

Inkonsistenzen in der Finanzmarktregulierung

Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die Initiative von Bundesministerium der Finanzen (BMF) und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sehr, die Zielgenauigkeit und Konsistenz von Finanzmarktregulierung zu untersuchen. Diese Analyse ist aus unserer Sicht dringend notwendig, um Zielinkongruenzen und Widersprüche verschiedener Regulierungen sowie praktische Anwendungsschwierigkeiten zu identifizieren. Da nunmehr die neue EU-Kommission im Amt ist, kann die Analyse auch als Basis dienen, in der neuen europäischen Legislaturperiode Korrekturen an bestehenden Regelwerken und dazugehörigen delegierten Rechtsakten vorzunehmen.

Aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts muss dabei zwischen mehreren Dimensionen unterschieden werden:

Inkonsistenz ist zum einen, wenn der eine Rechtsakt dem anderen widerspricht.

Das kann zunächst zwischen verschiedenen Level-1-Rechtsakten geschehen, wenn z.B. politische Grundsatzentscheidungen der einen Regulierung durch eine andere konterkariert werden. Die geplante EU-Bankenstrukturreform könnte beispielsweise dazu führen, dass die grundsätzliche Ausnahme der nichtfinanziellen Unternehmen von der Clearingverpflichtung von Derivaten in EMIR konterkariert wird. Bei Einführung einer Finanztransaktionssteuer ist von der gleichen Folge auszugehen. Diese konterkariert überdies das politische Ziel, die Unternehmensfinanzierung über die Kapitalmärkte zu stärken.

Zu dieser Gruppe zählt auch, wenn sich nachgelagerte Rechtsakte in Widerspruch zu ihrer vorgehenden Bestimmung setzen. Bei der neuen EU-Marktmisbrauchsverordnung beispielsweise möchte die ESMA zu den Directors' Dealings Schenkungen und Erbschaften hinzuzählen, obwohl dies nach Sinn und Zweck der einschlägigen Vorschrift nicht gewollt sein kann.

Inkonsistenzen gibt es allerdings auch bei Anwendung von Rechtsakten. Werden Interpretationsspielräume in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich genutzt, gehen damit, wie beispielsweise bei den öffentlichen Angeboten im Prospektrecht, erhebliche Anwendungsprobleme einher. Die Unternehmen müssen sich in den unterschiedlichen Mitgliedstaaten unterschiedlich verhalten, um die gleiche Tätigkeit auszuüben. Ein weiteres Beispiel ist die Abgrenzung und Auslegung des Begriffes Derivat oder Währungsderivat in verschiedenen Zusammenhängen. Dies verkompliziert beispielsweise das Risikomanagement der Realwirtschaft, insbesondere wenn es sich bei den Unternehmen um Konzerne handelt, die international tätig sind und dementsprechend weltweit mit Derivaten z.B. ihre Währungsrisiken oder Rohstoffpreisrisiken absichern. Ein Level Playing Field wird damit nicht geschaffen.

In diesem Zusammenhang steht, dass auch internationale Abstimmungen im Interesse eines Level Playing Field erfolgen sollten. Es wäre beispielsweise wünschenswert, wenn die Ausnahmebestimmungen des US-Dodd-Frank Acts ebenso in der EU Anwendung fänden, um den Unternehmen eine konsistente Rechtsanwendung zu ermöglichen.

Vor diesem Hintergrund zeigt dieses Papier einige wesentliche Inkonsistenzen der Regulierung auf. Das Papier erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Es ist nach Regelungsbereichen sortiert, so dass auch mehrere der o.g. Inkonsistenzen unter einem Punkt angesprochen sein können.

1 Derivateregulierung

1. Sich widersprechende politische Ziele unterschiedlicher EU-Vorhaben

Die in EMIR festgelegte grundsätzliche Befreiung nichtfinanzieller Unternehmen von der Clearingverpflichtung wird durch verschiedene andere Vorhaben direkt oder indirekt konterkariert.

Eine wichtige und sachgerechte Grundsatzentscheidung der EU-Derivateverordnung EMIR ist, dass Absicherungsgeschäfte von Industrieunternehmen mit OTC-Derivaten einen besonderen Schutz bedürfen. Dies begründet sich aus der Bedeutung von Derivategeschäften für die Wettbewerbsfähigkeit der Realwirtschaft und ihrem strukturell geringeren Risikogehalt (das gegenläufige realwirtschaftliche Grundgeschäft macht solche Derivate risikoneutral). Die EMIR stellt daher Absicherungsgeschäfte von Industrieunternehmen generell von der Clearingpflicht frei, solange die Unternehmen keine anderen, nicht der Absicherung dienenden Geschäfte betreiben, die in ihrem Umfang die sog. Clearingschwellen überschreiten.

Die Freistellung von der Clearingpflicht erlaubt es den Unternehmen, OTC-Derivate im gewohnten Umfang zu angemessenen Kosten einzusetzen, um Risiken aus dem operativen Geschäft passgenau abzusichern. Die mit dem Clearing verbundenen Besicherungspflichten würden dagegen die Liquidität der Unternehmen stark belasten.

Die regulatorische Konsistenz in diesem Punkt ist daher sehr wichtig. Andere Regulierungen dürfen nicht indirekt einen Anreiz zum Clearing dieser Geschäfte setzen oder generell Absicherungsgeschäfte mit hohen bzw. höheren Kosten belasten. Genau dies droht an mehreren Stellen:

- EU-Bankenstrukturreform

Die EU-Bankenstrukturreform setzt sich in Widerspruch mit Entscheidungen der EMIR, da „Kernbanken“ nur noch clearingfähige Derivate anbieten beziehungsweise im Falle ungeclearter Transaktionen erhebliches Eigenkapital vorgehalten werden muss.

Artikel 11 und 12 des EU-Vorschlags zur Bankenstrukturreform bestimmen, dass die „Kernbank“ nach einer Aufspaltungsentscheidung nur noch clearingfähige Derivate einer eingeschränkten Produktpalette (z.B. ohne Rohstoffe) anbieten und selbst

nutzen darf. Realwirtschaftliche Unternehmen benötigen aber regelmäßig Derivate mit individuellen Gestaltungen der Laufzeiten, des Volumens und anderer Vertragsparameter, denn nur so lassen sich Finanzrisiken aus dem operativen Geschäft passgenau absichern. Derivate, die dies gewährleisten, sind häufig nicht clearingfähig. Außerdem würde eine zeitaufwendige Prüfung der Sachlage vor jeder Transaktion erforderlich, was nicht praxisgerecht wäre. Der Vorschlag der EU würde daher das Derivategeschäft mit der Industrie beschränken bzw. eine Verlagerung auf eine Handelseinheit einer Bank erzwingen. Höhere Kosten und/oder eine geringere Verfügbarkeit von Absicherungen wären die Folge; Risiken würden in stärkerem Maße in der Realwirtschaft verbleiben. Damit wird die Befreiung von der Clearingverpflichtung unter der EU-Derivateverordnung EMIR konterkariert.

- Geplante Finanztransaktionssteuer



Die FTT für den Derivateinsatz wird an die Endkunden weitergereicht werden.

Auch die geplante Finanztransaktionssteuer wird die Absicherungsderivate der Realwirtschaft treffen, denn auch Zins-, Währungs- und Rohstoffderivate fallen vermutlich in den Anwendungsbereich. Banken werden die entsprechenden Kosten, die ihnen durch die Finanztransaktionssteuer aus dem Derivategeschäft mit Endkunden entstehen, an diese weiterreichen. Außerdem ist ein genereller Liquiditätsentzug auf den Derivatemärkten durch die Steuer zu befürchten.

- Diskussionen auf internationaler Ebene



Die Qualifikation als systemrelevant stünde dem durch EMIR gewährleisteten Schutz der nichtfinanziellen Unternehmen entgegen.

Neben der Konsistenz weiterer Regulierungen zur Clearingausnahme der EMIR könnte sich ein zusätzliches Problem auf internationaler Ebene stellen. Dort wird an verschiedenen Stellen darüber diskutiert, wann ein nichtfinanzielles Unternehmen als systemrelevant gilt. Aus unserer Sicht ist es zwingend erforderlich, dass Unternehmen, die EMIR-Clearingschwellen nicht überschreiten, auch niemals als systemrelevant gelten können. Sonst drohen hier über die internationale Diskussion erneut Clearing- bzw. Besicherungspflichten und ggf. weitere Regulierungsschritte. Es sollte anerkannt werden, dass realwirtschaftliche Unternehmen nur dann ein Systemrisiko darstellen, wenn sie in einem signifikanten Umfang Derivategeschäfte tätigen, die nicht durch realwirtschaftliche Grundgeschäfte gedeckt sind. Die Signifikanzschwelle ist durch die Clearingschwelle der EMIR definiert.

- MiFID II / MiFIR Level 2



Es widerspräche dem Ziel von MiFID II und MiFIR, wenn sich Nebentätigkeitsausnahme und Nachhandelstransparenz nachteilig auf die Absicherung von nichtfinanziellen Unternehmen auswirken würde.

Nebentätigkeitsausnahme (Art. 2(1)(j) MiFID II): Eine MiFID-Lizenzpflicht für Unternehmen der Realwirtschaft wäre mit weitreichenden Folgepflichten verbunden, u.a. die uneingeschränkte Clearingpflicht nach EMIR als finanzielle Gegenpartei. Von einer MiFID-Lizenz ausgenommen sind daher nichtfinanzielle Unternehmen, wenn sie Warenderivate und Emissionszertifikate (und Derivate hierauf) im Rahmen ihres Geschäfts nur als Nebentätigkeit einsetzen. Die Kriterien, was künftig als Nebentätigkeit gilt, werden derzeit auf Level II durch ESMA konkretisiert. Dabei werden Schwellenwerte in Bezug auf das „eingesetzte Kapital“, das der Nebentätigkeit zugeordnet wird, und den Anteil der Nebentätigkeit in Relation zum Gesamtmarkt erarbeitet.

Eine Zuordnung des Kapitals für Tätigkeiten wie Absicherungsderivate oder Emissionszertifikate ist aber bei den Industrieunternehmen vollkommen unüblich. Um einen unangemessenen Aufwand zur Implementierung entsprechender Prozesse zu vermeiden, müssen daher Unternehmen der Realwirtschaft von der Kapitalzuordnung befreit werden, wenn sie von den Schwellenwerten weit entfernt sind.

Außerdem dürfen die Schwellenwerte nicht mit der Gefahr verbunden sein, dass vielen Unternehmen der Realwirtschaft die MiFID-Lizenz droht. Dies scheint aber gemäß aktuellen Informationen der Fall zu sein.

Bei der Berechnung der Schwellenwerte müssen ferner – parallel zu EMIR – reine Absicherungsderivate ausgenommen sein. Ansonsten stünden diese Schwellenwerte im Widerspruch zur EMIR – bislang unterliegt noch kein Unternehmen der deutschen Realwirtschaft der Clearingpflicht.

Nachhandelstransparenz (Art. 11 und Art. 21 MiFIR): Wir halten den ESMA-Vorschlag zur verzögerten Nachhandelstransparenz für illiquide Derivate für unangemessen (t+1). Gerade bei größeren, illiquiden Transaktionen (bspw. die Währungsicherung bei der Übernahme einer ausländischen Gesellschaft) ist es üblich, diese in zahlreiche Tranchen zu zerlegen, um sie schonend am Markt platzieren zu können.

Wird aufgrund der Regelungen zur Nachhandelstransparenz zu früh bekannt, dass ein Marktteilnehmer ein Geschäft in einem größeren Umfang plant, kann sich die Marktgegenseite entsprechend positionieren. Damit steigen die Preise für diese Transaktion oder sie kommt erst gar nicht zustande, weil Banken auf dieser Basis

keine Absicherung geben. Als Folge erhöhen sich die Kosten des Risikomanagements für nichtfinanzielle Unternehmen. Wir halten daher eine verzögerte Nachhandelstransparenz von t+5 für unabdingbar. Außerdem muss sichergestellt werden, dass nicht nur das Volumen verzögert transparent gemacht wird, sondern auch alle anderen Details der Transaktion.

- Rechtsicherheit durch besser planbares Vorgehen erhöhen

Gerade im Zusammenhang mit der EMIR werden viele Detailfragen auf Level-2-Ebene, in delegierten Rechtsakten, aber auch in Q&A durch die ESMA konkretisiert. Diese Konkretisierungen sind in vielen Fällen mit einem hohen Aufwand bei den Unternehmen verbunden, insbesondere dann, wenn sich durch sie Praktiken schlagartig ändern oder Unternehmen nur sehr wenig Zeit haben, sich auf wichtige Details einzustellen. Um die damit verbundenen Probleme zu verdeutlichen, verweisen wir darauf, dass die Q&A der ESMA hinsichtlich der UTIs der für die Meldung jeder Derivatetransaktion unerlässlich ist, nur zwei Tage vor dem Tag aktualisiert wurden, an dem der UTI zwingend anzuwenden war. Zu diesem Zeitpunkt hatten die Unternehmen ihre Systeme aber bereits eigenständig eingerichtet und mussten das anschließend ggf. innerhalb von zwei Tagen nochmals tun. Daher wäre es wichtig, die Q&A nicht ständig zu aktualisieren, oder zumindest den Unternehmen ausreichend Zeit zu geben, nach der Veröffentlichung einer Aktualisierung hierauf reagieren zu können.

2. Zielinkongruenzen bei den Reportingpflichten

Eine der wesentlichen Zielsetzungen der EMIR ist, Transparenz über den OTC-Derivatemarkt herzustellen. Zu diesem Zweck wurden umfangreiche Meldepflichten eingeführt, die beide Transaktionspartner betreffen.

! Die Meldepflichten sind jedoch insgesamt so ausgestaltet, dass sie ihren Regelungszweck, (systemische) Risiken in den Derivatemärkten früher zu erkennen, verfehlen.

Auch ein Überblick über die globalen OTC-Aktivitäten ist so nicht möglich. Im Sinne von Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern müssen daher die Meldepflichten entbürokratisiert werden:

- Information overflow

Der „information overflow“ kann deutlich verringert werden, wenn gruppeninterne Transaktionen von der Meldepflicht ausgenommen werden. Diese Transaktionen sind nicht systemrelevant, da sie das Risiko auf Ebene der gesamten Gruppe nicht

erhöhen. Aus diesen Gründen ist auch der Nutzen dieser Informationen für die Aufsichtsbehörden nicht gegeben. Der Aufwand, diese Informationen bereitzustellen und sinnvoll in den Transaktionsregistern zu verarbeiten, ist aber sehr hoch. Daher sollten gruppeninterne Transaktionen zumindest dann von der Meldepflicht befreit werden, wenn die nichtfinanzielle Gruppe nicht clearingverpflichtet ist;

- Matching von verschiedenen Gegenparteien

Derzeit müssen Derivatetransaktionen von beiden Transaktionspartnern unabhängig voneinander an ein Transaktionsregister gemeldet werden. Schon der Umfang der Pflichten macht es schwierig, diese unabhängig voneinander gemeldeten Transaktionen zu „matchen“ und so einen zutreffenden Überblick über die OTC-Derivatemärkte zu erhalten. Nutzen beide Transaktionspartner verschiedene Transaktionsregister, ist ein „Matching“ aufgrund unterschiedlicher Anforderungen der Registerbetreiber nochmals schwieriger. Das Problem verschärft sich zusätzlich auf globaler Ebene aufgrund unterschiedlicher Anforderungen an die Meldepflichten in den einzelnen Jurisdiktionen. Eine einfache Möglichkeit wäre es, nur eine Gegenpartei auf die Meldung zu verpflichten. Zwar gibt es jetzt schon die Möglichkeit der Delegation; für die Richtigkeit der Meldungen haften aber weiterhin beide Gegenparteien. Dies ist u.a. auch der Grund, warum größere Unternehmen die Meldung selbst tätigen und nicht delegieren. Diese Haftung muss wirksam ausgeschlossen werden. Außerdem nutzt die Delegation nichts, wenn gruppeninterne Transaktionen berichtet werden müssen. Daher setzt eine aus Sicht der delegierenden Partei rechtlich und wirtschaftlich sinnvolle Delegation voraus, dass gruppeninterne Transaktionen nicht mehr gemeldet werden müssen;

- Überflüssige Meldefelder

Dazu gehören bspw. der Confirmation Time Stamp und der Execution Time Stamp, die bis auf die Sekunde angegeben werden müssen. Es ist nicht klar, welchen Nutzen diese extrem detaillierten Angaben stiften. Gerade bei bilateral per Telefon, Mail usw. abgeschlossenen Transaktionen fällt es den Transaktionspartner aber sehr schwer, sich hier auf einen einheitlichen Wert zu einigen. Daher müssen diese Informationen abgeschafft oder zumindest weniger detailliert (bspw. sollte die Angabe des Tages reichen) werden;

- Fristen für Handelsbestätigung und Handel inkongruent

Beide Transaktionspartner einer Derivatetransaktion müssen sich auf eine einheitlich Kennung der Transaktion, die Unique Trade Identifier (UTI), einigen. Bislang gibt es zur Vergabe dieser UTIs nur eine Empfehlung der ESMA im Rahmen der Q&A. Beim Abschluss des Derivats über eine Plattform (Currenex, 360T usw.) wird die UTI vom Plattformbetreiber zur Verfügung gestellt. Problematisch ist aber der bilaterale Abschluss von Derivaten über Telefon, E-Mail usw. Bei diesen einigen sich beide Gegenparteien auf einen UTI per Handelsbestätigung. Die Fristen für die Han-

delsbestätigungen und für die Abgabe der Meldungen sind allerdings nicht konsistent: Eine Transaktion muss spätestens t+2 bestätigt werden; die Meldung an das Transaktionsregister muss aber bereits t+1 erfolgen. Diese Inkonsistenz wird derzeit durch die Vergabe eines Pre-UTI gelindert, der mit der Meldung eingereicht wird und später durch den finalen UTI ersetzt wird. Dieser Prozess ist aufwendig und fehleranfällig. Er sollte daher entschlackt werden. Die Meldung bei Transaktionen, die nicht über Plattformen abgewickelt werden, sollte daher t+3 erfolgen, damit Zeit für die Erstellung eines bilateral gültigen UTI verbleibt.

- Meldung zurückliegender Geschäfte unbürokratischer handhaben

Zuguterletzt gilt für bestimmte, bereits abgelaufene Transaktionen aus der Vergangenheit eine Meldefrist von 3 Jahren ab Beginn der Reportingpflicht. Durch die zwingende Übermittlung von UTIs an das Transaktionsregister würde dies bedeuten, dass sich die Gegenparteien für bereits abgelaufene Transaktionen UTIs nachpflegen müssten. Dies stellt einen unsachgemäßen Aufwand für historische Transaktionen dar, die kein Risiko mehr für den Finanzmarkt darstellen können.

3. Inkonsistenten mit Meldepflichten nach MiFID II / MiFIR

Die Daten in den EMIR-Transaktionsregistern sollten sinnvoll genutzt werden, statt neue Meldepflichten unter anderen Regulierungsvorhaben einzuführen.

Neben der EMIR existieren in anderen EU-Vorhaben vergleichbare Reportingpflichten, die allerdings nicht im Gleichlauf mit den EMIR-Vorgaben konzipiert wurden. Dazu kommt es oftmals zu einem doppelten oder gar widersprüchlichen Reporting.

Dies betrifft insbesondere Anforderungen in MiFID II / MiFIR: Gemäß Art. 58 MiFID II müssen Plattformbetreiber und Intermediäre regelmäßig Positionen zu Warenderivaten, Emissionszertifikaten melden. Diese Meldepflichten werden möglicherweise die Endnutzer treffen, an die sich die Plattformbetreiber bzw. andere Intermediäre für die Sammlung der Daten wenden werden. Hier muss klargestellt werden, dass zumindest bei den Informationen zu den Derivaten auf den Datenbestand der Transaktionsregister zurückgegriffen wird und dass die Endnutzer diese Informationen nicht doppelt melden müssen.

Außerdem müssen die Daten aus den Transaktionsregistern genutzt werden, um die Einhaltung bestimmter Pflichten zu überwachen: Dazu gehört bspw. die Erfüllung der Anforderungen aus der Nebentätigkeitsausnahme (s. oben). Die Informationen zu den jeweiligen Gegenparteien liegen bereits vor – deswegen ist auch eine zusätzliche Notifizierung zur Nutzung der Nebentätigkeitsausnahme, wie von ESMA

vorgeschlagen, überflüssig und bedeutet lediglich einen zusätzlichen bürokratischen Aufwand für die Unternehmen.

Weitere Meldepflichten: Das Gleiche gilt für weitere geplante Meldepflichten in Bezug auf riskante Geschäfte wie z.B. Repurchase Transactions (Repos) unter der neuen geplanten Verordnung über die Transparenz von Securities Finance Transactions. Für Unternehmen der Realwirtschaft sind Repos ein Mittel der sicheren, weil besicherten, Geldanlage, sollte kurzfristig überschüssige Liquidität vorhanden sein. Unternehmen, die diese Geschäfte eingehen, stellen hierdurch kein Risiko für das Finanzsystem dar. Dennoch sollen diese Geschäfte demnächst durch eine Meldepflicht verkompliziert und verteuert werden. Viele Unternehmen werden sich überlegen, ob diese Form der sicheren, aber dadurch auch unrentableren Form der Geldanlage dann in Zukunft noch für sie lohnt.

Ebenfalls problematisch ist der Umfang des Reportings unter der REMIT, weil in den delegierten Rechtsakten zu REMIT in Artikel 4 nur eine „List of contracts reportable at request of the Agency“ gesetzt ist. Der Grundgedanke ist, dass diese Verträge nicht gemeldet werden müssen. Im Rahmen der derzeit bestehenden Regelung ist jedoch jederzeit eine behördliche Nachforderung möglich, die einen hohen Zusatzaufwand bereiten würde. Außerdem müssen weitere Meldepflichten für Unternehmen der Realwirtschaft verhindert werden. Allerdings hat beispielsweise die Bundesnetzagentur bereits angekündigt, dass sie von der Möglichkeit des Markttransparenzstellungsgesetzes Gebrauch machen möchte und so noch mehr Daten einfordern würde als schon unter REMIT gefordert (Verordnung noch ausstehend). Diese zusätzlichen Datenanforderungen treffen vor allem den Strombereich (Erzeugungsanlagen).

4. Ausgestaltung der Risikominderungsanforderungen steht nicht voll im Einklang mit den politischen Erwägungen

Die in Art. 14 der Delegierten Verordnung 159/2013 zur EMIR geregelte Portfoliokomprimierung kann nur unterbleiben, wenn eine Portfoliokomprimierung „nicht angemessen“ ist. Eine genaue Definition dieses Ausnahmetatbestandes unterbleibt. Aus den Erwägungsgründen geht hervor, dass durch eine Portfoliokomprimierung das Gegenparteiausfallrisiko verringert werden soll. Der Portfolioabgleich und eine Portfoliokomprimierung erfordern einen erheblichen Aufwand, insbesondere wenn diese auch für gruppeninterne Transaktionen durchgeführt werden müssen. Eine klare Regelung zu den Ausnahmetatbeständen sollte berücksichtigen, wenn andere Mechanismen bereits das Gegenparteirisiko mindern. Sachgerecht wäre ein Unterbleiben der Portfoliokomprimierung z.B., wenn den OTC-Derivatekontrakten der Deutsche Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte zugrunde liegt und das Gegenparteiausfallrisiko bereits durch die Nettingklauseln im Deutschen Rahmenvertrag verringert wird. Außerdem sollten gruppeninterne

Transaktionen von den Risikominderungspflichten ausgenommen werden, da eine Portfoliokomprimierung auf der Ebene der gesamten Gruppe das Gegenpartei-ausfallrisiko innerhalb der Gruppe nicht verringert.

5. Unterschiedliche Auslegung von Begriffen und Anwendungsstrenge

Uneinheitliche Begriffsdefinitionen und Anforderungen an die Erfüllung regulatorischer Anforderungen erschweren die EU-weite oder sogar globale Implementierung entsprechender Compliance-Prozesse.

- Uneinheitliche Definition des Begriffs „Derivat“ und anderer Begriffe



Der Begriff des Derivats sollte nicht nur innerhalb der EU, sondern auch im Gleichklang mit den Regelungen des US-Dodd-Frank Acts ausgelegt werden.

Wir begrüßen die Initiative von ESMA und EU-Kommission, hier eine Harmonisierung zu erreichen. Bislang erschweren dagegen unterschiedliche Auslegungen in unterschiedlichen Mitgliedstaaten die einheitliche Handhabung der EMIR-Verpflichtungen durch international tätige Unternehmen. So wird in Großbritannien z.B. im Währungsbereich erst dann von einer derivativen Transaktion ausgegangen, wenn das Settlement eines Geschäftes um mindestens sieben Tage nach Abschluss der Transaktion liegt (T+7). In anderen Ländern die EU ist die Frist dagegen bislang kürzer (z.B. T+3).

Abgesehen von der Einebnung solcher Unterschiede muss die endgültige Definition allerdings auch praxistgerecht sein und darf bspw. im Bereich der Warenderivate nicht dazu führen, dass realwirtschaftliche Lieferverträge als derivative Finanzinstrumente gesehen werden.

Wünschenswert wäre eine Harmonisierung auch auf globaler Ebene. Bspw. sind unter US-Dodd-Frank Act bestimmte Währungsderivate von einzelnen Anforderungen grundsätzlich ausgenommen, während sie in Europa voll den Anforderungen der EMIR unterliegen.

Ähnliche Probleme der unterschiedlichen Interpretation von Begrifflichkeiten lassen sich auch in verschiedenen Rechtsakten feststellen. So ist z.B. noch ungeklärt, wie der zentrale Begriff „trading on own account“ unter der MiFID/MiFIR verstanden wird und wie dieser in Deutschland angewendet wird.

- Harmonisierung der Aufsicht



Der Prozess, wie die Aufsichtsbehörden die Compliance mit den regulatorischen Anforderungen überwachen, muss harmonisiert werden.

Im Rahmen der EMIR haben wir in Deutschland bereits ein sehr elaboriertes Kontrollsystem für nichtfinanzielle Unternehmen, bestehend aus einer Prüfungsverordnung und Standards der Wirtschaftsprüfer. Der erste Prüfzyklus ist bei einigen Unternehmen bereits im vollen Gange. Uns ist nicht bekannt, dass es in anderen EU-Ländern ebenfalls schon vergleichbare Prozesse gibt. Dies beeinträchtigt zum einen das „Level-Playing-Field“, wenn die Anforderungen für nichtfinanzielle Unternehmen nicht so streng sind wie in Deutschland. Unterschiedliche Anforderungen erschweren zum anderen die Umsetzung einheitlicher Compliance-Prozesse innerhalb Europas. Hier ist eine bessere Koordination der nationalen Aufsichtspraktiken notwendig.

2 Regulierung der Verbriefungsmärkte

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass die Diskussion um die Märkte für Verbriefungen mittlerweile deutlich differenzierter verläuft. Tatsächlich spielen Verbriefungen als Refinanzierungsinstrument für die Realwirtschaft eine erhebliche Rolle. Daher ist es wichtig, dass die politische Bestrebung die Verbriefungsmärkte in Europa wiederzubeleben und zu vertiefen nicht durch widersprüchliche Regulierungen an anderer Stelle behindert wird. Konkret müsste die Regulierung aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts u.a. wie folgt nachgebessert werden:

Die Kriterien sollten identisch sein: Für Banken bzw. Versicherer bestimmt die Regulierung mit, unter welchen Bedingungen sie in Verbriefungen investieren können. Grundsätzlich gilt dabei, dass hochqualitative Verbriefungen regulatorisch begünstigt werden. Aufgrund ihres geringeren Risikogehaltes ist dies prinzipiell auch sachgerecht. Jedoch sollten die Kriterien für eine „high quality securitisation“ in verschiedenen Rechtsakten identisch definiert werden, damit sich Unternehmen und Investoren hierauf einheitlich einstellen können. Bei der Liquidity Coverage Ratio und unter Solvency II gelingt dies auch weitgehend in Bezug auf generelle Kriterien, transaktionsspezifische Kriterien, die sogenannten „Counterparty Criteria“ und die Offenlegungsanforderungen. Eine Diskrepanz zwischen beiden Regimen tritt jedoch bei dem Kriterium des Kreditratings auf, das letztlich darüber entscheidet, wie eine Verbriefung regulatorisch berücksichtigt werden muss.

Die LCR und Solvency II definieren damit bereits relativ klare Anforderungen, welche Verbriefungen als „hochqualitativ“ und „liquide“ gelten und schaffen damit für Investoren aus der Bank- und Versicherungswirtschaft einen relativ einheitlichen Rahmen, der den Zugang von Unternehmen zu Investitionskapital sichert.

Die geplante Regulierung von Geldmarktfonds droht dagegen, eine wichtige Investorengruppe weitgehend vom Markt auszuschließen, indem dort Verbriefungen noch undifferenziert betrachtet werden: Diese Inkonsistenz sollte beseitigt werden, indem die Vorarbeiten unter der LCR und Solvency II genutzt werden. Ziel sollte sein, dass hochqualitative Verbriefungen mit einer nachweislich guten Kredithistorie nicht durch unglückliche Definitionen benachteiligt werden.

3 Gesellschaftsrechtliche Regelungen

1. Anforderungen an die Geschäftsleitung



Die grundsätzliche Differenzierung zwischen Geschäftsleitung und Aufsichtsorgan sollte nicht durch zu offene Formulierungen in anderen Gesetzestexten konterkariert werden.

Es gibt für Kreditinstitute und Versicherungen eigene Vorgaben hinsichtlich der Qualifikation der Geschäftsleiter, obwohl deren Auswahl ebenfalls im entsprechenden Gesellschaftsrecht (AktG, GmbHG etc.) geregelt ist. Nach § 84 AktG bestellt der Aufsichtsrat den Vorstand und ist damit auch für seine Auswahlentscheidung verantwortlich. § 7a VAG und § 25c und d KWG stellen aber trotzdem darüber hinausgehende Anforderungen an die Qualifikation von Geschäftsleitern und Aufsichtsräten.

Das im Entwurf befindliche Gesetz zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen (Umsetzung von Solvency II) will nun mit § 24 Abs. 2 VAG-E die Anforderungen an die Qualifikation der Geschäftsleiter auch auf Personen erweitern, die neben den Geschäftsleitern befugt sind für das Unternehmen wesentliche Entscheidungen zu treffen. Insofern bestimmte Maßnahmen der Zustimmung des Aufsichtsrats nach § 111 Abs. 4 AktG vorbehalten sind, sind die Aufsichtsratsmitglieder befugt eben solche wesentlichen Entscheidungen zu treffen. Die Qualifikationsanforderungen des § 24 Abs. 1 VAG-E passen aber nicht auf Mitglieder der Kontrollgremien, sondern der der Geschäftsleitung.

Die grundsätzliche Differenzierung zwischen Geschäftsleitung und Aufsichtsorgan sollte nicht durch zu offene Formulierungen in Gesetzestexten konterkariert werden. Der Tatbestand ist daher entsprechend anzupassen.

2. Form der Übermittlung von Informationen zur Hauptversammlung



Die unterschiedlichen Regelungen zur Hauptversammlung in WpHG und AktG sind inkonsistent.

Das Verhältnis von § 30b Abs. 3 Nr.1 WpHG zu §§ 125 Abs. 2 S. 2, 128 Abs. 1 S. 2 AktG schafft in der Praxis Rechtsunsicherheit. Das Aktiengesetz lässt eine Beschränkung der Übermittlung der HV-Informationen auf die elektronische Form durch Satzungsbestimmung zu. § 30b WpHG verlangt auf Basis von Art. 17 der Transparenz-Richtlinie hier zusätzlich, dass der Aktionär entweder ausdrücklich eingewilligt oder einer Bitte in Textform um Zustimmung nicht widersprochen hat. Zudem kann der Aktionär diese Zustimmung später widerrufen und – wie die Transparenz-Richtlinie in Art. 17 explizit niederlegt – wieder eine „schriftliche“ Übermittlung verlangen.

Unklar sind hier die Auswirkungen des Widerrufs, denn die Anforderung der Transparenz-Richtlinie, den Aktionär „schriftlich“ um Zustimmung zu bitten, setzt das WpHG mit „Textform“ um. Reicht also bei einem Widerruf der Zustimmung dann trotzdem eine elektronische Übermittlung in Textform bzw. wäre das dann keine „Datenfernübertragung“ nach § 30b WpHG? Diese Inkonsistenzen gilt es durch eine klare Regelung aufzulösen.

4 EU-Marktmissbrauchsverordnung und Wertpapierhandelsgesetz

1. Gegenläufige Trends: Regulierungsintensität vs. Förderung von Risikokapitalfinanzierung



Die Ausweitung des Anwendungsbereiches der EU-Marktmissbrauchsverordnung widerspricht der Zielsetzung, die Risikokapitalfinanzierung zu fördern.

Die EU-Marktmissbrauchsverordnung definiert ab 2016 zahlreiche Kapitalmarktpflichten börsennotierter Unternehmen neu, darunter die Ad-hoc-Publizität, die Pflicht zur Führung von Insiderlisten und die Verpflichtung, Wertpapiergeschäfte von Führungskräften (Directors' Dealings) zu melden. Bisher gelten diese Pflichten für Unternehmen des sogenannten Regulierten Marktes, also die öffentlich-rechtlichen Börsensegmente. Unternehmen des Freiverkehrs unterliegen dagegen diesen Kapitalmarktpflichten bislang nicht.

Dadurch konnten die Unternehmen den Umfang der Auflagen an die Börsennotiz bis zu einem gewissen Grad selbst steuern, denn sie konnten zwischen Börsensegmenten mit unterschiedlicher Regulierungsintensität auswählen. So bestehen im Freiverkehr verschiedene Börsensegmente, die sich mit maßgeschneiderten Anforderungen an kleinere und mittlere Emittenten wenden. Damit ist es künftig jedoch weitgehend vorbei, denn die Unterschiede werden durch die revidierte EU-Marktmissbrauchsverordnung weitgehend eingeebnet. Ab 2016 werden dann auch Emittenten aus den Sondersegmenten des Freiverkehrs Ad-hoc-Meldepflichten haben, Directors' Dealings berichten und Insiderlisten führen. Durch diesen zusätzlichen Aufwand sinkt die Attraktivität dieser Segmente (wie z.B. dem Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse oder der m:access in München) als Einstieg in die Börsenfinanzierung.

Gleichzeitig sucht die Politik aber nach Wegen, die Risikokapitalfinanzierung für junge und innovative Unternehmen zu verbessern und auch mittelständischen Unternehmen die Kapitalmarktfinanzierung zu erleichtern. Die Ausweitung des Anwendungsbereiches der EU-Marktmissbrauchsverordnung widerspricht dieser Zielsetzung.

Dies gilt umso mehr, als auch die noch nicht abgeschlossenen Konkretisierungsmaßnahmen der Europäischen Wertpapieraufsicht ESMA zu den oben genannten

Pflichten über das Ziel hinauszuschießen drohen. Setzt sich die ESMA mit ihren Vorschlägen durch, droht bei Insiderlisten und den Directors'-Dealings-Meldungen ein deutliches Mehr an Bürokratie, dem kein entsprechender Gewinn an Anlegerschutz gegenüber steht. Damit ist die EU-Marktmissbrauchsverordnung auch ein Beispiel dafür, dass mit überschießenden Auslegungen auf dem sog. Level 2 gegen die eigentliche Intention des Gesetzgebers verstoßen wird.

So will die ESMA bei Insiderlisten zukünftig zahlreiche zusätzliche Kommunikationsdaten wie private und geschäftliche E-Mail-Adressen und Telefonnummern einschließlich privater Mobilfunknummern einfordern. Insiderlisten müssen geführt werden, um Personen zu identifizieren, die qua Funktion oder wegen der Mitarbeit an sensiblen Projekten über Insiderwissen verfügen (können). Bisher enthalten die Listen im Wesentlichen nur Namen und Funktion des Insiders, seine dienstliche und private Adresse. Mit der Forderung nach der Erhebung von E-Mail-Adressen und Mobilfunknummern der betroffenen Mitarbeiter droht nicht nur ein Mehr an Bürokratie, sondern auch eine ganze Reihe rechtlicher und praktischer Probleme. So sind die zusätzlich geforderten Angaben in den Personalmanagementsystemen, die die technische Basis der Insiderliste bilden, gar nicht vorhanden. Sie müssten manuell nachgepflegt und aktualisiert werden, was einen enormen Zusatzaufwand nach sich ziehen würde. Dabei ist es datenschutzrechtlich bereits fraglich, ob Unternehmen private Kommunikationsdaten überhaupt erfragen dürfen. Dies alles gilt vor dem Hintergrund deutlich erweiterter Bußgelder für die betroffenen Unternehmen mit entsprechenden Risiken bei fehlerhaften Einträgen.

Wenn die Anforderungen so kommen, werden sie erhebliche zusätzliche Compliance-Kosten und Rechtsunsicherheiten bei den Emittenten erzeugen. Ein Grund für diese Detailverliebtheit ist nicht ersichtlich. Schließlich haben die Behörden weitgehende Ermittlungsbefugnisse, wenn sich ein Anfangsverdacht auf Insiderhandel ergibt; Insiderlisten können dabei lediglich eine Ermittlungshilfe sein. Um diesen Zweck zu erfüllen, genügt es, Name und Funktion der Insider im Unternehmen aufzuführen. Der Detaillierungsgrad der Insiderlisten muss deutlich zurückgeschraubt werden.

Auch bei den Directors' Dealings reizt die ESMA den Interpretationsspielraum der Marktmissbrauchsverordnung über Gebühr aus. So sollen künftig auch die Wertpapiergeschäfte einer Meldepflicht unterliegen, bei denen die fragliche Führungskraft nicht selbst aktiv wird, wie beispielsweise Zuteilungen von Aktien aus aktienbasierten Vergütungen, Erbschaften oder Schenkungen. Außerdem will die ESMA deutlich mehr Details über die Transaktionen erfahren als bislang. Dies folgt nicht der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin und entspricht auch nicht dem Sinn und Zweck von Directors' Dealings. Diese sollen dem Markt eigentlich signalisieren, wie es um das Vertrauen der betreffenden Führungskraft in die künftige Entwicklung „seines“ Unternehmens bestellt ist. Passiven Geschäften fehlt eine solche Signalwirkung. Die ESMA-Vorschläge führen daher eher zur Verwirrung der Marktteilnehmer als zu mehr Markttransparenz.

2. Praxis der Stimmrechtsmitteilungen im Wertpapierhandelsgesetz



Der Erfassungs- und Prüfungsaufwand bei Stimmrechtsmitteilungen kann durch ein neues System erheblich vereinfacht werden und dadurch zu einer konsistenten Anwendung führen.

Die BaFin stellt Formulare für die Meldungen zur Verfügung, derer sich die Meldepflichtigen häufig bedienen. Die Dienstleister (z.B. DGAP), über die Meldungen veröffentlicht werden, stellen zudem Online-Masken zur Verfügung, mit denen aus den Angaben des Formulars eine Meldung auf Basis vordefinierter Bestandteile durch einfaches „Anklicken“ von Kontrollfeldern zusammengestellt werden kann. Wird als das Kontrollfeld „Zurechnung i.V.m. mit Satz 2“ markiert, erstellt die Software daraus einen Halbsatz „in Verbindung mit Satz 2 WpHG zuzurechnen“ usw.

Beides ist eine deutliche Erleichterung, führt aber in der Praxis dazu, dass nach der als Fax auf dem BaFin-Formular erhaltenen Meldung der Emittent das Formular Feld für Feld auf den entsprechenden Webseiten des Dienstleisters erfasst und die daraus generierte Meldung veröffentlicht. Die BaFin gleicht diese Veröffentlichung dann mit dem ihrerseits vom Meldepflichtigen erhaltenen Formular Feld für Feld ab und setzt sich bei möglichen Diskrepanzen mit dem Emittenten in Verbindung, der dann eine Korrekturmeldung veröffentlichen muss. Das Ergebnis ist also ein doppelter Erfassungs- und Prüfungsaufwand und eine Hin- und Her-Konvertierung von Formulardaten in Fließtext und wieder zurück. Gerade wegen der angestiegenen Zahl an Meldungen ist dies mit erheblichem Aufwand verbunden.

Es wäre ein System wünschenswert, bei dem der Meldepflichtige seine Meldung auch elektronisch (auf zu definierendem Weg, ggf. auch als Email-Attachment) in einem Format übermitteln kann (z.B. XML), das von Emittenten oder Dienstleistern unmittelbar in Meldetext konvertiert werden kann. Das würde den Emittenten die Erfassung ersparen und der BaFin die Überprüfung erleichtern, denn sie könnte ja die erhaltene Meldung ebenfalls in Text konvertieren und den so erhaltenen Text (elektronisch) mit dem vom Emittenten veröffentlichten Text abgleichen. Zudem würde vermieden, dass per Fax übermittelte Stimmrechtsmitteilungen nicht den direkten Ansprechpartner erreichen, etwa indem die Faxnummern falsch zugeordnet worden. In der Folge käme es zu einer Verzögerung der Veröffentlichung. Für alle Beteiligten ergäbe sich eine Vereinfachung.

Erforderlich wären dafür:

- Die Definition eines Dateiformats. Technisch muss das möglich sein, sonst könnten die Provider nicht die Generierung von Text aus den entsprechenden Formularinformationen anbieten. Auch für andere zu veröffentlichende Dokumente sind elektronische Formate definiert, z.B. XML für im Bundesanzeiger zu veröffentliche Abschlüsse.

- Die Zulassung (ggf. alternativ) eines elektronischen Meldewegs. § 18 WpAIV fordert derzeit Schriftform oder Fax. Zumindest Textform, also E-Mail, sollte zulässig sein.
- Das System sollte außerdem providerneutral sein.

5 Prospekte, Anleihen

1. Das öffentliche Angebot

In Ermangelung einer klaren Definition des „öffentlichen Angebots“ wird eine inkonsistente Anwendung durch die einzelnen Mitgliedstaaten verursacht.

Dem Begriff des öffentlichen Angebots fehlt es an einer klaren Kontur. Die Praxis hat erhebliche Schwierigkeiten, das öffentliche Angebot von der Privatplatzierung abzugrenzen. Das betrifft im Besonderen die Emission von Unternehmensanleihen. Typischerweise wird vom (Industrie-)Emittenten lediglich ein Kreis von Kreditinstituten angesprochen, die die Anleihen zeichnen und dann weiterhandeln. Ob damit die Öffentlichkeit des Angebots vermieden wurde und/oder der damit antizipierte Ausnahmetatbestand von § 3 Abs. 2 Nr. 1 Wertpapierprospektgesetz (bzw. Art. 3 Abs. 2 a) Prospektrichtlinie) greift, ist unsicher. Denn, sollte einer der Banken die begebenen Anleihen an Privatanleger weiterreichen, wird – auf einer späteren Ebene – eventuell doch ein unbestimmter Personenkreis, der in diesem Fall auch nicht nur aus qualifizierten Anlegern bestünde, angesprochen. Inwiefern der Emittent sich das zurechnen lassen muss, ist unklar.

Diese Probleme zur Auslegung des Begriffs führen dann auch zu unterschiedlichen Auslegungen in den Mitgliedstaaten. In Ermangelung einer klaren Definition des Begriffs wird folglich eine inkonsistente Anwendung durch die einzelnen Mitgliedstaaten verursacht. Es besteht daher dringender Handlungsbedarf, da die Emittenten erhebliche Kosten auf sich nehmen, um sich für jeden der Fälle abzusichern.

2. Abgrenzung von Primär- und Sekundärmarkt

Die parallele Anwendbarkeit von Nachtrags- und ad-hoc-Pflicht führt zu einem inkonsistenten Umgang mit für den Anleger erheblichen Informationen.

Ein mit der schwierigen Auslegung des „öffentlichen Angebots“ korrespondierendes Problem ist, dass die Pflichten des Primär- und Sekundärmarktes (insb. die Transparenzpflichten) kollidieren können. Sollte das Wertpapier bereits gehandelt werden, aber aufgrund eines noch nicht abgeschlossenen öffentlichen Angebots

immer noch eine Prospektspflicht bestehen, gilt beispielsweise die Pflicht zur Erstellung von Nachträgen gemäß § 16 WpPG und der zur Veröffentlichung einer ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG gleichermaßen.

Bei einem Nachtrag kann der Erwerber eines Wertpapiers, innerhalb von zwei Tagen nach Abgabe seiner darauf gerichteten Willenserklärung, diese widerrufen. Im Gegensatz zur ad-hoc-Mitteilung muss der Nachtrag aber gebilligt werden. Das kann bis zu sieben Tage in Anspruch nehmen, während die ad-hoc-Mitteilung unverzüglich zu veröffentlichen ist. D.h., dass Erwerber, die nach einer ad-hoc-Mitteilung kaufen, die damit typischerweise einhergehende Veröffentlichung des Nachtrags abwarten können, um zu entscheiden, ob sie ihre Erwerbserklärung widerrufen wollen. Damit wird die Möglichkeit zur Spekulation geschaffen.

Weitere Inkonsistenz ist, dass der Emittent die Möglichkeit hat, sich von der ad-hoc-Pflicht selbst zu befreien. Hinsichtlich des Nachtrags kann er das aber nicht. Das bedeutet, dass selbst bei berechtigtem Interesse, die Informationen nicht zu veröffentlichen, die Nachtragspflicht diese Möglichkeit konterkariert.

Zwei verschiedene Rechtsgebiete betreffen folglich denselben Sachverhalt, gewähren aber unterschiedliche Umgangsmöglichkeiten. Dieser Inkonsistenz der Regelungssysteme kann nur mit einer klaren Abgrenzung zwischen Primär- und Sekundärmarkt begegnet werden. Die Nachtragspflicht sollte deshalb mit der Handlungsaufnahme der Wertpapiere enden.

3. Unterschiedliche Anforderungen beim EU-Passporting



Gerade das EU-Passporting verlangt einheitliche Anforderungen.

Ein Problem inkonsistenter Anwendung von EU-Recht sind auch die unterschiedlichen zusätzlichen Voraussetzungen die die Aufsichtsbehörden an die Notifizierung von Prospekten beim EU-Passporting stellen. So verlangt die UK Aufsichtsbehörde seit neuestem die Abgabe einer Erklärung, dass nicht gegen die sog. „Russlandsanktionen“ in den EU-Verordnungen 833/2014 und 960/2014 verstoßen wird. Beim Handeln von Wertpapieren ist das aufgrund der vielen Marktteilnehmer schwierig zu überwachen. Unabhängig von der grundsätzlichen Nachvollziehbarkeit der zusätzlichen Anforderung der UK Aufsichtsbehörde, bleibt aber unklar, warum nur diese Behörde das verlangt. Es sollte gerade beim EU-Passporting nur vergleichbare Anforderungen geben.

4. Bevorzugung staatlicher Schuldner



Die Restrukturierung von Schuldverschreibungen von Industrieemittenten wird gegenüber denen des Bundes klar benachteiligt.

Schließlich besteht Änderungsbedarf im Hinblick auf kollektive Restrukturierungsmaßnahmen, wenn eine Mehrzahl von Schuldverschreibungen aussteht. Das SchVG erlaubt bisher nur die gesonderte Umstrukturierung von Anleihen durch Mehrheitsbeschlüsse der Gläubiger der jeweils betroffenen Anleihe (§ 5 Absatz 1 Satz 1). Die praktischen Erfahrungen der Unternehmenssanierung zeigen aber, dass sich häufig die Notwendigkeit ergibt, alle Anleihen des Schuldners aufgrund eines einheitlichen Plans zugleich zu restrukturieren.

Das Bundesschuldenwesengesetz (Gesetz zur Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes vom 13. September 2012, BGBl. I S. 1914, BSchuWG) hält für die Schuldverschreibungen des Bundes – anders als bisher das SchVG – die Möglichkeit zur einheitlichen Beschlussfassung mit anleiheübergreifenden Mehrheitsregeln (sog. Aggregation) bereit. Statt übergreifender Beschlussfassung käme zwar das Abhalten paralleler Abstimmungen oder die Ermächtigung eines gemeinsamen Vertreters zur Koordinierung im Einzelfall (§§ 7 Absatz 2 Satz 3, 8 Absatz 2 Satz 2) in Betracht. Ein Änderungsbeschluss nach § 5 Absatz 3 könnte auch unter die Bedingung gestellt werden, dass auch die Gläubiger der übrigen ausstehenden Anleihen dem Restrukturierungsplan zustimmen.

Es bleibt aber das Problem, dass Gläubiger einer einzelnen Anleihe den Gesamtplan blockieren können. Die Insolvenzordnung begegnet diesem Problem bei der Abstimmung über einen Insolvenzplan mit einem Obstruktionsverbot (§ 245 InsO): Auch wenn die erforderliche Mehrheit für die Zustimmung einer Gläubigergruppe zum Insolvenzplan nicht erreicht wurde, gilt deren Zustimmung als erteilt, wenn die Mehrheit der abstimmenden Gruppen zugestimmt hat und bestimmte materielle Schutzanforderungen erfüllt sind. Zur Erleichterung der Umschuldung auch privater Schuldner ist die Einführung der Aggregationsmöglichkeit in das SchVG geboten.

6 Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz

Es gibt erhebliche Unsicherheiten im Hinblick auf den Anwendungsbereich des Finanztransfergeschäfts in § 1 Abs. 2 Nr. 6 ZAG. Der Wortlaut der Regelung ist sehr weit.



Dass der Tatbestand wörtlich jeden Dienst erfasst, bei dem ein Geldbetrag von einem Zahler an einen Zahlungsempfänger übermittelt wird, kann nicht Intention des Gesetzgebers gewesen sein.

Er umfasst „Dienste, bei denen ohne Einrichtung eines Zahlungskonto auf den Namen eines Zahlers oder eines Zahlungsempfängers ein Geldbetrag des Zahlers ausschließlich zur Übermittlung eines entsprechenden Betrags an den Zahlungsempfänger oder an einen anderen, im Namen des Zahlungsempfängers handelnden Zahlungsdienstleister entgegengenommen wird oder bei dem der Geldbetrag im Namen des Zahlungsempfängers entgegengenommen und diesem verfügbar gemacht wird.“

Der Tatbestand erfasst folglich vom Wortlaut her jeden Dienst, bei dem ein Geldbetrag von einem Zahler an einen Zahlungsempfänger übermittelt wird. Das kann nicht Intention des Gesetzgebers sein, insbesondere soweit derartige Dienste im Rahmen eines anderen (Haupt)Geschäfts erbracht werden und lediglich eine Abwicklungsmodalität darstellen oder bereits anderweitig reguliert sind. Der Wortlaut würde nämlich auch Inkassotätigkeiten erfassen, die im Rechtsdienstleistungsgesetz geregelt sind. Die Beaufsichtigung des Inkassos ist aber eine wesentlich geringere als die der Zahlungsdienste. Die BaFin führt zwar im Merkblatt der BaFin – Hinweise zum Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG) vom 22. Dezember 2011 in Ziffer 2 f) aus, dass Inkassotätigkeiten, mit denen Forderungen im Rahmen einer ausgelagerten Debitorenbuchhaltung oder im Sinne einer Inkassobetreibung eingezo-gen werden sollen, nicht unter das Finanztransfergeschäft fallen. Hier ist allerdings eine gesetzgeberische Klarstellung sowie eine sinnvolle Eingrenzung des Tatbestandes erforderlich, z.B. indem nur dann eine Lizenz erforderlich ist, wenn das Geschäft als Hauttätigkeit betrieben wird, ähnlich der Handelsvertreterausnahme in § 1 Abs. 10 Nr. 2 ZAG.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Telefon + 49 69 92915 - 20
Fax + 49 69 92915 - 12
kuhn@dai.de

Holger Lehnen
Assistent der Geschäftsführung
& Referent Gesellschaftsrecht
Telefon + 49 69 92915 - 27
Fax + 49 69 92915 - 12
lehnen@dai.de

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

