

## Finanzmarktnovellierungsgesetz sollte nicht über EU-Recht hinausgehen

Enorme Umsetzungsanforderungen für  
Marktteilnehmer zu erwarten

## Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut dankt für die Einladung zur öffentlichen Anhörung im Finanzausschuss des Bundestages und für die Möglichkeit zur Stellungnahme zum Entwurf eines Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetzes (1. FiMaNoG).

Der europäische Gesetzgeber hat in den letzten Jahren weitreichende Änderungen für die Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes geschaffen. Davon betroffen sind insbesondere Emittenten, Finanzdienstleister und die Börsen. Mit dem Entwurf zum 1. FiMaNoG finden diese nun teilweise Eingang ins deutsche Recht, soweit sie nicht bereits auf Grund ihres Ordnungscharakter unmittelbar anwendbar sind. Besonders befasst uns dabei die EU-Marktmisbrauchsverordnung Nr. 596/2014 (im folgenden MMVO), die flankierende Sanktionsrichtlinie sowie die PRIIP-Verordnung Nr. 1286/2014.

Wir begrüßen, dass einige Aspekte unserer Stellungnahme zur MMVO vom 18. November 2015 zum Referentenentwurf Eingang in den vorliegenden Regierungsentwurf gefunden haben. Beispielsweise ist jetzt zu Recht wieder verankert, dass sich die Verantwortlichkeit des Emittenten auf Schadensersatz bei Verstößen gegen § 15 Abs. 1 bis 4 WpHG nur nach §§ 37 b, c WpHG ergibt. Zudem wurde auf eine eigene Definitionen der Begriffe Insider und Marktmanipulation sowie auf die Wiedergabe der Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbote verzichtet; damit ist auf die zu Grunde liegende MMVO zurückzugreifen. Zudem ist der Entwurf nun deutlich besser strukturiert, dies ist natürlich dadurch bedingt, dass auf Grund der Verschiebung der Umsetzung der MiFID II viele neue Vorgaben herausgenommen wurden.

Nichtsdestotrotz kommen enorme Umsetzungsarbeiten auf die Marktteilnehmer zu. Durch die EU-Vorgaben werden 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. Und dies soll auch so bleiben. Der Gesetzgeber sollte daher prüfen, ob im Rahmen der europäischen Vorgaben Möglichkeiten bestehen, die Zusatzpflichten auf Emittenten des qualifizierten Freiverkehrs zu beschränken.

Außerdem bietet die Umsetzung der PRIIP-VO die Möglichkeit, eine Regelung, die insbesondere die Aktienberatung in den Banken unangemessen beeinträchtigt, abzuschaffen oder zumindest zu entbürokratisieren. Konkret ist das die Pflicht, ein

Produktinformationsblatt für Einzelaktien und einfache Anleihen bereitstellen zu müssen. Gerade kleinere Banken haben sich auch deswegen entweder komplett aus der Aktien- und Wertpapierberatung zurückgezogen oder diese signifikant verringert. Banken tragen aber wesentlich dazu bei, im Anlagegespräch die Kunden über die Renditevorteile von Aktien zu informieren und über den richtigen Umgang mit den Risiken aufzuklären. Damit leisten sie einen wichtigen Beitrag zur Stärkung der Aktienkultur in Deutschland, deren Potenzial im internationalen Vergleich alles andere als ausgeschöpft ist. Die Stärkung der Aktienkultur entspricht auch der vermögenspolitischen Notwendigkeit, Aktien als renditestarke Anlage als Teil des langfristigen Vermögensaufbaus in Deutschland fest zu etablieren.

**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, ob sich der Anwendungsbereich für Emittenten des Freiverkehrs 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-Marktmisbrauchsverordnung vorgibt. Insbesondere sollte auf umsatzabhängige Geldbußen verzichtet werden.
4. 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 notwendig.

## 1 Änderungen des WpHG

### 1.1 Anwendungsbereich sowie § 2 Abs. 7a WpHG-E

Mit der Neufassung der europäischen Vorgaben zu Marktmissbrauch wurde der Anwendungsbereich einiger Vorschriften zur Marktmissbrauchsüberwachung auf den Freiverkehr erweitert.

Nach der englischen Sprachfassung der MMVO haben Freiverkehrsemittenten bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen künftig beispielsweise die Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen bei Insiderinformationen: „This Article shall apply to issuers who have requested or approved admission of their financial instruments to trading on a regulated market in a Member State or, in the case of instruments only traded on an MTF or on an OTF, issuers who have approved trading of their financial instruments on an MTF or an OTF or have requested admission to trading of their financial instruments on an MTF in a Member State“ (Art. 17 Abs. 1 der MMVO).

Nach unserem Verständnis steckt hinter dieser Formulierung der Wille, dass primär Emittenten des Freiverkehrs erfasst werden sollten, die sich in den qualifizierten Segmenten bewegen, weil sie nur dort die Zulassung selbst aktiv betreiben und in eine Vertragsbeziehung mit dem MTF/des Trägers des Freiverkehrs treten. Emittenten des „normalen“ Freiverkehrs sollten dagegen von den Folgenpflichten der MMVO freigestellt werden. Daher sollte der Anwendungsbereich auf diese Weise definiert werden. Andernfalls würden auch Emittenten, die lediglich in den „normalen“ Freiverkehr einbezogen werden, von der Folgepflichten erfasst. Der Einstieg in den organisierten Kapitalmarkt würde dadurch erschwert.

Um Rechtsunsicherheiten zu vermeiden, sollte zudem bereits in der Begründung zum Anwendungsbereich in § 1 WpHG-E erläutert werden, dass Ad-hoc-Mitteilungen, Eigengeschäfte von Führungskräften und das Führen von Insiderlisten nach der MMVO nur Emittenten „trifft“, die dem Handel in diesen einem multilateralen Handelssystem zugestimmt oder diesen beantragt haben (wie es zB auch in der Begründung zu § 15 WpHG-E, BT Drs. 18/7482, S. 62, vorgesehen ist).

Im Gegensatz zum Referentenentwurf sieht der Regierungsentwurf nun in § 2 Abs. 7a (§ 2 Abs. 16 WpHG-E des Referentenentwurfs) bei der Definition des MTF-Emittenten nun auch Emittenten vor, die in den Freiverkehr einbezogen sind. Grundsätzlich begrüßen wir eine klare Definition des Begriffs „MTF Emittenten“ und die Abgrenzung zu Emittenten im regulierten Markt bzw. zu Inlandsemittenten. Aller-

dings regen wir in diesem Zusammenhang dringend an, auch hier in der Begründung darzustellen, dass bei bestimmten Pflichten der MTF-Emittenten noch weitere Kriterien wie etwa die Zustimmung zum Handel hinzukommen müssen (siehe oben).

## 1.2 Begriffsbestimmungen, § 2 Abs. 5 WpHG-E

Wir regen an, die Definition zum „organisierten Markt“ in § 2 Abs. 5 WpHG-E 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 MMVO 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 Befugnisse und Aufgaben der BaFin

### 1.3.1 Sanktionsbefugnisse bei unvollständiger Meldung von Referenzdaten, § 4 Abs. 3h) WpHG-E

Da bislang noch nicht abschließend feststeht, wie die Meldung von Referenzdaten nach Art. 4 MMVO im Detail auszusehen hat, erscheint es unangemessen, im Falle einer nicht erfolgten, unvollständigen oder nicht richtigen Referenzdatenmeldung ein Bußgeld zu erheben. Diese rechtliche Unsicherheit erschwert es den Handelsplatzbetreibern, Finanzinstrumente zum Handel zuzulassen, was wiederum mit negativen Auswirkungen für die Unternehmen verbunden ist, die über Börsen und andere Handelsplätze Kapital zur Investition in Wachstum und Beschäftigung aufnehmen wollen. Daher sollte klargestellt werden, dass das Sanktionsregime bezüglich der Meldung von Referenzdaten erst später anzuwenden ist.

Zu weitreichend ist in diesem Zusammenhang auch § 39 Abs. 3d) WpHG, aus dem eine Ordnungswidrigkeit folgt, wenn die Referenzdaten nicht aktualisiert werden. Zu Recht wird in den bisherigen Entwürfen der entsprechenden Regulierungsstandards der ESMA nur ein einmaliges Bereitstellen von Referenzdaten u.a. bei der Zulassung zum Handel gefordert. Eine Aktualisierung der Referenzdaten von Finanzinstrumenten, die am Handel weiterhin zugelassen sind, ist von der ESMA bislang nicht vorgesehen. Daher sollte sich die Ordnungswidrigkeit auch nicht auf eine unterbleibende Aktualisierung beziehen.

### 1.3.2 Aufgaben und Befugnisse, Verordnungsermächtigung, § 4 Abs. 3j) WpHG-E

In § 4 Abs. 3j) WpHG-E setzt der Gesetzgeber den Wortlaut „vorübergehend“ (im englischen „temporary“) aus Art. 23 Nr. 1 l) 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 § 15 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 § 4 Abs. 3i) WpHG-E, es 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.

### 1.3.3 Befugnisse zur Sicherung des Finanzsystems, § 4a Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpHG-E

Der Bundesrat nimmt in seiner Stellungnahme vom 26.2.2016 kritisch zu der Vorschrift in § 4a Abs. 1 Nr. 2 und 3 Stellung, demzufolge Börsen bzw. die Betreiber von Märkten polizeipflichtig gemacht würden (er äußert die Kritik auch in Bezug auf § 4 Abs. 2 Satz 3). In diesen Normen werden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht weitreichende Befugnisse gegenüber den Börsen eingeräumt, so etwa diese zu schließen oder den Handel auszusetzen. Diese Kritik wird geteilt: Dies entspricht nicht der bislang angelegten Trennung von den Aufsichtsbefugnissen der BaFin nach WpHG und der Börsenaufsicht der Bundesländer.

Wir regen an, dies erneut zu prüfen.

## 1.4 Abschnitt 3 Marktmissbrauchsüberwachung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass davon Abstand genommen wurde, eigene Tatbestände und Definitionen zum Insider, dem Insiderhandels- und dem Marktmanipulationsverbot vorzusehen. Damit ist eine europaweit einheitliche Auslegung der Vorgaben der MMVO nun eher gewährleistet.

### 1.4.1 Anwendung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 auf Waren, Emissionsberechtigungen und ausländische Zahlungsmittel, § 12 WpHG-E

§ 12 Abs. 1 WpHG-E sieht die Ausdehnung des Anwendungsbereichs auf Waren, Emissionsberechtigungen und ausländische Zahlungsmittel und damit die bisherige Regelung von § 20a Abs. 4 WpHG-E vor. Dieser war im Referentenentwurf noch ersatzlos gestrichen worden mit der folgenden Begründung:

„Ferner wird der bisherige § 20a Absatz 4 aufgehoben, da spezifische Vorgaben zum Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation nunmehr in Anlehnung an die Struktur des Artikels 1 der Richtlinie 2014/57/EU in § 1 des Wertpapierhandelsgesetzes aufgenommen wurden. § 20a Absatz 4 Nummer 3, der die Anwendung des Verbots der Marktmanipulation auf ausländische Zahlungsmittel im Sinne des § 51 des Börsengesetzes vorsah, wird ersatzlos gestrichen, da weder Richtlinie 2014/57/EU noch Verordnung (EU) Nummer 596/2014 ein entsprechendes Verbot vorsehen. Die Beibehaltung des § 20a Absatz 4 Nummer 3 würde daher zu einem weiteren Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation führen, als dies nach Richtlinie 2014/57/EU und Verordnung (EU) Nummer 596/2014 vorgesehen ist“ (Seite 215 der Begründung des Referentenentwurf).

Diese Begründung behält der RegE nicht bei. Stattdessen wird damit argumentiert, dass § 20a Abs. 4 WpHG, durch den bislang schon das Marktmanipulationsverbot

auf andere Bereiche auf andere Produkte als Finanzinstrumente für entsprechend anwendbar erklärt worden war, unter Rückgriff auf die entsprechenden Verbotstatbestände nach der MMVO fortgeführt wird. Dies entspricht nicht einer 1:1-Umsetzung.

Dies gilt es dann auch bei § 38 Abs. 1 2. Unterabsatz a) und c) WpHG-E, der die Preismanipulation dieser Produkte/Instrumente unter Strafe stellt.

#### **1.4.2 Übermittlung von Insiderinformationen und von Eigengeschäften von Führungskräften an das Unternehmensregister und Mitteilung an die Bundesanstalt, § 15 WpHG-E**

In § 15 Abs. 1 und 2 WpHG-E werden auch für den MTF-Emittenten Pflichten vorgesehen, wie etwa die Veröffentlichung von Insiderinformation an das Unternehmensregister zu übermitteln sowie der BaFin und den Geschäftsführungen der Handelsplätze, an denen ihre Finanzinstrumente zum Handel zugelassen oder einbezogen sind, mitzuteilen. Zudem sollen MTF-Emittent, die verpflichtet sind, Informationen zu Eigengeschäften von Führungskräften zu veröffentlichen, diese Informationen unverzüglich, jedoch nicht vor ihrer Veröffentlichung, dem Unternehmensregister übermitteln. Laut Gesetzesbegründung ergibt sich diese Pflicht nicht unmittelbar aus der Richtlinie 2004/109/EG, da sich diese nicht auf Freiverkehrsemittenten bezieht, sondern wird damit begründet, dass MTF-Emittenten nun sinnvollerweise hier einbezogen werden sollten, da sie nach EU-Vorgaben nun auch zu den zuvor genannten Veröffentlichungen verpflichtet seien.

Wir regen an zu prüfen, ob auf diese Zusatzpflichten für MTF-Emittenten verzichtet werden kann. Alternativ könnte man an eine reine Veröffentlichungspflicht auf der Webseite des MTF-Emittenten denken, da die Zuleitung an ein Speichermedium nicht europarechtlich für diese Emittenten vorgegeben ist.

#### **1.4.3 Exkurs: Mitarbeiterbeteiligungsprogramme**

Als Exkurs möchten 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.



## 1.5 Produktinformationsblatt, § 31 Abs. 3a 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.

Damit sollte die Bundesregierung der Stellungnahme des Bundesrates folgen. Dieser regt für das weitere Gesetzgebungsverfahren die Prüfung an, inwiefern für einfache Finanzinstrumente wie börsennotierte Aktien „von der Verpflichtung nach § 31 Absatz 3a WpHG, ein Produktinformationsblatt über jedes Finanzinstrument zur Verfügung zu stellen, auf das sich eine Kaufempfehlung bezieht, abgesehen werden kann.“<sup>1</sup>

Ein Verzicht auf die Bereitstellungspflicht ist notwendig, da das Produktinformationsblatt ein wesentlicher Grund ist, 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.<sup>2</sup> Der Grund hierfür ist einfach: Die Kosten für die Bereitstellung der Produktinformationsblätter stehen in keinem Verhältnis zu den Erträgen, die insbesondere in der Beratung zu Einzelaktien erzielt werden können.

Mit den Banken gehen wichtige Fürsprecher für die Aktien- und Wertpapieranlage verloren. Die ohnehin unterentwickelte Aktien- und Kapitalmarktkultur 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.

<sup>1</sup> Siehe Stellungnahme des Bundesrates: Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz -1. FimanoG), 26.2.2016, S. 4.

<sup>2</sup> 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.

Maßgeblich ist der Abschlussbericht des „IPO-Roundtable“, einem Expertengremium, das von Bundeswirtschaftsminister Sigmar Gabriel einberufen wurde.<sup>3</sup> Als wesentlichen Maßnahme zur Förderung der Aktienkultur benennt der Bericht die Notwendigkeit, die regulatorischen Anforderungen an die Anlageberatung [...] auf ein angemessenes Verhältnis zurückzuführen [...].“

Dies wäre ein wichtiges Signal an die deutsche Kreditwirtschaft, wieder verstärkt in Einzelaktien und andere Wertpapiere zu beraten. Zumindest sollten Erleichterungen vorgesehen werden. Der Aufwand zur Erstellung eines Produktinformationsblattes für jede Einzelaktie bzw. jede einfache Anleihe ist zu hoch und sollte entbürokratisiert 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.

## 1.6 Sanktionen, §§ 38 ff WpHG-E

### 1.6.1 Strafvorschriften, § 38 WpHG-E

Im Gegensatz zur bisherigen Rechtslage sieht § 38 Abs. 5 WpHG-E nun eine Strafverschärfung für besonders schwere Fälle der Marktmanipulation nach § 38 Abs. 1 Nr. 2 und 3 vor, bei denen es sich laut Begründung nicht um schwerwiegende Fälle im Sinne von Art. 3 Abs. 1, Art. 4 Abs. 1 und Art. 5 Abs. 1 der Richtlinie 2014/57/EU, die eine Starbarkeit erst begründen. Es handele sich vielmehr um strafverschärfende Tatbestandsmerkmale, die zu einem erhöhten Strafraumen führten (Qualifikation) (BT-Drs. 18/7482, S. 64). Hier werden in Anlehnung an den schweren Betrug in § 263 Abs. 2 Nr. 1 StGB die organisierte Begehung („gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande zur fortgesetzten Begehung“) und das Ausnutzen von Informationen im Rahmen einer Tätigkeit mit Bezug zum Finanzmarkt wie der Tätigkeit bei inländischen Finanzaufsichtsbehörde, einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, bei einer Börse oder einem Betreiber eines Handelsplatzes, das als besonders strafwürdig anzusehen ist, als strafschärfende Tatbestandsmerkmale eingeführt. Dies stellt aus unserer Sicht ein Abweichen von eine 1:1-Umsetzung dar; wir bitten zu prüfen, ob das wirklich erforderlich ist.

Zudem wird nun aber im Gegensatz zum Referentenentwurf das Strafmaß nicht dem vergleichbar schweren Betrug gleich gesetzt (Strafmaß hier sechs Monate bis

---

<sup>3</sup> 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.

10 Jahre Freiheitsstrafe); vielmehr wird für diese Fälle eine Mindeststrafe von einem Jahr Freiheitsstrafe vorgesehen und das Strafmaß für ein Verbrechen im Sinne von § 12 Abs. 1 StGB übernommen. Es stellt sich die Frage, ob der Unrechtsgehalt dieser Begehung so viel höher ist als der eines gewerbsmäßigen Betruges beispielsweise und ob die Einstufung als Verbrechen hier nicht unverhältnismäßig ist. Der Gesetzgeber begründet diese Einstufung damit, dass aus Sicht des nationalen Gesetzgebers die Auswirkungen auf die Integrität der Finanzmärkte bei diesen Fällen sehr hoch und das Verhalten damit in besonderem Maße strafwürdig sei (BT-Drs. 18/7482, S. 65). Ob es nicht auch in diesem Bereich Begehungsweisen gibt, die ein niedrigeres Strafmaß verdienen, sollte noch einmal diskutiert werden.

Zudem führt die Einordnung dieser Begehungsweise als Verbrechen auch zu Folgen bei der Strafverfolgung; eine Einstellung unter Auflagen und Weisungen nach § 153a StPO wird dann auch bei geringfügiger Schuld z.B. nicht mehr möglich sein.

In der Begründung wird zudem darauf hingewiesen, dass auch Unternehmen aus dem Freiverkehr in Deutschland als MTF-Emittenten unter die Straftatbestände fallen können (BT-Drs. 18/7482, S. 64). Auch hier halten wir den Hinweis für hilfreich, dass dann aber noch bestimmte Kriterien erfüllt sein müssen im Einzelfall (vgl. die Ausführungen zu § 2 Abs. 7a WpHG-E).

### 1.6.2 Vorsatz oder Leichtfertigkeit, § 39 Abs. 3d WpHG-E

Sehr zu begrüßen ist, dass nunmehr in § 39 WpHG-E darauf verzichtet wird, bereits bei fahrlässiger Begehung die hier genannten Tatbestände als erfüllt zu beurteilen. Vielmehr wird nun wieder auf Vorsatz oder Leichtfertigkeit abgestellt.

Das Deutsche Aktieninstitut hat seit Beginn der Verhandlungen um die MMVO immer wieder darauf hingewiesen, dass der Sanktionskatalog der MMVO sich nur schwerlich mit dem deutschen Rechtssystem in Einklang bringen lässt. Es sollte daher jede Möglichkeit genutzt werden, die die MMVO bietet, um übergebührende Sanktionsrisiken zu begrenzen. Die Schwelle der Begehungsweise herabzusetzen und zugleich die Höhe der Sanktionen hinaufzuschreiben, wäre ein äußerst drastisches Vorgehen des Gesetzgebers gewesen, die über das Ziel hinausgeschossen wäre.

In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass auch für Wertpapieremittenten noch Rechtsunsicherheiten zur Auslegung zB im Bereich von Directors' Dealings und Insiderlisten, da die zugrunde liegenden Ausführungsbestimmungen auf EU-Ebene bislang nur im Entwurf vorliegen., aber demnächst bereits empfindliche Sanktionen drohen.

### 1.6.3 Auf umsatzabhängige Sanktionen verzichten, § 39 Abs. 4a WpHG-E

Allerdings sieht § 39 Abs. 4a WpHG-E noch immer Sanktionen vor, die aus unserer Sicht Verschärfungen des Sanktionsrahmens darstellen, der nach EU-Recht bzw. der MMVO 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 RegE dieses Wahlrecht wie schon bei der Umsetzung der Transparenzrichtlinie nicht aus.

Außerdem ergänzt der Regierungsentwurf die Formulierung „**den höheren der Beträge** von 2,5 Mio und 2%“ in § 39 Abs. 4a Nr. 2 (gleich in Abs. 4a Nr. 1 in Bezug auf die Beträge von 15 Mio. und 15% des Gesamtumsatzes, den die juristische Person oder Personenvereinigung im der Behördenentscheidung vorausgegangenen Geschäftsjahr hatte). Diese Vorgabe macht die MMVO anders als die Transparenzrichtlinie jedoch nicht. Insgesamt geht damit der Gesetzesentwurf 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 § 39 Abs. 4a die jeweiligen Zusätze „den höheren der Beträge“ und „oder X % des Jahresumsatzes...“ gestrichen werden, außerdem der Verweis auf die Definition des Gruppenumsatzes in § 39 Abs. 5 WpHG-E. 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 leichtfertiger Verletzung der Ad-hoc-Publizität) oder 15 Millionen (bei leichtfertiger Verletzung des Marktmanipulationsverbots) überschreiten können.

Ebenfalls sollte der Bezug zu umsatzabhängigen Geldbußen in § 39 Abs. 4 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-MMVO (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.

## Kontakt

---

Dr. Claudia Royé  
Leiterin Kapitalmarktrecht  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niedenau 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.  
Niedenau 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.  
Niedenau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915-22  
Fax + 49 69 92915-12  
kuhn@dai.de  
www.dai.de