration des Wertpapierhandels an hoch regulierten Börsen sichergestellt werden. Die verbleibenden, nicht erfassten außerbörslichen Geschäfte können mit der bereits bestehenden und ebenfalls bewährten BaFin-Allgemeinverfügung bewältigt werden.
2. Das gesetzgeberische Ziel ist, ungedeckte Leerverkäufe einem Verbot zuzuführen. Die Ermächtigung für das Bundesfinanzministerium und die Bundesanstalt bestimmte Derivategeschäfte verbieten zu können, sollte daher auf die Erreichung dieses Zweckes ausgerichtet werden. Entgegen dem aktuell vorgeschlagenen Wortlaut, muss ein Verbot von Derivategeschäften deshalb stets auf solche Derivate beschränkt sein, die unter wirtschaftlicher Betrachtung geeignet sind, nicht jedwede, sondern eine *ungedeckte* Leerverkaufsposition abzubilden.
3. Das gesetzgeberische Ziel ist weiterhin, durch ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe gesamtwirtschaftlich schädliche Anreize für die Finanzmarktakteure zu verhindern. Dazu gehört insbesondere die Verminderung der Möglichkeit, ohne Kostenaufwand große Verkaufspositionen aufzubauen und dadurch einen fundamental nicht gerechtfertigten Druck auf den Preis eines Finanzinstruments zu erzeugen. Auch in diesem Punkt sollte die Ermächtigung für das Bundesfinanzministerium und die Bundesanstalt bestimmte Derivategeschäfte verbieten zu können, auf die Erreichung dieses Zweckes ausgerichtet werden. Es ist daher ein Ausnahmetatbestand für solche Instrumente einzufügen, die aufgrund ihrer Beschaffenheit und Zielgruppe offensichtlich nicht in der Lage sind, gesamtwirtschaftlich schädliche Anreize zu setzen.
4. Das gesetzgeberische Ziel besteht nicht darin, die Kompetenzen der Bundesländer im Rahmen der Ausführung des Börsengesetzes zu beeinträchtigen. Die Kompetenz zur Entscheidung über die Aussetzung des Handels in einem Finanzinstrument durch die jeweilige Landesbehörde (Börsenaufsichtsbehörde und Börsengeschäftsführung) nach dem Börsengesetz und diejenige der Bundesanstalt nach dem Wertpapierhandelsgesetz besteht nebeneinander. Die Abgrenzung vollzieht sich danach, welchem Gesetz jeweils Geltung verschafft werden soll. Dies ist durch Beibehaltung der bewährten und bislang im Wertpapierhandelsgesetz praktizierten Abgrenzung auch bei neuen Ermächtigungen für die Bundesanstalt klarzustellen.

Zu den Punkten im Einzelnen:

**Zu 1. Keine gesetzliche Regelung notwendig, keine Short-Selling-Problematik an deutschen Kassabörsen, derzeitige Allgemeinverfügungsermächtigung für BaFin ausreichend (§ 30h Absatz 1 WpHGE)**

Ein Problem mit ungedeckten Leerverkäufen gibt es an der Börse Stuttgart nicht. Die Börse hat im Rahmen des börsengesetzlichen Auftrags einen ordnungsgemäßen Handel und die ordnungsgemäße Geschäftsabwicklung sicherzustellen, das Regelwerk entsprechend ausgestaltet.

Für das Handelssegment Euwax, in welchem der Großteil der Geschäfte im regulierten Markt und im Freiverkehr der Börse Stuttgart abgewickelt wird, existiert seit Jahren ein entsprechendes Short-Selling-Verbot<sup>3</sup>. Die Rechtsdurchsetzung erfolgt über die Börsengeschäftsführung, die Handelsüberwachungsstelle und den Sanktionsausschuss, die jeweils als öffentlich-rechtliche Organe der Börsenanstalt hoheitlich handeln<sup>4</sup>.

Entscheidend ist darüber hinaus, dass im Börsenhandel die Verpflichtung besteht, die abgeschlossenen Geschäfte sehr zeitnah zu beliefern<sup>5</sup>. Die vermeintliche Gefahr, dass Verkäufe ohne dahinterstehende Lieferverpflichtungen durchgeführt werden, ist im Börsenhandel daher seit jeher stark begrenzt.

Eine umfassende gesetzliche Regelung zum Verbot von ungedeckten Leerverkäufen ist für den börslich organisierten Wertpapierhandel daher nicht notwendig. Sofern Handlungsbedarf in diesem Bereich identifiziert werden sollte, ist die Allgemeinverfügung der BaFin das geeignete Ad-hoc-Kriseninterventionsmittel. Damit kann zielgerichtet, flexibel und vor allem zeitlich begrenzt reagiert werden, ohne die derzeit kaum zu überschauenden Nebenefekte einer allgemeinen gesetzlichen Regelung zu riskieren.

Viele der Defizite, die der Gesetzgeber derzeit durch aufwändige und in ihrer Wirkung oft nicht abschätzbare gesetzliche Regelungen zu erfassen versucht, sind im Börsenhandel bereits seit langer Zeit erprobten Regelungen unterworfen. Im Unterschied zum außerbörslichen Handel haben sich die Börsen in der Finanzkrise als vollständig funktionsfähig erwiesen, denn an Börsen ist das Handelsgeschehen vollständig transparent<sup>6</sup> und der

---

3 § 49 Börsenordnung - Verbot des "Short-Selling"

(1) Handelsteilnehmern ist es nicht gestattet, Wertpapiere, die im Handelssegment EUWAX gehandelt werden, zu verkaufen, ohne dass der Handelsteilnehmer in diesen Wertpapieren über einen ausreichenden Depotbestand verfügt.

4 Vgl. hierzu insbesondere die Sanktionsausschussverordnung der Börse Stuttgart: [www.boerse-stuttgart.de/de/boersenplatzstuttgart/regelwerke/regelwerke.html](http://www.boerse-stuttgart.de/de/boersenplatzstuttgart/regelwerke/regelwerke.html) (14. Juni 2010).

5 § 15 Geschäftsbedingungen - Zeitpunkt der Belieferung der Geschäfte

(1) Börsengeschäfte sind grundsätzlich am zweiten Erfüllungstag nach dem Tag des Geschäftsabschlusses zu beliefern ... .

<sup>6</sup> Zur umfassenden Vor- und Nachhandelstransparenz für jedes an der Börse Stuttgart gehandelte Finanzinstrument siehe [www.boerse-stuttgart.de/de/marktundkurse/marktundkurse.html](http://www.boerse-stuttgart.de/de/marktundkurse/marktundkurse.html) (13. Juni 2010).

staatlichen Aufsicht und Analyse mit einfachen Mitteln zugänglich<sup>7</sup>. Dies ist im außerbörslichen Bereich nach wie vor ein ungelöstes Problem. Hier bauen sich Marktungleichgewichte unbemerkt auf, die dann mit extremen Belastungen für die Steuerzahler abgebaut werden müssen.

Die Börsenbetreiber sind ihrem ordnungspolitischen Auftrag pflichtgemäß nachgekommen. Sie sind bereits im Rahmen der mittelbaren Staatsverwaltung organisiert und hoch reguliert. Diesen börslichen Handel gilt es gegenüber dem niedrig bis gar nicht regulierten außerbörslichen Handel zu stärken. Die Konzentration des Wertpapierhandels an Börsen wäre ein ordnungspolitischer Fortschritt. Wir regen daher an, den Handel in Finanzinstrumenten, insbesondere auch Derivaten, regulatorisch an den hochregulierten Börsen zu verorten. Die Deregulierung der letzten Jahre war hier der falsche Weg.

***Zu 2. Eingrenzung der Ermächtigungen für das Bundesfinanzministerium und für die Bundesanstalt auf den Gesetzeszweck, Derivateverbot nur für solche Geschäfte, die ungedeckten Leerverkauf abbilden (§ 4a Absatz 1 Nr. 1 a und Absatz 5 Nr. 1 a WpHGE)***

Wir begrüßen ausdrücklich, dass die noch im Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums enthaltene Fassung des § 30h Absatz 2 gestrichen wurde (gesetzliches Verbot von Derivaten, die geeignet sind eine Leerverkaufsposition darzustellen). Allerdings ist die Regelung nun mit einem sehr ähnlichen und weiterhin kritikwürdigen Wortlaut in eine Allgemeinverfügungsermächtigung für die Bundesanstalt und eine Verordnungsermächtigung für das Bundesfinanzministerium überführt worden.

Im vor zwei Wochen vorgelegten Diskussionsentwurf erstreckte sich das Verbot des § 30h Absatz 1 gemäß Absatz 2 auch auf Derivate, die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise einem Leerverkauf entsprechen. Entscheidend ist, dass das Verbot des Absatz 1 sich dabei auf *ungedekte* Leerverkäufe bezog. Das Verbot des ungedeckten Leerverkaufs wurde damit konsequent auf Derivate ausgedehnt, die eine solche Position - eben die eines *ungedekten* Leerverkaufs- wirtschaftlich darstellen.

Auch für den jetzt vorliegenden Gesetzentwurf hat sich an der gesetzgeberischen Intention nur ungedeckte Leerverkäufe verbieten zu wollen, nach der Gesetzesbegründung nichts geändert. Leerverkäufe sollen, wenn Sie gedeckt sind (etwa durch Wertpapierleihe), weiter möglich sein<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Vgl. dazu insbesondere § 7 Abs. 1 S. 2 BörsG: „Die Handelsüberwachungsstelle hat Daten über den Börsenhandel und die Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten sowie notwendige Ermittlungen durchzuführen.“

<sup>8</sup> vgl. Wortlaut des § 30h Absatz 1 Satz 4 WpHGE und Gesetzesbegründung BT-Drs. 17/1952, S. 6.

Der aktuell vorliegende Wortlaut sieht nun allerdings ein mögliches Verbot von Derivaten bereits dann vor, wenn sie einem Leerverkauf – *nicht nur einem ungedeckten* – entsprechen.

Zu Verwirklichung des eigentlich gesetzgeberischen Zieles, regen wir daher an, den Wortlaut des § 4a Absatz 1 Satz 2 Nr. 1 a und des Absatz 5 Nr. 1 a WpHGE mindestens folgendermaßen zu ergänzen:

„... ein Verbot von Geschäften in Derivaten anordnen, deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis von Aktien oder Schuldtiteln, die von Zentralregierungen, Regionalregierungen und örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union, deren gesetzliche Währung der Euro ist, ausgegeben wurden, abgeleitet, soweit diese an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind und die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise einem ungedekten Leerverkauf in diesen Aktien oder Schuldtiteln entsprechen ...“ .

***Zu 3. Eingrenzung der Ermächtigungen für das Bundesfinanzministerium und für die Bundesanstalt auf den Gesetzeszweck, Ausnahmetatbestand für Instrumente auf die aufgrund ihrer Beschaffenheit keinen gesamtwirtschaftlich schädlichen Anreiz setzen können (§ 4a Absatz 1 Satz 2 Nr. 1 a, b und Absatz 5 Nr. 1 a, b WpHGE)***

Die Streichung des im Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums vorgesehenen § 30h Absatz 2 haben wir bereits begrüßt. Allerdings ist dessen extrem weiter Wortlaut nun in die Verordnungsermächtigung für das Bundesfinanzministerium und die Allgemeinverfügungsermächtigung für die Bundesanstalt überführt. Der Wortlaut ist in dieser Form geeignet, weite Teile des hoch regulierten und sinnvollen Geschäfts in börsengehandelten Inhaberschuldverschreibungen am Finanzplatz Deutschland unmittelbar in Frage zu stellen.

Wir schlagen daher folgenden Ausnahmetatbestand für solche Instrumente vor, auf die das Gesetz offensichtlich nicht abzielt.

„Ausgenommen von den Ermächtigungen in § 4a Absatz 1 Nr. 1 a, b und Absatz 5 Nr. 1 a, b WpHGE sind Geschäfte in verbrieften Inhaberschuldverschreibungen, die an inländischen regulierten Märkten im regulierten Markt zugelassen oder in den regulierten Markt oder den Freiverkehr einbezogen sind. Ausgenommen sind ebenso Geschäfte, die zur Konstruktion und zur Strukturierung von verbrieften Inhaberschuldverschreibungen im Sinne von Satz 1 erfolgen.“

Ein solcher klarstellender Ausnahmetatbestand ist aus mehrererlei Gesichtspunkten sachgerecht.

#### *Fundamentaler Unterschied zu problematischen Termingeschäften*

Bei den an den deutschen Börsen gehandelten verbrieften Schuldverschreibungen, handelt es sich um Kassamarktinstrumente, mit klarer Orientierung am Retailinvestor. Es sind damit Instrumente, die aufgrund ihrer Art und Beschaffenheit weder bislang zu krisenhaften Verwerfungen an den Finanzmärkten beigetragen haben, noch dazu überhaupt in der Lage sind. Hiergegen spricht bereits das mit ca. fünftausend Euro außerordentlich kleine Volumen der durchschnittlichen Ordergrößen in diesem Bereich. Die im Vergleich extrem kleinen Volumina, aber auch die außerordentlich lange Haltedauer dieser Investments unterscheiden sie fundamental von den milliardenschweren Termingeschäften institutioneller Anleger und Investmentbanken, auf die der Gesetzgeber offensichtlich abzielt.

#### *Übereinstimmung mit gesetzgeberischem Willen*

Zielrichtung des Gesetzes ist, ungedeckte Leerverkäufe zu verhindern, da sie es ermöglichen, in kurzer Zeit eine große Anzahl von Wertpapieren zu verkaufen, ohne dass diese zuvor durch ein mit Kosten verbundenes Wertpapierleihegeschäft beschafft sein müssen<sup>9</sup>. Dies trifft gerade nicht auf die börsengehandelten verbrieften Schuldverschreibungen und den dazugehörigen Anlegerkreis zu. Der Investor kann diese Papiere lediglich *kaufen*, womit immer Kosten verbunden sind. Eine Prämie, bestehend aus innerem Wert und einem Aufgeld, das vor allem auch Finanzierungskosten abbildet, muss vom Anleger bezahlt werden. Er muss also zunächst – im Gegensatz zu ungedeckten Leerverkäufen – über Kapital verfügen, das er einsetzt. Dies begrenzt im Unterschied zu ungedeckten Leerverkäufen gerade die Möglichkeit, enorm große Positionen aufzubauen.

#### *Erhalt sinnvoller Instrumente zur Risikosenkung für Privatanleger*

Durch verbrieftete Schuldverschreibungen kann das Risikoprofil eines Portfolios gezielt dem Risikowillen und der Risikofähigkeit des Investors angepasst werden, wobei in den weit überwiegenden Fällen eine Senkung des Risikos angestrebt wird.

Mit Instrumenten, wie denen im Kassamarkt der Börse Stuttgart gehandelten Derivaten und Zertifikaten, wird es dem Anleger z.B. ermöglicht, das Risiko unter dasjenige einer normalen Direktinvestition in Aktien- oder Anleihen zu senken. Sie sind daher eine sinnvolle Ergänzung der Produktpalette für den Privatanleger.

---

<sup>9</sup> Vgl. BT-Drs. 17/1952, S. 10.

*Verhindern weiterer struktureller Benachteiligung von Privatinvestoren*

Ein Ausnahmetatbestand stellt außerdem klar, dass § 30h keine Benachteiligung der Privatinvestoren gegenüber institutionellen Investoren anstrebt. Letzteren sind nämlich ausweislich des Wortlauts von § 30h Abs. 1 S. 3 Leerverkäufe weiter gestattet, wenn diese gedeckt sind. In der Praxis des Wertpapierhandels erfolgt diese Deckung in der Regel über Wertpapierleihegeschäfte. Solche Geschäfte sind allerdings privaten Investoren in der Regel nicht zugänglich. Sie sind darauf angewiesen, Retailprodukte wie die vom Ausnahmetatbestand erfassten zu nutzen, um die gleiche Position wie Institutionelle über die Wertpapierleihe darzustellen.

Privatanlegern wird also über den Ausnahmetatbestand dasjenige weiter explizit erlaubt, was Institutionelle über die Wertpapierleihe ohnehin weiter betreiben dürfen. Ein Ausnahmetatbestand dient daher dazu, anerkanntermaßen sinnvolle Absicherungsgeschäfte auch für den Privatanleger zu erhalten.

*Wirtschaftsstandort und Anwendungsbereich deutscher Börsenregulierung sichern*

Die Börse Stuttgart beschäftigt etwa 300 Mitarbeiter und ist im Wirtschaftsraum Baden-Württemberg fest verwurzelt. Ein bedeutender Teil der bei uns ausgeführten Order stammt aus dem europäischen Ausland.

Mit einem klaren nationalen und regionalen Bekenntnis zum Standort und einem deutlichen regulatorischen Bekenntnis zur anspruchsvollen – und im Übrigen kostenintensiven – deutschen Börsenregulierung besitzen wir nicht dieselbe Verlagerungsfähigkeit wie unsere unmittelbaren Konkurrenten. Sie betreiben dasselbe Geschäft bereits heute auch an ausländischen Standorten und sind sofort – ohne weiteres – in der Lage, ihr Geschäft verlagern zu können. Ein Ausnahmetatbestand verhindert die unverzügliche Verlagerung des Geschäfts aus der anspruchsvollen deutschen Börsenregulierung heraus in anderen EEA-Länder, vor allem aber in die Schweiz.

***Zu 4. Bewährte Abgrenzung der Aufsicht nach dem Börsengesetz und der Aufsicht nach dem Wertpapierhandelsgesetz beibehalten, Länderzuständigkeit bei der Börsenregulation respektieren***

Der Gesetzentwurf sieht in § 4a Absatz 1 Satz 2 Nr. 2 die Befugnis für die Bundesanstalt vor, die Aussetzung des Handels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten an Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, anordnen zu können.

Eine solche Aussetzungsbefugnis besteht gemäß § 3 Absatz 5 Satz 3 Nr. 1 des Börsengesetzes ebenfalls für die Börsenaufsichtsbehörde des jeweiligen Bundeslandes, sowie gemäß § 25 Absatz 1 Satz Nr. 1 für die Geschäftsführung der jeweiligen Börsenanstalt.

Die Aussetzungskompetenzen von Bundesanstalt, Börsenaufsichtsbehörde und Börsengeschäftsführung bestehen dabei bereits heute parallel, denn § 4 Absatz 2 Satz 2 WpHG enthält seit längerem eine Aussetzungsermächtigung für die Bundesanstalt. Diese bereits bestehende Ermächtigung ist allerdings klar auf die Durchsetzung des WpHG begrenzt<sup>10</sup>.

Auch zukünftig soll sich an diesem Regelungsansatz nichts ändern<sup>11</sup>. Die Abgrenzung der Aussetzungsbefugnisse soll sich weiterhin danach vollziehen, welchem Gesetz, dem Börsengesetz oder dem Wertpapierhandelsgesetz jeweils Geltung verschafft werden soll.

Dies sollte durch eine Ergänzung des § 4 a Absatz 1 Satz 2 Nr. 2 WpHGE mit dem bereits im § 4 Abs. 2 Satz 2 WpHG verwendeten und bewährten Wortlaut folgendermaßen deutlich gemacht werden.

„... Insbesondere kann die Bundesanstalt ...die Aussetzung des Handels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten an Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, anordnen, **soweit dies zur Durchsetzung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes oder zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach Satz 1 geboten ist.**“

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Christoph Boschan  
Geschäftsführer  
Baden-Württembergische Wertpapierbörse

Anmerkungen und Rückfragen können an folgende Adresse gerichtet werden:  
[christoph.boschan@boerse-stuttgart.de](mailto:christoph.boschan@boerse-stuttgart.de)

---

<sup>10</sup> Wortlaut § 4 Absatz 2 Satz 2 WpHG: „Sie (die Bundesanstalt) kann den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Handels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten an Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, anordnen, soweit dies zur Durchsetzung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes oder zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach Absatz 1 geboten ist.“

<sup>11</sup> BT-Drs. 17/1952, S. 4.