

Assmann
Uwe H. Schneider
Mülbert

Wertpapier- handelsrecht

Kommentar

**Herausragende
Aktualität
Leseprobe
mit Beispielen**

MAR · PRIIP · MiFIR
Leerverkaufs-VO · EMIR
WpHG

8. Auflage
Band I

Digital

Bei juris und
Otto Schmidt
online

ottoschmidt

Anpassung des WpHG namentlich an die Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie der zahlreichen Delegierten Verordnungen zur Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II), geschuldet ist. Die augenfälligste Änderung des WpHG war aber die durch dessen Art. 3 bewirkte Neuordnung und v.a. **Neunummerierung** der Vorschriften des WpHG, die der Verbesserung der Lesbarkeit des Gesetzes dienen sollen.

- 15 Im Einzelnen handelt es sich bei **den Änderungen des WpHG seit der 7. Auflage** um die nachfolgenden Änderungsgesetze. Auf die Auflistung der jeweils geänderten Bestimmungen des WpHG wird dabei verzichtet, da sich entsprechende Hinweise in den Erläuterungen zu den einzelnen Vorschriften des WpHG im Rahmen der jeweiligen Darstellung der Normentwicklung finden. Besonders bedeutsame Änderungsgesetze und Änderungen werden im Anschluss an die nachfolgende Aufstellung näher behandelt:
- (1) Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10.7.2018⁵³;
 - (2) Gesetz zur Anpassung von Finanzmarktgesetzen an die Verordnung (EU) 2017/2402 und an die durch die Verordnung (EU) 2017/2401 geänderte Verordnung (EU) Nr. 575/2013 vom 18.12.2018⁵⁴;
 - (3) Gesetz zur Anpassung der Rechtsgrundlagen für die Fortentwicklung des Europäischen Emissionshandels vom 18.1.2019⁵⁵;
 - (4) Brexit-Steuerbegleitgesetz vom 25.3.2019⁵⁶;
 - (5) Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen vom 8.7.2019⁵⁷;
 - (6) Zweites Gesetz zur Anpassung des Datenschutzrechts an die Verordnung (EU) 2016/679 und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 216/680 vom 20.11.2019⁵⁸;
 - (7) Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie vom 12.12.2019 (ARUG II)⁵⁹;
 - (8) Gesetz zur Einführung von Sondervorschriften für die Sanierung und Abwicklung von zentralen Gegenparteien und zur Anpassung des Wertpapierhandelsgesetzes an die Unterrichts- und Nachweispflichten nach den Artikeln 4a und 10 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 19.3.2020⁶⁰;
 - (9) Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz (WStFG) vom 27.3.2020⁶¹;
 - (10) Gesetz zur weiteren Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie im Hinblick auf ein einheitliches elektronisches Format für Jahresfinanzberichte vom 12.8.2020⁶²;
 - (11) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinien (EU) 2019/878 und (EU) 2019/879 zur Reduzierung von Risiken und zur Stärkung der Proportionalität im Bankensektor (Risikoreduzierungsgesetz – RiG) vom 9.12.2020⁶³;
 - (12) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2019/2034 über die Beaufsichtigung von Wertpapierinstituten vom 12.5.2021⁶⁴;
 - (13) Gesetz zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2019/1160 zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Vertrieb von Organismen für gemeinsame Anlagen (Fondsstandortgesetz – FoStoG) vom 3.6.2021⁶⁵;
 - (14) Gesetz zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021⁶⁶;

53 BGBl. I 2018, 1102. Zu diesem Gesetz schon „last minute“ in 7. Aufl. Einl. Rz. 44.

54 BGBl. I 2018, 2626.

55 BGBl. I 2019, 37.

56 BGBl. I 2019, 357.

57 BGBl. I 2019, 1002.

58 BGBl. I 2019, 1626.

59 BGBl. I 2019, 2637.

60 BGBl. I 2020, 529.

61 BGBl. I 2020, 543.

62 BGBl. I 2020, 1874.

63 BGBl. I 2020, 2773.

64 BGBl. I 2021, 990.

65 BGBl. I 2021, 1498.

66 BGBl. I 2021, 1568. Die Änderungen des WpHG durch Art. 1 dieses Gesetzes sind nach dessen Art. 30 Abs. 4 am 28.11.2021 in Kraft getreten, die weiteren Änderungen des WpHG nach dessen Art. 2 und 3 gem. dessen Art. 30 Abs. 7 am 1.1.2022 und diejenigen nach dessen Art. 4 gem. dessen Art. 30 Abs. 3 an dem Tag, an dem die Verordnung (EU) 2020/1503 nach ihrem Art. 51 Unterabs. 2 erstmalig gilt, d.h. am 10.11.2021.

- (15) Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität (Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz – FISG) vom 3.6.2021⁶⁷;
- (16) Gesetz zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021⁶⁸;
- (17) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2018/1972 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.12.2018 über den europäischen Kodex für die elektronische Kommunikation (Neufassung) und zur Modernisierung des Telekommunikationsrechts (Telekommunikationsmodernisierungsgesetz) vom 23.6.2021⁶⁹;
- (18) Gesetz zur weiteren Stärkung des Anlegerschutzes vom 9.7.2021⁷⁰;
- (19) Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG) vom 5.7.2021⁷¹;
- (20) Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts (Personengesellschaftsmodernisierungsgesetz – MoPeG) vom 10.8.2021⁷² mit Wirkung vom 1.1.2024;
- (21) Erstes Gesetz zur effektiveren Durchsetzung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz I) vom 23.5.2022⁷³.

Unter den vorstehend angeführten neuen Gesetzen, die eine Änderung des WpHG mit sich brachten, kommt den nachfolgenden Gesetzen **besondere Bedeutung** zu:

Obschon das **Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen** vom 8.7.2019⁷⁴ in erster Linie der Anpassung vor allem des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) an die EU-Prospektverordnung (VO 2017/1129)⁷⁵ diente, hat diese doch auch zahlreiche Folgeänderungen für das WpHG mit sich gebracht. Sie beruhen auf dem Umstand, dass die Änderungen des WpPG weitgehend Maßnahmen zum Gegenstand hatten, die die in den Mitgliedstaaten unmittelbare anwendbare EU-Prospektverordnung den Mitgliedstaaten überlässt, und dies eine Anpassung der administrativen Aufgaben, Befugnisse und Sanktionsmöglichkeiten der BaFin als der nach der EU-Prospektverordnung zuständigen Verwaltungsbehörde erforderlich machte. Ergänzend zu den Befugnissen der BaFin nach dem WpPG wurden einige Befugnisse zur Wahrung ihrer Aufgaben nach der EU-Prospektverordnung, insbesondere solche im Zusammenhang mit Handelseinschränkungen und -aussetzungen, wegen der Sachnähe zu den Regelungsmaterien des WpHG in diesem verankert⁷⁶.

Die Änderungen des WpHG zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503⁷⁷ und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504⁷⁸ zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern durch das **Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz** vom 3.6.2021⁷⁹ sind, obwohl sie lediglich gesetzliche Anpassungen an und Ausführungsbestimmungen zu der unmittelbar geltenden Verordnung (EU) 2020/1503 enthalten, umfangreich und stellen den wesentlichen Teil der gesetzlichen Änderungen nationalen Rechts zur Implementierung der Vorgaben der Verordnung dar. Die Verordnung selbst hat die Schwarmfinanzierung als eine al-

67 BGBl. I 2021, 1534. Die Änderungen des WpHG durch Art. 1 dieses Gesetzes sind gem. dessen Art. 27 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. 1 teils am 1.7.2021, teils am 1.1.2022 in Kraft getreten.

68 BGBl. I 2021, 1568.

69 BGBl. I 2021 1858.

70 BGBl. I 2021, 2570.

71 BGBl. I 2021, 3338.

72 BGBl. I 2021, 3436.

73 BGBl. I 2022, 754.

74 BGBl. I 2019, 1002.

75 Verordnung (EU) 2017/1129 vom 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handeln an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. EU Nr. L 168/12 v. 30.6.2017, S. 12. Die Verordnung ist gem. ihrem Art. 49 Abs. 1 bzw. 2 am 20.7.2017 in Kraft getreten und gilt seit dem 21.7.2019.

76 RegE Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen BT-Drucks. 19/8005 v. 25.2.2019, 1, 36.

77 Verordnung (EU) 2020/1503 vom 7.10.2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937, ABl. EU Nr. L 347 v. 20.10.2020, S. 1.

78 Richtlinie (EU) 2020/1504 vom 7.10.2020 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente. ABl. EU Nr. L 347 v. 20.10.2020, S. 50.

79 BGBl. I 2021, 1568. Die Änderungen des WpHG durch Art. 1 dieses Gesetzes sind nach dessen Art. 30 Abs. 4 am 28.11.2021 in Kraft getreten, die weiteren Änderungen des WpHG nach dessen Art. 2 und 3 gem. dessen Art. 30 Abs. 7 am 1.1.2022 und diejenigen nach dessen Art. 4 gem. dessen Art. 30 Abs. 3 an dem Tag, an dem die Verordnung (EU) 2020/1503 nach ihrem Art. 51 Unterabs. 2 erstmalig gilt, d.h. am 10.11.2021.

ternative Form der Finanzierung zum Gegenstand, „bei der eine Vielzahl von Investoren Kapital für einzelne Projekte, die jeweils über eine Plattform oder ein Onlineportal angeboten werden, investiert“ und führt europaweit geltende Regelungen für Schwarmfinanzierungsdienstleister ein⁸⁰.

- 18 Vor allem die Vorkommnisse um das Zahlungsabwicklungs- und Finanzdienstleistungsunternehmen *Wirecard* gaben Anlass, die Bilanzkontrolle zu stärken, die bereits intensive Regulierung der Abschlussprüfung zu verschärfen, die Strukturen der Finanzaufsicht neu zu ordnen und die Befugnisse der BaFin bei der Prüfung von Auslagerungen durch Finanzdienstleistungsunternehmen zu erweitern. Die diesbezüglich „vordringlichen“ und durch das **Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz** vom 3.6.2021⁸¹ eingeleiteten Maßnahmen umfassen vor allem das Bilanzkontrollverfahren. Dessen bisher zweistufiger Aufbau sei, wie der Fall *Wirecard* mit seinem „mutmaßlichen System betrügerischer Strukturen mit internationalen Dimensionen“ und der Bilanzkontrolle auf „rein privatrechtlicher Ebene auf der ersten Stufe“ zeige, „an seine Grenzen gestoßen“ und verlange nach einer grundlegenden Reform des bisher zweistufigen, auf Mitwirkung der geprüften Unternehmen ausgerichteten Bilanzkontrollverfahrens „zugunsten eines stärker staatlich-hoheitlich geprägten Verfahrens“⁸². Das neue Bilanzkontrollverfahren ist – durch entsprechende Änderungen und Ergänzungen des WpHG in Abschnitt 16 Unterabschnitt 1 („Überwachung von Unternehmensabschlüssen“, §§ 107 ff. WpHG) – nunmehr vollständig im WpHG geregelt, während die Maßnahmen zur Stärkung der Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer durch komplementäre Änderungen des HGB herbeigeführt werden.
- 19 Das am 1.8.2022 in Kraft getretene **Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie** (DiRUG) vom 5.7.2021⁸³ dient der Umsetzung europäischer Vorgaben zur Neuregelung einer europaweiten Vereinfachung der Online-Gründung von Kapitalgesellschaften, der Errichtung von Zweigniederlassungen sowie der Offenlegung von Registerinformationen⁸⁴. Die in Art. 14 DiRUG aufgeführten Änderungen des WpHG – namentlich von §§ 5, 107, 109 und §§ 114–116 WpHG⁸⁵ – regeln die von verschiedenen Bestimmungen des WpHG verlangte Offenlegung von Informationen und Unterlagen durch Einstellung in das Unternehmensregister nach § 8b HGB im Wege der Übermittlung derselben an die das Unternehmensregister führende Stelle. Diese Offenlegungsform tritt an die Stelle der Veröffentlichung im Bundesanzeiger.

II. Direkt geltende EU-Verordnungen als Gegenstand des Kommentars

- 20 Das europäisch-mitgliedstaatliche Finanz- und Kapitalmarktrecht wird, wie schon in Rz. 7 ff. ausgeführt, mehr und mehr **durch Verordnungsrecht der EU geprägt**, das in den Mitgliedstaaten unmittelbar gilt und nicht erst der Umsetzung in mitgliedstaatliches Recht bedarf. Die folgende Kommentierung beschränkt sich daher nicht auf das WpHG. Sie bezieht vielmehr eine Reihe von europäischen Verordnungen mit ein. Solche Rechtsakte finden sich nicht nur auf Level 1 der Rechtsetzung in der EU, sondern auch auf deren Level 2 und 3, und sie dienen auf Letzteren nicht nur der Konkretisierung bzw. Durchführung der Verordnungen der EU des ersten Levels, sondern auch derjenigen von Richtlinien, wie das Beispiel der Richtlinie 2014/65/EU vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) zeigt, deren technischen Einzelheiten zu ihren Vorgaben auch in einer Vielzahl von Europäischen Delegierten Verordnungen bestimmt werden (Rz. 14). Und wie ebenfalls bereits erwähnt (Rz. 7 und Rz. 13) wurde, haben Verordnungen der EU ganze der früher im WpHG geregelten Regelungsfelder in Verordnungsrecht überführt. Dementsprechend setzt dieser Kommentar die Erläuterungen zum WpHG und den auf dessen Grundlage erlassenen Rechtsverordnungen in Gestalt von Erläuterungen zum einschlägigen EU-Verordnungsrecht fort. Die hierfür maßgeblichen Verordnungen auf Level 1 sind in § 1 Abs. 1 Nr. 8 lit. b bis k WpHG aufgeführt.
- 21 Die im Hinblick auf die Regelung zuvor im WpHG enthaltener Bereiche bedeutendste unter den auf Level 1 ergangenen Verordnungen ist die **Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung)** (Rz. 7). Abgeleitet von der englischen Kurzbezeichnung der Verordnung als „market abuse regulation“ wird diese verbreitet auch **MAR** genannt und ihre Vorschriften entsprechend als solche der MAR zitiert. Sie tritt an die Stelle der Richtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)⁸⁶, die ihrerseits die Richtlinie 89/592/EWG des Rates

80 RegE Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz, RegE BT-Drucks. 19/27410, 1, 40 f.

81 BGBl. I 2021, 1534.

82 RegE Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz BT-Drucks. 12/26966 v. 24.2.2021, 1, 55.

83 BGBl. I 2021, 3338.

84 BT-Drucks. 19/28177 v. 31.3.2021, 1, 62 ff.

85 S. BT-Drucks. 19/28177 v. 31.3.2021, 1, 155 f.

86 ABl. EU Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16.

kooperiert die EZB mit den nationalen Aufsichtsbehörden, die Teil des SSM sind. Der EBA verbleibt die Aufgabe, technische Standards, Leitlinien und Empfehlungen auszuarbeiten, um die aufsichtsrechtliche Konvergenz und die Kohärenz der Aufsichtsergebnisse innerhalb der Union sicherzustellen.

Um ein reibungsloses **Funktionieren des Europäischen Finanzaufsichtssystems** zu gewährleisten, waren Änderungen der Rechtsakte der Union im Tätigkeitsbereich der drei neuen europäischen Aufsichtsbehörden notwendig. Sie betrafen die Festlegung des Umfangs bestimmter Befugnisse der Behörden, die Integration bestimmter Befugnisse, die durch bestehende Rechtsakte der Union festgelegt sind, sowie Änderungen, die eine reibungslose und wirksame Funktionsweise der Behörden im Rahmen des Europäischen Finanzaufsichtssystems ermöglichen sollen. In die Wege geleitet wurde dies durch Richtlinie 2010/78/EU vom 24.11.2010¹⁴³. Die Richtlinie wurde durch das Gesetz vom 4.12.2011 zur Umsetzung der Richtlinie 2010/78/EU vom 24.11.2010 im Hinblick auf die Errichtung des Europäischen Finanzaufsichtssystems in deutsches Recht umgesetzt¹⁴⁴.

Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS)¹⁴⁵ soll die **Qualität und Kohärenz der nationalen Aufsicht verbessern** und es damit nicht mehr dem Zufall überlassen, ob die nationalen Aufsichtsbehörden bei Aufsichtsentscheidungen für grenzübergreifend tätige Finanzmarktteilnehmer effektiv zusammenarbeiten und zur bestmöglichen Lösung gelangen. Ziel der Maßnahmen ist der Aufbau eines integrierten Netzes nationaler Aufsichtsbehörden und der Aufsichtsbehörden der Union, in dem **die laufende Beaufsichtigung auf nationaler Ebene verbleibt**, aber eine kohärente Anwendung und Weiterentwicklung der europäischen Aufsichtsregeln gewährleistet wird. Nur in wenigen Fällen übernehmen die neuen europäischen Aufsichtsbehörden direkte Aufsichtsfunktionen, wie etwa die ESMA in Gestalt von Aufsichtsbefugnissen über Ratingagenturen¹⁴⁶. Die Errichtung und die Festlegung der Aufgaben der **ESMA als Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde** einschließlich ihrer Stellung im Europäischen System der Finanzaufsicht (ESFS) ist Gegenstand der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 vom 24.11.2010¹⁴⁷.

V. Jüngste Änderungen und Ausblick

Art. 14 des **Gesetzes zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG)** vom 5.7.2021¹⁴⁸ enthält eine Reihe von (Folge-)Änderungen des WpHG. Diese sind nach Art. 31 Abs. 1 DiRUG am 1.8.2022 in Kraft getreten. Das **Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrecht** (Personengesellschaftsrechtsmodernisierungsgesetz – **MoPeG**) vom 10.8.2021¹⁴⁹ sieht in seinem Art. 56 lediglich eine redaktionelle Anpassung des § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG vor, doch tritt diese nach Art. 137 MoPeG erst später – zum 1.1.2024 – in Kraft.

„Als Reaktion auf den völkerrechtswidrigen Angriff der Russischen Föderation gegenüber der Ukraine hat die EU verschiedene Sanktionspakete verabschiedet“¹⁵⁰, die in (in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltenden) Verordnungen niedergelegt sind. „Für den wirkungsstarken operativen Vollzug der Sanktionen“ wird aber „für die jeweiligen Sanktionsbereiche die Expertise verschiedener Behörden und Stellen auf Bundes- und Länderebene und deren Zusammenarbeit“ als erforderlich angesehen. Das soll durch den Erlass des

143 Richtlinie 2010/78/EU vom 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2009/65/EG im Hinblick auf die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) und der Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), ABL EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 120.

144 BGBl. I 2011, 2427.

145 Zu den Auswirkungen der Reform der europäischen Finanzaufsichtsstruktur auf die Aufsicht im Banken- und Kapitalmarktbereich *Achtelik/Mohn*, WM 2019, 2339.

146 § 29 WpHG Rz. 11, 13 und 14. Zu den Aufgaben der ESMA und zu den Befugnissen der Behörde bei der Durchsetzung derselben ist auf Art. 8 Abs. 1 bzw. Abs. 2 VO Nr. 1095/2010 vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABL EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 84, 95 f., zu verweisen.

147 Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABL EU Nr. L 331 v. 15.12.2010, S. 84.

148 BGBl. I 2021, 3338.

149 BGBl. I 2021, 3436.

150 Dieses Zitat und das nachfolgende sind entnommen dem Entwurf eines ersten Gesetzes zur effektiveren Durchsetzung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz I), BT-Drucks. 20/1740 v. 10.5.2022, 1.

Topaktuell!



Sanktionendurchsetzungsgesetzes I vom 23.5.2022¹⁵¹ bewerkstelligt werden, dessen Schwerpunkt in Änderungen (nahezu durchweg in Gestalt von Ergänzungen) des Außenwirtschaftsgesetzes und des Geldwäschegesetzes, aber auch solchen des Kreditwesengesetzes, des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes und nicht zuletzt des WpHG besteht. Letzterem wird durch Art. 4 des Sanktionsdurchsetzungsgesetzes I ein neuer § 14a WpHG hinzugefügt: Dieser soll „der Sicherstellung einer unmittelbaren und kohärenten Umsetzung von Handelsverboten in Finanzinstrumenten [dienen], die von zuständigen Stellen der Europäischen Union oder Einrichtungen eines Mitgliedstaates der Europäischen Union hinsichtlich einzelner oder mehrerer Finanzinstrumente erlassen werden“¹⁵². Das wiederum soll sicherstellen, „dass ein Handelsverbot an sämtlichen Märkten in Deutschland, an denen vom Handelsverbot erfasste Finanzinstrumente gehandelt werden, zur selben Zeit und in derselben Weise umgesetzt wird“. Zuständige Stellen i.S.d. § 14a WpHG „sind sämtliche Organe, Einrichtungen, Agenturen oder sonstige Stellen der Europäischen Union, soweit deren Zuständigkeit betroffen ist“. Vor allem gibt die neue Vorschrift der BaFin „die Möglichkeit, sämtliche für die Umsetzung von Handelsverboten erforderliche Maßnahmen zu treffen“, darunter „insbesondere die Anordnung von Handelsaussetzungen an einzelnen oder mehreren Märkten, aber auch vorbereitende Maßnahmen wie die Einholung von Informationen“.

49 Das Sanktionsdurchsetzungsgesetz I vom 23.5.2022 (Rz. 48) wurde alsbald durch das **Sanktionsdurchsetzungsgesetz II** vom 19.12.2022¹⁵³ komplementiert. Nachdem mit Ersterem „bereits kurzfristig umsetzbare Maßnahmen zur Verbesserung der Sanktionsdurchsetzung realisiert“ wurden, sollen mit dem Letzteren „strukturelle Verbesserungen bei der Sanktionsdurchsetzung und bei der Bekämpfung von Geldwäsche in Deutschland auf den Weg gebracht werden“¹⁵⁴. Das wird vor allem deshalb als erforderlich angesehen, weil für „den wirkungsstarken operativen Vollzug [von] Sanktionen ... die Expertise verschiedener Behörden und Stellen auf Bundes- und Länderebene und deren Zusammenarbeit erforderlich“ ist¹⁵⁵. Um den hierfür erforderlichen Rechtsrahmen zu schaffen, ist mit Art. 1 des Sanktionsdurchsetzungsgesetzes II das Gesetz zur Durchführung von wirtschaftlichen Sanktionsmaßnahmen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz – SanktDG) eingeführt worden. Dieses weist in § 1 SanktDG der – ergänzend neben die bislang im Bereich der Sanktionsumsetzung und -durchsetzung zuständigen Behörden tretenden – neu geschaffenen Zentralstelle für Sanktionsdurchsetzung die Aufgabe zu, „die Durchführung der vom Rat der Europäischen Union im Bereich der Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik beschlossenen wirtschaftlichen Sanktionsmaßnahmen im Inland zu gewährleisten und mit ausländischen Behörden bei der Durchführung dieser Sanktionsmaßnahmen zusammenzuarbeiten“. Für das Wertpapierhandelsgesetz hat das Sanktionsdurchsetzungsgesetz II indes nur eine Ergänzung gebracht: Im neuen **§ 2a WpHG** wird definiert, wann eine natürliche oder juristische Person oder eine Personengesellschaft aufsichtsrechtlich für die BaFin oder für die Beurteilung von Personen durch beaufschlagte Unternehmen (etwa Wertpapierdienstleistungsunternehmen) als „unzuverlässig“ gilt¹⁵⁶.

50 Um eine einheitliche und qualitativ hochwertige Finanzaufsicht herbeizuführen, sollte die **Aufsicht über die freien Finanzanlagevermittler schrittweise auf die BaFin übertragen** werden. Dazu wurde der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Übertragung der Aufsicht über Finanzanlagenvermittler und Honorar-Finanzanlagenberater auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit Bearbeitungsstand vom April 2020 vorgelegt¹⁵⁷. Gegen das mit diesem Gesetzentwurf angestrebte Vorhaben sind aus verschiedenen Gründen Einwände erhoben worden, nicht zuletzt vom Nationalen Normenkontrollrat, der – in der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 6.7.2011 – das Ziel und vor allem die Notwendigkeit der Übertragung der Aufsicht auf die BaFin als nicht ausreichend nachvollziehbar und verständlich dargestellt kritisierte. Auch der Bundesrat rügte in seiner Stellungnahme zum Gesetzentwurf, es sei „unklar, wie die Vereinheitlichung der Aufsicht über Finanzanlagenvermittler bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) finanziell und organisatorisch tatsächlich umgesetzt werden solle“¹⁵⁸. Die FDP-Fraktion verlangte, die Bundesregierung solle auf geplante Zentralisierung der Aufsicht über Finanz-

151 Erstes Gesetz zur effektiveren Durchführung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz I) vom 23.5.2022, BGBl. I 2022, 754.

152 Dieses Zitat und die folgenden Zitate sind entnommen dem Entwurf eines ersten Gesetzes zur effektiveren Durchführung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz I), BT-Drucks. 20/1740 v. 10.5.2022, 1, 23.

153 Zweites Gesetz zur effektiveren Durchführung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz II) vom 19.12.2022, BGBl. I 2022, 2606.

154 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz II, BT-Drucks. 20/4534 v. 21.11.2022, 1.

155 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz II, BT-Drucks. 20/4534 v. 21.11.2022, 1.

156 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz II, BT-Drucks. 20/4534 v. 21.11.2022, 1, 7 („Der Text des Gesetzentwurfs und der Begründung ist gleichlautend mit der Bundestagsdrucksache 20/4326“) unter Verweis auf BT-Drucks. 20/4326 v. 8.11.2022, 1, dort 80 (zum seinerzeitigen Art. 9 Nr. 2).

157 BT-Drucks. 19/18794 v. 27.4.2020, 1.

158 BT-Drucks 19/19364 v. 20.6.2020, 1.

anlagenvermittler bei der BaFin verzichten, den Gesetzentwurf zurückziehen und stattdessen einen Entwurf erarbeiten, der die Zuständigkeit für die Erlaubniserteilung vollständig auf die Industrie- und Handelskammern übertrage¹⁵⁹. Mit dem Ende der Wahlperiode, in der der Regierungsentwurf eingebracht wurde, ohne verabschiedet worden zu sein, ist das Vorhaben gescheitert.

Am 7.12.2022 hat die Europäische Kommission den **Vorschlag des sog. Listing Act** – d.h. einer Verordnung u.a. zur Änderung der EU-Prospektverordnung (VO2017/1129), der EU-Marktmissbrauchsverordnung (VO Nr. 596/2014) und der MiFIR (VO Nr. 600/2014)¹⁶⁰ – nebst Anhängen¹⁶¹ vorgelegt. Grundlage dieser Initiative ist die Annahme, Börsengänge seien für EU-Unternehmen, insbesondere für KMU [kleine und mittlere Unternehmen], aufwendig und teuer“. Die Folge sei, dass EU-Unternehmen vor einer Kapitalmarktfinanzierung zurückschrecken und sich die Vorteile entgehen ließen, die ein Börsengang mit sich bringe, bspw. „eine breitere Investorenbasis, ein höheres Wachstum und die Entstehung von Arbeitsplätzen“. Die Gesetzesinitiative strebt an, die Vorschriften über die Börsenzulassung und die Zulassungsfolgepflichten zu vereinfachen, um die öffentlichen Kapitalmärkte für EU-Unternehmen attraktiver zu machen und KMU den Kapitalzugang zu erleichtern¹⁶². Dazu sind (in Art. 1 des Verordnungsvorschlags) nicht nur Änderungen der EU-Prospektverordnung zur Erleichterung der Prospekterstellung vorgesehen, sondern (in Art. 2 des Verordnungsvorschlags) auch solche der Marktmissbrauchsverordnung, insbesondere im Hinblick auf den Anwendungsbereich des Insiderhandelsrechts nach Art. 7–11, 14 VO Nr. 596/2014 bestimmenden Insiderbegriff nach Art. 7 VO Nr. 596/2014, die Marktsondierung nach Art. 11 VO Nr. 596/2014 als Sonderregelung zum Offenlegungsverbot nach Art. 10 VO Nr. 596/2014, die Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 VO Nr. 596/2014, die Führung von Insiderlisten nach Art. 18 VO Nr. 596/2014 und die Meldung der Eigeneschäfte von Führungskräften nach Art. 19 VO Nr. 596/2014. Auf die zu erwartenden Änderungen der VO Nr. 596/2014 wird im Zusammenhang mit den betroffenen Vorschriften derselben hingewiesen. Ergänzend zum „Listing Act“ sieht die Bundesregierung mit dem am 29.6.2022 in seinen Eckpunkten vorgestellten sog. **Zukunftsfinanzierungsgesetz** Maßnahmen zur Modernisierung des Kapitalmarkts und zur Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für Unternehmen, insbesondere Start-ups, Wachstumsunternehmen und KMU, vor¹⁶³.

51

Sogar der Listing Act wurde an Ort und Stelle eingefügt!

159 Antrag der Fraktion der FDP, BT-Drucks. 19/18861 v. 29.4.2020.

160 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises, Brussels, 7.12.2022, COM(2022) 762 final, 2022/0411 (COD), abrufbar unter https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF. Dieser Vorschlag geht einher mit dem Vorschlag vom 7.12.2022 zur Änderung der MiFID II-Richtlinie (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises and repealing Directive 2001/34/EC, COM/2022/760 final, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0760>) und dem Richtlinienvorschlag vom 7.12.2022 über Mehrstimmrechtsaktien (Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market, COM/2022/761 final).

161 Annexes to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises, COM(2022) 762 final, abrufbar unter https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_2&format=PDF.

162 *Europäische Kommission*, Rechtsakt zur Börsennotierung – Attraktivere öffentliche Kapitalmärkte für EU-Unternehmen und leichter Kapitalzugang für KMU, abrufbar über die Website https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Rechtsakt-zur-Borsennotierung-Attraktivere-offentliche-Kapitalmarkte-fur-EU-Unternehmen-und-leichter-Kapitalzugang-fur-KMU_de.

163 *BMF*, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz, abrufbar über die Website des BMF <https://www.bundesfinanzministerium.de> unter Eingabe Stichworte „Eckpunkte Zukunftsfinanzierungsgesetz“.

Do Short Sellers Know?, *Review of Finance* 24 (2020), 1203; *Bourauoui/Mehanaoui/Bahli*, Stock Spams: Another Kind of Stock Price Manipulation, *Journal of Applied Business Research* 29 (2013), 79; *Chakraborty/Yilmaz*, Informed manipulation, *Journal of Economic Theory* 114 (2004), 132; *Chakraborty/Yilmaz*, Manipulation in Market Order Models, *Journal of Financial Markets* 7 (2014), 187; *Chatterjea/Jarrow*, Market manipulation, price bubbles, and a model of the US Treasury securities auction market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33 (1998), 255; *Cherian/Jarrow*, Market manipulation, *Handbooks in Operations Research and Management Science* 9 (1995), 611; *Comerton-Forde/Putnins*, Measuring closing price manipulation, *Journal of Financial Intermediation* 20 (2011), 135; *Comerton-Forde/Rydge*, Call auction algorithm design and market manipulation, *Journal of Multinational Financial Management* 16 (2006), 184; *Cumming/Johan*, Global Market Surveillance, *American Law and Economics Review* 10 (2008), 454; *Daske/Bassemir/Fischer*, Manipulation des Börsenkurses durch gezielte Informationspolitik im Rahmen von Squeeze-Outs? – Eine empirische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt, *ZfB* 62 (2010), 254; *Dow/Gorton*, Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection?, *Journal of Finance* 52 (1997), 1087; *Dow/Rahi*, Informed trading, investment and economic welfare, *Journal of Business* 76 (2003), 430; *Easterbrook*, Monopoly, manipulation and the regulation Business, *Journal of Business* 69 (1986), 103; *Egginton/Van Ness/Van Ness*, Quote Stuffing, *Financial Management* 2016, 583; *Fischel/Ross*, Should the Law Prohibit ‚Manipulation‘ in Financial Markets?, *Harvard Law Review* 105 (1991), 503; *Gerard/Nanda*, Trading and Manipulation Around Seasoned Equity Offerings, *Journal of Finance* 48 (1993), 213; *Gerke/Oerke*, Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlung, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft-Ergänzungsheft* 2/1998, 1; *Giannetti/Wang*, Corporate Scandals and Household Stock Market Participation, *Journal of Finance* 71 (2016), 2591; *Gomolka*, Algorithmic Trading, 2011; *Goldstein/Guembel*, Manipulation and the allocational role of prices, *The Review of Economic Studies* 75 (2008), 133; *Golmohammadi/Zaiane/Diaz*, Detecting stock market manipulation using supervised learning algorithms, *Data Science and Advanced Analytics* 2014; *Hanson/Opreal/Porter*, Information aggregation and manipulation in an experimental market, *Journal of Economic Behavior & Organization* 60 (2006), 449; *von Hayek*, The Use of Knowledge in Society, *American Economic Review* 35 (1945), 519; *Hillion/Suominen*, The manipulation of closing prices, *Journal of Financial Markets* 7 (2004), 351; *Hirshleifer/Subrahmanyam/Titman*, Feedback and the Success of Irrational Investors, *Journal of Financial Economics* 81 (2006), 311; *Jarrow*, Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (1992), 311; *Jarrow/Li*, Media Trading Groups and Short Selling Manipulation – Are Media Groups Efficiency Enhancing or Reducing?, SSRN Working Paper April 2021, abrufbar unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3804130; *Jiang/Mahoney/Mei*, Market manipulation: A comprehensive study of stock pools, *Journal of Financial Economics* 77 (2005), 147; *Kose/Narayanan*, Market manipulation and the role of insider trading regulations, *The Journal of Business* 70 (1997), 217; *Khanna/Sonti*, Value Creating Stock Manipulation: Feedback Effect of Stock Prices on Firm Value, *Journal of Financial Markets* 7 (2004), 237; *Kyle*, Continuous Auctions and Insider Trading, *Econometrica* 53 (1985), 1315; *Kyle/Viswanathan*, How to Define Illegal Price Manipulation, *American Economic Reviews, Papers & Proceedings* 98 (2008), 274; *Leland*, Insider Trading: Should it be Prohibited?, *Journal of Political Economy* 100 (1992), 859; *Leuz/Meyer/Muhn/Soltes/Hackethal*, Who Falls Prey to the Wolf of Wall Street? Investor Participation in Market Manipulation, NBER Working Paper 2017; *Lewis*, Flash Boys (A Wall Street Revolt), 2014; *Ni/Pearson/Poteshman*, Stock price clustering on option expiration dates, *Journal of Financial Economics* 78 (2005), 49; *Poser*, Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions, *Miami Law Review* 40 (1986), 671; *Pirrong*, The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation, *Journal of Law and Economics* 38 (1995), 141; *Putnins*, Market Manipulation: A Survey, *Journal of Economic Surveys* 26 (2012), 952; *Rose*, The Flash Crash Of May 2010: Accident Or Market Manipulation?, *Journal of Business & Economics Research* 9 (2011), 85; *Sapienza* in *Evanoff/Hartmann/Kaufmann* (eds.), *The First Credit Market Turmoil of the 21st Century*, 2009, S. 29; *Sherwin*, The Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Lessons from the SEC’s Stalled Mutual Fund Reform Effort, *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 12 (2006), 1; *Stevens/Zhang*, Robo-Regulator: Algorithmic Detection of Market Manipulation, *Harvard Discussion Paper No. 70*, 2017; *Subrahmanyam/Titman*, The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets, *Journal of Finance* 54 (1999), 1045; *Subrahmanyam/Titman*, Feedback from Stock Prices to Cash Flows, *Journal of Finance* 56 (2001), 2389; *van Bommel*, Rumors, *Journal of Finance* 58 (2003), 1499; *Vila*, Simple Games of Market Manipulation, *Economics Letters* 29 (1989), 21; *Vitale*, Speculative Noise Trading and Manipulation in the Foreign Exchange Market, *Journal of International Money and Finance* 19 (2003), 689.

Ein guter Überblick über die Geschichte der Marktmanipulation!

I. Entstehungsgeschichte	1	d) Einbindung Privater durch Melde- und Überwachungspflichten (Art. 16 VO Nr. 596/2014)	33
1. Einzelstaatliche Regelungsregime	1	e) Regelungen zur Rechtsdurchsetzung und Sanktionierung	36
2. Mindestharmonisierung durch die MAD I	8	2. Vorgaben zur strafrechtlichen Ahndung auf Richtlinienebene (Level 1)	38
3. (Weitgehende) Vollharmonisierung durch die MAR und Mindestharmonisierung durch die CRIM-MAD	16	3. Tertiärrechtsakte (Level 2)	40
II. Regelungssystematik des europäischen Marktmanipulationsregimes	21	a) (Unabhängige) delegierte Rechtsakte	41
1. Verordnungsebene (Level 1)	22	b) Technische Regulierungsstandards (RTS) ..	42
a) Definition der Marktmanipulation (Art. 12 und Anhang I VO Nr. 596/2014) ..	23	4. Leitlinien und Empfehlungen der ESMA (Level 3) und sonstige aufsichtsbehördliche Verlautbarungen	43
b) Verbot der Marktmanipulation (Art. 15 VO Nr. 596/2014)	26	III. Methodenfragen	45
c) Ausnahmetatbestände (Art. 5, 6, 13 und 21 VO Nr. 596/2014)	28	1. Schwindender Einfluss der mitgliedstaatlichen Methodik und des mitgliedstaatlichen Rechts ..	45

2. Marktmanipulationsverbot als aufsichtsrechtliche Vorgabe	50	b) „Handelsgestützte“ Manipulationen durch fiktive und effektive Geschäfte	61
3. Abkehr von der strafrechtsdogmatischen Betrachtung	52	c) „Handlungsgestützte“ Manipulationen	66
4. Verbleibende Verfassungsrechtsfragen	54	d) Weitere Systematisierungsvorschläge	67
IV. Ökonomischer Hintergrund	56	2. Ökonomische Analyse der Marktmanipulation und ihrer Überwachung	68
1. Systematisierung der Marktmanipulationen	56	V. Rechtspraxis und Rechtstatsächliches	71
a) „Informationsgestützte“ Manipulationen	57		

I. Entstehungsgeschichte

1. Einzelstaatliche Regelungsregime

Die Geschichte der Marktmanipulation ebenso wie die ihrer Regulierung reicht weit zurück und begann zunächst auf den Gütermärkten. Im Römischen Reich wurde bereits 483 v. Chr. per Dekret versucht, Manipulationen auf Gütermärkten zu verbieten¹. Die Ursprünge der Marktmanipulationsregulierung auf Finanzmärkten werden mit dem Fall *The King v. De Berenger*² zumeist auf das Jahr 1814 in Großbritannien datiert³. Die in diesem Fall letztlich Verurteilten hatten durch falsche Gerüchte über den Tod Napoleons einen Kursanstieg britischer Staatsanleihen herbeigeführt und in der Folge durch den Verkauf ihrer Papiere entsprechende Profite erzielt⁴. Ein englisches Gericht beurteilte das Verbreiten falscher Gerüchte als Betrug gegenüber dem Markt, ohne dass es auf die Täuschung und Schädigung individueller Personen ankomme⁵. Die historischen Wurzeln des deutschen Rechts der Marktmanipulation reichen ebenfalls bis ins 19. Jahrhundert zurück⁶. Der deutsche Gesetzgeber hatte 1884 in Reaktion auf seinerzeitige Börsenskandale den sog. **Kursbetrug** in Art. 249d Abs. 1 Nr. 2 ADHGB unter Strafe gestellt. Hiernach war strafbar, wer „in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken“⁷. Die Vorschrift wurde in verallgemeinerter Gestalt zum § 75 Abs. 1 BörsG 1896 und galt – mit verschiedenen Änderungen, zuletzt durch das Zweite Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität vom 15.5.1986 – als § 88 BörsG a.F. fort, bis sie mit Wirkung vom 1.7.2002 aufgehoben und durch den früheren § 20a WpHG und die §§ 38, 39 WpHG a.F. „abgelöst“ (Begr. RegE, BT-Drucks. 14/8017, 89) wurde.

§ 88 BörsG a.F. bzw. dessen Vorgängerbestimmungen hatten sich während ihrer langjährigen Geltung nach überwiegender Auffassung in Theorie und Praxis nicht bewährt⁸. Der erkannte **Reformbedarf** führte zu vielfältigen Reformvorschlägen in der Literatur, die *Fleischer*⁹ für den 64. DJT 2002 in Berlin bündelte. Kurz zuvor hatte die Bundesregierung den Regierungsentwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes (4. FFG) vorgelegt, in dem u.a. eine Neufassung und Konkretisierung der Vorschriften über das Verbot der Marktmanipulation vorgesehen war. Die Eckpunkte entsprachen dem bis zum 3.7.2016 geltenden Recht¹⁰: § 88 BörsG a.F. wurde durch die allgemeine Verbotsnorm des früheren § 20a WpHG ersetzt. Zur Effektivierung des Verbots wurden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Aufgabe seiner Überwachung und die hierzu erforderlichen Befugnisse eingeräumt.

Der vormalige **Abschnitt 4** des **WpHG** über die Überwachung des Verbots der Marktmanipulation (früher Kurs- und Marktpreismanipulation) wurde mit Wirkung vom 1.7.2002 durch Art. 2 Nr. 13 4. FFG vom

1 S. *Markham*, Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, S. 9 ff.; *Schmolke* in Klöhn, Vor Art. 12 MAR Rz. 35.

2 105 Eng. Rep. 536, 1378–1865.

3 *Markham*, Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, S. 11 f.; *Fleischer* in Fuchs, Vor § 20a WpHG Rz. 18; *Schmolke* in Klöhn, Vor Art. 12 MAR Rz. 37.

4 S. *Markham*, Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, S. 9 ff.

5 *Fleischer* in Fuchs, Vor § 20a WpHG Rz. 18 m.w.N.

6 *Schmolke* in Klöhn, Vor Art. 12 MAR Rz. 38. Näher zur Schweizer Rechtsentwicklung *Maurenbrecher* in Watter/Bahar, Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastukturgesetz: FINMAG/FinfraG, Vor Art. 142 f. FinfraG Rz. 11 ff.

7 S. hierzu auch *Altenhain* in KölnKomm. WpHG, § 38 WpHG Rz. 14; *Fleischer* in Fuchs, Vor § 20a WpHG Rz. 13; *Schmolke* in Klöhn, Vor Art. 12 MAR Rz. 44; *Veil* in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 1 Rz. 1; *Poelzig* in Fuchs/Zimmermann, Art. 15 MAR Rz. 15.

8 Zusammenfassend *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, S. 157 ff. m.N.; ferner *Schmolke* in Klöhn, Vor Art. 12 MAR Rz. 44 f.; *Poelzig* in Fuchs/Zimmermann, Art. 15 MAR Rz. 15 ff.

9 *Fleischer*, Gutachten F 142 f.; dazu *Müllibert*, JZ 2002, 826.

10 S. Begr. RegE, BT-Drucks. 14/8017, 27 ff., 89 ff., 98 ff.

- 250 Die **Bereitschaft zur Mitwirkung** an einer von der DPR eingeleiteten Prüfung selbst ist in der Regel – sofern ihr nicht aufgrund ganz außergewöhnlicher Umstände eine besondere Signalwirkung zukommt – nicht als kurserhebliche Information zu betrachten und darf deshalb auch nicht Gegenstand einer Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 sein. Dagegen bestehen keine Bedenken, wenn der Emittent mit der Veröffentlichung des kurserheblichen Ergebnisses der Prüfung der DPR seine Nichtanerkennung desselben kundgibt.
- 251 **Ordnet die BaFin**, nachdem der Emittent sich *nicht* mit dem Ergebnis der Prüfung durch die DPR einverstanden erklärt hat, **eine Prüfung der Rechnungslegung an**, so kann sie dies und den Grund der Anordnung nach § 108 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpHG im Bundesanzeiger bekannt machen (§ 107 Abs. 1 Satz 6 WpHG). Da die Anordnung einer Prüfung auf der zweiten Stufe eine zwangsläufige Folge der Nichtanerkennung des Prüfungsergebnisses der DPR darstellt und deshalb auch nicht als kurserheblich anzusehen ist, ist der Emittent, der das kurserhebliche Ergebnis der DPR-Prüfung mit dem Hinweis seiner Nichtanerkennung ad hoc publiziert hat, nicht verpflichtet, in einer weiteren Ad-hoc-Mitteilung auch die fragliche Anordnung der BaFin in einer Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen.
- 252 **Verweigert der Emittent die Mitwirkung an einer Prüfung durch die DPR**, so kann die BaFin die Prüfung durchsetzen, indem sie gem. § 108 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1, § 107 Abs. 1 Satz 5 WpHG nach § 107 WpHG auf zweiter Stufe eine Prüfung der Rechnungslegung anordnet, bei der sie sich nach § 107 Abs. 4 WpHG der DPR sowie anderer Einrichtungen bedienen kann. Auch diese Anordnung ist eine zwangsläufige Folge der Nichtmitwirkung an dem von der DPR eingeleiteten und grundsätzlich ad hoc zu publizierenden Enforcement-Verfahren der ersten Stufe und ist deshalb mangels Kurserheblichkeit nicht ad hoc zu publizieren. Stellt die BaFin als Ergebnis der Prüfung einen Fehler bei der Rechnungslegung fest (§ 109 Abs. 1 WpHG), so ist dieser samt den wesentlichen Teilen der Begründung der Feststellung nach § 109 Abs. 2 Satz 1 WpHG unverzüglich nach Maßgabe von § 109 Abs. 2 Satz 4 WpHG zu veröffentlichen. Aus den bereits (Rz. 249) dargelegten Gründen verdrängt diese Vorschrift die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 VO Nr. 596/2014.
- 253 Ergibt die Prüfung durch die BaFin **keine Beanstandungen**, so teilt die Behörde dies dem Unternehmen nach § 109 Abs. 3 WpHG mit. Geht man davon aus, dass die Einleitung eines Enforcement-Verfahrens, insbesondere wegen der hierfür erforderlichen Verdachtsmomente, regelmäßig eine ad hoc zu veröffentlichende Insiderinformation ist, so wird auch der Feststellung, dass sich der Einleitungsverdacht nicht bestätigt hat, regelmäßig Kurserheblichkeit zukommen, so dass diese Information nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 VO Nr. 596/2014 zu veröffentlichen ist.

8. Veröffentlichungspflichten von Kredit- und Finanzinstituten in Zusammenhang mit bankaufsichtlichem Handeln und bei Abwicklung

- 253a Ergänzend zum Emittentenleitfaden, Modul C, hat die BaFin **Leitlinien** vorgelegt, die Kredit- und Finanzinstituten Hilfestellung bei der Bestimmung potenzieller und ad hoc zu veröffentlichender Insiderinformationen und den **Aufschub der Offenlegung** solcher Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 4 oder 5 VO Nr. 596/2014 im Zusammenhang mit Maßnahmen der BaFin oder der EZB in Bezug auf die Bankaufsicht (einschließlich Aufsichtsorganisation, Sanierungsplanung und bankaufsichtliche Maßnahmen) sowie die Abwicklung geben sollen⁶⁴⁷. Wie der Emittentenleitfaden stellen die Leitlinien lediglich eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift mit allein verwaltungsinterner Bindungswirkung dar (Einl. Rz. 36, s. auch Rz. 37). Die Wichtigsten der in den Leitlinien behandelten Fallkonstellationen werden nachfolgend aufgegriffen und kommentiert. **Bankaufsichtliches Handeln** erfolgt durch die **Aufsichtsbehörde**. Das ist nach § 3 Abs. 2 Sanierungs- und Abwicklungsgesetz (SAG) i.V.m. § 1 Abs. 5 KWG die BaFin, soweit nicht die Europäische Zentralbank nach § 1 Abs. 5 Nr. 1 KWG im Hinblick auf die dort aufgeführten Aufgaben Aufsichtsbehörde ist. Im Hinblick auf die Abwicklung, die sich nach §§ 62 ff. SAG richtet, ist nach § 3 Abs. 1 SAG allein die BaFin **Abwicklungsbehörde**. Zu den Grundsätzen, nach denen die Qualifikation von Ermittlungs-, Verwaltungs- und Gerichtsverfahren und von damit zusammenhängenden Vorgängen als Insiderinformationen zu erfolgen hat, s. Art. 7 VO Nr. 596/2014 Rz. 93f ff. Die **Offenlegung von Insiderinformationen** gegenüber der Aufsichts- oder Abwicklungsbehörde ist im Rahmen der Auskunfts- und Mitwirkungspflichten gegenüber derselben als regelmäßig rechtmäßig gem. Art. 10 Abs. 1 Halbs. 2 VO Nr. 596/2014 anzusehen (s. Art. 10 VO Nr. 596/2014 Rz. 25 und 32). Zu den Grundsätzen und speziellen bankaufsichtsbezogenen Regeln, nach de-

⁶⁴⁷ BaFin, Leitlinien zur Bestimmung allgemeiner Kriterien für Ad-hoc-Publizitätspflichten und Aufschubmöglichkeiten für Kredit- und Finanzinstitute betreffend bankaufsichtliches Handeln und Abwicklung, Stand: 31.5.2021. Zu den rechtlichen Grundlagen der Aufsicht über Kredit- und Finanzinstitute sowie für die Abwicklung derselben s. die Leitlinien, S. 2 f.



VI. Bekanntgabe im Rahmen eines APA (Art. 21 Abs. 1 Satz 2 VO Nr. 600/2014)

Eine Wertpapierfirma ist nach Art. 21 Abs. 1 Satz 2 VO Nr. 600/2014 verpflichtet, ein APA (genehmigtes Veröffentlichungssystem) zur Veröffentlichung seiner Nachhandelstransparenzdaten einzusetzen¹⁶. Der einzige Unterschied zur Regelung in Art. 20 VO Nr. 600/2014 besteht darin, dass jedes einzelne Geschäft nur einmal im Rahmen eines einzelnen APA veröffentlicht werden darf, Art. 21 Abs. 2 VO Nr. 600/2014. Es kann daher auf die Ausführungen zu Art. 20 VO Nr. 600/2014 Rz. 24 ff. verwiesen werden.

Art. 22 VO Nr. 600/2014 Bereitstellung von Informationen für Transparenz- und andere Berechnungen

(1) Für die Berechnungen zur Festlegung der Anforderungen an Vor- und Nachhandelstransparenz und der für Finanzinstrumente geltenden Handelspflichten nach den Artikeln 3 bis 11, 14 bis 21 und 32 sowie zur Festlegung, ob eine Wertpapierfirma ein systematischer Internalisierer ist, können die zuständigen Behörden Informationen anfordern von:

- a) Handelsplätzen,
- b) APA und
- c) CTP.

(2) Die Handelsplätze, APA und CTP speichern die erforderlichen Daten für einen ausreichenden Zeitraum.

(3) Die ESMA arbeitet Entwürfe technischer Regulierungsstandards aus, in denen Inhalt und Häufigkeit der Datenanforderungen, Formate und Zeitrahmen, in denen die Handelsplätze, APA und CTP auf die Datenanforderungen nach Absatz 1 reagieren müssen sowie die Art der zu speichernden Daten und die Frist festgelegt werden, während der die Handelsplätze, APA und CTP die Daten mindestens speichern müssen, damit sie den Anforderungen nach Absatz 2 nachkommen können.

Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die in diesem Absatz genannten technischen Regulierungsstandards gemäß dem in den Artikeln 10 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 festgelegten Verfahren zu erlassen.

In der Fassung vom 15.5.2014 (ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 84), zuletzt geändert durch Verordnung 2019/2175 vom 18.12.2019 (ABl. EU Nr. L 334 v. 27.12.2019, S. 1).

Delegierte Verordnung (EU) 2017/587 der Kommission vom 14. Juli 2016

zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente durch technische Regulierungsstandards mit Transparenzanforderungen für Handelsplätze und Wertpapierfirmen in Bezug auf Aktien, Aktienzertifikate, börsengehandelte Fonds, Zertifikate und andere vergleichbare Finanzinstrumente und mit Ausführungspflichten in Bezug auf bestimmte Aktiengeschäfte an einem Handelsplatz oder über einen systematischen Internalisierer

(Auszug)

Art. 17 Methode, Veröffentlichungsdatum und Geltungsbeginn der Transparenzberechnungen

1. Spätestens 14 Monate nach dem Geltungsbeginn der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 und danach bis zum 1. März eines jeden Jahres sorgen die zuständigen Behörden in Bezug auf jedes Finanzinstrument, für das sie zuständig sind, für die Erhebung von Daten, die Berechnung und die Veröffentlichung der folgenden Informationen:
 - a) der unter Liquiditätsaspekten wichtigste Handelsplatz gemäß Artikel 4 Absatz 2;
 - b) der Tagesdurchschnitt der Umsätze zum Zwecke der Festlegung des Umfangs von Aufträgen mit großem Volumen gemäß Artikel 7 Absatz 3;
 - c) der Durchschnittswert der Geschäfte zum Zwecke der Bestimmung der Standardmarktgröße gemäß Artikel 11 Absatz 2.
2. Die zuständigen Behörden, die Marktbetreiber und die Wertpapierfirmen, einschließlich der Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, nutzen die gemäß Absatz 1 veröffentlichten Informationen ab dem 1. April des Jahres, in dem die Informationen veröffentlicht werden.
3. Die zuständigen Behörden stellen sicher, dass die gemäß Absatz 1 zu veröffentlichenden Informationen für die Zwecke der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 regelmäßig aktualisiert werden und dass sämtliche Änderungen bezüg-

¹⁶ Hoops, WM 2018, 205, 208.

und insoweit das in Art. 24 VO Nr. 600/2014 formulierte Ziel der Marktintegrität sichergestellt wird. Dabei ist davon auszugehen, dass infolge der Änderung des Art. 27 Abs. 2 VO Nr. 600/2014 seit Anfang 2022 der ESMA die notwendige Kommunikation mit Marktteilnehmern bei Rückfragen obliegt²⁰.

IV. Aussetzung der Meldepflichten (Art. 27 Abs. 4 VO Nr. 600/2014)

Der mit Wirkung zum 1.1.2022 ergänzte Abs. 4 des Art. 27 VO Nr. 600/2014 berechtigt die ESMA, die **Meldepflichten für bestimmte oder alle Finanzinstrumente auszusetzen**. Dazu müssen die in der Vorschrift in Unterabs. 1 lit. a–d genannten Voraussetzungen kumulativ erfüllt sein. Vor ihrer Entscheidung hat die ESMA die zuständigen Behörden zu unterrichten (Art. 27 Abs. 4 Unterabs. 3 VO Nr. 600/2014). Ohne dass dies in der Vorschrift ausdrücklich benannt ist, darf die Aussetzung nur auf den erforderlichen Zeitraum beschränkt sein. Dies ergibt sich aus der Anforderung des Art. 27 Abs. 4 Unterabs. 2 VO Nr. 600/2014, wonach die ESMA bei Einleitung einer Aussetzungsmaßnahme zu berücksichtigen hat, in welchem Umfang durch die Aussetzung die Richtigkeit und Vollständigkeit der gemeldeten Daten sichergestellt wird. Zudem stellt Art. 27 Abs. 4 Unterabs. 1 lit. a VO Nr. 600/2014 darauf ab, dass Integrität und Qualität der Referenzdaten nur durch die Aussetzung gewahrt werden können. Der Vorschrift liegt somit weiterhin das Konzept regelmäßiger Referenzdatenlieferung zugrunde.

Titel IVa

Datenbereitstellungsdienste (Art. 27a–27i VO Nr. 600/2014)

Kapitel 1

Zulassung von Datenbereitstellungsdienstleistern (Art. 27a–27f VO Nr. 600/2014)

Vorbemerkungen zu Art. 27a–27i VO Nr. 600/2014

Schrifttum: *Gebauer/Teichmann*, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, Bd. 6. Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, 2. Aufl. 2022; *Grabitz/Hilff/Nettesheim*, Das Recht der Europäischen Union: EUV/AEUV, 76. EL, Loseblatt, Stand: Mai 2022; *Hoops*, Die Regulierung von Marktdaten nach der MiFID II, WM 2018, 205; *Knoll*, Datenbereitstellungsdienste nach MiFID II, ZFR 2016, 62; *Lutter/Bayerl/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2017; *Sajnovits*, Die MiFID II-Regulierung von Datenbereitstellungsdiensten in Deutschland, ZBB 2019, 162; *Scholz*, Europäische vs. nationale Aufsicht im neuen Rechtsrahmen für Datenbereitstellungsdienste, BKR 2021, 331; *Seibt/Buck-Heeb/Harnos*, BeckOK Wertpapierhandelsrecht (Stand: 15.5.2022).

I. Regelungsgefüge und -konzept im Überblick . . .	1	III. Ausblick	7
II. Terminologie	6		

I. Regelungsgefüge und -konzept im Überblick

Seit 1.1.2022 regeln die Art. 27a ff. VO Nr. 600/2014 EU-einheitlich die Zulassung zum **Betrieb von Datenbereitstellungsdiensten**, die Anforderungen an deren Leitungsorgane sowie Vorgaben an die innere Organisation der Dienste. Titel IVa über Datenbereitstellungsdienste wurde durch Art. 4 Abs. 6 VO 2019/2175 in die VO Nr. 600/2014 eingefügt¹. Zugleich wurde der bisherige Titel V der RL 2014/65/EU (MiFID II), dessen Art. 59–66 bis zum 31.12.2021 die europäischen Rechtsgrundlagen zu Datenbereitstellungsdienstleistungen enthielten, durch RL (EU) 2019/2177 aufgehoben². Durch die Änderung sind im Sinne der Rechtsqualität

²⁰ Patz in BeckOK Wertpapierhandelsrecht, Art. 27 VO Nr. 600/2014 Rz. 35 ff.

¹ VO (EU) 2019/2175 vom 18.12.2019 (ABL EU Nr. L 334 v. 27.12.2019, S. 1).

² Art. 1 Nr. 4 RL (EU) 2019/2177 vom 18.12.2019 (ABL EU Nr. L 334 v. 27.12.2019, S. 155).

Neue Kommentierung!

Titel VIa
Befugnisse und Zuständigkeiten der ESMA
(Art. 38a–38o VO Nr. 600/2014)

MiFIR
ganz neu!

Kapitel 1
Zuständigkeiten und Verfahren (Art. 38a–38g VO Nr. 600/2014)

Art. 38a VO Nr. 600/2014 Ausübung der Befugnisse durch die ESMA

Die der ESMA oder Bediensteten der ESMA oder sonstigen von ihr bevollmächtigten Personen nach den Artikeln 38b bis 38e übertragenen Befugnisse dürfen nicht genutzt werden, um die Offenlegung von Informationen oder Unterlagen zu verlangen, die dem Berufsgeheimnis unterliegen.

In der Fassung der Verordnung (EU) 2019/2175 vom 18.12.2019 (ABl. EU Nr. L 334 v. 27.12.2019, S. 1).

Schrifttum: Scholz, Europäische vs. nationale Aufsicht im neuen Rechtsrahmen für Datenbereitstellungsdienste, BKR 2021, 33; Windthorst/Bussian, Europäische Bankenaufsicht und Legal Privilege – Weigerungsrechte bei Dokumentenanforderungen im Rahmen des einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM), WM 2015, 2265.

Art. 38a VO Nr. 600/2014 ist Element des Systemwechsels zu einer unmittelbaren Beaufsichtigung von Datenbereitstellungsdiensten durch die ESMA¹. Die Vorschrift, die den Titel VIa der Verordnung mit Blick auf die Befugnisse und Zuständigkeiten der ESMA zur Durchsetzung der für Datenbereitstellungsdienste gem. Art. 27a ff. VO Nr. 600/2014 geltenden Anforderungen einleitet, zielt auf eine **Beschränkung der Wahrnehmung der informatorischen Befugnisse** der Behörde. Diese dürfen nicht zum Verlangen der Offenlegung bestimmter vertraulicher Informationen genutzt werden. Die Vorschrift schließt an Vorbilder in anderen finanzmarktrechtlichen Regelwerken an, die der ESMA gleichfalls Vollzugskompetenzen einräumen. Eine nahezu wortgleiche Regelung findet sich in Art. 48a VO 2016/1011 (BMR)², ähnliche Vorgaben enthalten etwa Art. 25e und Art. 60 VO Nr. 648/2012 (EMIR)³ und Art. 23a VO Nr. 1060/2009 (RatingVO)⁴.

Gegenständlich werden die Befugnisse nach Art. 38b bis 38e VO Nr. 600/2014 erfasst. Hierbei handelt es sich um die zentralen informatorischen Befugnisse der ESMA zum Zweck der Sachverhaltsaufklärung, nämlich das einfache oder förmliche Informationsersuchen (Art. 38b), die Durchführung von Untersuchungen (Art. 38c) und von Prüfungen vor Ort (Art. 38d) und der Informationsaustausch mit den zuständigen mitgliedstaatlichen Behörden (Art. 38e). Nach dem – missglückten – Wortlaut des Art. 38a VO Nr. 600/2014 sind diese Befugnisse nicht nur der ESMA als Institution, sondern auch ihren Bediensteten sowie den von ihr zu Aufsichtszwecken bevollmächtigten Personen zugewiesen. Hiermit dürfte gemeint sein, dass auch diese Personengruppen, soweit sie von den Befugnissen Gebrauch machen, **Adressaten** der Beschränkung sind. Die zu den Bediensteten der ESMA hinzutretenden bevollmächtigten Personen sind solche, die auf vertraglicher Grundlage im Auftrag der Behörde tätig sind, wie z.B. Wirtschaftsprüfer oder sonstige Sachverständige. Die Bediensteten mitgliedstaatlicher Behörden werden weder durch Art. 38b bis 38e VO Nr. 600/2014

1 Dazu Erwägungsgrund 47 Verordnung (EU) 2019/2175 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18.12.2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), der Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente, der Verordnung (EU) 2016/1011 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und der Verordnung (EU) 2015/847 über die Übermittlung von Angaben bei Geldtransfers VO (EU) 2019/2175, ABl. EU Nr. L 334 v. 27.12.2019, S. 1; zu den Folgen für das mitgliedstaatliche Recht Scholz, BKR 2021, 331.

2 Ebenfalls eingefügt durch VO (EU) 2019/2175.

3 Art. 25e eingefügt durch Verordnung (EU) 2019/2099 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.10.2019, ABl. EU Nr. L 322 v. 12.12.2019, S. 1.

4 Eingefügt durch Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.5.2011, ABl. EU Nr. L 145 v. 31.5.2011, S. 30.

Anders als Art. 7 VO Nr. 600/2014 enthält Art. 8 Abs. 4 VO Nr. 648/2012 keinen Hinweis darauf, wie bei **Meinungsverschiedenheiten** zwischen den beteiligten Behörden zu verfahren ist. Da Art. 1 Abs. 2 VO Nr. 1095/2010 die VO Nr. 648/2012 nicht nennt, ist das in Art. 19 VO Nr. 1095/2010 geregelte Verfahren unmittelbar nicht anwendbar. 28

Art. 9 VO Nr. 684/2012 Meldepflicht

*Wichtige Änderungen
durch die EMIR-REFIT*

(1) Gegenparteien und CCPs stellen sicher, dass die Einzelheiten aller von ihnen geschlossenen Derivatekontrakte und jeglicher Änderung oder Beendigung von Kontrakten nach Maßgabe der Absätze 1a bis 1f des vorliegenden Artikels an ein gemäß Artikel 55 registriertes oder gemäß Artikel 77 anerkanntes Transaktionsregister gemeldet werden. Die Einzelheiten sind spätestens an dem auf den Abschluss, die Änderung oder die Beendigung des Kontraktes folgenden Arbeitstag zu melden.

Die Meldepflicht gilt für Derivatekontrakte, die

- a) vor dem 12. Februar 2014 geschlossen wurden und zu diesem Zeitpunkt noch ausstanden,
- b) am oder nach dem 12. Februar 2014 geschlossen wurden.

Ungeachtet des Artikels 3 gilt die Meldepflicht nicht für gruppeninterne Derivatekontrakte, bei denen mindestens eine Gegenpartei eine nichtfinanzielle Gegenpartei ist oder als solche gelten würde, wenn sie in der Union niedergelassen wäre, sofern

- a) beide Gegenparteien in dieselbe Vollkonsolidierung einbezogen sind,
- b) beide Gegenparteien geeigneten zentralisierten Risikobewertungs-, -mess- und -kontrollverfahren unterliegen und
- c) das Mutterunternehmen keine finanzielle Gegenpartei ist.

Die Gegenparteien benachrichtigen die zuständigen Behörden über ihre Absicht, die in Unterabsatz 3 genannte Befreiung in Anspruch zu nehmen. Die Befreiung ist gültig, sofern nicht die benachrichtigten zuständigen Behörden innerhalb von drei Monaten ab dem Tag der Benachrichtigung erklären, dass die Voraussetzungen des Unterabsatzes 3 nicht erfüllt sind.

(1a) Die finanziellen Gegenparteien tragen allein die Verantwortung und die gesetzliche Haftung dafür, die Einzelheiten von OTC-Derivatekontrakten, die mit einer nicht die in Artikel 10 Absatz 1 Unterabsatz 2 genannten Bedingungen erfüllenden nichtfinanziellen Gegenpartei geschlossen werden, für beide Gegenparteien zu melden und die Richtigkeit der gemeldeten Einzelheiten sicherzustellen.

Damit der finanziellen Gegenpartei alle Daten vorliegen, die sie für die Erfüllung der Meldepflicht benötigt, muss die nichtfinanzielle Gegenpartei der finanziellen Gegenpartei die Einzelheiten zu den zwischen ihnen abgeschlossenen OTC-Derivatekontrakten übermitteln, bei denen nicht nach vernünftigem Ermessen davon ausgegangen werden kann, dass die finanzielle Gegenpartei in ihrem Besitz ist. Die nichtfinanzielle Gegenpartei ist verantwortlich dafür, sicherzustellen, dass diese Einzelheiten richtig sind.

Ungeachtet des Unterabsatzes 1 können sich nichtfinanzielle Gegenparteien, die bereits in ein Meldesystem investiert haben, dafür entscheiden, die Einzelheiten ihrer OTC-Derivatekontrakte mit finanziellen Gegenparteien an ein Transaktionsregister zu melden. In diesem Fall setzen die nichtfinanziellen Gegenparteien die finanziellen Gegenparteien, mit denen sie OTC-Derivatekontrakte geschlossen haben, vor der Meldung dieser Einzelheiten von ihrer Entscheidung in Kenntnis. In diesem Fall liegt die Verantwortung und die gesetzliche Haftung für die Meldung dieser Einzelheiten und die Sicherstellung ihrer Richtigkeit bei den nichtfinanziellen Gegenparteien.

Eine nichtfinanzielle Gegenpartei, die die in Artikel 10 Absatz 1 Unterabsatz 2 genannten Bedingungen nicht erfüllt und einen OTC-Derivatekontrakt mit einer in einem Drittstaat niedergelassenen Einrichtung schließt, ist nicht zur Meldung gemäß dem vorliegenden Artikel verpflichtet und trägt keine gesetzliche Haftung für die Meldung der Einzelheiten dieser OTC-Derivatekontrakte oder die Sicherstellung ihrer Richtigkeit, sofern

- a) diese Drittlandseinrichtung als finanzielle Gegenpartei gelten würde, wenn sie in der Union niedergelassen wäre,
- b) das gesetzliche Meldesystem des Drittstaats, das für diese Drittlandseinrichtung gilt, gemäß Artikel 13 für gleichwertig erklärt wurde und

c) die finanzielle Gegenpartei aus dem Drittstaat diese Angaben gemäß dem gesetzlichen Meldesystem dieses Drittstaats an ein Transaktionsregister gemeldet hat, das einer rechtsverbindlichen und rechtlich durchsetzbaren Verpflichtung unterliegt, den in Artikel 81 Absatz 3 genannten Stellen direkten und sofortigen Zugang zu den Daten zu gewähren.

(1b) Die Verwaltungsgesellschaft eines OGAW trägt die Verantwortung und die gesetzliche Haftung dafür, die Einzelheiten von OTC-Derivatekontrakten, bei denen dieser OGAW als Gegenpartei auftritt, zu melden und die Richtigkeit der gemeldeten Einzelheiten sicherzustellen.

(1c) Der AIFM trägt die Verantwortung und die gesetzliche Haftung dafür, die Einzelheiten von OTC-Derivatekontrakten, bei denen der jeweilige AIF als Gegenpartei auftritt, zu melden und die Richtigkeit der gemeldeten Einzelheiten sicherzustellen.

(1d) Die zugelassene Stelle, die für die Verwaltung einer EbAV, die nach nationalem Recht keine Rechtspersönlichkeit besitzt, verantwortlich ist und in deren Namen tätig ist, trägt die Verantwortung und die gesetzliche Haftung dafür, die Einzelheiten von OTC-Derivatekontrakten, bei denen diese EbAV als Gegenpartei auftritt, zu melden und die Richtigkeit der gemeldeten Einzelheiten sicherzustellen.

(1e) Gegenparteien und CCPs, die zur Meldung der Einzelheiten von Derivatekontrakten verpflichtet sind, stellen sicher, dass diese Einzelheiten richtig und ohne Mehrfachmeldung gemeldet werden.

(1f) Die in Absatz 1 genannten meldepflichtigen Gegenparteien und CCPs können diese Meldepflicht delegieren.

(2) Die Aufzeichnungen für von ihnen geschlossene Derivatekontrakte und Änderungen werden von den Gegenparteien noch mindestens fünf Jahre nach Beendigung des Kontrakts aufbewahrt.

(3) Wenn kein Transaktionsregister zur Verfügung steht, um die Einzelheiten eines Derivatekontrakts aufzuzeichnen, stellen die Gegenparteien und CCPs sicher, dass solche Einzelheiten an die ESMA gemeldet werden.

In diesem Fall stellt die ESMA sicher, dass alle in Artikel 81 Absatz 3 genannten einschlägigen Stellen Zugang zu allen Einzelheiten der Derivatekontrakte haben, die sie für die Erfüllung ihrer jeweiligen Aufgaben und Mandate benötigen.

(4) Eine Gegenpartei oder eine CCP, die einem Transaktionsregister oder der ESMA die Einzelheiten eines Derivatekontrakts meldet, oder eine Einrichtung, die die Meldung solcher Angaben im Namen einer Gegenpartei oder einer CCP übernimmt, verstößt nicht gegen Beschränkungen, die aufgrund des betreffenden Kontrakts oder aufgrund von Rechts- oder Verwaltungsvorschriften für die Weitergabe von Informationen gelten.

Die meldende Einrichtung oder ihre Leitungsmitglieder bzw. Beschäftigten haften nicht für diese Weitergabe von Informationen.

(5) Um die einheitliche Anwendung dieses Artikels zu gewährleisten, erarbeitet die ESMA Entwürfe für technische Regulierungsstandards, in denen die Einzelheiten und die Art der in den Absätzen 1 und 3 genannten Meldungen für die verschiedenen Derivatekategorien festgelegt sind.

Die Meldungen gemäß den Absätzen 1 und 3 enthalten zumindest folgende Informationen:

- a) die Identität der Parteien des Derivatekontrakts und – falls mit diesen nicht identisch – der Träger der daraus erwachsenden Rechte und Pflichten;
- b) die wesentlichen Merkmale der Derivatekontrakte, darunter die Art, die Fälligkeit, der Nominalwert, der Preis und das Abwicklungsdatum der Kontrakte.

Die ESMA legt der Kommission diese Entwürfe für technische Regulierungsstandards bis zum 30. September 2012 vor.

Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die in Unterabsatz 1 genannten technischen Regulierungsstandards gemäß den Artikeln 10 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zu erlassen.

(6) Zur Gewährleistung einheitlicher Bedingungen für die Anwendung der Absätze 1 und 3 arbeitet die ESMA in enger Zusammenarbeit mit dem ESZB Entwürfe technischer Durchführungsstandards aus, in denen Folgendes festgelegt ist:

- a) die Datenstandards und Formate für die zu meldenden Informationen, die mindestens Folgendes beinhalten:
 - i) die globalen Rechtsträgerkennungen (LEIs),
 - ii) die internationalen Wertpapier-Identifikationsnummern (ISINs),
 - iii) die eindeutigen Geschäftsabschluss-Kennziffern (UTIs);

- b) die Methoden und Modalitäten für das Meldewesen;
- c) die Häufigkeit der Meldungen;
- d) der Zeitpunkt, bis zu dem Derivatekontrakte gemeldet werden müssen.

Bei der Ausarbeitung dieser Entwürfe technischer Durchführungsstandards trägt die ESMA den internationalen Entwicklungen und den auf Ebene der Union oder auf globaler Ebene vereinbarten Standards sowie ihrer Übereinstimmung mit den in Artikel 4 der Verordnung (EU) 2015/2365 und Artikel 26 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 festgelegten Meldepflichten Rechnung.

Die ESMA legt der Kommission diese Entwürfe technischer Durchführungsstandards bis zum 18. Juni 2020 vor.

Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die in Unterabsatz 1 genannten technischen Durchführungsstandards gemäß Artikel 15 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zu erlassen.

In der Fassung vom 4.7.2012 (ABl. EU Nr. L 201 v. 27.7.2012, S. 1), zuletzt geändert durch Verordnung (EU) 2019/834 vom 20.5.2019 (ABl. EU Nr. L 141 v. 28.5.2019, S. 42).

Durchführungsverordnung (EU) Nr. 1247/2012 vom 19. Dezember 2012

zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das Format und die Häufigkeit von Transaktionsmeldungen an Transaktionsregister gemäß der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister

Art. 1 Format der Derivatekontrakt-Meldungen

Die in einer Meldung nach Artikel 9 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 enthaltenen Angaben werden in dem im Anhang der vorliegenden Verordnung angegebenen Format übermittelt.

In der Fassung vom 19.12.2012 (ABl. EU Nr. L 352 v. 21.12.2012, S. 20).

Art. 2 Häufigkeit der Derivatekontrakt-Meldungen

Soweit in Artikel 11 Absatz 2 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vorgesehen, werden die an ein Transaktionsregister gemeldeten Kontrakte täglich einer Marktpreis- oder Modellpreisbewertung unterzogen. Alle anderen etwaigen Bestandteile der Meldung, die im Anhang dieser Verordnung und im Anhang des delegierten Rechtsakts zur Festlegung technischer Regulierungsstandards für die Mindestangaben, die den Transaktionsregistern gemäß Artikel 9 Absatz 5 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 zu melden sind, aufgeführt sind, werden bei Eintreten des betreffenden Ereignisses und unter Beachtung der in Artikel 9 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 insbesondere für den Abschluss, die Änderung oder die Kündigung eines Kontrakts vorgesehenen Fristen gemeldet.

In der Fassung vom 19.12.2012 (ABl. EU Nr. L 352 v. 21.12.2012, S. 20).

Art. 3 Identifikation von Gegenparteien und anderen juristischen Personen

Eine Kennziffer für die juristische Person wird in einer Meldung verwendet für:

- a) Begünstigte, bei denen es sich um juristische Personen handelt,
- b) Maklerfirmen,
- c) zentrale Gegenparteien,
- d) Clearingmitglieder,
- e) Gegenparteien, bei denen es sich um juristische Personen handelt,
- f) meldende Unternehmen.

In der Fassung vom 19.12.2012 (ABl. EU Nr. L 352 v. 21.12.2012, S. 20), zuletzt geändert durch Durchführungsverordnung (EU) 2017/105 vom 19.10.2016 (ABl. EU Nr. L 17 v. 21.1.2017, S. 17).

Art. 3a Seite der Gegenpartei

(1) Die in Tabelle 1 Feld 14 des Anhangs genannte Seite der Gegenpartei eines Derivatkontrakts wird gemäß den Absätzen 2 bis 10 bestimmt.

(2) Bei Optionen und Swaptions wird die Gegenpartei, die das Recht auf Ausübung der Option innehat, als Käufer und die Gegenpartei, die die Option gegen eine Prämie verkauft, als Verkäufer angegeben.

(3) Bei Futures und Forwards außer Futures und Forwards, die sich auf Währungen beziehen, wird die Gegenpartei, die das Instrument kauft, als Käufer und die Gegenpartei, die das Instrument verkauft, als Verkäufer angegeben.

(4) Bei Swaps, die sich auf Wertpapiere beziehen, wird die Gegenpartei, die das Risiko einer Preisbewegung des zugrundeliegenden Wertpapiers übernimmt und den Wertpapierbetrag erhält, als Käufer und die Gegenpartei, die den Wertpapierbetrag zahlt, als Verkäufer angegeben.

(5) Bei Swaps, die sich auf Zinssätze oder Inflationsindizes beziehen, wird die Gegenpartei, die den Festzins zahlt, als Käufer und die Gegenpartei, die den Festzins erhält, als Verkäufer angegeben. Bei Basiswaps wird die Gegenpartei, die den Spread zahlt, als Käufer und die Gegenpartei, die den Spread erhält, als Verkäufer angegeben.

(6) Bei Währungsswaps sowie Swaps und Forwards, die sich auf Währungen beziehen, wird die Gegenpartei, die die Währung erhält, die bei einer alphabetischen Sortierung nach den ISO 4217-Codes der Internationalen Organisation

sowie der Gründe für die Änderung, eines Zeitstempels und einer eindeutigen Beschreibung der Änderungen, einschließlich der alten und neuen Inhalte der einschlägigen Daten, gemäß dem Feld 93 der Tabelle 2 des Anhangs.

In der Fassung vom 19.12.2012 (ABl. EU Nr. L 52 v. 23.2.2013, S. 1), zuletzt geändert durch Delegierte Verordnung (EU) 2017/104 vom 19.10.2016 (ABl. EU Nr. L 17 v. 21.1.2017, S. 1).

Art. 5 Inkrafttreten

Diese Verordnung tritt am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

In der Fassung vom 19.12.2012 (ABl. EU Nr. L 52 v. 23.2.2013, S. 1).

Anhang

(nicht abgedruckt)

Schrifttum: *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, Rundschreiben 10/2021 (BA) – Mindestanforderungen an das Risikomanagement – MaRisk, vom 16.8.2021, geändert am 5.11.2021, abrufbar über: <https://www.bafin.de> („BaFin MaRisk“); *Bundesverband deutscher Banken (BdB)*, Hintergrundinformationen und Erläuterungen zum EMIR-Anhang, Stand: 23.7.2013, abrufbar über: <https://bankenverband.de> („BdB Erläuterungen EMIR-Anhang“); *BdB*, Hintergrundinformationen und Erläuterungen zur Clearing-Rahmenvereinbarung vom 23.2.2015, abrufbar über: <https://bankenverband.de> („BdB Erläuterungen CRV“); *Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)*, „Fragen und Antworten – Umsetzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR)“, ESMA70-1861941480-52 vom 19.11.2021, abrufbar über: <https://www.esma.europa.eu> („ESMA Q&A“); *Funke/Neubauer*, Reaktion auf die Finanzmarktkrise: REMIT und EMIR als neue Frühwarnsysteme für den Europäischen Energiemarkt, CCZ 2012, 6; *Funke*, Reaktion auf die Finanzmarktkrise Teil 2: MiFID und MiFIR machen das Frühwarnsystem perfekt!, CCF 2012, 54; *Funke*, REMIT und EMIR – eine Umgestaltung des OTC-Marktes für Energieprodukte steht bevor!, WM 2012, 202; *IDW*, Entwurf einer Neufassung des IDW Prüfungsstandards: Prüfung von Systemen nach § 32 WpHG bei nichtfinanziellen Gegenparteien vom 6.12.2021, abrufbar über: <https://www.idw.de> („IDW EPS 920 n.F. (12.2021)“); *Köhling/Adler*, Der neue europäische Regulierungsrahmen für OTC-Derivate, WM 2012, 2125 und 2173; *Kommission*, „EMIR: Häufig gestellte Fragen“, zuletzt aktualisiert am 10.7.2014, abrufbar über: <http://ec.europa.eu> („Kommission FAQ“); *Litten/Schwenk*, EMIR – Auswirkungen der OTC-Derivateregulierung auf Unternehmen der Realwirtschaft, DB 2013, 857 und 918; *Martens* in *Derleder/Knops/Bamberger* (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 2, 3. Aufl. 2017, § 60; *Martens*, Die rechtliche Neuordnung des außerbörslichen Derivat Handels durch die EMIR-Verordnung, 2019 („Martens, EMIR-Verordnung“); *Schuster/Ruschkowski*, EMIR – Überblick und ausgewählte Aspekte, ZBB/JBB 2014, 123; *Wiesner/Christmann/Milke*, Regulierung des Derivatemarktes durch EMIR – Auswirkungen auf deutsche Unternehmen, Deloitte White Paper Nr. 56 vom 1.2.2013, abrufbar über: <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/financial-services/articles/White-Paper-No-56.html> („Wiesner/Christmann/Milke, Deloitte WP Nr. 56“); *Wulff/Kloka*, Umsetzung von EMIR-Pflichten im Zusammenhang mit nicht-gclearten Derivategeschäften, WM 2015, 215.

I. Zweck der Meldepflicht	1	bb) Vermögensklassen	84
II. Anwendungsbereich der Meldepflicht		cc) Internationale Wertpapierkenn-	
(Art. 9 Abs. 1 VO Nr. 648/2012)	7	nummer (ISIN) und AII-Code	91
1. Persönlicher Anwendungsbereich	8	dd) CFI-Code	95
2. Sachlicher Anwendungsbereich	16	ee) Eindeutige Produktkennziffer (UPI)	97
3. Zeitlicher Anwendungsbereich	27	f) Eindeutige Geschäftsabschluss-Kennziffer	
III. Ausgestaltung der Meldepflicht	28	(UTI)	102
1. Meldung an ein Transaktionsregister	28	g) Ausführungsplatz (MIC)	112
2. Rückfalllösung: Meldung an die ESMA		h) Komplexe Derivate	113
(Art. 9 Abs. 3 VO Nr. 648/2012)	30	i) Gelearte Derivate	115
3. Meldezeitpunkt und Häufigkeit der Meldung	31	j) Nennbetrag	118
a) Begriff Arbeitstag	33	6. Delegation der Meldung	120
b) Abschluss eines Derivats	36	7. Vermeidung von Doppelmeldungen	129
c) Änderung eines Derivats	39	8. Aufzeichnungspflicht (Art. 9 Abs. 2 VO	
4. Bestimmung der relevanten Transaktion	42	Nr. 648/2012)	133
5. Form und Inhalt der Meldung	48	9. Freistellung von Datenschutz- und Vertrau-	
a) Kennziffer für die juristische Person		lichkeitsverpflichtungen (Art. 9 Abs. 4 VO	
(Legal Entity Identifier, LEI)	54	Nr. 648/2012)	137
b) Seite der Gegenpartei	63	10. Meldelogbuch	141
c) Besicherung	66	11. Sanktionen	143
d) Wert des Derivats	76	IV. Technische Regulierungsstandards (Art. 9	
e) Produktkategorie und eindeutige Produkt-		Abs. 5 und 6 VO Nr. 648/2012)	144
kennziffer	79	1. DurchfVO Nr. 1247/2012	145
aa) Kontrakttypen	80	2. DelVO Nr. 148/2013	146
		3. Ausblick	147

II. Anwendungsbereich der Meldepflicht (Art. 9 Abs. 1 VO Nr. 648/2012)

- 7 Art. 9 Abs. 1 VO Nr. 648/2012 definiert den Anwendungsbereich der Meldepflicht in persönlicher, sachlicher und zeitlicher Hinsicht.

1. Persönlicher Anwendungsbereich

- 8 Meldepflichtig sind CCPs sowie sämtliche Gegenparteien, und zwar unabhängig davon, ob die Gegenparteien clearingpflichtig sind oder nicht. Der in Art. 9 Abs. 1 Unterabs. 1 VO Nr. 648/2012 verwendete Begriff **Gegenpartei** wird vom Gesetzgeber nicht definiert¹², sondern als bekannt vorausgesetzt. Da der in Art. 1 Abs. 2 VO Nr. 648/2012 beschriebene persönliche Anwendungsbereich der EMIR nur finanzielle Gegenparteien und nichtfinanzielle Gegenparteien nennt, und die Benennung der CCPs als meldepflichtige Einrichtungen darauf zurückzuführen ist, dass der in Art. 2 Nr. 9 VO Nr. 648/2012 definierte Begriff der nichtfinanziellen Gegenpartei diese ausdrücklich ausnimmt, liegt der Schluss nahe, dass es sich bei dem Begriff Gegenpartei um den gemeinsamen **Oberbegriff für finanzielle und nichtfinanzielle Gegenparteien** handelt¹³.
- 9 Hieraus folgt zum einen, dass **Einrichtungen**, die sich weder als finanzielle Gegenpartei noch als nichtfinanzielle Gegenpartei qualifizieren, von der Meldepflicht ausgenommen sind. Dies sind insbesondere Einrichtungen, **die nicht unternehmerisch tätig sind**¹⁴. Wegen der Auslegung des Begriffs Unternehmen wird auf die Anmerkungen zu Art. 2 VO Nr. 648/2012 Rz. 81–86 verwiesen. Zum anderen folgt aus dem Begriff Gegenpartei, dass finanzielle Gegenparteien und nichtfinanzielle Gegenparteien nur dann Transaktionsdaten melden müssen, wenn sie **in der Union** zugelassen oder niedergelassen sind¹⁵. Eine Art. 4 Abs. 1 Buchst. a oder Art. 11 Abs. 12 VO Nr. 648/2012 vergleichbare Regelung, die unter bestimmten Voraussetzungen auch in Drittstaaten ansässige Einrichtungen der Meldepflicht unterwirft, ist in Art. 9 VO Nr. 648/2012 nicht aufgenommen worden.
- 10 Nach Art. 1 Abs. 5 VO Nr. 648/2012 unterliegen die dort genannten **multilateralen Entwicklungsbanken, öffentlichen Stellen** sowie die EFSF und die ESFS ebenfalls der Meldepflicht. Da die Anwendung des Art. 1 Abs. 5 VO Nr. 648/2012 nicht zu einer Erweiterung der Meldepflicht führen darf, ist die Bestimmung dahingehend auszulegen, dass die Meldepflicht nur für solche Einrichtungen besteht, die **in der Union ansässig und unternehmerisch tätig** sind. Meldepflichtig wäre demnach z.B. die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD), die Europäische Investitionsbank (EIB) und der Europäische Investitionsfonds.
- 11 Eine CCP muss die Meldung von Transaktionsdaten nur für die Derivate sicherstellen, die sie entweder selbst abgeschlossen hat oder bei denen sie nach Aufnahme in ihr **Clearingsystem** entsprechend den für sie geltenden Regelwerken wirksam in die Vertragsbeziehungen mit den Clearingmitgliedern eingetreten ist. Hat eine CCP ein zum Clearing angemeldetes Derivat abgelehnt, weil z.B. die Ausstattungsmerkmale des Derivats nicht den Clearingbedingungen entsprechen, dann bleiben ausschließlich die ursprünglichen Gegenparteien für die Meldung verantwortlich.
- 12 Zu der ersten Gruppe der von der CCP selbst abgeschlossenen Derivate zählen die Transaktionen, die die CCP außerhalb des von ihr betriebenen Clearingsystems eingeht, um im Falle eines **Ausfalls eines Clearingmitgliedes** nach Art. 48 Abs. 2 VO Nr. 648/2012 die für Rechnung des Clearingmitgliedes gehaltenen Positionen durch geeignete Gegengeschäfte abzusichern oder glattzustellen.
- 13 Der **Grundsatz**, dass die Meldepflicht diejenigen Gegenparteien und CCPs trifft, die das Derivat abgeschlossen haben, ist durch die VO 2019/834 (**EMIR REFIT**) und die neu eingefügten Art. 9 Abs. 1a bis 1d VO Nr. 648/2012 **modifiziert** worden. Die neuen Bestimmungen sind seit dem 18.6.2020 anwendbar (Art. 2 Buchst. b VO 2019/834).
- 13a Art. 9 Abs. 1a Unterabs. 1 VO Nr. 648/2012 sieht vor, dass in den Fällen, in denen eine in der **Union ansässige finanzielle Gegenpartei**¹⁶ und eine **nichtfinanzielle Gegenpartei unterhalb der Clearingschwelle**

Und immer wieder:
EMIR-REFIT



12 Köhling/Adler, WM 2012, 2173, 2176; Litten/Schwenk, DB 2013, 857, 859.

13 Zeitz in Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt, Handbuch EMIR, Teil 6 A Rz. 2; i.E. auch: Schuster/Ruschkowski, ZBB/JBB 2014, 123, 131; Grundmann in Staub, HGB, Band 11/2, 5. Aufl. 2018, Rz. 688 und 720.

14 Zeitz in Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt, Handbuch EMIR, Teil 6 A Rz. 1.

15 Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), „Fragen und Antworten – Umsetzung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR)“, ESMA70-1861941480-52 vom 19.11.2021, abrufbar über: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-1861941480-52_qa_on_emir_implementation.pdf („ESMA Q&A“) TR Frage Nr. 15 [letzte Aktualisierung: 5.8.2013]; Schuster/Ruschkowski, ZBB/JBB 2014, 123, 131.

16 IDW, EPS 920 n.F. (12.2021), Anlage 1, Rz. 4.1.1, S. 71: keine Anwendung auf die europäische Zweigniederlassung einer finanziellen Gegenpartei mit Sitz in einem Drittstaat.

Frist widerspricht (**negative affirmation**), ist nicht ohne weiteres zu folgen³⁸. Soll eine Bestätigung ihre Funktion als Beweismittel erfüllen, muss zuvor geklärt sein, ob das im Streitfall angerufene Gericht und das von ihm angewendete Verfahrensrecht eine auf stillschweigender Annahme basierende Bestätigung als Beweismittel anerkennt.

Die negative affirmation darf darüber hinaus nicht in Widerspruch zu aufsichtsrechtlichen Vorschriften stehen³⁹. Für deutsche Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute ist insoweit BTO 2.2.2 Tz. 2 MaRisk maßgeblich, der von ihnen verlangt, dass sie den **Eingang der Gegenbestätigung** sicherstellen. Für das U.S.-amerikanische Recht gilt nach 17 CFR § 23.500 (c) vergleichbares⁴⁰. Danach ist die Bestätigung erst dann erstellt, wenn die Gegenbestätigung (acknowledgment) des Kontrahenten vorliegt⁴¹. Nach beiden Rechtsordnungen wäre die von der ESMA als zulässig angesehene negativ affirmation von vornherein ausgeschlossen. Darüber hinaus ist sie auch in den Fällen nicht nutzbar, in denen das anwendbare Recht für die Wirksamkeit des Abschlusses die Schriftform oder eine vergleichbare Förmlichkeit verlangt.

Die Anforderungen des BTO 2.2.2 Tz. 2 MaRisk sind von der BaFin **im Rahmen der Konsultation der neuen MaRisk⁴² überprüft** worden. In den Erläuterungen zu BTO 2.2.2 Tz. 2 MaRisk, sieht die BaFin es nunmehr als zulässig an, wenn das Institut mit seinen Gegenparteien vereinbart, dass das Schweigen nach Ablauf einer im Voraus vereinbarten Frist als Gegenbestätigung anzusehen ist. Dabei lässt der Hinweis auf den „Bestätigungsprozess innerhalb von Rahmenverträgen“ vermuten, dass die Vereinbarung im Rahmenvertrag oder einen ihn ergänzenden Anhang getroffen werden soll. Dies scheint die von der ESMA als zulässig angesehene negative affirmation zu bestätigen. In den Erläuterungen der BaFin zu den in BTO 2.2.2 Tz. 3 MaRisk zugelassenen automatisierten Abwicklungs- und Bestätigungssystemen findet sich jedoch eine hiervon abweichende Aussage zu Geschäften in OTC-Derivaten. Bei ihnen soll eine Bestätigung nach Art. 11 Abs. 1 Buchst. a VO Nr. 648/2012 ausreichen, sofern diese unabhängig vom Handel erfolgt und der Meldepflicht an ein Transaktionsregister nachgekommen wird, so dass beiden Kontrahenten der Abruf der Abschlussdaten im Transaktionsregister möglich ist. Der Abruf durch das Institut muss tatsächlich erfolgen und dokumentiert werden. Die neue Erläuterung zu BTO 2.2.2 Tz. 3 MaRisk lässt offen, ob mit dem Verweis auf Art. 11 Abs. 1 Buchst. a VO Nr. 648/2012 auch die Fälle gemeint sind, in denen das Institut und die Gegenpartei Bestätigungen i.S.d. Art. 1 Buchst. c DelVO Nr. 149/2013 austauschen oder von der erwähnten Auslegungentscheidung der ESMA zur negative affirmation bzw. der neuen Erläuterung zu BTO 2.2.2 Tz. 2 MaRisk Gebrauch machen. In diesem Fall würde der Abruf der Abschlussdaten aus dem Transaktionsregister eine zusätzliche Erschwernis darstellen. Problematisch erscheint darüber hinaus, dass die BaFin den im Transaktionsregister gespeicherten Daten den Stellenwert einer Bestätigung mittels automatisierten Kontraktdatenabgleichs (confirmation matching) zuweist; dies obwohl die Meldung nach Art. 9 VO Nr. 648/2012 aufgrund der Neuregelung der Meldepflicht durch die VO 2019/834 (EMIR REFIT) oder aufgrund einer Delegation der Meldepflicht auch von nur einer Gegenpartei vorgenommen werden kann.

Die Frage wie sich Art. 11 Abs. 1 VO Nr. 648/2012 und BTO 2.2.2 Tz. 2 MaRisk zueinander verhalten⁴³, ist dahingehend zu beantworten, dass sie **kumulativ anzuwenden** sind und im Falle eines Konflikts die strengere Regelung vorgeht⁴⁴. Zu berücksichtigen ist insoweit, dass § 25a KWG und BTO 2.2.2 Tz. 2 MaRisk die Vorgaben des Art. 74 RL 2013/36/EU (CRD IV) umsetzen und damit letztendlich beide auf gleichrangiges europäisches Recht zurückzuführen sind.

c) Form der Bestätigung

Die in Art. 11 Abs. 1 Buchst. a VO Nr. 648/2012 verwendete Formulierung, wonach die Bestätigung ggf. (where available) auf **elektronischem Wege** zur erfolgen ist, begründet lediglich eine Verpflichtung zu prüfen, ob die von einem Dienstleister angebotene Erstellung elektronischer Bestätigungen mittels automatisier-

38 Ebenso: *Martens*, EMIR-Verordnung, S. 185 und 209; *Wieland/Weiß*, Corporate Finance Law 2013, 73, 82; a.A. *Achtelik/Steinmüller* in *Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt*, Handbuch EMIR, Teil 3.B.II Rz. 25.

39 *IDW* Prüfungsstandard PS 920, Anlage 1 Rz. 5.2.1, S. 73, der im Übrigen, wenn die MaRisk dem nicht entgegenstehen, eine Vereinbarung über das Schweigen als Zustimmung nur bei gruppeninternen Geschäften als zulässig erachtet. Ebenso *IDW* EPS 920 n.F. (12.2021), Anlage 1 Rz. 5.2.1, S. 79.

40 *Donner* in *Zerey*, Finanzderivate, § 34 Rz. 133.

41 U.S. *CFTC* 77 FR 55904, S. 55960: „A confirmation is created when an acknowledgment is manually, electronically, or by some other legally equivalent means, signed by the receiving counterparty“.

42 *BaFin*, Konsultation 14/2020 – Mindestanforderungen an das Risikomanagement v. 26.10.2020, abrufbar über: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2020/kon_14_20_Konsultation_MaRisk.html.

43 *Wulff/Kloka*, WM 2015, 215, 217.

44 *Achtelik/Steinmüller* in *Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt*, Handbuch EMIR, Teil 3.B.II Rz. 25, die mit Verweis auf einen Vortrag von *Sigmundt* darauf hinweisen, dass dies auch der Auffassung der BaFin entspricht.

Neue MaRisk!

Neuer Rechtsrahmen für die Sanierung und Abwicklung von CCPs!

Art. 45a VO Nr. 648/2012 Rz. 1 | Vorübergehende Beschränkungen

- a) Ausschüttung von Dividenden oder Eingehen einer unwiderruflichen Verpflichtung zur Ausschüttung von Dividenden; hiervon ausgenommen sind Dividendenansprüche, die in der Verordnung (EU) 2021/23 ausdrücklich als eine Form von Entschädigung genannt werden;
- b) Rückkauf von Stammaktien;
- c) Begründung einer Verpflichtung zur Zahlung einer variablen Vergütung im Sinne der Vergütungspolitik der CCP nach Artikel 26 Absatz 5 der vorliegenden Verordnung, von freiwilligen Rentenleistungen oder von Abfindungspaketen für die Geschäftsleitung im Sinne von Artikel 2 Nummer 29 der vorliegenden Verordnung.

Die zuständige Behörde darf die CCP nicht daran hindern, eine der in Unterabsatz 1 genannten Handlungen vorzunehmen, wenn die CCP rechtlich dazu verpflichtet ist und die Verpflichtung vor dem Ereignis nach Unterabsatz 1 bestanden hat.

(2) Die zuständige Behörde kann beschließen, die in Absatz 1 genannten Beschränkungen aufzuheben, wenn sie der Auffassung ist, dass die Aufhebung dieser Beschränkungen nicht zu einer Verringerung der Menge oder der Verfügbarkeit der Eigenmittel der CCP führen würde, insbesondere der Eigenmittel, die zur Verwendung im Rahmen einer Sanierungsmaßnahme zur Verfügung stehen.

(3) Die ESMA gibt bis zum 12. Februar 2022 Leitlinien gemäß Artikel 16 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 heraus, in denen näher festgelegt wird, unter welchen Umständen die zuständige Behörde von der CCP verlangen kann, alle in Absatz 1 des vorliegenden Artikels genannten Handlungen zu unterlassen.

In der Fassung vom 16.12.2020 (ABl. EU Nr. L 22 v. 22.1.2021, S. 1).

Schrifttum: Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), Abschlussbericht über Leitlinien zur weiteren Spezifizierung der Umstände für vorübergehende Beschränkungen im Falle eines bedeutenden Nicht-Ausfallereignis gemäß Artikel 45a der EMIR v. 31.1.2022 (ESMA91-372-1704), abrufbar über: <https://www.esma.europa.eu/„ESMA-Leitlinien“>).

I. Übersicht	1	III. Umfang und Dauer der Ausschüttungsbeschränkungen	12
II. Voraussetzungen für den Erlass von Ausschüttungsbeschränkungen	5	IV. Leitlinien (Art. 45a Abs. 3 VO Nr. 648/2012) .	18

I. Übersicht

- 1 Art. 45a VO Nr. 648/2012 ist im Rahmen der Einführung eines neuen Rechtsrahmens für die Sanierung und Abwicklung von CCPs durch Art. 87 Nr. 8 VO 2021/23¹ eingefügt worden und **gilt seit dem 12.8.2022**. Die Vorschrift ermächtigt die **zuständige Behörde**, die von ihr beaufsichtigte CCP zu verpflichten, bestimmte **Ausschüttungen**, Aktienrückkäufe oder die Gewährung variabler Vergütungen oder freiwilliger Rentenleistungen für einen Zeitraum von bis zu **fünf Jahren** zu unterlassen, wenn im Hinblick auf die CCP ein **erhebliches Nichtausfallereignis** eingetreten ist.
- 2 Art. 45a VO Nr. 648/2012 gilt grundsätzlich **nur für europäische CCPs**. Stellt die ESMA im Rahmen des Verfahrens für die Anerkennung einer **Drittstaaten-CCP** nach Art. 25 VO Nr. 648/2012 oder im Rahmen der regelmäßigen Überprüfung einer Anerkennung fest, dass es sich bei der Drittstaaten-CCP um eine **Tier-2-CCP** handelt, ist Art. 45a VO Nr. 648/2012 jedoch auch von der Drittstaaten-CCPs zu beachten. Wegen der Einzelheiten wird auf die Ausführungen zu Art. 25 VO Nr. 648/2012 Rz. 72 verwiesen.
- 3 Wie sich aus Art. 45a Abs. 2 VO Nr. 648/2012 ergibt, ist **Zweck** der Regelung die **Sicherung** der Einhaltung der in Art. 16 VO Nr. 648/2012 festgelegten **Eigenkapitalanforderungen**. Damit erfüllt Art. 45a VO Nr. 648/2012 vergleichbare Zwecke wie die in Art. 141 Abs. 2 RL 2013/36/EU² (**CRD**) und Art. 16a Abs. 1 RL 2014/59/EU³ (**BRRD**) geltenden **Ausschüttungsbeschränkungen**.

1 Verordnung (EU) 2021/23 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.12.2020 über einen Rahmen für die Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1095/2010, (EU) Nr. 648/2012, (EU) Nr. 600/2014, (EU) Nr. 806/2014 und (EU) 2015/2365 sowie der Richtlinien 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2007/36/EG, 2014/59/EU und (EU) 2017/1132, ABl. EU Nr. L 22 v. 22.1.2021, S. 1.

2 Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.6.2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABl. EU Nr. L 176 v. 27.6.2013, S. 338.

3 Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie

Art. 45a VO Nr. 648/2012 wird **flankiert** von den in Art. 18 Abs. 1 Buchst. m VO 2021/23 geregelten Ausschüttungsbeschränkungen, mit denen die zuständige Behörde im Rahmen der **Frühintervention** eingreifen kann, wenn die CCP gegen die Eigenkapitalanforderungen des Art. 16 VO Nr. 648/2012 verstößt oder in naher Zukunft zu verstoßen droht. Darüber hinaus kann die zuständige Behörde nach Art. 9 Abs. 8 Unterabs. 2 VO 2021/23 Ausschüttungsbeschränkungen erlassen, wenn ihr von der CCP mitgeteilt wird, dass sie beabsichtigt, ihren **Sanierungsplan zu aktivieren**. Die vorstehend genannten Instrumentarien ergänzen sich, sind jedoch auch voneinander abzugrenzen.

II. Voraussetzungen für den Erlass von Ausschüttungsbeschränkungen

Die zuständige Behörde kann Ausschüttungsbeschränkungen erlassen, wenn im Hinblick auf die von ihr beaufsichtigte CCP ein **erhebliches Nichtausfallereignis** eingetreten ist.

Der Begriff „**Nichtausfallereignis**“ ist in Art. 2 Nr. 9 VO 2021/23 definiert und meint ein Szenario, in dem einer CCP aus einem anderen Grund als einem Ausfallereignis **Verluste** entstehen. Gemeint sind u.a. Schadensereignisse im Zusammenhang mit **einer Geschäfts-, Verwahrungs- oder Investitionstätigkeit, betriebliche Störungen, betrügerischen Handlungen** oder durch **Cyberangriffe** ausgelöste Störungen. Der in der Definition verwendete Begriff des „Ausfallereignisses“ ist seinerseits in Art. 2 Nr. 8 VO 2021/23 definiert und meint den Ausfall eines Clearingmitgliedes oder einer interoperablen CCP. Verkürzt geht es um ein Szenario, in dem der CCP durch die Realisierung so genannter **Nichtkreditrisiken** (*non-credit risks*), insbesondere operationeller Risiken, Verluste entstehen.

Wann ein „**erhebliches**“ Nichtausfallereignis vorliegt, wird in Art. 45a Abs. 1 VO Nr. 648/2012 nicht definiert. Wie sich aus Art. 45a Abs. 2 VO Nr. 648/2012 ergibt, rechtfertigt nicht jeder durch ein Nichtausfallereignis verursachte Verlust die Verhängung einer Ausschüttungsbeschränkung. So kann die zuständige Behörde die beschlossenen Ausschüttungsbeschränkungen wieder aufheben, wenn dies nicht zu einer Verringerung der Höhe oder der Verfügbarkeit der Eigenmittel der CCP führen würde. Hieraus folgt auch, dass die zuständige Behörde die Ausschüttungsbeschränkung unter den in Art. 45a Abs. 2 VO Nr. 648/2012 genannten Umständen gar nicht erst anordnen muss, weil die durch das Nichtausfallereignis verursachten Verluste die Erheblichkeitsschwelle nicht überschritten haben.

Ihrer Verpflichtung, die in Art. 45a Abs. 2 VO Nr. 648/2012 beschriebenen Umstände bzw. die Erheblichkeitsschwelle näher zu bestimmen, ist **die ESMA** durch Verabschiedung ihrer **Leitlinien vom 31.1.2022** (ESMA91-372-1704)⁴ nachgekommen.

Nach der Leitlinie Nr. 1 sollte die zuständige Behörde prüfen, ob das Nichtausfallereignis ein **erhebliches Risiko für das Kapital der CCP** darstellt. Ein Indikator für ein entsprechendes Risiko ist, wenn der durch das Nichtausfallereignis verursachte realisierte, geschätzte oder prognostizierte Verlust dazu führt oder wahrscheinlich führen wird, dass das Eigenkapitalniveau der CCP unter die in Art. 1 Abs. 3 DelVO 152/2013 genannte **Meldeschwelle** in Höhe von 110 % der Eigenkapitalanforderungen oder 110 % von 7,5 Mio. Euro absinkt.

Nach der Leitlinie Nr. 2 sollte die zuständige Behörde prüfen, ob das Nichtausfallereignis ein **erhebliches Risiko für die Fähigkeit der CCP, ihre kritischen Funktionen zu erfüllen**, darstellt. Indikator für ein entsprechendes Risiko ist, wenn ein wesentliches operationelles Ereignis wie z.B. ein Cyberangriff oder eine Naturkatastrophe oder der Ausfall eines Dritten die CCP daran hindert oder daran hindern könnte, ihre Clearingdienste in vollem Umfang zu erbringen oder ihre Verpflichtungen gegenüber ihren Clearingmitgliedern einschließlich Kunden und indirekten Kunden ganz oder teilweise zu erfüllen, und wenn dies **mittelfristig finanzielle Auswirkungen** haben kann.

Die ESMA-Leitlinien stellen klar⁵, dass das Vorliegen der Indikatoren die zuständige Behörde nicht dazu verpflichtet, eine Ausschüttungsbeschränkung nach Art. 45a Abs. 1 VO Nr. 648/2012 zu verhängen. Ebenso wenig ist die zuständige Behörde daran gehindert, eine Ausschüttungsbeschränkung anzuhängen, wenn die Indikatoren nicht vorliegen, sie jedoch aufgrund anderer Umstände die Notwendigkeit einer Ausschüttungsbeschränkung festgestellt hat.

82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates, ABL EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 190.

4 Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), Abschlussbericht über Leitlinien zur weiteren Spezifizierung der Umstände für vorübergehende Beschränkungen im Falle eines bedeutenden Nicht-Ausfallereignis gemäß Artikel 45a der EMIR v. 31.1.2022 (ESMA91-372-1704), abrufbar über: <https://www.esma.europa.eu> („ESMA-Leitlinien“).

5 ESMA-Leitlinien, Rz. 47.



(2) In Bezug auf die in Artikel 33 Absatz 3 Buchstaben b bis g der Richtlinie 2014/65/EU und in Artikel 78 Absatz 2 dieser Verordnung genannten Bedingungen wird die Registrierung des Betreibers eines KMU-Wachstumsmarkts von der zuständigen Behörde seines Herkunftsmitgliedstaats nur aufgehoben, wenn diese Bedingungen nicht mehr erfüllt sind.

In der Fassung vom 25.4.2016 (ABl. EU Nr. L 87 v. 31.3.2017, S. 1).

47. Öffentlicher Schuldtitel (§ 2 Abs. 47 WpHG)

- 302 Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 k.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 61 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 h.) um. Mit diesem wortgleich definiert § 2 Abs. 47 WpHG öffentlicher Schuldtitel i.S.d. WpHG als einen Schuldtitel (i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 3 WpHG), der von einem öffentlichen Emittenten begeben wird.

48. PRIIP (§ 2 Abs. 48 WpHG)

- 303 Die Vorschrift ist § 2 WpHG durch Art. 2 Nr. 2 1. FiMaNoG (Rz. 5 j.) hinzugefügt worden und hat ihre heutige Nummerierung durch Art. 3 lit. s 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 k.) erhalten. Zur Definition des Produkts PRIIP verweist sie auf Art. 4 Nr. 1 VO Nr. 1286/2014 vom 26.11.2014 (Rz. 6 i.). Dieser zufolge sind **PRIIP** – als Akronym gebildet aus „Packaged Retail Investment Product“, in deutscher Langform **„Verpacktes Anlageprodukt für Kleinanleger“** – „eine Anlage, einschließlich von Zweckgesellschaften i.S.d. Art. 13 Nr. 26 RL 2009/138/EG oder Verbriefungszweckgesellschaften i.S.d. Art. 4 Abs. 1 lit. a RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates [Rz. 5 f.] ausgegebener Instrumente, bei der unabhängig von der Rechtsform der Anlage der dem Kleinanleger rückzuzahlende Betrag Schwankungen aufgrund der Abhängigkeit von Referenzwerten oder von der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt v. Kleinanleger erworben werden, unterliegt“. **Kleinanleger** im Sinne dieser Definition ist nach Art. 4 Nr. 1 VO Nr. 1286/2014 ein Kleinanleger i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 h.) – d.h. ein Kunde, der kein professioneller Anleger i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 ist, welcher seinerseits auf die in dem umfangreichen Anhang II der Richtlinie aufgeführten Kriterien verweist – oder ein Kunde i.S.d. RL 2002/92/EG vom 9.12.2002⁴⁶¹, wenn dieser in der Richtlinie nicht näher definierte Kunde kein professioneller Kunde im vorstehenden Sinne ist. Näheres zum Begriff PRIIP s. Art. 4 VO Nr. 1286/2014 Rz. 3 ff.

49. PRIIP (§ 2 Abs. 49 WpHG)

- 304 Die Vorschrift ist § 2 WpHG durch Art. 2 Nr. 2 1. FiMaNoG (Rz. 5 j.) hinzugefügt worden und hat ihre heutige Nummerierung durch Art. 3 lit. s 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 k.) erhalten. Zur Definition des Produkts PRIIP verweist sie auf Art. 4 Nr. 3 VO Nr. 1286/2014 vom 26.11.2014 (Rz. 6 i.). Danach ist **PRIIP** – als Akronym gebildet aus „Packaged Retail and Insurance-based Investment Product“, in deutscher Langform **„Verpacktes Anlageprodukt für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukt“** – „jedes Produkt, das unter eine oder beide der folgenden Begriffsbestimmungen fällt: a) ein PRIIP; b) ein Versicherungsanlageprodukt“. Zum Begriff des Kleinanlegers s. Rz. 303. Näheres zum Begriff PRIIP s. Art. 4 VO Nr. 1286/2014 Rz. 21 ff.

§ 2a WpHG Unzuverlässigkeit von sanktionierten Personen

Eine natürliche oder juristische Person oder eine Personengesellschaft gilt als unzuverlässig, wenn nach einem im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften oder der Europäischen Union veröffentlichten unmittelbar geltenden Rechtsakt der Europäischen Gemeinschaften oder der Europäischen Union, der der Durchführung einer vom Rat der Europäischen Union im Bereich der Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik beschlossenen wirtschaftlichen Sanktionsmaßnahme dient, ihre Gelder und wirtschaftlichen Ressourcen eingefroren sind oder ihr weder unmittelbar noch mittelbar Gelder oder wirtschaftliche Ressourcen zur Verfügung gestellt werden oder zu Gute kommen dürfen. Eine natürliche Person gilt in der Regel als unzuverlässig, wenn sie als Geschäftsleiter, Aufsichtsratsmitglied oder in vergleichbarer Position für eine Person oder Personengesellschaft nach Satz 1 tätig

⁴⁶¹ Richtlinie 2002/92/EG Europäischen Parlaments und des Rates v. 9.12.2002, ABl. EG Nr. L 9 v. 15.1.2003, S. 3.

Neu!



ist; dies gilt nicht für Arbeitnehmervertreter. Eine natürliche Person gilt in der Regel auch dann als unzuverlässig, wenn sie die Interessen einer Person oder Personengesellschaft nach Satz 1 als Mitglied eines Aufsichts- oder Verwaltungsrats oder eines vergleichbaren Kontrollgremiums in einem Institut wahrnimmt, das nicht unter Satz 1 fällt.

In der Fassung des Zweiten Gesetzes zur effektiveren Durchsetzung von Sanktionen (**Sanktionsdurchsetzungsgesetz II**) vom 19.12.2022 (BGBl. I 2022, 2606).

Schrifttum: S. das Allgemeine Schrifttumsverzeichnis.

<p>I. Regelungshintergrund und Gegenstand der Vorschrift 1</p> <p>II. Die Unzuverlässigkeitsfiktionen der Vorschrift im Einzelnen 7</p> <p>1. Sanktionierte Personen und Personengesellschaften (§ 2a Satz 1 WpHG) 7</p>	<p>2. Bei Sanktionierten nach § 2a Satz 1 WpHG als Geschäftsleiter, Aufsichtsratsmitglied oder in vergleichbarer Position tätige natürliche Personen (§ 2a Satz 2 WpHG) 11</p> <p>3. Bestimmte Interessen einer Person oder Personengesellschaft i.S.v. § 2a Satz 1 WpHG wahrnehmende natürliche Personen (§ 2a Satz 3 WpHG) 13</p>
--	---

I. Regelungshintergrund und Gegenstand der Vorschrift

Restriktive Maßnahmen oder Sanktionen gegen Regierungen, Organisationen und Unternehmen, Gruppen und Vereinigungen oder natürliche und juristische Personen sind bekannte Instrumente der EU zur Durchsetzung der Gemeinsamen Außen und Sicherheitspolitik der Union. Als „Reaktion auf den völkerrechtswidrigen Angriff der Russischen Föderation gegenüber der Ukraine“¹ haben Sanktionen der EU jedoch eine neue Dimension erlangt. Auf der Grundlage von Beschlüssen des Rates der EU im Bereich der Gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik wurden EU-Verordnungen erlassen, die „insbesondere gegen einzelne Personen und Einrichtungen gerichtete restriktive Maßnahmen (Einfrieren von Vermögenswerten und Reisebeschränkungen), Beschränkungen der wirtschaftlichen Zusammenarbeit und Import- und Exportrestriktionen“ umfassen. Bei dem Vollzug dieser in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltenden Verordnungen in Deutschland „hat sich gezeigt, dass auf Vollzugsebene strukturelle Verbesserungen notwendig“ sind²: Die bestehenden rechtlichen Regelungen, so heißt es im RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz I vom 23.5.2022³, seien bislang nicht speziell auf die Sanktionsdurchsetzung ausgerichtet und reichten daher nicht dafür aus, deutschen Behörden zur Ermöglichung, dieses Ziel vollumfänglich und effektiv erreichen zu können. Deshalb sei es ein mittelfristiges Ziel, einen speziell auf die Sanktionsdurchsetzung abgestimmten Rechtsrahmen zu schaffen. Ein erster diesbezüglicher Schritt wurde mit dem **Sanktionsdurchsetzungsgesetz I** vom 23.5.2022⁴ veranlasst (Einl. Rz. 48). Es sollte dazu dienen, durch zügig und ohne grundlegende organisatorische Veränderungen umzusetzende und als Vorgriff auf eine spätere grundlegendere Lösung zu verstehende erste Maßnahmen zum Schließen von Regelungslücken auf den Weg zu bringen. Für das WpHG brachte das Sanktionsdurchsetzungsgesetz I die Einfügung des § 14a WpHG mit sich (Einl. Rz. 48), welcher „der Sicherstellung einer unmittelbaren und kohärenten Umsetzung von Handelsverboten in Finanzinstrumenten“ dienen soll, „die von zuständigen Stellen der Europäischen Union oder Einrichtungen eines Mitgliedstaates der Europäischen Union hinsichtlich einzelner oder mehrerer Finanzinstrumente erlassen werden“⁵.

Plangemäß wurde das Sanktionsdurchsetzungsgesetz I durch das **Sanktionsdurchsetzungsgesetz II** vom 19.12.2022⁶ ergänzt (Einl. Rz. 49). Mit ihm sollte „strukturelle Verbesserungen bei der Sanktionsdurchsetzung und bei der Bekämpfung von Geldwäsche in Deutschland auf den Weg gebracht werden“⁷. Teil dieses Gesetzes ist, **mit Wirkung vom 28.12.2022**⁸ die **Einfügung von § 2a WpHG** in das Wertpapierhandelsgesetz. Die neue Vorschrift gilt für sämtliche Zuverlässigkeitsbeurteilungen durch die BaFin nach dem WpHG und definiert, wann eine natürliche oder juristische Person oder eine Personengesellschaft oder eine von einem beaufsichtigten Unternehmen (etwa einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen) einzusetzen-

1 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz I, BT-Drucks. 20/1740 v. 10.5.2022, 1.

2 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz I, BT-Drucks. 20/1740 v. 10.5.2022, 1.

3 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz I, BT-Drucks. 20/1740 v. 10.5.2022, 1.

4 Erstes Gesetz zur effektiveren Durchsetzung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz I) vom 23.5.2022, BGBl. I 2022, 754.

5 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz I v. 23.5.2022, BT-Drucks. 20/1740 v. 10.5.2022, 1, 23.

6 Zweites Gesetz zur effektiveren Durchsetzung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz II) v. 19.12.2022, BGBl. I 2022, 2606.

7 Art. 26 Abs. 1 Sanktionsdurchsetzungsgesetz II, BGBl. I 2022, 2606.

8 RegE Sanktionsdurchsetzungsgesetz II, BT-Drucks. 20/4534 v. 21.11.2022, 1.

märkte) auch im **Zusammenhang mit den europäischen Bemühungen und Befugnissen zur Finanzmarktstabilität** gesehen werden (vgl. Rz. 1). Aus heutiger Sicht besteht im Rahmen der Krisenintervention für dauerhafte Handelsaussetzungen oder Transparenzanordnungen, die über die Befristung in § 14 Abs. 4 WpHG von maximal 24 Monaten hinausgehen, keine Notwendigkeit. Soweit es tatsächlich zu längerfristigen Krisensituationen käme, die mehr als zwei Jahre anhalten, wäre der Gesetzgeber wohl zu einem Eingreifen durch diverse Rechtsänderungen angehalten.

VII. Sofortige Vollziehbarkeit der Maßnahmen (§ 14 Abs. 4 Satz 4 WpHG)

- 27 Nach § 14 Abs. 4 Satz 4 WpHG haben **Widerspruch und Anfechtungsklage keine aufschiebende Wirkung**. Denn es handelt sich bei den Anordnungen zur Abwendung von Gefahren für die Stabilität der Finanzmärkte und für das Vertrauen in deren Funktionsfähigkeit um äußerst eilbedürftige Maßnahmen³⁸. Das bedeutet, dass auch ohne gesonderte Anordnung der sofortigen Vollziehbarkeit des von der Bundesanstalt erlassenen Verwaltungsakts Folge zu leisten ist. In Anbetracht der Parallelität der Regelung zu § 13 WpHG kann grundsätzlich auf die dortige Kommentierung und in Bezug auf die entsprechende Anwendung von § 6 Abs. 14 WpHG auf die Kommentierung zu § 6 Abs. 14 WpHG, insbesondere § 6 WpHG Rz. 226 ff., verwiesen werden.

§ 14a WpHG Befugnisse zur Durchsetzung von Sanktionsmaßnahmen

(1) Die Bundesanstalt kann die zur Durchsetzung eines von einer zuständigen Stelle der Europäischen Union oder Einrichtungen eines Mitgliedstaates der Europäischen Union beschlossenen Handelsverbotes von Finanzinstrumenten erforderlichen Maßnahmen gegenüber jedermann anordnen. Sie kann insbesondere den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten untersagen und die Aussetzung des Handels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten an Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, anordnen. Die Bundesanstalt kann Anordnungen nach den Sätzen 1 und 2 auch gegenüber einem öffentlich-rechtlichen Rechtsträger, gegenüber einer Börse oder gegenüber deren Börsenträger erlassen.

(2) § 125 Absatz 1 Satz 1 gilt entsprechend. Die Zuständigkeit der Börsenaufsichtsbehörden nach § 3 Absatz 1 Satz 1 des Börsengesetzes bleibt unberührt.

(3) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen nach Absatz 1 haben keine aufschiebende Wirkung.

In der Fassung des Ersten Gesetzes zur effektiveren Durchsetzung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz I) vom 23.5.2022 (BGBl. I 2022, 754).

Neu!

I. Übersicht und Hintergrund der Norm	1	IV. Ergänzung der Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörden durch die Befugnisse der Bundesanstalt (§ 14 Abs. 2 Satz 2 WpHG)	10
II. Anordnungsbefugnis (§ 14a Abs. 1 WpHG)	3	V. Sofortige Vollziehbarkeit der Maßnahmen (§ 14a Abs. 3 WpHG)	11
III. Bekanntmachungspflicht von Maßnahmen (§ 14 Abs. 2 Satz 1 WpHG)	9		

I. Übersicht und Hintergrund der Norm

- 1 Die Regelung des § 14a WpHG wurde im Jahr 2022 im Rahmen des Ersten Gesetzes zur effektiveren Durchsetzung von Sanktionen (Sanktionsdurchsetzungsgesetz I) als eine der verschiedenen Reaktionen auf den völkerrechtswidrigen Angriff der Russischen Föderation gegenüber der Ukraine normiert¹. Hintergrund der Regelung ist, dass die Europäische Union (EU) verschiedene Sanktionspakete verabschiedet hat, die u.a. auch Beschränkungen der wirtschaftlichen Zusammenarbeit umfassen. Die in diesem Zusammenhang erlassenen EU-Verordnungen gelten in Deutschland, wie in den übrigen Mitgliedstaaten, unmittelbar. Für den wirkungsstarken operativen Vollzug der Sanktionen ist auf nationaler Ebene zudem neben der

³⁸ Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 17/1952, 8.

¹ Vgl. Gesetzesbegründung, BT-Drucks. 20/1740, 14.

Abschnitt 5a Paneuropäisches Privates Pensionsprodukt (PEPP) (§ 32a WpHG)

§ 32a WpHG

Zuständigkeit im Sinne der Verordnung (EU) 2019/1238

Neu!

- (1) Die Bundesanstalt ist zuständige Behörde im Sinne von Artikel 2 Nummer 18 der Verordnung (EU) 2019/1238 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 über ein Paneuropäisches Privates Pensionsprodukt (PEPP) (ABl. L 198 vom 25.7.2019, S. 1) in der jeweils geltenden Fassung nach den Vorschriften dieses Gesetzes, soweit nicht § 295 Absatz 1 Nummer 7 des Versicherungsaufsichtsgesetzes, § 6 Absatz 1f des Kreditwesengesetzes oder § 5 Absatz 13 des Kapitalanlagegesetzbuchs anzuwenden ist.
- (2) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen und Entscheidungen der Bundesanstalt nach Artikel 6 Absatz 4, Artikel 8 Absatz 1 sowie nach Artikel 63 der Verordnung (EG) 2019/1238 haben keine aufschiebende Wirkung.

In der Fassung des Gesetzes zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (**Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz**) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021 (BGBl. 2021, 1568).

Schrifttum: Seyfert/Fuchs, Mobile Rente, Weg frei für die neue europäische Altersvorsorge, BaFinJournal April 2021, 30.

<p>I. Entstehung und Zweck der Norm 1</p> <p>II. BaFin als zuständige Behörde (§ 32a Abs. 1 WpHG) 4</p> <p>III. Keine aufschiebende Wirkung (§ 32a Abs. 2 WpHG) 9</p> <p>IV. Die VO 2019/1238 (PEPP-VO) 12</p> <p>1. Zweck und Entstehung der VO 2019/1238 . . . 12</p> <p>2. Rechtliche Grundlagen 17</p> <p>3. Sachlicher Anwendungsbereich: Paneuropäisches Privates Pensionsprodukt 22</p> <p>4. Persönlicher Anwendungsbereich 26</p> <p style="padding-left: 20px;">a) PEPP-Sparer, PEPP-Kunde, PEPP-Leistungsempfänger 27</p> <p style="padding-left: 20px;">b) PEPP-Anbieter 30</p> <p style="padding-left: 20px;">c) PEPP-Vertreiber 35</p> <p>5. PEPP-Basisinformationsblatt und Haftung . . 37</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Anforderungen an das PEPP-Basisinformationsblatt 37</p>	<p>b) Folgen eines fehlerhaften Informationsblatts 41</p> <p>c) Haftung des PEPP-Anbieters 43</p> <p style="padding-left: 20px;">aa) Grundlagen 43</p> <p style="padding-left: 20px;">bb) Haftungsvoraussetzungen 46</p> <p style="padding-left: 20px;">cc) Rechtsfolgen 50</p> <p style="padding-left: 20px;">dd) Verjährung 51</p> <p style="padding-left: 20px;">ee) Weitere Anspruchsgrundlagen 52</p> <p>d) Haftung des PEPP-Vertreibers 55</p> <p>6. Registrierung des PEPP 57</p> <p>7. Herstellung und Vertrieb von PEPP 62</p> <p>8. Aufsichtliche Folgen der Nichtbeachtung der VO 2019/1238 67</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Befugnisse der BaFin 67</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Speziell: Produktinterventionsbefugnisse . . 69</p> <p style="padding-left: 20px;">c) Bußgeld 76</p>
--	---

I. Entstehung und Zweck der Norm

§ 32a WpHG stellt eine Regelung zur Ausführung der VO 2019/1238 über ein Paneuropäisches Privates Pensionsprodukt (sog. PEPP – Pan-European Personal Pension Product) vom 20.6.2019¹ dar (sog. **PEPP-Verordnung**). Diese Regelung wurde mit Art. 2 des Schwarmfinanzierung-Begleitgesetzes vom 3.6.2021 (BGBl. I 2021, 1568) in das WpHG aufgenommen, hat jedoch mit Schwarmfinanzierungen nichts zu tun. § 32a WpHG hat nach Art. 30 Abs. 7 Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz **Geltung zum 1.1.2022** („im Übrigen“).

Zweck des § 32a WpHG ist es, die Zuständigkeit der BaFin (Absatz 1) sowie die Wirkung von Widerspruch und Anfechtung von entsprechenden Maßnahmen der BaFin (Absatz 2) festzuschreiben. Hintergrund ist, dass die VO 2019/1238 von den Mitgliedstaaten verlangt, bestimmte Sachverhalte auf nationaler Ebene zu regeln. Damit mussten auch im deutschen Recht Bestimmungen u.a. zur Festlegung der zuständigen Auf-

¹ ABl. EU Nr. L 198 v. 25.7.2019, S. 1.

Abschnitt 5b
Schwarmfinanzierungsdienstleister (§§ 32b–32f WpHG)

§ 32b WpHG **Zuständigkeit der Bundesanstalt nach der Verordnung (EU) 2020/1503**

- (1) Die Bundesanstalt ist zuständige Behörde im Sinne des Artikels 29 Absatz 1 der Verordnung (EU) 2020/1503.
- (2) Die Bundesanstalt erlässt im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz Gestattungen nach Artikel 2 Absatz 2 der Verordnung (EU) 2020/1503 durch Allgemeinverfügung.
- (3) In Bezug auf Maßnahmen nach Artikel 17 Absatz 1 der Verordnung (EU) 2020/1503 sind § 48 Absatz 4 Satz 1 und § 49 Absatz 2 Satz 2 des Verwaltungsverfahrensgesetzes über die Jahresfrist nicht anzuwenden.
- (4) Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Entscheidungen und Maßnahmen der Bundesanstalt nach der Verordnung (EU) 2020/1503 einschließlich der Androhung und der Festsetzung von Zwangsmitteln haben keine aufschiebende Wirkung.

In der Fassung des Gesetzes zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (**Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz**) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021 (BGBl. 2021, 1568).

Schrifttum: *Buck-Heeb*, Schwarmfinanzierungs-Gesetzgebung zwischen Zivil- und Aufsichtsrecht, BKR 2022, 169; *Casper*, Anlegerschutz beim Crowdfunding: eine kritische Evaluation des Kommissionsvorschlages für ein optionales europäisches Modell, in FS Karsten Schmidt, 2019, S. 197; *Engelmann-Pilger*, Anwendungsbereich der ECSP-VO und offene Fragen für die Praxis in Deutschland, BKR 2022, 144; *Fabricius*, Die ECSP-VO als alternative Anlage- und Fremdfinanzierungslösung, BKR 2022, 139; *Fischer/Spitzley*, Bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im Kontext des renditeorientierten Crowdfundings, BKR 2022, 847; *Freitag/Wolf*, Das Privatrecht des Crowdfunding nach Inkrafttreten der Schwarmfinanzierungsverordnung, WM 2021, 657; *Freitag/Wolf*, Das Kollisionsrecht des Crowdfunding nach der Schwarmfinanzierungsverordnung, WM 2021, 1009; *Izzo-Wagner/Otto*, Aktuelle aufsichtsrechtliche Zulassungsvoraussetzungen unter der ECSP-VO, BKR 2022, 155; *Izzo-Wagner/Otto*, Verhaltenspflichten bei Vermittlung an Investoren unter der ECSP-VO, BKR 2022, 163; *Klein/Nathmann*, Die EU-weite Regulierung des Crowdfunding-Markts – Vorstellung und Analyse des Vorschlags der EU-Kommission, BB 2019, 1158; *Kuthe/Dresler-Lenz*, EU-Crowdfunding-Lizenz als wichtiger Vorstoß zum einheitlichen EU-Finanzmarkt, DB 2020, 471; *Renner/Faller/Walter*, Crowdlending nach der ECSP-VO, BKR 2021, 394; *Renner/Seidel*, Prospekthaftung nach dem Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz, BKR 2022, 176; *Rennig*, FinTech-Aufsicht im künftigen EU-Recht, ZBB 2020, 385; *Rennig*, Schwarmfinanzierungs-Verordnung und deutsches Begleitgesetz, RdI 2022, 1; *Rennig*, Lösungsrechte von Anlegern bei Schwarmfinanzierungsprojekten, BKR 2022, 562; *Riethmüller*, Aufsichts- und kapitalmarktrechtlicher Gehalt der ECSP-Verordnung, BKR 2022, 149; *Rotter/Ertl*, Anlegerschutz der ECSP-VO, BKR 2022, 184; *Rusch*, Der finale Entwurf einer Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister (ECSP-VO) – Anwendungsbereich und Regelungsüberblick, ZBB 2020, 217; *Rusch*, Die Haftung für fehlerhafte Anlagebasisinformationsblätter nach der ECSP-VO in grenzüberschreitenden Sachverhalten, BKR 2022, 192; *Serdaris*, Behavioural Economic Influences on Primary Market Disclosure – the Case of the EU Regulation on European Crowdfunding Service Providers, ECFR 2021, 428; *Will/Quarch*, Der Kommissionsvorschlag einer EU-Crowdfunding-Verordnung – Eine kritische Analyse, WM 2018, 1481; *Woesch*, Neue Vorgaben der ECSP-VO für Crowdfunding, FinTechs und Finanzinstrumente, RdF 2022, 4; *Woesch*, Fronting-Bank-Modelle im Lichte der ECSP-VO, BKR 2022, 199.

<p>I. Überblick und Rechtsgrundlagen 1</p> <p>II. Begriffe, Anwendungsbereich der §§ 32b ff. WpHG 9</p> <p>1. „Schwarmfinanzierung“, „Schwarmfinanzierungsdienstleistung“ 9</p> <p>2. Persönlicher Anwendungsbereich (Akteure) . . 15</p> <p> a) Projektträger 16</p> <p> b) Anleger 21</p> <p> c) Schwarmfinanzierungsdienstleister 29</p> <p>3. Sachlicher Anwendungsbereich 37</p> <p> a) Anwendbarkeit 37</p> <p> b) Vermittlung von Krediten (Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. i VO 2020/1503) 41</p>	<p> c) Platzierung übertragbarer Wertpapiere (Art. 2 Abs. 1 lit. b Ziff. ii VO 2020/1503) . . 43</p> <p> d) Nicht: Andere Dienstleistungen 45</p> <p> e) Nicht: Qualifizierte Nachrangdarlehen . . . 46</p> <p> f) Nicht: Überschreitung der 5 Millionen Euro-Grenze 48</p> <p>4. Verhältnis zum VermAnlG 50</p> <p>III. BaFin als zuständige Behörde i.S.d. VO 2020/1503 (§ 32b Abs. 1 WpHG) 54</p> <p>1. Zuständigkeit der BaFin 54</p> <p>2. Die VO 2020/1503 58</p> <p> a) Formale und inhaltliche Regelungen 58</p> <p> b) Speziell: Anlegerschutz, Widerrufsrecht . . 66</p>
---	---

VI. Rechtsfolgen eines Verstoßes

1. Ordnungswidrigkeitenrecht

- 50 Gemäß § 120 Abs. 2 Nr. 4 lit. c WpHG handelt ordnungswidrig, wer vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 49 Abs. 1 oder Abs. 2 WpHG eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt oder nicht oder nicht rechtzeitig nachholt. Die Ordnungswidrigkeit kann gem. § 120 Abs. 24 Halbs. 1 WpHG mit einer Geldbuße bis zu 500.000 Euro geahndet werden.

2. (Sonstiges) Aufsichtsrecht

- 51 Hinsichtlich der sonstigen aufsichtsrechtlichen Konsequenzen gelten die Ausführungen zu § 48 WpHG entsprechend (vgl. § 48 WpHG Rz. 38).

3. Zivilrecht

- 52 Die Veröffentlichungspflichten aus § 49 WpHG sind **nicht** als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB einzuordnen¹⁰¹. Für die Pflichten aus § 49 Abs. 1 Satz 1 WpHG folgt dies schon aus der Befreiungsregelung des Satzes 2. Hiermit manifestiert sich die legislative Bewertung, dass bei diesen Informationen primär das Aktienrecht zur Regelung berufen ist, und das gilt auch für die Sanktionierung etwaiger Informationspflichtverletzungen¹⁰². Folgerichtig ist damit auch für die Pflichten aus Abs. 2 gegen eine Schutzgesetzqualität zu entscheiden.

§ 50 WpHG Veröffentlichung zusätzlicher Angaben und Übermittlung an das Unternehmensregister; Verordnungsermächtigung

(1) Ein Inlandsemittent muss

1. jede Änderung der mit den zugelassenen Wertpapieren verbundenen Rechte sowie
 - a) im Falle zugelassener Aktien der Rechte, die mit derivativen vom Emittenten selbst begebenen Wertpapieren verbunden sind, sofern sie ein Umtausch- oder Erwerbsrecht auf die zugelassenen Aktien des Emittenten verschaffen,
 - b) im Falle anderer Wertpapiere als Aktien Änderungen der Ausstattung dieser Wertpapiere, insbesondere von Zinssätzen, oder der damit verbundenen Bedingungen, soweit die mit den Wertpapieren verbundenen Rechte hiervon indirekt betroffen sind, und
2. Informationen, die er in einem Drittstaat veröffentlicht und die für die Öffentlichkeit in der Europäischen Union und dem Europäischen Wirtschaftsraum Bedeutung haben können, unverzüglich veröffentlichen und gleichzeitig der Bundesanstalt diese Veröffentlichung mitteilen. Er übermittelt diese Informationen außerdem unverzüglich, jedoch nicht vor ihrer Veröffentlichung der das Unternehmensregister führenden Stelle zur Einstellung in das Unternehmensregister.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen zu erlassen über den Mindestinhalt, die Art, die Sprache, den Umfang und die Form der Veröffentlichung und der Mitteilung nach Absatz 1 Satz 1.

In der Fassung des 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (BGBl. I 2017, 1693), zuletzt geändert durch Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG) vom 5.7.2021 (BGBl. I 2021, 3338).

Schrifttum: S. Vor §§ 48 ff. WpHG.

Mit DiRUG-Änderungen!

¹⁰¹ Wie hier *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, § 49 WpHG Rz. 3, 37; *Stoll* in KölnKomm. WpHG, § 30b WpHG Rz. 80; a.A. *Zimmermann* in Fuchs, § 30b WpHG Rz. 25; *Schlee* in Heidel, § 49 WpHG Rz. 8; *Staahe* in BeckOK Wertpapierhandelsrecht, Stand: 15.11.2021, § 49 WpHG Rz. 53.

¹⁰² A.A. *Stoll* in KölnKomm. WpHG, § 30b WpHG Rz. 80.

Abschnitt 9

Positionslimits und Positionsmanagementkontrollen bei Warenderivaten und Positionsmeldungen (§§ 54–57 WpHG)

§ 54 WpHG Positionslimits und Positionsmanagementkontrollen

(1) Die Bundesanstalt legt vorbehaltlich des § 55 für jedes Derivat auf landwirtschaftliche Erzeugnisse und jedes kritische oder signifikante Warenderivat, das an einem inländischen Handelsplatz gehandelt wird, einen quantitativen Schwellenwert für die maximale Größe einer Position in diesem Derivat, die eine Person halten darf (Positionslimit), fest. Warenderivate gelten als kritisch oder signifikant, wenn die Summe aller Nettopositionen der Halter von Endpositionen dem Umfang ihrer offenen Positionen entspricht und durchschnittlich mindestens 300.000 handelbare Einheiten innerhalb von 12 Monaten beträgt. Nähere Bestimmungen zur Berechnungsmethode nach der die Positionslimits in Spot-Monaten und anderen Monaten für effektiv gelieferte oder bar abgerechnete Warenderivate auf der Grundlage der Eigenschaften der entsprechenden Derivate festgelegt werden, ergeben sich aus von der Kommission gemäß Artikel 57 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU in der jeweils geltenden Fassung erlassenen technischen Regulierungsstandards.

(2) Das Positionslimit ist so festzulegen, dass es

1. Marktmissbrauch im Sinne des Artikels 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 verhindert und
2. zu geordneten Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen beiträgt.

Insbesondere trägt das Positionslimit zu Preisbildungs- und Abwicklungsbedingungen im Sinne des Satzes 1 Nummer 2 bei, wenn es

1. marktverzerrende Positionen verhindert und
2. eine Konvergenz zwischen dem Preis des Derivats im Monat der Lieferung und dem Preis für die zugrunde liegende Ware an den entsprechenden Spotmärkten sicherstellt, ohne dass die Preisbildung am Markt für die zugrunde liegende Ware berührt wird.

(3) Die Bundesanstalt kann in Ausnahmefällen Positionslimits festlegen, die strenger sind als die nach den Absätzen 1 und 2 berechneten, wenn dies unter Berücksichtigung der Liquidität in dem betreffenden Derivat und im Interesse einer geordneten Funktionsweise des betreffenden Marktes geboten und verhältnismäßig ist. Eine Festlegung nach Satz 1 ist auf der Internetseite der Bundesanstalt zu veröffentlichen und auf höchstens sechs Monate ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung befristet. Liegen die Gründe nach Satz 1 auch nach Ablauf dieser Frist weiter vor, kann die Festlegung jeweils für einen Zeitraum von höchstens sechs Monaten verlängert werden. Absatz 4 gilt entsprechend.

(4) Vor Festlegung eines Positionslimits nach Absatz 1 teilt die Bundesanstalt der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde das beabsichtigte Positionslimit mit. Verlangt diese binnen zwei Monaten nach Erhalt der Mitteilung nach Satz 1 eine Änderung an dem Positionslimit und kommt die Bundesanstalt diesem Verlangen nicht nach, teilt sie ihre Entscheidung einschließlich ihrer Gründe der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde mit und veröffentlicht ihre begründete Entscheidung auf ihrer Internetseite. Die Bundesanstalt übermittelt die Einzelheiten der von ihr festgelegten Positionslimits an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde.

(5) Ändert sich die lieferbare Menge eines Derivats oder die Anzahl oder das Volumen offener Kontraktpositionen in einem Derivat in erheblichem Umfang oder treten sonstige erhebliche Änderungen auf dem Markt auf, legt die Bundesanstalt die Positionslimits nach Maßgabe der Absätze 1 bis 4 neu fest. Die Betreiber von Handelsplätzen unterrichten die Bundesanstalt über nach Satz 1 erhebliche Änderungen an ihrem Handelsplatz.

(6) Der Betreiber eines multilateralen oder organisierten Handelssystems, an dem Warenderivate gehandelt werden, muss Verfahren zur Überwachung der Einhaltung der nach den Absätzen 1 bis 5 und § 55 festgelegten Positionslimits (Positionsmanagementkontrollen) einrichten. Diese müssen transparent und diskriminierungsfrei ausgestaltet werden, festlegen, wie sie anzuwenden sind und der Art und Zusammensetzung der Marktteilnehmer sowie deren Nutzung der zum Handel zugelassenen Kontrakte Rechnung tragen. Im Rahmen von Kontrollen nach den Sätzen 1 und 2 hat der Betreiber eines Handelsplatzes insbesondere sicherzustellen, dass er das Recht hat,

1. die offenen Kontraktpositionen jeder Person zu überwachen,

2. von jeder Person Zugang zu Informationen, einschließlich aller einschlägigen Unterlagen, über Größe und Zweck einer von ihr eingegangenen Position oder offenen Forderung, über wirtschaftliche oder tatsächliche Eigentümer, etwaige Absprachen sowie alle etwaigen zugehörigen Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten im einschlägigen Basiswert zu erhalten, gegebenenfalls auch zu Positionen, die in Warendervivaten mit demselben Basiswert und denselben Eigenschaften an anderen Handelsplätzen und in wirtschaftlich gleichwertigen OTC-Kontrakten über Mitglieder und Teilnehmer gehalten werden,
3. von jeder Person die zeitweilige oder dauerhafte Auflösung oder Reduzierung einer von ihr eingegangenen Position zu verlangen und, falls der Betreffende dem nicht nachkommt, einseitig geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um die Auflösung oder Reduzierung sicherzustellen, und
4. von jeder Person zu verlangen, zeitweilig Liquidität zu einem vereinbarten Preis und in vereinbartem Umfang eigens zu dem Zweck in den Markt zurückfließen zu lassen, die Auswirkungen einer großen oder marktbeherrschenden Position abzumildern.

Der Betreiber unterrichtet die Bundesanstalt über Einzelheiten der Positionsmanagementkontrollen nach den Sätzen 1 bis 3. Die Bundesanstalt übermittelt diese Informationen an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde. Nähere Bestimmungen zum Inhalt der Positionsmanagementkontrollen ergeben sich aus den von der Kommission aufgrund der gemäß Artikel 57 Absatz 8 der Richtlinie 2014/65/EU in der jeweils geltenden Fassung in Verbindung mit Absatz 10 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 erlassenen technischen Regulierungsstandards.

In der Fassung des 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (BGBl. I 2017, 1693), zuletzt geändert durch Gesetz zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021 (BGBl. I 2021, 1568).

Delegierte Verordnung (EU) 2022/1302 der Kommission vom 20. April 2022
zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates
durch technische Regulierungsstandards für die Anwendung von Positionslimits für Warenderivate
und für Verfahren für Anträge auf Ausnahmen von Positionslimits
 (Auszug)

Immer wieder einschlägige DeVOs

Art. 11 Methodik zur Festlegung des Richtwerts für Limits im Spot-Monat

(1) Zur Festlegung eines Richtwerts für das Positionslimit eines Derivats auf landwirtschaftliche Erzeugnisse und eines kritischen oder signifikanten Warenderivats im Spot-Monat berechnen die zuständigen Behörden 25 % der für dieses Warenderivat lieferbaren Menge. Ist die lieferbare Menge erheblich größer als die Gesamtheit der offenen Positionen, so bestimmen die zuständigen Behörden den Richtwert für das Limit im Spot-Monat durch Berechnung von 25 % der für dieses Warenderivat offenen Kontraktpositionen.

Dieser Richtwert wird in handelbaren Einheiten angegeben.

(2) Wenn eine zuständige Behörde für verschiedene Zeitpunkte innerhalb des Spot-Monats unterschiedliche Positionslimits festlegt, dann senkt sie diese mit dem Näherrücken des Auslaufens des Warenderivatkontrakts sukzessive und berücksichtigt die Regelungen zum Positionsmanagement des Handelsplatzes.

(3) Abweichend von Absatz 1 bestimmen die zuständigen Behörden den Richtwert für das Positionslimit im Spot-Monat für Warenderivate, deren zugrunde liegende Waren als für den menschlichen Verzehr bestimmte Nahrungsmittel anerkannt sind und deren offene Kontraktpositionen sich in einem Zeitraum von drei aufeinanderfolgenden Monaten im Spot-Monat und in anderen Monaten auf mehr als 50 000 handelbare Einheiten belaufen, durch Berechnung von 20 % der für dieses Warenderivat lieferbaren Menge. Ist die lieferbare Menge erheblich größer als die Gesamtheit der offenen Positionen, so bestimmen die zuständigen Behörden den Richtwert für das Limit im Spot-Monat für ein solches Warenderivat durch Berechnung von 20 % der für dieses Warenderivat offenen Kontraktpositionen.

In der Fassung vom 20.4.2022 (ABl. EU Nr. L 197 v. 26.7.2022, S. 52).

Art. 12 Lieferbare Menge

(1) Zur Berechnung der lieferbaren Menge eines Derivats auf landwirtschaftliche Erzeugnisse und eines kritischen oder signifikanten Warenderivats stellen die zuständigen Behörden fest, mit welcher Menge der zugrunde liegenden Ware die mit dem Warenderivat verbundenen Lieferpflichten erfüllt werden können.

(2) Zur Feststellung der für ein Warenderivat lieferbaren Menge gemäß Absatz 1 ziehen die zuständigen Behörden die monatliche Durchschnittsmenge heran, in der die zugrunde liegende Ware anhand der neuesten verfügbaren Daten lieferbar war, die Folgendes abdecken:

- a) einen Zeitraum von einem Jahr, der dem Datum der Festlegung für ein kritisches oder signifikantes Warenderivat unmittelbar vorausgeht,
- b) einen Zeitraum von einem bis fünf Jahren, der dem Datum der Festlegung für ein erivat auf landwirtschaftliche Erzeugnisse unmittelbar vorausgeht

ment von Positionen⁶. Dem liegt die Beobachtung zugrunde, dass auf den Warenderivatemarkten zahlreiche Finanzmarktakteure tätig sind, die Positionen aufbauen, ohne zugleich in den zugrunde liegenden Warenmärkten engagiert zu sein, sog. **financialisation** der Warenderivatemarkte⁷. Insbesondere die den Derivatemarkten zugeschriebene **Preisbildungsfunktion** für den Basiswert könnte beeinträchtigt werden, wenn Marktteilnehmer allein zu spekulativen Zwecken große Positionen in einem Warenderivat halten. Umstritten ist vor allem, inwieweit der spekulative Handel mit Derivaten auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse zum **Preisanstieg für Nahrungsmittel** in lebensmittelimportierenden Entwicklungsländern beiträgt oder beiträgt hat (Rz. 32 f.)⁸.

Art. 57 RL 2014/65/EU und ihm folgend § 54 WpHG orientieren sich sachlich an Vorbildern aus anderen Staaten, insbesondere an den Befugnissen der US-amerikanischen Commodity Futures Trading Commission (CFTC), die seit über 80 Jahren Erfahrungen mit der Festlegung von Positionslimits für Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse gesammelt hat⁹, indessen mit Positionslimits für andere Warenderivate nun ebenfalls Neuland betreten musste¹⁰. In verfahrensrechtlich-institutioneller Hinsicht weicht das europäische Design von dem US-amerikanischen Vorbild deutlich ab. Es handelt sich um eine **auf den europäischen Finanzmarktaufsichtsverbund zugeschnittene Lösung**. Insbesondere die Beteiligung der ESMA an der Festlegung der Positionslimits ist als Beitrag zur Harmonisierung und Kohärenz gedacht¹¹.

Um nachteilige Auswirkungen auf die Entwicklung neuer Warenmärkte insbesondere im Bereich des Energiehandels durch zu enge Limits auszuschließen, nahm der europäische Gesetzgeber die COVID-19-Krise zum Anlass, mit **dem MiFID II quick fix** das Positionslimitregime auf sog. kritische oder signifikante Warenderivate zu beschränken, die durch ein großes Handelsvolumen gekennzeichnet sind¹². In der Folge werden unionsweit nur noch für wenige Derivate überhaupt Positionslimits festgelegt (Rz. 11 ff.). Das Regime für Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse, das für lebensmittelabhängige Staaten gerade auch während der COVID-Krise von Bedeutung war¹³, blieb zwar weitgehend unverändert, hat aber durch den brexitbedingten Wegfall der großen britischen Warenderivatemarkte – maßgeblich die ICE Europe – an praktischer Bedeutung verloren. Für die deutsche Finanzmarktaufsicht entpuppen sich §§ 54 bis 56 WpHG vor allem durch die Beschränkung des Anwendungsbereichs des Positionslimitregimes auf kritische oder signifikante Warenderivate weitgehend als **Papiertiger**.

Achtung!

II. Systematischer Zusammenhang

§ 54 WpHG ist **Element eines erstmals unionsweit etablierten Systems der Regulierung der Märkte für Warenderivate**. Die Befugnis zur Festlegung von **Positionslimits** wurde den zuständigen mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden vorbehalten (§ 54 Abs. 1 WpHG; Art. 57 Abs. 4, Art. 69 Abs. 2 lit. p RL 2014/65/EU). § 54 WpHG wird ergänzt durch eine Zuständigkeitsbestimmung für Fälle, in denen Warenderivate nicht

6 IOSCO, Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets – Final Report, September 2011, FR07/11, Chapter 5, S. 39 ff.

7 IOSCO, Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets – Final Report, September 2011, FR07/11, Chapter 1, S. 8 f.; s. auch Mitteilung der Kommission, Grundstoffmärkte und Rohstoffe: Herausforderungen und Lösungsansätze, KOM (2011) 25 endg. v. 2.2.2011; *Chadwick*, 6 Int. & Comp. Law Quarterly (2017), 625, 631 ff.

8 Zumindest eine Korrelation wird konstatiert in Mitteilung der Kommission, KOM (2011) 25 endg. v. 2.2.2011, S. 5 f.; s. auch *Chadwick*, 6 Int. & Comp. Law Quarterly (2017), 625, 629 ff.; Kleine Anfrage der Fraktion DIE LINKE zur Position der Bundesregierung zur Spekulation mit Nahrungsmitteln, BT-Drucks. 17/8423; Antrag der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen, Nahrungsmittelspekulation stoppen – Kommissionsvorschlag zurückweisen, BT-Drucks. 18/11173; ausf. zu der Diskussion *Lehmann/Zetzsche* in Schwark/Zimmer, Vor §§ 54 ff. WpHG Rz. 7 ff. mit zahlreichen Nachweisen.

9 Zur Geschichte des Positionslimitregimes instruktiv CFTC, Proposed Rules on Position Limits, 81 FR 96704 v. 30.12.2016; zur Rechtslage in anderen Staaten zusammenfassend IOSCO, Update to Survey on the Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets, November 2018, FR19/2018.

10 Auf der Grundlage von 17 CFR § 150 zum Commodity Exchange Act, 7 U.S.C. 6a (a) in der Fassung des Dodd-Frank Act; s. CFTC, Position Limits for Derivatives, Final Rulemaking, 86 FR 3236 v. 14.1.2021.

11 Erwägungsgrund 127 RL 2014/65/EU.

12 Erwägungsgründe 12 und 15 der Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.2.2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 im Hinblick auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise, ABL. EU Nr. L 68 v. 26.2.2021, S. 14.

13 *Tröster*, ÖFSE Briefing Paper No. 25/2020.

nur an inländischen Handelsplätzen, sondern auch in anderen Mitgliedstaaten gehandelt werden (§ 55 WpHG; Art. 57 Abs. 6 RL 2014/65/EU), überdies durch Vorgaben für die Anwendung der Positionslimits (§ 56 WpHG; Art. 57 Abs. 1 und 4 RL 2014/65/EU). Die Ausübung von **Positionsmanagementbefugnissen** ist auf mitgliedstaatlicher Ebene sowohl den Aufsichtsbehörden (§ 6 Abs. 3 Satz 2 Nr. 3, § 9 WpHG; Art. 69 Abs. 2 lit. j, o und p RL 2014/65/EU) als auch den Betreibern von Handelsplätzen (§ 54 Abs. 6 WpHG; § 26f Abs. 1 BörsG; Art. 57 Abs. 8 RL 2014/65/EU) anvertraut, überdies auf europäischer Ebene unter den Voraussetzungen des Art. 45 VO Nr. 600/2014 (MiFIR)¹⁴ subsidiär der ESMA. Sie werden durch **Meldepflichten** der Handelsteilnehmer und der Betreiber von Handelsplätzen arrondiert (§ 57 WpHG; Art. 58 RL 2014/65/EU).

- 6 Die behördlichen Befugnisse zur Festlegung von Positionslimits und die den Behörden zugewiesenen und den Handelsplatzbetreibern abverlangten Positionsmanagementkontrollen sind Bestandteil der **europäischen Anstrengungen zur Regulierung des Derivatehandels**. Sie **ergänzen** die Vorgaben der VO Nr. 648/2012 (EMIR)¹⁵ i.V.m. § 30 WpHG zur **Clearingpflicht für OTC-Derivate** und die Regelungen in Art. 28 ff. VO Nr. 600/2014 zur **Handelspflicht für Derivate**, zudem die jeweiligen Transparenzregime¹⁶.
- 7 Die behördliche Befugnis und Pflicht zur Festlegung von Positionslimits für Warenderivate lässt **weitere behördliche Befugnisse**, die auf Finanzinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG und damit auch auf Warenderivate (§ 2 Abs. 4 Nr. 4 i.V.m. Abs. 3 Nr. 2 WpHG) anwendbar sind, **unberührt**. Dies gilt etwa für auf den Primärmarkt bezogene Produktinterventionen auf der Grundlage von Art. 42 VO Nr. 600/2014, die ausdrücklich auch Derivate erfassen können (Art. 42 Abs. 2 lit. a Ziff. ii VO Nr. 600/2014)¹⁷. Ebenso wenig werden handelsbezogene Leerverkaufsbeschränkungen der Bundesanstalt nach Art. 18 ff. VO Nr. 236/2012¹⁸ i.V.m. § 53 WpHG durch die Befugnis zur Festsetzung von Positionslimits berührt. Schließlich werden auch die behördlichen Befugnisse zur Aussetzung oder Untersagung des Handels mit Finanzinstrumenten unter den Voraussetzungen des § 6 Abs. 2 Satz 4 WpHG, d.h. vor allem auch zur Durchsetzung der Verhinderung von Marktmissbrauch i.S.v. Art. 1 VO Nr. 596/2014 (MAR)¹⁹, nicht durch § 54 WpHG gesperrt.
- 8 Die Rechte zur Ausübung von **Positionsmanagementkontrollen**, über die **Betreiber von Handelsplätzen** gegenüber den Handelsteilnehmern verfügen müssen (§ 54 Abs. 6 WpHG; § 26f BörsG), ergänzen diejenigen Kontrollmechanismen und Vorkehrungen, die Börsen und Betreiber von MTF und OTF nach anderen Vorschriften vorzuhalten verpflichtet sind. **Unberührt** bleiben insbesondere die Pflichten, geeignete Vorkehrungen für eine ordnungsgemäße Preisfeststellung auch bei erheblicher Preisvolatilität zu treffen (§ 72 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG; § 24 Abs. 2b BörsG) und u.a. in Fällen des Verdachts eines Marktmissbrauchs für eine Aussetzung des Handels oder für einen Handelsausschluss eines Finanzinstruments zu sorgen (§ 73 Abs. 1 WpHG; § 25 Abs. 1 BörsG)²⁰.

III. Anwendungsbereich

1. Sachlicher Anwendungsbereich: **Warenderivate**

- 9 § 54 Abs. 1 WpHG verschränkt Fragen des Anwendungsbereichs der Vorschrift mit der Befugnis der Bundesanstalt zur Festlegung von Positionslimits. Gegenständlich erfasst die Befugnis Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse und kritische oder signifikante Warenderivate, die an einem inländischen Handels-

14 Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 84.

15 Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.7.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201 v. 27.7.2012, S. 1.

16 Überblick bei *Barth*, Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR, 2015, S. 11 ff.; zum Nebeneinander auch *Lehmann/Zetsche* in Schwark/Zimmer, Vor §§ 54 ff. WpHG Rz. 3 ff.

17 S. beispielhaft BaFin, Allgemeinverfügung – Produktintervention bezüglich Futures v. 30.9.2022, Gz. WA 35-Wp 5427/00001#00273.

18 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.3.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU Nr. L 86 v. 24.3.2012, S. 1.

19 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1; zur Anwendung des Marktmissbrauchsregimes auf Warenderivate s. Erwägungsgründe 10, 20 und Art. 2 Abs. 2 lit. b, Art. 7 Abs. 1 lit. b VO Nr. 596/2014.

20 Zum notwendigen Ergänzungsscharakter der unterschiedlichen Maßnahmen s. auch IOSCO, Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets – Final Report, September 2011, FR07/11, Chapter 5, S. 39 f.

platz gehandelt werden. **Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse** sind Derivatkontrakte i.S.v. § 2 Abs. 36a WpHG, der in Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 59 RL 2014/65/EU seinerseits für den Begriff der landwirtschaftlichen Erzeugnisse auf die Nomenklatur der Gemeinsamen Marktorganisation Bezug nimmt. Erfasst werden damit Derivatkontrakte auf unterschiedlichste Erzeugnisse wie z.B. Getreide, Reis, Zucker, Fleischwaren oder Milchprodukte²¹, darüber hinaus auch Produkte der Fischerei und der Aquakultur²². Als Waren gelten nach § 2 Abs. 5 WpHG Güter fungibler Art, die geliefert werden können, wie Metalle sowie ihre Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom²³. Dementsprechend bilden Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse eine Teilgruppe der Warenderivate. Die Begriffsbestimmung des **Warenderivats** in § 2 Abs. 36 WpHG beschränkt sich auf einen Verweis auf Art. 2 Abs. 1 Nr. 30 VO Nr. 600/2014, der seinerseits Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c i.V.m. Anhang I Abschnitt C Nr. 5, 6, 7 und 10 RL 2014/65/EU in Bezug nimmt. Aus dem Verweis auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c RL 2014/65/EU folgt zunächst, dass grundsätzlich auch als Wertpapiere verbriefte Derivate erfasst werden. In Umsetzung von Art. 57 Abs. 1 Unterabs. 2 lit. d RL 2014/65/EU nimmt aber nunmehr § 56 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG **verbrieft Derivate (Warenerzertifikate)** vom Positionslimitregime aus (vgl. § 56 WpHG Rz. 23)²⁴.

Sachlich werden gem. **Anhang I Abschnitt C Nr. 5 RL 2014/65/EU** Derivate auf Waren einbezogen, die bar abgerechnet werden können oder müssen (s. auch § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a WpHG) und nach **Anhang I Abschnitt C Nr. 6 RL 2014/65/EU** solche, die physisch erfüllt werden können, sofern sie an einem geregelten Markt, über ein MTF oder ein OTF gehandelt werden (s. auch § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. b WpHG). Die Kategorie der durch physische Lieferung erfüllbaren Warenderivatkontrakte erfasst neben landwirtschaftlichen Produkten und Metallen auch Energiederivate auf Kohle, Öl, Strom oder Erdgas. Ausgenommen sind hingegen über OTF gehandelte Derivate auf Strom und Erdgas i.S.v. Art. 2 Nr. 4 lit. b VO Nr. 1227/2011 (REMIT)²⁵, sofern eine Pflicht zur physischen Lieferung besteht. Dass die Ausnahme exklusiv den über OTF gehandelten Energiegroßhandelsprodukten zugutekommt, erscheint mit Blick auf gleiche Wettbewerbsbedingungen und das übergeordnete Ziel, den Handel auf regulierte Plattformen zu verlagern, sehr bedenklich²⁶. Die Ausnahme wird aber begrenzt, da sie nur Derivate mit einer Lieferverpflichtung erfasst. Eine Verpflichtung zur physischen Lieferung wird nicht nur durch die vertragliche Gestattung eines *cash settlement* ausgeschlossen, sondern – vorbehaltlich eines operativen Nettings – auch durch die Vereinbarung des Ausgleichs von Pflichten durch Pflichten aus anderen Verträgen²⁷. Des Weiteren werden nach **Anhang I Abschnitt C Nr. 7 RL 2014/65/EU** Warenderivate einbezogen, die nicht unter Anhang I Abschnitt C Nr. 6 RL 2014/65/EU fallen und nicht kommerziellen Zwecken dienen, wenn sie die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen (s. auch § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. c WpHG). Zu den Warenderivaten zählen schließlich gem. **Anhang I Abschnitt C Nr. 10 RL 2014/65/EU** bestimmte sog. exotische Derivate, die bar abgerechnet werden können oder müssen, soweit sie auf Waren basieren. Die Zuordnung zu den Warenderivaten ist indes weder für die in Nr. 10 aufgelisteten Kontrakte noch für diejenigen sog. anderen Derivatkontrakte geklärt, die von der Kommission diesen Kontrakten gleichgestellt wurden²⁸. Nach Ansicht der ESMA zählen Derivate auf Fracht-

21 Anhang I Teil I bis XX und XXIV/1 der Verordnung (EU) Nr. 1308/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.12.2013 über eine gemeinsame Marktorganisation für landwirtschaftliche Erzeugnisse und zur Aufhebung der Verordnungen (EWG) Nr. 922/72, (EWG) Nr. 234/79, (EG) Nr. 1037/2001 und (EG) Nr. 1234/2007, ABl. EU Nr. L 347 v. 20.12.2013, S. 671.

22 Anhang I der Verordnung (EU) Nr. 1379/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.12.2013 über die gemeinsame Marktorganisation für Erzeugnisse der Fischerei und der Aquakultur, zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 1184/2006 und (EG) Nr. 1224/2009 des Rates und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 104/2000 des Rates, ABl. EU Nr. L 354 v. 28.12.2013, S. 1.

23 Die Definition folgt Art. 2 Nr. 6 DeVO 2017/565 der Kommission vom 25.4.2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EU Nr. L 87 v. 31.3.2017, S. 1.

24 Ohnehin nicht erfasst werden exchange traded commodities (ETC), die Schuldinstrumente i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. b RL 2014/65/EU sind, dazu ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivative topics, Stand: 23.9.2022, Part 2 Question 7 (ESMA70-872942901-36).

25 Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25.10.2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts, ABl. EU Nr. L 326 v. 8.12.2011, S. 1.

26 Die ESMA hat angesichts des geschlossenen Widerstands von Marktteilnehmern darauf verzichtet, eine Abschaffung der Ausnahme vorzuschlagen, s. ESMA, MiFID II Review report on position limits and position management v. 1.4.2020, ESMA70-156-2311 Rz. 57 ff.

27 Art. 5 DeVO 2017/565, dort auch zu Ausnahmen für Fälle der *force majeure* oder der *bona fide inability*; s. auch Erwägungsgrund 10 RL 2014/65/EU; ESMA, Final Report – ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR v. 19.12.2014, ESMA/2014/1569, S. 399 ff.

28 Art. 8 DeVO 2017/565.

sätze für den Transport von Waren zu den Warenderivaten²⁹. Derivate auf Indizes gelten dann als Warenderivate, wenn der Anteil von Waren in dem betreffenden Index bei mehr als 50 % liegt³⁰.

- 11 Soweit nicht Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse betroffen sind, werden Positionslimits gem. § 54 Abs. 1 Satz 1 WpHG nur für **kritische oder signifikante Warenderivate** festgelegt. Die mit dem MiFID II *quick fix* in Art. 57 Abs. 1 Satz 1 RL 2014/65/EU eingeführte Beschränkung des Positionslimitregimes wurde vom europäischen Gesetzgeber für erforderlich gehalten, weil sich nach ersten Erfahrungen die für nur wenig gehandelte Derivate festgelegten Positionslimits nachteilig auf die Liquidität neuer Warenmärkte ausgewirkt hätten. Mit der Neukalibrierung sollen neu aufkommende Märkte gefördert werden³¹. Da indessen ein wesentliches Ziel der Festlegung von Positionslimits die Verhinderung exzessiver Spekulation ist, wird das System der Positionslimits jedenfalls für solche Benchmarkkontrakte aufrechterhalten, die tatsächlich für die Preisbildung auf den zugrundeliegenden Warenmärkten und für andere Warenderivate relevant sind³². Wegen der existenziellen Bedeutung von Agrarprodukten für die menschliche Ernährung soll diese Ratio allerdings bei Derivaten auf landwirtschaftliche Erzeugnisse nicht gelten³³. Ein vergleichbares Regulierungsmodell, das auf einer Abwägung von Markteffizienz und Spekulationsprävention beruht, liegt im Grundsatz auch dem Vorgehen der CFTC zugrunde, die im Jahr 2021 neben den immer schon mit Positionslimits versehenen neun Agrardervivaten nur für weitere 16 Warenderivate Positionslimits festgesetzt hat³⁴.
- 12 Nach § 54 Abs. 1 Satz 2 WpHG gelten Warenderivate als kritisch oder signifikant, wenn die **Summe aller Nettopositionen** der Halter von Endpositionen dem Umfang ihrer offenen Positionen entspricht und durchschnittlich mindestens **300.000 handelbare Einheiten innerhalb von 12 Monaten** beträgt. Bei den handelbaren Einheiten handelt es sich gem. Art. 2 Nr. 5 DelVO 2022/1302³⁵ um die von dem Handelsplatz verwendete Handelseinheit, die einer standardisierten Menge der zugrunde liegenden Ware entspricht. Die Nettopositionen der Endhalter und dementsprechend auch ihre Summe berechnen sich nach den Vorgaben von Art. 3, 4 DelVO 2022/1302 (ausf. § 56 WpHG Rz. 4 ff.). Mit dem **Schwellenwert** des § 54 Abs. 1 Satz 2 WpHG wird **abschließend** die Natur eines Warenderivats als kritisch oder signifikant umschrieben mit der Konsequenz, dass eine einzelfallabhängige Bewertung für Warenderivate, deren handelbare Einheiten im Jahreszeitraum unterhalb des Schwellenwerts liegen, ausscheidet. Hierdurch wird der **Anwendungsbereich** des Positionslimitregimes **drastisch reduziert**, galt doch zuvor ein fixes Positionslimit schon bei einem Handelsvolumen von 2.500 handelbaren Einheiten in einem Zeitraum von drei Monaten und ein Gebot individueller Limitfestlegung ab 10.000 handelbaren Einheiten in einem Dreimonatszeitraum³⁶. Die Bundesanstalt hat mit Inkrafttreten der Neuregelung zum 28.11.2021 insgesamt 20 Allgemeinverfügungen zur Festlegung von Positionslimits überwiegend auf Energiederivate widerrufen, da die handelbaren Einheiten den Schwellenwert nicht erreichten³⁷. Zum Ende des Jahres 2022 bestanden für deutsche Handelsplätze nur noch fixe Positionslimits für Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse, für deren Festlegung ein weit geringerer Schwellenwert von 10.000 handelbaren Einheiten in einem Dreimonatszeitraum gilt (Art. 17 DelVO 2022/1302)³⁸.

29 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivative topics, Stand: 23.9.2022, Part 2 Question 10 (ESMA70-872942901-36); s. auch ESMA, Opinion on position limits on EEX Capesize TC5 Freight contracts v. 31.7.2020, ESMA70-155-10206.

30 ESMA, Questions and Answers on MiFID II and MiFIR commodity derivative topics, Stand: 23.9.2022, Part 2 Question 10 (ESMA70-872942901-36).

31 Erwägungsgrund 12 RL 2021/338; s. auch Vorschlag der Kommission, COM (2020) 280 final v. 24.7.2020, S. 10 ff.

32 Vorschlag der Kommission, COM (2020) 280 final v. 24.7.2020, S. 13; s. auch ESMA, MiFID II Review report on position limits and position management v. 1.4.2020, ESMA70-156-2311 Rz. 81 ff., 97.

33 Erwägungsgrund 12 RL 2021/338.

34 CFTC, Position Limits for Derivatives, Final Rulemaking, 86 FR 3236 v. 15.3.2021: Für die 16 bislang nicht regulierten Warenderivate wurden nur Positionslimits für den Spot-Monat festgelegt und im Übrigen den Handelsplätzen die Festsetzung von Handelslimits anvertraut; s. auch ESMA, MiFID II Review report on position limits and position management, 1.4.2020, S. 29 Rz. 96 (ESMA70-156-2311).

35 Delegierte Verordnung (EU) 2022/1302 der Kommission vom 20.4.2022 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Anwendung von Positionslimits für Warenderivate und für Verfahren für Anträge auf Ausnahmen von Positionslimits, ABL. EU Nr. L 197 v. 26.7.2022, S. 52.

36 Dazu ausf. 7. Aufl., § 54 WpHG Rz. 21.

37 BaFin, Allgemeinverfügung zum Widerruf von Positionslimits auf sogenannte liquide Kontrakte für Warenderivate v. 25.11.2021, Gz. WA 12-Wp 7410-2021/0008.

38 BaFin, Allgemeinverfügung zur Neufestsetzung von Positionslimits auf weniger liquide Derivate auf landwirtschaftliche Erzeugnisse v. 7.9.2022, Gz. WA 14-Wp 7410-2022/0003; Allgemeinverfügung zum Widerruf der Positionslimits vom 21.12.2020, Gz. WA 12-Wp 7410-2022/0002 hob das letzte verbliebene Positionslimit für ein Energiederivat auf, da nachträglich die handelbaren Einheiten unter den Schwellenwert gefallen waren.

kannt, nicht jedoch z.B. in Fällen, in denen Wertpapier(neben)dienstleistungen beratungsfrei oder in Form der „execution only“ bzw. des reinen Ausführungsgeschäfts (§ 63 Abs. 10, 11 WpHG) erbracht werden. In diesen Fällen schreibt § 63 Abs. 10 WpHG sogar bei Geschäften mit komplexen Finanzinstrumenten nur vor, dass die Wertpapierdienstleistungsunternehmen über die Erfahrungen und Kenntnisse des jeweiligen Kunden informiert sein müssen. Aus diesen Informationen lässt sich nicht zwingend auf die Bedürfnisse und Interessen der jeweiligen Kunden schließen. § 63 Abs. 5 Satz 2 WpHG ist deshalb dahin zu interpretieren, dass in erster Linie auf die Bedürfnisse und Interessen der Kundengruppen des Zielmarktes (§ 80 WpHG Rz. 135), auf dem das Finanzinstrument vermarktet werden soll, abzustellen ist²²⁷. Dies zwingt zu einer Typisierung und erlaubt, auch künftige Bedürfnisse, die es erst zu wecken gilt, für maßgeblich zu erklären. So lange das Wertpapierdienstleistungsunternehmen das jeweilige Finanzinstrument vertreibt, beurteilt es die Vereinbarkeit des Finanzinstruments mit den Kundenbedürfnissen, indem es selbst einen Zielmarkt für das Finanzinstrument festlegt (zu den entsprechenden organisatorischen Anforderungen § 80 WpHG Rz. 147)²²⁸. Diese Anforderung gilt unabhängig davon, ob ein Konzepteur bereits einen Zielmarkt festgelegt hat. Zu berücksichtigen ist der jeweils aktuelle Zielmarkt, so dass der festgelegte Zielmarkt möglicherweise überprüft werden sollte, wenn ein Konzepteur einen Zielmarkt festgelegt hat und diesen anpasst (Rz. 49; § 80 WpHG Rz. 142). Darüber hinaus müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, soweit sie **im Einzelfall** über die Bedürfnisse und Interessen der angesprochenen Kunden unterrichtet sind oder das Finanzinstrument außerhalb des Zielmarktes vertreiben wollen, sicherstellen, dass sie Finanzinstrumente nur solchen Kunden aktiv anbieten, für die diese nach ihren Eigenschaften (Rz. 50, 52) und Wirkungen (Rz. 50, 52) im Licht der Kundenbedürfnisse und -interessen angemessen²²⁹ sind. Zu **Vertriebsvorgaben** s. § 80 WpHG Rz. 61.

VII. Ausnahme bei Konzeption und Vertrieb von Finanzinstrumenten (§ 63 Abs. 5a WpHG)

1. Allgemeines

§ 63 Abs. 5a WpHG setzt Art. 1 Abs. 3 RL 2021/338/EU²³⁰ (MiFID QuickFix), mit dem Art. 16a RL 2014/65/EU ergänzt wurde, um und wurde mit dem **Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz** eingeführt²³¹. Soweit sich Wertpapierdienstleistungen auf Anleihen mit einer **Make-Whole-Klausel** (§ 2 Abs. 34a WpHG) beziehen und diese keine anderen Derivate beinhalten, sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht verpflichtet, die Anforderungen bei der Konzipierung solcher Finanzinstrumente nach Abs. 4 und ihrem Vertrieb nach Abs. 5 zu erfüllen. Entsprechendes gilt für Finanzinstrumente, die ausschließlich an **geeignete Gegenpartei** (§ 67 Abs. 4 WpHG) vermarktet oder vertrieben werden.

Der europäische Gesetzgeber hat mit der RL 2021/338/EU (**MiFID QuickFix**) Regelungen erlassen, die der Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der **COVID-19-Krise** dienen sollen. Die RL ändert einzelne Regelungen der Richtlinie 2014/65/EU und anderer europäischer Normen. Nach Auffassung des Gesetzgebers haben die Anforderungen zum Anlegerschutz in der Richtlinie 2014/65/EU nicht immer zu einer Verbesserung des Anlegerschutzes geführt, sondern die reibungslose Ausführung von Anlageentscheidungen eher verhindert²³². Der Gesetzgeber stellt fest, dass die Emission von Anleihen für die Kapitalbeschaffung und Überwindung der COVID-19-Krise von entscheidender Bedeutung sei²³³. **Produktüberwachungspflichten** könnten zu Einschränkungen im Verkauf von Anleihen führen²³⁴. Um diese Hemmnisse abzubauen

227 In diese Richtung weisen auch die Erwägungsgründe Nr. 71, 79 RL 2014/65/EU (Kundengattung; Kompetenzniveau in Bezug auf die angebotenen Produkte).

228 § 63 Abs. 5 Satz 2 WpHG; Erwägungsgrund Nr. 71 Satz 4 RL 2014/65/EU.

229 Art. 25 Abs. 3 Unterabs. 1 Satz 1 RL 2014/65/EU.

230 Richtlinie 2021/338/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.2.2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 im Hinblick auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise, ABl. EU Nr. L 68 v. 26.2.2021, S. 14.

231 Gesetz zur weiteren Ausführung der EU-Prospektverordnung und zur Änderung von Finanzmarktgesetzen vom 8.7.2019 (BGBl. I 2019, 1002) und durch Gesetz zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021 (BGBl. I 2021, 1568); die Regelungen wurden in das bereits laufende Gesetzgebungsverfahren eingebracht und sind erst in der Beschlussempfehlung und im Bericht des Finanzausschusses (BT-Drucks. 19/29352) enthalten.

232 Erwägungsgrund Nr. 3 RL 2021/338/EU.

233 Erwägungsgrund Nr. 4 RL 2021/338/EU.

234 Erwägungsgrund Nr. 4 RL 2021/338/EU.

Bedeutung kann etwa die in Art. 16 GrCH gewährleistete unternehmerische Freiheit und die auch unionsrechtlich zu beurteilende Frage der Verhältnismäßigkeit von Eingriffen durch Veröffentlichung von Maßnahmen und Ergebnissen der Bilanzkontrolle oder durch die Wahrnehmung der einzelnen Befugnisse der BaFin im Rahmen der Bilanzkontrolle erlangen. Zum unionsrechtlichen Rahmen zählen neben den Grundfreiheiten auch die im weiteren Umfeld der Bilanzkontrolle einschlägigen Sekundärrechtsakte, etwa die **Datenschutz-Grundverordnung** vom 25.5.2018⁹³. 32

Über die EU hinaus arbeiten die verschiedenen nationalen Behörden unter dem Dach der *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* zusammen⁹⁴. Grundlage der Zusammenarbeit ist ein *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* vom Mai 2002, das zuletzt im Mai 2012 überarbeitet worden ist⁹⁵. 33

VII. Verhältnis zu anderen Vorschriften

Im zweistufigen Verfahrensaufbau erstreckten sich die zentralen Bestimmungen der Bilanzkontrolle auf zwei Gesetze. Die erste Stufe des Verfahrens, das der DPR, regelten die Vorschriften der §§ 342b bis 342e HGB. Diese Vorschriften sind durch Art. 11 Nr. 26 FISG aufgehoben worden. Die neu eingefügte Vorschrift des Art. 86 Abs. 4 EGHGB i.d.F. FISG regelt die Finanzierung des Übergangs und die Aufbewahrung von Unterlagen durch die DPR (s. § 141 WpHG Rz. 4). 34

§ 106 WpHG Prüfung von Unternehmensabschlüssen und -berichten

Die Bundesanstalt hat die Aufgabe, nach den Vorschriften dieses Abschnitts zu prüfen, ob folgende Abschlüsse und Berichte, jeweils einschließlich der zugrunde liegenden Buchführung, von Unternehmen, für die als Emittenten von zugelassenen Wertpapieren die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, den gesetzlichen Vorschriften einschließlich der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung oder den sonstigen durch Gesetz zugelassenen Rechnungslegungsstandards entsprechen:

1. festgestellte Jahresabschlüsse und zugehörige Lageberichte, offengelegte Jahresabschlüsse und zugehörige Lageberichte, offengelegte Einzelabschlüsse nach § 325 Absatz 2a des Handelsgesetzbuchs und zugehörige Lageberichte, gebilligte Konzernabschlüsse und zugehörige Konzernlageberichte oder offengelegte Konzernabschlüsse und zugehörige Konzernlageberichte,
2. veröffentlichte verkürzte Abschlüsse und zugehörige Zwischenlageberichte sowie
3. veröffentlichte Zahlungs- oder Konzernzahlungsberichte.

In der Fassung des 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (BGBl. I 2017, 1693), zuletzt geändert durch **Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) vom 3.6.2021** (BGBl. I 2021, 1534).

Schrifttum: S. Vor §§ 106 ff. WpHG.

I. Aufgabe der BaFin	1	III. Betroffene Rechnungslegung	7
II. Betroffene Unternehmen	2	IV. Prüfungsmaßstab	22

I. Aufgabe der BaFin

§ 106 WpHG (§ 37n WpHG a.F.) überträgt der BaFin die Aufgabe, die Ordnungsmäßigkeit der abschließend aufgezählten Unternehmensabschlüsse kapitalmarktorientierter Unternehmen zu prüfen. Seit 1.1.2022 nimmt sie diese Aufgabe in **Alleinzuständigkeit** wahr. Mit der Aufgabenzuweisung sind noch keine Ein- 1

⁹³ Über die Grundprinzipien des europäischen Datenschutzrechts im Kontext des WpHG: *Spindler* in FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 327 f.

⁹⁴ Instruktive Darstellung der IOSCO mit ihren Perspektiven bei *Servais*, ECFR 2020, 3.

⁹⁵ Abrufbar unter www.iosco.org mit weiteren Information zu der internationalen Zusammenarbeit. Zu der internationalen Zusammenarbeit vgl. auch *Brandt* in FS von Rosen, 2008, S. 630 ff.

FISG – grundlegend und bestens eingearbeitet!

32. entgegen Artikel 26 Buchstabe b nicht sicherstellt, dass ein Kunde Zugang zu dort genannten Aufzeichnungen hat,
33. entgegen Artikel 27 Absatz 1 nicht sicherstellt, dass eine Marketingmitteilung als solche erkennbar ist, oder
34. entgegen Artikel 27 Absatz 3 eine dort genannte Sprache nicht verwendet.
- (3) Die Ordnungswidrigkeit kann mit einer Geldbuße bis zu fünfhunderttausend Euro geahndet werden.
- (4) Bei einer juristischen Person oder einer Personenvereinigung mit einem jährlichen Gesamtumsatz von mehr als 10 Millionen Euro kann die Ordnungswidrigkeit abweichend von Absatz 3 mit einer Geldbuße bis zu 5 Prozent des jährlichen Gesamtumsatzes geahndet werden, der im letzten verfügbaren vom Leitungsorgan gebilligten Abschluss ausgewiesen ist.
- (5) Bei einer juristischen Person oder Personenvereinigung kann über Absatz 3 oder 4 hinaus die Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße bis zum Zweifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens geahndet werden, soweit sich dieser beziffern lässt.
- (6) § 120 Absatz 23 und 26 gilt entsprechend.

In der Fassung des Gesetzes zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (**Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz**) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021 (BGBl. I 2021, 1568).

Schrifttum: *Rusch*, Der finale Entwurf einer Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister (ECSP-VO) – Anwendungsbereich und Regelungsüberblick, ZBB 2020, 217; *Will/Quarch*, Der Kommissionsvorschlag einer EU-Crowdfunding-Verordnung – Eine kritische Analyse, WM 2018, 1481.

I. Übersicht	1	II. Tatbestände	18
1. Entstehung, Normzweck und innere Systematik	1	III. Rechtsfolgen	25
2. Äußere Systematik: Zivilrechtliche Implikationen der Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten der ECSP-VO	12		

I. Übersicht

1. Entstehung, Normzweck und innere Systematik

Mit dem neu eingeführten § 120b WpHG bedroht der Gesetzgeber Verstöße gegen die Verordnung (EU) 2020/1503 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7.10.2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen (sog. ECSP-VO) und zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 und der Richtlinie (EU) 2019/1937 (ABl. EU Nr. L 347 v. 26.10.2020, S. 1) mit Geldbußen.

Die Verordnung zielt darauf ab, einen einheitlichen europäischen Aufsichtsrahmen für Marktteilnehmer zu schaffen, die Schwarmfinanzierungsdienstleistungen anbieten. Die Schwarmfinanzierung kommt als alternative Finanzierungsform sowohl im Rahmen der Investment- als auch der Kreditfinanzierung (sog. „Crowdinvesting“ bzw. „Crowdlending“) zum Einsatz. Sie basiert darauf, dass über einen sog. Schwarmfinanzierungsdienstleister möglichst viele potenzielle Anleger oder Kreditgeber angeworben werden, die relativ kleine Anlagebeträge erbringen, so dass über die Masse („den Schwarm“ bzw. die „Crowd“) das vorgeschlagene Projekt finanziert werden kann. Vor allem für neugegründete Unternehmen (Start-Ups) sowie kleine und mittlere Unternehmen (KMU) hat sich dieses Dreiecksfinanzierungsverhältnis zunehmend etabliert. Die ECSP-VO beschränkt sich auf entsprechende Dienstleistungen für Unternehmen, deren Schwarmfinanzierungsangebote den Schwellenwert von 5 Mio. Euro innerhalb von 12 Monaten nicht überschreiten (Art. 1 Abs. 2 VO 2020/1503 [ECSP-VO])¹.

Zuvorderstes Ziel der Verordnung ist es, die grenzüberschreitende Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen zu erleichtern und als alternative Finanzierungsform für neugegründete Unternehmen und KMU zu fördern, indem die bis dahin bestehenden Hindernisse auf dem europäischen Binnenmarkt beseitigt werden². Allerdings klammert die ECSP-VO auch Verbraucher- und Anlegerschutzergänzungen nicht gänzlich

¹ Ob die betroffene Crowdfunding bzw. -investing-Struktur unter die ECSP-Verordnung fällt, hängt von der Ausgestaltung des verwandten Geschäftsmodells ab, dazu etwa *Engelmann-Pilger*, BKR 2022, 144.

² Zuvor bestand ein Flickenteppich aus nationalen Regulierungen: Europäische Kommission, Annex A1 Report on Regulatory Barriers to Cross-border Crowdfunding, 2017, S. 10 f., https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/171216-crowdfunding-report_en.pdf, zuletzt abgerufen am 24.1.2023, m.W.N.; *Will/Quarch*, WM 2018, 1481; so