

## Wertpapierhandelsgesetz: WpHG

Kommentar

Bearbeitet von

Prof. Dr. Andreas Fuchs, Dr. Martin Bouchon, Prof. Dr. Holger Fleischer, Niko Jakovou, Prof. Dr. Peter Jung, Dr. Petra Mennicke, Markus Pfüller, Dr. Hanno Teuber, Prof. Dr. Martin Paul Waßmer, Verena Weick-Ludewig, PD Dr. Martin Zimmermann

2. Auflage 2016. Buch. XXIV, 2597 S. In Leinen

ISBN 978 3 406 64892 2

Format (B x L): 14,1 x 22,4 cm

[Recht > Handelsrecht, Wirtschaftsrecht > Bankrecht, Kapitalmarktrecht](#)

Zu [Inhalts- und Sachverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei



Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

Kreditinstituten vorbehalten. Es sind daher kaum Fälle denkbar, in denen die Kreditgewährung durch Nicht-Kreditinstitute erfolgen kann.<sup>376</sup> Dadurch wird der durch § 2 Abs. 3a Nr. 2 eröffnete Anwendungsbereich für die Marktaufsicht sehr klein. Dies zeigt erneut das Bemühen des Gesetzgebers, sogar kleinste Schutzlücken zu schließen.

**c) Unternehmensberatung (Nr. 3).** Als neue Wertpapierebendienstleistung hat das FRUG die Unternehmensberatung eingeführt. Sie erfasst „die Beratung von Unternehmen über die Kapitalstruktur, die industrielle Strategie sowie die Beratung und das Angebot von Dienstleistungen bei Unternehmenskäufen und Unternehmenszusammenschlüssen“. Die Regelung setzt Anhang I Abschnitt B Nr. 3 der Finanzmarktrichtlinie um. 138

**d) Devisengeschäfte (Nr. 4).** Wertpapierebendienstleistungen sind auch „Devisengeschäfte, die in Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen stehen“. Abs. 3a Nr. 4 setzt Anhang I Abschnitt B Nr. 4 der Finanzmarktrichtlinie um. Die vormals enthaltene Beschränkung auf bestimmte Wertpapierdienstleistungen wurde aufgehoben. 139

Nach Änderung des § 2 Abs. 2 Nr. 1 lit. b) und der dadurch bewirkten Einbeziehung jeglicher Devisengeschäfte in den Derivatebegriff stellen Termingeschäfte, die sich auf Devisen beziehen, bereits Wertpapierdienstleistungen dar. Dies führt dazu, dass für Abs. 3a Nr. 4 – mit Ausnahme von einfachen Devisenkassageschäften<sup>377</sup> – so gut wie kein (eigenständiger) Anwendungsbereich mehr ersichtlich ist. Etwas anderes mag in den (seltenen) Fällen gelten, in denen ein Institut die Devisenbeschaffung nicht selbst vornimmt, sondern damit ein anderes Unternehmen beauftragt. Dann würde dieses (nur) eine Wertpapierebendienstleistung erbringen und insoweit ebenfalls den §§ 31 ff. unterliegen. 140

Das Publikum soll bei Devisenkassageschäften vor Währungsrisiken und bei Devisentermingeschäften darüber hinaus vor Adressenausfallrisiken geschützt werden. Dieser Schutz wird durch die Aufklärung der Anleger im Rahmen der Verhaltensregeln des 6. Abschnitts gewährleistet.<sup>378</sup> Im Gegensatz zu den zuvor genannten Wertpapierebendienstleistungen ist hier ein **direkter und einzelgeschäftsbezogener Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung erforderlich**.<sup>379</sup> Erfasst sind nach den Änderungen durch das AnSVG und das FRUG nunmehr alle Devisengeschäfte und alle devisenbezogenen Termingeschäfte.<sup>380</sup> 141

**e) Finanzanalysen (Nr. 5).** Das FRUG hat den Kreis der Wertpapierebendienstleistungen um „die Erstellung, Verbreitung oder Weitergabe von Finanzanalysen oder anderen Informationen über Finanzinstrumente oder deren Emittenten, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten“ erweitert. Damit wurde Anhang I Abschnitt B Nr. 5 der Finanzmarktrichtlinie umgesetzt. Der europäische Gesetzgeber hat eine zunehmende Abhängigkeit der Anleger von externen Analysen und Informationen konstatiert und beabsichtigt, durch die Qualifizierung der Finanzanalyse als Wertpapierebendienstleistung die **Informati-** 142

<sup>376</sup> So auch Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 Rn. 92.

<sup>377</sup> Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 Rn. 95.

<sup>378</sup> BT-Drs. 13/7142, S. 102.

<sup>379</sup> Vgl. BT-Drs. 13/7142, S. 102.

<sup>380</sup> BegRegE, BT-Drs. 15/3174, S. 29.

**onsqualität zu sichern** bzw. zu verbessern. Vor der Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie wurde die Finanzanalyse im deutschen Recht durch die **spezielle Vorschrift des § 34b** abschließend geregelt. Die Einstufung als Wertpapiernebendienstleistung bedeutet für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, dass sie nunmehr erhöhte Organisationspflichten zu beachten haben. Dazu gehören etwa die Kontrolle von Informationsflüssen innerhalb des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, das Verbot der Zusage günstiger Empfehlungen sowie das Verbot bestimmter Mitarbeitergeschäfte. Für Finanzanalysen, die nicht von Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt oder verbreitet werden, bleibt es allerdings bei der alten Rechtslage.<sup>381</sup>

- 143 Art. 24 DRL<sup>382</sup> definiert den Begriff der Finanzanalyse genauer und grenzt ihn von der Anlageberatung und der reinen Marketingmitteilung ab. Letztere muss nunmehr gemäß § 31 Abs. 2 S. Nr. 2 eindeutig als Werbemittelung gekennzeichnet und mit einem Hinweis versehen sein, dass sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und dass sie keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt. Die **Finanzanalyse** unterscheidet sich von der **Anlageberatung** vor allem dadurch, dass sie sich an einen unbestimmten Personenkreis richtet, zu dem keine konkrete Kundenbeziehung besteht.<sup>383</sup>

- 144 **f) Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Emissionsgeschäft (Nr. 6).** Ebenfalls durch das FRUG zum 1.11.2007 erstmals als Wertpapierneben-dienstleistungen qualifiziert wurden sämtliche „Dienstleistungen, die im Zusammenhang mit dem Emissionsgeschäft stehen“. Die Regelung setzt Anhang I Abschnitt B Nr. 6 der Finanzmarktrichtlinie um.

- 145 **g) Spotgeschäfte (Nr. 7).** Nummer 7 qualifiziert „Dienstleistungen, die sich auf einen Basiswert im Sinne von Absatz 2 Nummer 2 oder 5 beziehen und im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen stehen“ als eigenständige Wertpapiernebendienstleistungen. Die Regelung setzt Anhang I Abschnitt B Nr. 7 der Finanzmarktrichtlinie um. Dies hat zur Konsequenz, dass ein Unternehmen, das Wertpapierdienstleistungen in Bezug auf Warendienstleistungen erbringt, auch so genannte Spotgeschäfte in Waren durchführen kann, die keine Termingeschäfte sind. Diese Leistungen fallen ebenfalls unter den „Europäischen Pass“.<sup>384</sup>

## IX. Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Abs. 4)

- 146 **1. Regelungsgegenstand und -zweck.** Der in § 2 Abs. 4 definierte Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens hat primär die Funktion, die **Normadressaten der Wohlverhaltenspflichten** des 6. Abschnitts

<sup>381</sup> Siehe dazu BaFin Journal 07/2007, 9 ff., abrufbar unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de).

<sup>382</sup> Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG 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 241/26 S. 19.

<sup>383</sup> Vgl. § 34b Abs. 1 S. 1; bei Erstellung der Analyse für einen konkreten Kunden im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung sind die §§ 31 ff. und nicht § 34b anzuwenden, Möllers in KölnKommWpHG, § 34b Rn. 29, 89; näher hierzu → § 34b Rn. 26 f.

<sup>384</sup> BegrRegE (FRUG), BT-Drs. 16/4037, S. 130.

(§§ 31–37a) zu bestimmen. Denn ausschließlich Wertpapierdienstleistungsunternehmen unterliegen diesen Vorschriften. Zu beachten sind allerdings die zahlreichen Ausnahmen nach § 2a einerseits und der erweiterte Adressatenkreis des § 34b über die Finanzanalyse andererseits. Zudem werden Wertpapierdienstleistungsunternehmen in einigen weiteren Vorschriften (§§ 9, 10, 16, 16b) neben anderen Verpflichteten explizit genannt.

Die Qualifikation als **Wertpapierdienstleistungsunternehmen** wird 147 nicht schon durch die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebdienstleistungen erworben. Erfasst werden vielmehr nur Kreditinstitute (§ 1 Abs. 1 KWG), Finanzdienstleistungsinstitute (§ 1 Abs. 1a KWG) und die Zweigstellen von Unternehmen mit Sitz im Ausland, die nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG als Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut gelten. Darüber hinaus müssen die Wertpapierdienstleistungen (allein oder zusammen mit Nebendienstleistungen)<sup>385</sup> nicht nur gelegentlich, sondern gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbracht werden, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Die **Finanzmarktrichtlinie**<sup>386</sup> verwendet (wie schon die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie)<sup>387</sup> den Begriff der **Wertpapierfirma** und begrenzt diese zunächst auf juristische Personen, die „im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringt und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausübt“ (Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 S. 1). Von der den Mitgliedstaaten eröffneten Möglichkeit, unter bestimmten Voraussetzungen auch Unternehmen, die keine juristische Person sind, als Wertpapierfirma zu definieren, hat der deutsche Gesetzgeber mit § 2 Abs. 4 Gebrauch gemacht und über die Anknüpfung an die Eigenschaft als Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut<sup>388</sup> dafür gesorgt, dass in der Sache die Bedingungen, die insbesondere ein gleichwertiges Schutzniveau und eine gleichwertige, der Rechtsform angemessene Aufsicht verlangen, gewahrt werden.

**2. Entstehungsgeschichte.** Durch das Umsetzungsgesetz<sup>389</sup> ist der 148 ursprüngliche Wortlaut der Definition des Wertpapierdienstleistungsunternehmens geändert worden, ohne dass es dadurch zu inhaltlichen Modifikationen gekommen ist. Zwar werden in der Definition die Unternehmen nach § 53b Abs. 1 S. 1 KWG und gemäß Rechtsverordnung nach § 53c KWG nicht mehr erwähnt, doch werden alle diese Unternehmen auch von der Bestimmung des § 53 Abs. 1 S. 1 KWG erfasst, die in § 2 Abs. 4 erhalten blieb.<sup>390</sup> Ebenfalls nicht mehr genannt werden „andere Unternehmen mit Sitz im Inland, die an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind“ und Wertpapierdienstleistungen erbringen. Die damit bezeichneten Makler und Wertpapierfirmen sind nunmehr als Finanzdienstleistungsinstitute

---

<sup>385</sup> Unternehmen, die ausschließlich Wertpapiernebdienstleistungen anbieten, sind daher nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu qualifizieren, s. nur Assmann in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 132. Dagegen unterliegt ein Wertpapierdienstleister, der die Voraussetzungen des § 2 Abs. 4 erfüllt, auch dann in vollem Umfang den Pflichten aus §§ 31 ff., wenn er in concreto gegenüber bestimmten Kunden nur Nebendienstleistungen erbringt, Baum in KölnKommWpHG, § 2 Rn. 220.

<sup>386</sup> Richtlinie 2004/39/EG, ABl. EU Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1.

<sup>387</sup> Richtlinie 93/22/EWG, ABl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27.

<sup>388</sup> Krit. zur Kompliziertheit des daraus resultierenden Begriffs- und Regelungsgefüges Assmann in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 143.

<sup>389</sup> BGBl. I S. 2518.

<sup>390</sup> So auch Assmann in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 2 Rn. 83.

erfasst.<sup>391</sup> Auch die Streichung der Voraussetzung, wonach die Institute ihren Sitz im Inland haben müssen, hat keine materielle Bedeutung, da Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des nationalen Aufsichtsrechts ohnehin nur bei einem inländischen Sitz vorliegen.<sup>392</sup>

**149 3. Anforderungen. a) Wertpapierdienstleistungen.** Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen nach § 2 Abs. 4 Wertpapierdienstleistungen<sup>393</sup> allein oder zusammen mit Wertpapierebendienstleistungen<sup>394</sup> erbringen. Damit wird deutlich, dass **notwendiges Merkmal** die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen ist, während die zusätzliche Durchführung von Wertpapierebendienstleistungen insoweit keine besonderen rechtlichen Konsequenzen auslöst und ihre alleinige Erbringung nicht zur Einstufung als Wertpapierdienstleistungsunternehmen führt. Solche Unternehmen können auch keinen „Europäischen Pass“ nach § 53b KWG beanspruchen.<sup>395</sup>

**150 b) Institute.** Es muss sich darüber hinaus um Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute oder Zweigstellen von Auslandsinstituten nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG handeln. **Kreditinstitute** sind gemäß § 1 Abs. 1 S. 1 KWG „Unternehmen, die Bankgeschäfte gewerbsmäßig oder in einem Umfang betreiben, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert“. Dabei sind die Bankgeschäfte in § 1 Abs. 1 S. 2 KWG nur zu einem geringen Teil mit den Wertpapierdienstleistungen im Sinne des WpHG identisch (Finanzkommissionsgeschäft und Emissionsgeschäft). Die Erfüllung des alternativ zur Gewerbsmäßigkeit verlangten Größenkriteriums (Erfordernis eines kaufmännischen Geschäftsbetriebs) stellt faktisch keine relevante Einschränkung dar.<sup>396</sup> **Finanzdienstleistungsinstitute** sind „Unternehmen, die Finanzdienstleistungen für andere gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, und die keine Kreditinstitute sind“ (§ 1 Abs. 1a S. 1 KWG). Diese Finanzdienstleistungen sind überwiegend identisch mit den Wertpapierdienstleistungen, die nicht bereits Bankgeschäfte sind (Eigenhandel, Abschlussvermittlung, Anlagevermittlung und Finanzportfolioverwaltung). Finanzdienstleistungsinstitute sind durch die 6. KWG-Novelle von 1997<sup>397</sup> als neuer aufsichtspflichtiger Typus in das KWG aufgenommen worden. Sie unterliegen mit einigen Einschränkungen und Vereinfachungen grundsätzlich der vollständigen Aufsicht durch die BaFin.<sup>398</sup> Die Einschränkungen hängen mit den unterschiedlichen Risiken zusammen, die sich für Kunden von Finanzdienstleistungsinstituten und Kreditinstituten ergeben. Bei diesen droht der Verlust der Einlagen, während bei jenen Vertragspflichtverletzungen mit der Folge von Schadensersatzansprüchen im Vordergrund stehen.<sup>399</sup> **Unternehmen nach § 53 Abs. 1 S. 1 KWG** sind inländische Zweigstellen von Unternehmen mit Sitz im Ausland, die Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen. Damit gilt auch die Zweigstelle als Kreditinstitut oder als Finanzdienstleistungsinstitut und unterliegt damit der deutschen Einzelaufsicht.

<sup>391</sup> Vgl. auch Assmann in Assmann/Schneider, 4. Aufl., § 2 Rn. 83.

<sup>392</sup> BT-Drs. 13/7142, S. 102; Assmann in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 146.

<sup>393</sup> Zu den Wertpapierdienstleistungen → Rn. 71 ff.

<sup>394</sup> Zu den Wertpapierebendienstleistungen → Rn. 116 ff.

<sup>395</sup> BT-Drs. 13/7142, S. 102; Hanten ZBB 2000, 245.

<sup>396</sup> Vgl. zu den Anforderungen Schäfer in BFS, KWG, § 1 Rn. 19 ff.

<sup>397</sup> BGBl. I S. 2518.

<sup>398</sup> Vgl. Schäfer in BFS, KWG, § 1 Rn. 117.

<sup>399</sup> Weber-Rey/Baltzer WM 1997, 2288, 2289.

**c) Größenkriterium.** Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen ihre Dienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Dieses Größenkriterium war in der ursprünglichen Fassung des Gesetzes bereits Voraussetzung für das Vorliegen von Wertpapierdienstleistungen. Die Beschränkung auf die bloß gewerbsmäßige Erbringung diente der Umsetzung von Art. 1 Nr. 2 WpDRL, der „gewerbsmäßige Wertpapierdienstleistungen“ ausreichen ließ.<sup>400</sup> Dies ist insofern konsequent, als es für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und die Gewährleistung des Publikumschutzes erforderlich ist, alle gewerbsmäßig erbrachten Wertpapierdienstleistungen den Vorschriften des Gesetzes zu unterwerfen.<sup>401</sup> Das Erfordernis der **Gewerbsmäßigkeit** findet sich ebenfalls im KWG als Merkmal von Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsinstituten. In beiden Fällen ist der handelsrechtliche Gewerbebegriff zugrunde zu legen.<sup>402</sup> Gewerbe zeichnet sich danach durch eine marktorientierte, planmäßige, auf Dauer angelegte, selbstständige Tätigkeit aus, die auf Gewinnerzielung ausgerichtet ist. Diese Tätigkeit bleibt auch gewerbsmäßig, wenn eine erforderliche Erlaubnis oder Zulassung (zum Beispiel nach § 32 KWG) fehlt (§ 7 HGB).

Welche Anforderungen an einen **in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb** zu stellen sind, richtet sich nach handelsrechtlichen Grundsätzen, es gelten insoweit keine kapitalmarktrechtlichen Besonderheiten. Etwas anderes ergibt sich auch nicht aus der Tatsache, dass in § 2 Abs. 4 besonders auf den Umfang der Dienstleistungen abgestellt wird, der aus der Summe der erbrachten Wertpapierdienstleistungen und Wertpapierneben-dienstleistungen zu bestimmen ist. Die Kriterien zur Erforderlichkeit eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetriebes ergeben sich aus Art und Umfang der Geschäftstätigkeit.<sup>403</sup> Ferner sind auch die von der Rechtsprechung zu den §§ 2 und 4 HGB af entwickelten Grundsätze weiterhin zur Auslegung heranzuziehen.<sup>404</sup>

**4. Einzelfragen. Investmentclubs**<sup>405</sup> können nach hM Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein.<sup>406</sup> Dies setzt voraus, dass sie Wertpapierdienstleistungen erbringen und die oben dargestellten aufsichtsrechtlichen Kriterien erfüllen. Ihre Tätigkeit ist jedoch solange nicht gewerbsmäßig, wie die handelnden Organe ehrenamtlich tätig sind, was regelmäßig der Fall ist.<sup>407</sup> Dass Investmentclubs einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordern, dürfte ebenfalls nur selten in Betracht kommen.<sup>408</sup>

<sup>400</sup> Ebenso jetzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 MiFID.

<sup>401</sup> Vgl. BT-Drs. 13/7142, S. 102f.

<sup>402</sup> Vgl. BT-Drs. 13/7142, S. 62; *Assmann* in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 148; **aA Baum**, in: KölnKommWpHG, § 2 Rn. 221.

<sup>403</sup> *Assmann* in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 150; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 Rn. 103; **aA Baum** in KölnKommWpHG, § 2 Rn. 222 (nur auf den Umfang der Wertpapierdienstleistungen abstellend).

<sup>404</sup> BT-Drs. 13/8444, S. 47 f.; vgl. auch *Assmann* in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 150.

<sup>405</sup> Diese sind meist als GbR oder nicht rechtsfähige Vereine organisiert, *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 Rn. 82.

<sup>406</sup> Vgl. → Rn. 103 zur umstrittenen Frage, ob eine Finanzportfolioverwaltung für die Mitglieder vorliegt, was nach hier vertretener Auffassung grundsätzlich zu verneinen ist; ebenso *Versteegen* in KölnKommWpHG, 1. Aufl., § 2 Rn. 152.

<sup>407</sup> Vgl. auch *Assmann* in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 151; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 Rn. 104.

<sup>408</sup> Vgl. *Assmann* in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 149 u. 151.

**154 Investmentgesellschaften** nach dem KAGB, ebenso wie andere dort erfasste Kapitalanlagen sind keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen, denn sie erbringen keine Wertpapierdienstleistungen.<sup>409</sup> Auch erfolgt keine teilweise Gleichstellung der Tätigkeit mit Wertpapierdienstleistungen durch Abs. 3 Satz 3.<sup>410</sup> Damit sind die Wohlverhaltenspflichten der §§ 31–37a nicht auf diese Unternehmen anzuwenden. Dies führt jedoch nicht zu Lücken im Anlegerschutzregime, da das KAGB umfassende Sonderregelungen bereithält. Darüber hinaus bleiben die Bestimmungen des WpHG anwendbar, die nicht an die Qualifizierung als Wertpapierdienstleistungsunternehmen anknüpfen (zum Beispiel §§ 12 ff. zur Insiderüberwachung, § 20a zum Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation sowie §§ 21 ff. zu den Mitteilungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils). Die vereinzelt anzutreffende Einstufung von Kapitalanlagegesellschaften nach dem InvG als Wertpapierdienstleistungsunternehmen war abzulehnen.<sup>411</sup> Zwar sind Anteile an Investmentvermögen gemäß § 2 Abs. 1 S. 2 auch Wertpapiere; diese durch das Umsetzungsgesetz<sup>412</sup> eingefügte und durch das AnsVG umformulierte Neuregelung diente jedoch nur der Umsetzung von Abschnitt B Nr. 1b des Anhangs der WpDRL<sup>413</sup> und sollte auch Beratung und Vertrieb bezüglich Investmentfondsanteilen durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Verhaltenspflichten des 6. Abschnitts unterwerfen. Hingegen bot die Bestimmung keinen Anhaltspunkt für die Qualifizierung von Kapitalanlagegesellschaften als Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Dies steht im Einklang mit der MiFID, die in Art. 2 Abs. 2 lit. h) Investmentgesellschaften aus ihrem Anwendungsbereich ausnimmt. Im Ergebnis muss gleiches auch für Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des § 17 KAGB gelten; diese sind nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen einzustufen.

## X. Organisierter Markt (Abs. 5)

- 155 1. Entstehungsgeschichte und Bedeutung.** Der organisierte Markt („geregelter Markt“ im Sinne der WpDRL und der Finanzmarktrichtlinie) bildet einen der **Kernbegriffe des europäischen Börsenrechts**.<sup>414</sup> Ausgangsposition für die Bestimmung eines geregelten Marktes in der WpDRL war die gegenseitige Anerkennung.<sup>415</sup> Die Folge der gegenseitigen Anerkennung und eigentliche Bedeutung der Regelung liegt in der Förderung der EU-weiten Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit sowie der Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen.<sup>416</sup>
- 156 Die frühere Legaldefinition** des organisierten Marktes in § 2 Abs. 5 WpHG aF entsprach der Begriffsbestimmung des geregelten Marktes in Art. 1 Nr. 13 der WpDRL. Der deutsche Gesetzgeber war bei der Umsetzung auf die Bezeichnung „organisierter Markt“ ausgewichen, um etwaige Missverständnisse zu vermeiden, weil der Begriff „geregelter Markt“ bereits in

---

<sup>409</sup> Dazu → Rn. 81, 103.

<sup>410</sup> Dazu → Rn. 125 ff.

<sup>411</sup> Siehe auch Assmann in Assmann/Schneider, § 2 Rn. 72.; vgl. aber auch Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 Rn. 50.

<sup>412</sup> BGBl. I S. 2518.

<sup>413</sup> ABl. EG Nr. L 141 vom 11.6.1993.

<sup>414</sup> Klenke, S. 112ff, 154 ff.

<sup>415</sup> Hopt, FS Schimansky, 1999, S. 631, 638; vgl. auch den 31. und 33. Erwägungsgrund der WpDRL, ABl. EG Nr. L 141 vom 11.6.1993, S. 29.

<sup>416</sup> Schwark WM 1997, 293, 298, 300 f.

§§ 71 ff. BörsG aF für die Bezeichnung eines Marktsegments an der Börse verwendet wurde.<sup>417</sup> Die **neue Fassung** des § 2 Abs. 5 setzt nunmehr Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der Finanzmarktrichtlinie um und führt zu einer nicht unerheblichen **Erweiterung der Definition**.<sup>418</sup> Obwohl bei der gleichzeitigen Neufassung des Börsengesetzes der Terminus des „geregelten Marktes“ zugunsten des „regulierten Marktes“ aufgegeben wurde, hat der Gesetzgeber im WpHG am Begriff des „organisierten Marktes“ in Abweichung vom Sprachgebrauch der Finanzmarktrichtlinie („geregelter Markt“) festgehalten. Infolge der weitgehenden inhaltlichen Übereinstimmung sind keine Abgrenzungssprobleme zum organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 13 InvG ersichtlich.

Auf den Begriff „organisierter Markt“ wird im Rahmen des Gesetzes 157 vielfach Bezug genommen, insbesondere als **Anknüpfungspunkt für die Auferlegung spezieller Verhaltenspflichten**, deren Anwendungsbereich auf diese Weise auf staatlich zugelassene und überwachte Märkte begrenzt werden soll. Dies gilt etwa für die Meldepflichten in § 9 Abs. 1, die Definition des Insiderpapiers nach § 12 Nr. 2 und des Inlandsemittenten nach § 2 Abs. 7 Nr. 2, der mittelbar die Reichweite der Ad-hoc-Publizitätspflicht bestimmt, die Abgrenzung der mitteilungspflichtigen Geschäfte von Führungspersonen (§ 15a Abs. 1 S. 3 Nr. 2) sowie die Reichweite des Verbots der Marktmanipulation (§ 20a Abs. 1 S. 2 Nr. 2), der Pflicht zur Mitteilung wesentlicher Beteiligungen (§ 21 Abs. 2) sowie der Vorschriften über die Analyse von Finanzinstrumenten (§ 34b Abs. 3 Nr. 2). Hinzu kommt die **Verwendung als negatives Tatbestandsmerkmal** bei der Definition des systematischen Internalisierers (§ 2 Abs. 10), der Ausnahme vom Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens in § 2a Abs. 1 Nr. 10 sowie bei der Erlaubnispflicht für ausländische Märkte für Finanzinstrumente nach 37i. Weitere Verweise finden sich zB in § 2 Abs. 8 Nr. 2 (Herkunftsmitgliedstaat) und § 2 Abs. 9 Nr. 2 (Aufnahmemitgliedstaat).

**2. Tatbestandselemente.** Die neue Legaldefinition des organisierten Marktes stellt vor allem auf folgende **vier Kernelemente** ab: Es muss sich um ein (1) **multilaterales System zum Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten** handeln, das (2) **den Handel mit den dort zugelassenen Finanzinstrumenten nach ermessensunabhängigen Regeln für die Auftragsabwicklung** abwickelt, (3) **durch staatliche Stellen genehmigt, geregelt und überwacht** wird sowie (4) **im Inland, einem EU- oder EWR-Staat betrieben oder verwaltet** wird.

Das Vorliegen eines **multilateralen Handelssystems**, dessen Betreiben eine Wertpapierdienstleistung nach § 2 Abs. 3 Nr. 8 darstellt, setzt voraus, dass „die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen“ so zusammengeführt werden, dass es zum Abschluss von Kaufverträgen kommt. Mit dem weiten Begriff des „Systems“ ist das Gesetz bewusst offen formuliert. Für die Einordnung als organisierter Markt kommt es daher nicht darauf an, auf welcher Technik die Auftragsabwicklung basiert. Vielmehr ist **jede geregelte Zusammenführung von Angebot und Nachfrage** erfasst. Als Beispiele können genannt werden: Das Betreiben von Auktionssystemen, klassischen Handelsplattformen, die auf Servern basieren, aber auch von „Peer-to-peer-Systemen“, die ohne zentrale Einheit auskommen und Ange-

<sup>417</sup> Vgl. BT-Drs. 13/7142, S. 103.

<sup>418</sup> Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 Rn. 105 a. E. (zur Finanzmarktrichtlinie).

bot und Nachfrage per Software zusammenbringen;<sup>419</sup> nach Erwägungsgrund 6 der Finanzmarktrichtlinie **auch Märkte, die (ohne Handelsplattform) ausschließlich auf der Grundlage eines Regelwerks funktionieren**. Darüber hinaus ist es für das Vorliegen eines organisierten Marktes nicht erforderlich, dass es sich im technischen Sinne um ein abgeschlossenes System handelt. Es dürfen vielmehr auch mehrere, jeweils durch Regelwerke definierte, organisierte Märkte auf derselben technischen Handelsplattform betrieben werden.<sup>420</sup> Die Voraussetzung „Interesse am Kauf und Verkauf“ ist gemäß Erwägungsgrund 6 der Finanzmarktrichtlinie ebenfalls weit zu verstehen und schließt „Aufträge, Kursofferten und Interessenbekundungen“ ein.

- 160** Eine weitere Voraussetzung ist, dass die **Ausführung des Geschäfts nicht vom Ermessen** der Parteien **abhängen darf**, sondern sich nach den nicht abdingbaren, im Voraus festgelegten Regeln des Systems richten muss.<sup>421</sup> Problematisch könnte dies in der Zukunft dann werden, wenn etwa „lernfähige“ künstlich intelligente Systeme zwar zunächst den festgesetzten Regeln folgen, diese aber fortentwickeln und zB die Möglichkeit nutzen, die Bonität eines Handelsteilnehmers vor dem „Matching“ zu überprüfen. Ob in diesem Fall die Bedingungen des Abs. 5 noch erfüllt wären, erscheint fraglich.<sup>422</sup> Das Regelwerk muss Bestimmungen enthalten „in Bezug auf die Mitgliedschaft, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel, den Handel zwischen Mitgliedern, die Meldung von Geschäften und gegebenenfalls die Transparenzpflichten“.<sup>423</sup>
- 161** Die Abgrenzung zwischen einem organisierten Markt nach Abs. 5 und einem multilateralen Handelssystem nach Abs. 3 Nr. 8 erfolgt primär danach, ob das jeweilige System **staatlich zugelassen ist und überwacht wird**. Im Übrigen ist die Definition des organisierten Marktes insofern weiter als diejenige des multilateralen Handelssystems, als erstere ausdrücklich auch solche Systeme erfasst, die nicht direkt zu einem Vertragsabschluss führen, sondern lediglich das Zusammenbringen der Parteien fördern, also erleichtern.<sup>424</sup>
- 162** Eine Abweichung gegenüber der Rechtslage vor Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie durch das FRUG besteht auch hinsichtlich des räumlichen Geltungsbereichs. Während bisher keine geografische Eingrenzung für die Anerkennung eines organisierten Marktes auch im Ausland bestand und auch Märkte in Drittstaaten unter die rein materiell ausgestaltete Definition des organisierten Marktes fallen konnte (vgl. § 37i WpHG aF), ist der Begriff nunmehr **auf Märkte im Geltungsbereich der Finanzmarktrichtlinie beschränkt**.<sup>425</sup>
- 163** **3. Anwendungsfälle.** Die Voraussetzungen eines organisierten Marktes erfüllt **in Deutschland der regulierte Markt gem. § 32 ff. BörsG**, der

---

<sup>419</sup> Spindler/Kasten WM 2007, 1749, 1754.

<sup>420</sup> BegrRegE, BT-Drs. 16/4028, S. 57.

<sup>421</sup> Vgl. BegrRegE, BT-Drs. 16/4028, S. 56 (zu § 2 Abs. 3 Nr. 8), wonach den Parteien kein Entscheidungsspielraum verbleiben darf, „ob sie im Einzelfall das Geschäft mit einem bestimmten Vertragspartner eingehen wollen“; vgl. auch Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 sowie Erwägungsgrund 6 der MiFID (Zusammenführung der Interessen innerhalb des Systems nach den „nichtdiskretionären, vom Betreiber des Systems festgelegten Regeln“).

<sup>422</sup> Spindler/Kasten WM 2007, 1749, 1754.

<sup>423</sup> Erwägungsgrund 6 der Finanzmarktrichtlinie; mit fast identischem Wortlaut BegrRegE, BT-Drs. 16/4028, S. 56 (zu § 2 Abs. 3 Nr. 8).

<sup>424</sup> Spindler/Kasten WM 2007, 1749, 1754.

<sup>425</sup> BegrRegE, BT-Drs. 16/4028, S. 57.