

Deutscher Bundestag
Finanzausschuss
Platz der Republik 1
10011 Berlin

per E-Mail: finanzausschuss@bundestag.de

Prof. Dr. Jan Pieter Krahen
Scientific Director

Leibniz Institute for
Financial Research SAFE

Theodor-W.-Adorno-Platz 3
60629 Frankfurt am Main

Phone + 49 (0) 69 798 30060
krahen@safe-frankfurt.de
www.safe-frankfurt.de

>>

Frankfurt, 12. März 2021

Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarktintegrität (FISG) – Schreiben zur Öffentlichen Anhörung im Finanzausschuss am 15.3.2021

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich danke Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum oben genannten Gesetzesentwurf des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz vom 23. Oktober 2020.

Meine Stellungnahme nimmt wesentliche Überlegungen aus dem Hintergrundpapier „*What are the wider supervisory implications of the Wirecard case?*“ ([SAFE White Paper 74](#)) auf, welches ein Forscherteam rund um das Leibniz Institut für Finanzmarktforschung SAFE auf Anfrage des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments (ECON) geschrieben hat. Das Papier begründet Vorschläge zur Verbesserung der Wertpapiermarktaufsicht, von denen ich drei als besonders dringliche, über den bisherigen FISG-Entwurf hinausgehende, Vorschläge in diese Stellungnahme aufgenommen habe¹:

1. Überwachung und Durchsetzung der Rechnungslegungsvorschriften/
Finanzberichtserstattung („Enforcement of financial reporting standards“),
2. Unabhängigkeit der BaFin als Aufsichtsbehörde,
3. Einbettung der BaFin in eine vereinheitlichte europäische Wertpapiermarktaufsicht.

Diese drei Vorschläge werden im Folgenden ausführlich begründet und im Kontext des FISG-Gesetzesentwurfs diskutiert.

Der Fall Wirecard hat fachliche und organisatorische Schwächen in der Wertpapiermarktaufsicht in Deutschland offengelegt, die letztendlich einer Infragestellung der Integrität des Kapitalmarktes in Deutschland den Weg bereiten. Besonders deutlich wird dies im Rückblick bei dem, wider besseren Rat, ausgesprochenen Leerverkaufsverbot. Dass diese Anordnung möglicherweise aus Unverständnis für Marktprozesse resultierte, ändert nichts an der Irreführung von Anlegern, die die Vorgehensweise

¹ Bei den für die Anhörung ausgesparten Themen handelt es sich um solche, die entweder im Großen und Ganzen zufriedenstellend in dem FISG-Entwurf aufgegriffen worden sind (Externe Wirtschaftsprüfung und interne Kontrollsysteme, Whistleblowing), oder die als Einzelmaßnahme keine weitere Regelung auf Gesetzesebene benötigen (Leerverkäufe und -verbote).

(Leerverkaufsverbot) der Aufsicht gar nicht anders interpretieren konnten, denn als Zustimmung zu der Sachdarstellung eines Unternehmens (Wirecard). Diese erwies sich allerdings als falsch.

Die nun vorgesehene Neugestaltung eines Wertpapiermarktaufsichtsgesetzes birgt die Chance einer Rehabilitation der Marktaufsicht in Deutschland. An diesem hohen Anspruch sollte daher der Gesetzesentwurf gemessen werden.

1. Überwachung und Durchsetzung der Rechnungslegungsvorschriften

Hintergrund

Der Rechtsrahmen für das *Enforcement* ist durch EU-Recht geprägt, enthält aber deutsche Besonderheiten. Während die allgemeine Marktaufsicht der BaFin anvertraut ist, zeigt der Fall Wirecard, dass ihre Ermittlungsbefugnisse in Bezug auf die Überwachung der Finanzberichterstattung zu begrenzt sind. Dies ist insbesondere in der spezifischen zweistufigen Struktur begründet, die die eigentliche Überwachungsarbeit auf eine privatwirtschaftlich organisierte Agentur, die DPR, auslagert. Der Aufsichtsbehörde wird nach gegenwärtiger Gesetzeslage nur in gravierenden Einzelfällen das Recht eingeräumt, selbstständig tätig zu werden.

Diese zweistufige Struktur kann den unangenehmen Nebeneffekt haben, dass die BaFin selbst nicht über ausreichende Fachkenntnisse verfügt, um neueste Entwicklungen in der Unternehmens- und Rechnungslegungspraxis jederzeit einordnen und bewerten zu können. Das eigentliche Fachwissen sowie die alltägliche Erfahrung im Umgang mit den geprüften Unternehmen liegt bei einer von der BaFin nicht gesteuerten und ihr auch nicht unterstellten oder direkt zugänglichen Agentur.

Zwar deckt sich diese Struktur mit der in Deutschland verbreiteten Praxis der Selbstregulierung – sie dürfte aber von internationalen Investoren mit Skepsis betrachtet werden.

Vorschlag zum *Enforcement*

Das zweistufige *Enforcement*-Verfahren wird beendet, sodass die BaFin sich zu der allein zuständigen Behörde wandelt. In diesem Zusammenhang wird die BaFin über alle Kompetenzen und das notwendige Fachpersonal verfügen bzw. diese aufbauen, um stichprobenartige Regelprüfungen und anlassbezogene Einzelprüfungen umfassend und vollständig durchführen zu können. Der BaFin bleibt es freigestellt, sich in Einzelfällen (z. B. bei Belastungsspitzen oder bei komplexen, technischen Einzelfragen) der Hilfe Dritter zu bedienen.

Die Integration der Prüfungsarbeit in die BaFin gilt ausdrücklich und insbesondere auch für die stichprobenartigen Prüfungen, die den Löwenanteil der von der DPR durchgeführten Prüfungen ausmacht, da diese Regelprüfungen für den Aufbau und Erhalt einer marktadäquaten Prüfungskompetenz bei der BaFin unverzichtbar sind.

Die Befugnisse und die Verantwortlichkeit verbleiben damit ebenfalls stets bei der BaFin. Im Hinblick auf das europäische Rahmenwerk schlage ich vor, die zwingenden Kompetenzen der Aufsichtsbehörden nach der Transparenzrichtlinie zu stärken. Sie sollte Ermittlungs- und Durchsetzungsbefugnisse haben, die sich an den strengsten Standards der Marktmissbrauchsverordnung orientieren.

Diskussion mit Blick auf den FISG-Entwurf

Der Vorschlag einer Abschaffung des zweistufigen Verfahrens widerspricht dem nun vorgelegten FISG. Der Gesetzesentwurf erlaubt weiterhin, eine externe (privatrechtlich organisierte) Prüfstelle zu beauftragen und ihr bestimmte Aufgaben im Rahmen der Bilanzkontrolle zu übertragen. Mit meinem Voll-Integrationsvorschlag entfällt zudem die Anerkennungsentscheidung einer Prüfstelle gemäß §

107a Abs. 1 WpHG-E. Laut FISG wird letztere Entscheidung nunmehr seitens des BMF im Einvernehmen mit dem BMJV getroffen, ebenso wie die Anerkennung von Satzung und Verfahrensordnung, sowie die Beendigung der Anerkennung einer solchen Prüfstelle. Diese Neuregelung scheint die Hauptverantwortung beim BMF zu verorten und wertet das BMF gegenüber dem BMJV auf.

Besonders negativ fällt beim FISG-Entwurf auf, dass die Prüfstelle nicht nur weiterhin anerkannt wird, sondern dass die vorgesehene feste Rollenverteilung zwischen BaFin und der DPR bzw. ihrer Nachfolgeorganisation beibehalten wird. So wird die Durchführung der regulären, stichprobenartigen Prüfungen nach wie vor der DPR zugewiesen (§ 107a Abs. 4 Satz 1 WpHG-E). Mehr noch, die Prüfungen fallen gemäß § 108 WpHG-E in die *alleinige* Verantwortung der Prüfstelle. Nur wenn sich im Rahmen einer Stichprobenprüfung konkrete Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften ergeben, hat die Prüfstelle die BaFin zu informieren (§ 107a Abs. 9 Satz 1 Nr. 3 WpHG-E), die dann eine eigene Prüfung anordnen kann (§ 108 Abs. 4 Satz 2 Nr. 5 WpHG-E). Die BaFin erhält ein unbegrenztes Einsichtsrecht in die Prüfungsunterlagen der Prüfstelle (§ 108 Abs. 3 Satz 2 WpHG-E).

Als Hintergrund sollte man wissen, dass in einem typischen Jahr die Masse der Prüfungsfälle auf die stichprobenartigen Prüfungen entfallen, während die Anlassprüfungen nur wenige Einzelfälle betreffen (z. B. 2017-2019: 250 versus 12²).

Diese Regelung ist insofern kontraproduktiv, als sie gewissermaßen festschreibt, dass die regelmäßige Prüfungsarbeit, bei der es „nebenbei“ auch um Aufbau, Erhalt und Erneuerung der prüferischen Fachexpertise geht, außerhalb der BaFin belassen werden soll. Umgekehrt würde ein Schuh daraus: die BaFin führt die Regelprüfungen durch, entwickelt und hält eine hohe Prüfexpertise, kann aber in Sondersituationen, etwa bei sich häufenden Anlassprüfungen, auf externe Prüfungsexpertise zurückgreifen.

Am Rande sei vermerkt, dass mit der Vollintegration der DPR-Aufgaben in die BaFin auch die Frage des Informationsaustauschs automatisch gelöst ist, so dass die spezifischen Regelungen zu Einsichtsrechten und Informationspflichten gemäß § 107a Abs. 9 WpHG-E und § 108 Abs. 3 Satz 2 WpHG-E entfallen.

2. Unabhängigkeit der BaFin als Aufsichtsbehörde

Hintergrund

Generell zeigt der Fall Wirecard exemplarisch, dass die BaFin als zuständige Behörde ihrem übergreifenden Mandat zum Schutz der Anleger und der Marktintegrität nicht gerecht werden konnte. Neben dem bereits angesprochenen Thema eines mangelnden Kompetenzaufbaus und eines fehlenden Durchgriffsrechts in der Bilanzprüfung (siehe den ersten Vorschlag) erweist sich auch die de-facto Einbindung der BaFin in die Informations- und Abstimmungshierarchie des Finanzministeriums als eine Belastung ihres eigenständigen Urteilsvermögens. Umgekehrt zeigt sich die Unterordnung der BaFin unter ministerielle Aufsicht im laufenden Geschäft als Gefahr für die politische Leitung des Ministeriums. Dabei mag eine Rolle spielen, dass das Mandat der Aufsicht technisch orientiert ist und die unbeeinflusste und unverzerrte Anwendung der Aufsichtsregeln betrifft, während das Ministerium einen weiteren politischen Gestaltungsauftrag hat. Dadurch entsteht fast zwangsläufig ein schädlicher Zielkonflikt: Im Falle Wirecard kollidierten beispielsweise

² Hinzu kommen im genannten Zeitraum sieben Prüfungen auf Verlangen der BaFin. Die Zahlen beziehen sich auf die in diesen Jahren abgeschlossenen Prüfungen. Quelle: Tätigkeitsberichte der Prüfstelle, verfügbar unter: <https://www.frep.info/presse/taetigkeitsberichte.php>

das legitime politische Ziel einer Stärkung deutscher Fintech-Unternehmen, die international erfolgreich sind, mit dem an Marktintegrität und Finanzstabilität orientierten Zielen der Aufsicht.

Vorschlag zu einem übergreifenden Marktaufsichtsmandat

Neben der Stärkung ihrer Befugnisse schlage ich vor, die Verantwortlichkeit der Aufsichtsbehörde mit Blick auf die inhaltliche Erfüllung dieses übergreifenden Aufsichtsmandats klar zu regeln. Hierzu wird eine weit über das FISG hinausgehende Unabhängigkeit der BaFin vom BMF vorgeschlagen. Die erhöhte Selbstständigkeit der Aufsicht als Behörde kann und muss sinnvollerweise ausgeglichen werden durch eine erhöhte Rechenschaftspflicht gegenüber demokratisch legitimierten Institutionen, wie etwa dem Parlament. Erforderlich ist deshalb ein dem Auftrag angemessenes Maß an institutioneller Unabhängigkeit, verbunden mit ausreichenden Ressourcen zur Erfüllung ihrer Aufgaben.

Diskussion mit Blick auf den FISG-Entwurf:

Mit Blick auf die Transparenz von Maßnahmen der BaFin in der Öffentlichkeit enthalten § 107 Abs. 8 WpHG-E in Verbindung mit § 109 Abs. 2 Satz 1 WpHG-E (Recht, die Öffentlichkeit früher über ihre Tätigkeit im Bereich der Bilanzkontrolle zu informieren) einen positiven Schub, mit welchem auch einer Empfehlung des ESMA Peer Review nachgekommen wird. Ebenso handlungsstärkend wirken § 107 Abs. 5 Satz 2 WpHG-E (Ladung und Vernehmung von Organmitgliedern und Beschäftigten) sowie § 107 Abs. 7 WpHG-E (Durchsuchungs- und Beschlagnahmerechte).

Diesen positiven Tendenzen in Richtung Stärkung der Durchgriffsrechte steht allerdings eine tendenziell verstärkte Abhängigkeit gegenüber dem Finanzministerium (§107a WpHG-E) entgegen, was in einer Neuverteilung der Zuständigkeiten zwischen BMJV und BMF zum Ausdruck kommt. An den grundsätzlichen Entscheidungsprozessen und Zuständigkeiten – etwa bezüglich der Anerkennung einer Prüfstelle - ändert sich dabei jedoch nichts.

3. Einbettung in eine vereinheitlichte europäische Wertpapiermarktaufsicht

Hintergrund

Ich lese die Wirecard Erfahrungen der vergangenen 12 Monate auch als ein Lehrbeispiel für das Missverhältnis zwischen historisch gewachsenen Kapitalmarkttraditionen in einzelnen Mitgliedstaaten der EU und der Etablierung eines einheitlichen, integrierten und international anerkannten Wertpapiermarktes, der das Vertrauen der Anleger genießt und deswegen Investitionskapital anzieht. Bei der Schaffung und Erhaltung der Integrität dieses Marktes, die üblicherweise als eine zentrale Voraussetzung für die nationale und internationale Wettbewerbsfähigkeit des Kapitalmarktes angesehen wird, spielt die Wertpapiermarktaufsicht eine allesentscheidende Rolle. Sie soll eine Interessenwahrung von Investoren und Emittenten ermöglichen und für eine effiziente und effektive Infrastruktur sorgen (Börsen, Handelsplattformen, Clearing und Settlement usw.).

Vorschlag

In diesem Zusammenhang kann der Fall Wirecard auch als Zeichen einer systematischen Geringschätzung der Wertpapiermärkte und ihrer Beaufsichtigung, etwa im Vergleich zu Banken und deren Aufsicht, verstanden werden. Während insbesondere internationale Investoren Europa typischerweise als einen zusammenhängenden Wirtschaftsraum ansehen, zerfällt er aufsichtsrechtlich und -praktisch in eine Vielzahl kleiner Märkte entlang nationaler Grenzen. Als

Leitgedanke zur Wahrung der Integrität des Gesamtmarktes wird auf längere Sicht nur eine einheitliche, umfassende und mit starken Durchgriffsrechten ausgestattete Aufsicht aller nationalen Märkte dienen können, ähnlich der SEC in den USA.

Die derzeitige Aufsichtszersplitterung – so findet die Überwachung der Frankfurter Wertpapierbörse beispielsweise durch eine kleine Abteilung im hessischen Wirtschaftsministerium statt – verhindert den Aufbau eines echten europaweiten Kompetenzzentrums für die Funktionsweise und die Aufsicht der sich schnell wandelnden Wertpapiermärkte. Eine übernationale Aufsicht könnte hingegen hohe Skalenerträge erzielen und eine einheitliche Marktaufsicht und einen ebensolchen Marktzugang ermöglichen. Dies sind gute Voraussetzungen für eine erhöhte Marktqualität und -integrität.

Ich schlage deshalb vor, schnellstmöglich eine verantwortliche Wertpapiermarkt-Aufsichtsbehörde auf europäischer Ebene zu schaffen, die etwa als *European Single Capital Market Supervisor (ESCMS)* bezeichnet werden könnte. Eine solche Institution würde helfen, die regulatorische Fragmentierung zu überwinden und national gefärbte Interessenkonflikte aufgrund des Wettbewerbs auf den Gütermärkten einzudämmen. *Regulatory Capture*, die Vereinnahmung der Aufsicht durch die Beaufsichtigten, wäre erheblich erschwert und die Entstehung einer europäischen, umfassenden und einheitlichen Kapitalmarktkultur wäre möglich.

Diskussion mit Blick auf den FISG-Entwurf:

Eine europäische Marktaufsicht kommt in dem FISG-Entwurf und in den verbundenen Kommentaren und Erläuterungen bisher nicht vor. Sie ist auch nicht der implizite Bezugspunkt für die Entwicklung einer vorausschauenden Aufsichtsreform. Angesichts der für Herbst 2021 anstehenden Überprüfung der europäischen Aufsichtsarchitektur durch die Europäische Kommission ist dies ein erstaunliches Versäumnis.

Mit freundlichen Grüßen

Jan Krahen
Wissenschaftlicher Direktor
Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE
Professor of Finance
Goethe Universität Frankfurt