

Rechnungslegung und Bewertung sowie Information der Anleger aufgrund EU-weit einheitlicher sektorenspezifischer Vorgaben. Diesem Umstand trägt auch die Transparenzrichtlinie [Rz. 15] Rechnung, indem sie die Ausgabe und das Halten von Anteilen oder Aktien an offenen Investmentvermögen gem. Art. 1 Abs. 2 aus dem Anwendungsbereich ausnimmt, da insoweit kein weitergehender Schutz der Interessen der Anleger geboten ist. Vor dem Hintergrund dieser speziellen Regelungen ist eine parallele Überwachung durch die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, die auf der europäischen Transparenzrichtlinie beruhen, und der im Kapitalanlagegesetzbuch umgesetzten EU-Vorgaben nicht sinnvoll. Die Gesetzesänderung berücksichtigt dies und beschränkt insoweit die Anwendbarkeit des Wertpapierhandelsgesetzes, als die Ausgabe und das Halten von Anteilen oder Aktien an offenen Investmentvermögen keine Pflichten nach den Abschnitten 5, 5a und 11 des Wertpapierhandelsgesetzes auslösen. Insbesondere die bisherige Sonderregelung in § 94 Abs. 2 Satz 3, auch i.V.m. Abs. 3 Satz 2 und Abs. 4 Satz 2 KAGB geht in der neuen horizontalen Ausnahme auf. Zugleich ergibt sich aus der Beschränkung auf Anteile und Aktien, dass die Meldepflichten des Abschnitts 5 für die Investmentvermögen selbst unberührt bleiben. Auf geschlossene Investmentvermögen in Form von Investmentaktiengesellschaften mit fixem Kapital findet schließlich – entsprechend der Regelung der Transparenzrichtlinie – die Ausnahmenvorschrift des § 1 Abs. 4 keine Anwendung.“¹

§ 1 Abs. 3 Satz 2 WpHG, der auf Änderungen durch das 1. FiMaNoG zurückgeht (Rz. 12), beschränkt den Anwendungsbereich der Ausnahme nach § 1 Abs. 3 Satz 1 WpHG gemäß den Vorgaben von Art. 1 Abs. 2 i.V.m. mit Art. 2 Abs. 1 lit. g RL 2013/50/EU (Transparenzrichtlinie²) auf **Publikumsinvestmentvermögen**³ (Rz. 13 a.E.), d.h. auf Investmentvermögen, die keine OGAW (Rz. 13) sind, und damit auf AIF (Rz. 13), die keine Spezial-AIF (Rz. 13) sind.

15

§ 2 Begriffsbestimmungen

(1) Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind, insbesondere

1. Aktien,
2. andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind, sowie Hinterlegungsscheine, die Aktien vertreten,
3. Schuldtitel,
 - a) insbesondere Genussscheine und Inhaberschuldverschreibungen und Orderschuldverschreibungen sowie Hinterlegungsscheine, die Schuldtitel vertreten,
 - b) sonstige Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach den Nummern 1 und 2 berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird; nähere Bestimmungen enthält die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 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. L 87 vom 31.3.2017, S. 1), in der jeweils geltenden Fassung.

(2) Geldmarktinstrumente im Sinne dieses Gesetzes sind Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, insbesondere Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate, Commercial Papers und sonstige vergleichbare Instrumente, sofern im Einklang mit Artikel 11 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565

1. ihr Wert jederzeit bestimmt werden kann,
 2. es sich nicht um Derivate handelt und
 3. ihre Fälligkeit bei Emission höchstens 397 Tage beträgt,
- es sei denn, es handelt sich um Zahlungsinstrumente.**

¹ RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, BT-Drucks. 18/5010 v. 26.5.2015, 1, 42.

² Richtlinie 2013/50/EU vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294 v. 6.11.2013, S. 13.

³ RegE 1. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/7482 v. 8.2.2016, 1, 57.

(3) Derivative Geschäfte im Sinne dieses Gesetzes sind

1. als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet (Termingeschäfte) mit Bezug auf die folgenden Basiswerte:
 - a) Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente,
 - b) Devisen, soweit das Geschäft nicht die in Artikel 10 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 genannten Voraussetzungen erfüllt, oder Rechnungseinheiten,
 - c) Zinssätze oder andere Erträge,
 - d) Indices der Basiswerte der Buchstaben a, b, c oder f, andere Finanzindizes oder Finanzmessgrößen,
 - e) derivative Geschäfte oder
 - f) Berechtigungen, Emissionsreduktionseinheiten und zertifizierte Emissionsreduktionen im Sinne des § 3 Nummer 3, 6 und 16 des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes, soweit sie im EU-Emissionshandelsregister gehalten werden dürfen (Emissionszertifikate);
2. Termingeschäfte mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte als Basiswerte, sofern sie
 - a) durch Barausgleich zu erfüllen sind oder einer Vertragspartei das Recht geben, einen Barausgleich zu verlangen, ohne dass dieses Recht durch Ausfall oder ein anderes Beendigungsereignis begründet ist,
 - b) auf einem organisierten Markt oder in einem multilateralen oder organisierten Handelssystem geschlossen werden und nicht über ein organisiertes Handelssystem gehandelte Energiegroßhandelsprodukte im Sinne von Absatz 20 sind, die effektiv geliefert werden müssen, oder
 - c) die Merkmale anderer Derivatekontrakte im Sinne des Artikels 7 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 aufweisen und nichtkommerziellen Zwecken dienen,
 und sofern sie keine Kassageschäfte im Sinne des Artikels 7 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 sind;
3. finanzielle Differenzgeschäfte;
4. als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und dem Transfer von Kreditrisiken dienen (Kreditderivate);
5. Termingeschäfte mit Bezug auf die in Artikel 8 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 genannten Basiswerte, sofern sie die Bedingungen der Nummer 2 erfüllen.

(4) Finanzinstrumente im Sinne dieses Gesetzes sind

1. Wertpapiere im Sinne des Absatzes 1,
2. Anteile an Investmentvermögen im Sinne des § 1 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs,
3. Geldmarktinstrumente im Sinne des Absatzes 2,
4. derivative Geschäfte im Sinne des Absatzes 3,
5. Emissionszertifikate,
6. Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren und
7. Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes mit Ausnahme von Anteilen an einer Genossenschaft im Sinne des § 1 des Genossenschaftsgesetzes sowie Namensschuldverschreibungen, die mit einer vereinbarten festen Laufzeit, einem unveränderlich vereinbarten festen positiven Zinssatz ausgestattet sind, bei denen das investierte Kapital ohne Anrechnung von Zinsen ungemindert zum Zeitpunkt der Fälligkeit zum vollen Nennwert zurückgezahlt wird, und die von einem CRR-Kreditinstitut im Sinne des § 1 Absatz 3d Satz 1 des Kreditwesengesetzes, dem eine Erlaubnis nach § 32 Absatz 1 des Kreditwesengesetzes erteilt worden ist, ausgegeben werden, wenn das darauf eingezahlte Kapital im Falle des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Instituts oder der Liquidation des Instituts nicht erst nach Befriedigung aller nicht nachrangigen Gläubiger zurückgezahlt wird.

(5) Waren im Sinne dieses Gesetzes sind fungible Wirtschaftsgüter, die geliefert werden können; dazu zählen auch Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom.

(6) Waren-Spot-Kontrakt im Sinne dieses Gesetzes ist ein Vertrag im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 15 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014.

(7) Referenzwert im Sinne dieses Gesetzes ist ein Kurs, Index oder Wert im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 29 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014.

(8) Wertpapierdienstleistungen im Sinne dieses Gesetzes sind

1. die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung (Finanzkommissionsgeschäft),
2. das
 - a) kontinuierliche Anbieten des An- und Verkaufs von Finanzinstrumenten an den Finanzmärkten zu selbst gestellten Preisen für eigene Rechnung unter Einsatz des eigenen Kapitals (Market-Making),
 - b) häufige organisierte und systematische Betreiben von Handel für eigene Rechnung in erheblichem Umfang außerhalb eines organisierten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems, wenn Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems ausgeführt werden, ohne dass ein multilaterales Handelssystem betrieben wird (systematische Internalisierung),
 - c) Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere (Eigenhandel) oder
 - d) Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als unmittelbarer oder mittelbarer Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems mittels einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik im Sinne von Absatz 44, auch ohne Dienstleistung für andere (Hochfrequenzhandel),
3. die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten in fremdem Namen für fremde Rechnung (Abschlussvermittlung),
4. die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten (Anlagevermittlung),
5. die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien (Emissionsgeschäft),
6. die Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung (Platzierungsgeschäft),
7. die Verwaltung einzelner oder mehrerer in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum (Finanzportfolioverwaltung),
8. der Betrieb eines multilateralen Systems, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt (Betrieb eines multilateralen Handelssystems),
9. der Betrieb eines multilateralen Systems, bei dem es sich nicht um einen organisierten Markt oder ein multilaterales Handelssystem handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten innerhalb des Systems auf eine Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt (Betrieb eines organisierten Handelssystems),
10. die Abgabe von persönlichen Empfehlungen im Sinne des Artikels 9 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungschanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird (Anlageberatung).

Das Finanzkommissionsgeschäft, der Eigenhandel und die Abschlussvermittlung umfassen den Abschluss von Vereinbarungen über den Verkauf von Finanzinstrumenten, die von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder einem Kreditinstitut ausgegeben werden, im Zeitpunkt ihrer Emission. Ob ein häufiger systematischer Handel vorliegt, bemisst sich nach der Zahl der Geschäfte außerhalb eines Handelsplatzes (OTC-Handel) mit einem Finanzinstrument zur Ausführung von Kundenaufträgen, die von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen für eigene Rechnung durchgeführt werden. Ob ein Handel in erheblichem Umfang vorliegt, bemisst sich entweder nach dem Anteil des OTC-Handels an dem Gesamthandelsvolumen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens in einem bestimmten Finanzinstrument oder nach dem Verhältnis des OTC-Handels des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zum Gesamthandelsvolumen in einem bestimmten Finanzinstrument in der Europäischen Union; nähere Bestimmungen enthalten die Artikel 12 bis 17 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565. Die Voraussetzungen der systematischen Internalisierung sind erst dann erfüllt, wenn sowohl die Obergrenze für den häufigen systematischen Handel als auch die Obergrenze für den Handel in erheblichem Umfang überschritten werden oder wenn ein Unternehmen sich freiwillig den für die systematische Internalisierung geltenden Regelungen unterworfen und eine Erlaubnis zum Betreiben

der systematischen Internalisierung bei der Bundesanstalt beantragt hat. Als Wertpapierdienstleistung gilt auch die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, die keine Dienstleistung für andere im Sinne des Satzes 1 Nr. 2 darstellt (Eigengeschäft). Der Finanzportfolioverwaltung gleichgestellt ist hinsichtlich der §§ 22, 63 bis 83 und 85 bis 92 dieses Gesetzes sowie des Artikels 20 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 und der Artikel 72 bis 76 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 2017/565 die erlaubnispflichtige Anlageverwaltung nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 des Kreditwesengesetzes.

(9) Wertpapiernebdienstleistungen im Sinne dieses Gesetzes sind

1. die Verwahrung und die Verwaltung von Finanzinstrumenten für andere, einschließlich Depotverwahrung und verbundener Dienstleistungen wie Cash-Management oder die Verwaltung von Sicherheiten mit Ausnahme der Bereitstellung und Führung von Wertpapierkonten auf oberster Ebene (zentrale Kontenführung) gemäß Abschnitt A Nummer 2 des Anhangs zur Verordnung (EU) Nr. 909/2014 (Depotgeschäft),
2. die Gewährung von Krediten oder Darlehen an andere für die Durchführung von Wertpapierdienstleistungen, sofern das Unternehmen, das den Kredit oder das Darlehen gewährt, an diesen Geschäften beteiligt ist,
3. die Beratung von Unternehmen über die Kapitalstruktur, die industrielle Strategie sowie die Beratung und das Angebot von Dienstleistungen bei Unternehmenskäufen und Unternehmenszusammenschlüssen,
4. Devisengeschäfte, die in Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen stehen,
5. das Erstellen oder Verbreiten von Empfehlungen oder Vorschlägen von Anlagestrategien im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Anlagestrategieempfehlung) oder von Anlageempfehlungen im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Anlageempfehlung),
6. Dienstleistungen, die im Zusammenhang mit dem Emissionsgeschäft stehen,
7. Dienstleistungen, die sich auf einen Basiswert im Sinne des Absatzes 2 [richtig Absatzes 3] Nr. 2 oder Nr. 5 beziehen und im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebdienstleistungen stehen.

(10) Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne dieses Gesetzes sind Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebdienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

(11) Organisierter Markt im Sinne dieses Gesetzes ist ein im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt.

(12) Drittstaat im Sinne dieses Gesetzes ist ein Staat, der weder Mitgliedstaat der Europäischen Union (Mitgliedstaat) noch Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum ist.

(13) Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, sind

1. Emittenten von Schuldtiteln mit einer Stückelung von weniger als 1 000 Euro oder dem am Ausgabetag entsprechenden Gegenwert in einer anderen Währung oder von Aktien,
 - a) die ihren Sitz im Inland haben und deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind oder
 - b) die ihren Sitz in einem Drittstaat haben, deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind und die die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat nach § 4 Absatz 1 gewählt haben,
2. Emittenten, die andere als die in Nummer 1 genannten Finanzinstrumente begeben und
 - a) die ihren Sitz im Inland haben und deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder in anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind oder
 - b) die ihren Sitz nicht im Inland haben und deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind

und die die Bundesrepublik Deutschland nach Maßgabe des § 4 Absatz 2 als Herkunftsstaat gewählt haben,

3. Emittenten, die nach Nummer 1 Buchstabe b oder Nummer 2 die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat wählen können und deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind, solange sie nicht wirksam einen Herkunftsmitgliedstaat gewählt haben nach § 4 in Verbindung mit § 5 oder nach entsprechenden Vorschriften anderer Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder anderer Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum.

(14) Inlandsemittenten sind

1. Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, mit Ausnahme solcher Emittenten, deren Wertpapiere nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind, soweit sie in diesem anderen Staat Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten nach Maßgabe der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. EU Nr. L 390 S. 38) unterliegen, und
2. Emittenten, für die nicht die Bundesrepublik Deutschland, sondern ein anderer Mitgliedstaat der Europäischen Union oder ein anderer Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum der Herkunftsstaat ist, deren Wertpapiere aber nur im Inland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

(15) MTF-Emittenten im Sinne dieses Gesetzes sind Emittenten von Finanzinstrumenten,

1. die ihren Sitz im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem multilateralen Handelssystem im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union (Mitgliedstaat) oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum beantragt oder genehmigt haben, wenn diese Finanzinstrumente nur auf multilateralen Handelssystemen gehandelt werden, mit Ausnahme solcher Emittenten, deren Finanzinstrumente nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind, wenn sie in diesem anderen Staat den Anforderungen des Artikels 21 der Richtlinie 2004/109/EG unterliegen, oder
2. die ihren Sitz nicht im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem im Inland beantragt oder genehmigt haben, wenn diese Finanzinstrumente nur an multilateralen Handelssystemen im Inland gehandelt werden.

(16) OTF-Emittenten im Sinne dieses Gesetzes sind Emittenten von Finanzinstrumenten,

1. die ihren Sitz im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem organisierten Handelssystem im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum beantragt oder genehmigt haben, wenn diese Finanzinstrumente nur auf organisierten Handelssystemen gehandelt werden, mit Ausnahme solcher Emittenten, deren Finanzinstrumente nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind, soweit sie in diesem Staat den Anforderungen des Artikels 21 der Richtlinie 2004/109/EG unterliegen, oder
2. die ihren Sitz nicht im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente nur eine Zulassung zum Handel an einem organisierten Handelssystem im Inland beantragt oder genehmigt haben.

(17) Herkunftsmitgliedstaat im Sinne dieses Gesetzes ist

1. im Falle eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens,
 - a) sofern es sich um eine natürliche Person handelt, der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens befindet;
 - b) sofern es sich um eine juristische Person handelt, der Mitgliedstaat, in dem sich ihr Sitz befindet;
 - c) sofern es sich um eine juristische Person handelt, für die nach dem nationalen Recht, das für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen maßgeblich ist, kein Sitz bestimmt ist, der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung befindet;
2. im Falle eines organisierten Marktes der Mitgliedstaat, in dem dieser registriert oder zugelassen ist, oder, sofern für ihn nach dem Recht dieses Mitgliedstaats kein Sitz bestimmt ist, der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung befindet;
3. im Falle eines Datenbereitstellungsdienstes,
 - a) sofern es sich um eine natürliche Person handelt, der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung des Datenbereitstellungsdienstes befindet;

- b) sofern es sich um eine juristische Person handelt, der Mitgliedstaat, in dem sich der Sitz des Datenbereitstellungsdienstes befindet;
- c) sofern es sich um eine juristische Person handelt, für die nach dem nationalen Recht, das für den Datenbereitstellungsdienst maßgeblich ist, kein Sitz bestimmt ist, der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung befindet.

(18) Aufnahmemitgliedstaat im Sinne dieses Gesetzes ist

- 1. für ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen der Mitgliedstaat, in dem es eine Zweigniederlassung unterhält oder Wertpapierdienstleistungen im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs erbringt;
- 2. für einen organisierten Markt der Mitgliedstaat, in dem er geeignete Vorkehrungen bietet, um in diesem Mitgliedstaat niedergelassenen Marktteilnehmern den Zugang zum Handel über sein System zu erleichtern.

(19) Eine strukturierte Einlage ist eine Einlage im Sinne des § 2 Absatz 3 Satz 1 und 2 des Einlagensicherungsgesetzes, die bei Fälligkeit in voller Höhe zurückzuzahlen ist, wobei sich die Zahlung von Zinsen oder einer Prämie, das Zinsrisiko oder das Prämienrisiko aus einer Formel ergibt, die insbesondere abhängig ist von

- 1. einem Index oder einer Indexkombination,
- 2. einem Finanzinstrument oder einer Kombination von Finanzinstrumenten,
- 3. einer Ware oder einer Kombination von Waren oder anderen körperlichen oder nicht körperlichen nicht übertragbaren Vermögenswerten oder
- 4. einem Wechselkurs oder einer Kombination von Wechselkursen.

Keine strukturierten Einlagen stellen variabel verzinsliche Einlagen dar, deren Ertrag unmittelbar an einen Zinsindex, insbesondere den Euribor oder den Libor, gebunden ist.

(20) Energiegroßhandelsprodukt im Sinne dieses Gesetzes ist ein Energiegroßhandelsprodukt im Sinne des Artikels 2 Nummer 4 der Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts (ABl. L 326 vom 8.12.2011, S. 1), sowie der Artikel 5 und 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.

(21) Multilaterales System im Sinne dieses Gesetzes ist ein System oder ein Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt.

(22) Handelsplatz im Sinne dieses Gesetzes ist ein organisierter Markt, ein multilaterales Handelssystem oder ein organisiertes Handelssystem.

(23) Liquider Markt im Sinne dieses Gesetzes ist ein Markt für ein Finanzinstrument oder für eine Kategorie von Finanzinstrumenten,

- 1. auf dem kontinuierlich kauf- oder verkaufsbereite vertragswillige Käufer oder Verkäufer verfügbar sind und
- 2. der unter Berücksichtigung der speziellen Marktstrukturen des betreffenden Finanzinstruments oder der betreffenden Kategorie von Finanzinstrumenten nach den folgenden Kriterien bewertet wird:
 - a) Durchschnittsfrequenz und -volumen der Geschäfte bei einer bestimmten Bandbreite von Marktbedingungen unter Berücksichtigung der Art und des Lebenszyklus von Produkten innerhalb der Kategorie von Finanzinstrumenten;
 - b) Zahl und Art der Marktteilnehmer, einschließlich des Verhältnisses der Marktteilnehmer zu den gehandelten Finanzinstrumenten in Bezug auf ein bestimmtes Finanzinstrument;
 - c) durchschnittlicher Spread, sofern verfügbar.

Nähere Bestimmungen enthalten die Artikel 1 bis 4 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/567 der Kommission vom 18. Mai 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokomprimierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 90), in der jeweils geltenden Fassung.

(24) Zweigniederlassung im Sinne dieses Gesetzes ist eine Betriebsstelle, die

- 1. nicht die Hauptverwaltung ist,
- 2. einen rechtlich unselbstständigen Teil eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bildet und
- 3. Wertpapierdienstleistungen, gegebenenfalls auch Wertpapiernebenleistungen, erbringt, für die dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Zulassung erteilt wurde.

Alle Betriebsstellen eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens mit Hauptverwaltung in einem anderen Mitgliedstaat, die sich in demselben Mitgliedstaat befinden, gelten als eine einzige Zweigniederlassung.

(25) Mutterunternehmen im Sinne dieses Gesetzes ist, sofern nicht die Abschnitte 6 und 16 besondere Regelungen enthalten, ein Mutterunternehmen im Sinne des Artikels 2 Nummer 9 und des Artikels 22 der Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates (ABl. L 182 vom 29.6.2013, S. 19), die zuletzt durch die Richtlinie 2014/102/EU (ABl. L 334 vom 21.11.2014, S. 86) geändert worden ist.

(26) Tochterunternehmen im Sinne dieses Gesetzes ist, sofern nicht die Abschnitte 6 und 16 besondere Regelungen enthalten, ein Tochterunternehmen im Sinne des Artikels 2 Nummer 10 und des Artikels 22 der Richtlinie 2013/34/EU, einschließlich aller Tochterunternehmen eines Tochterunternehmens des an der Spitze stehenden Mutterunternehmens.

(27) Gruppe im Sinne dieses Gesetzes ist eine Gruppe im Sinne des Artikels 2 Nummer 11 der Richtlinie 2013/34/EU.

(28) Eine enge Verbindung im Sinne dieses Gesetzes liegt vor, wenn zwei oder mehr natürliche oder juristische Personen wie folgt miteinander verbunden sind:

1. durch eine Beteiligung in Form des direkten Haltens oder des Haltens im Wege der Kontrolle von mindestens 20 Prozent der Stimmrechte oder der Anteile an einem Unternehmen,
2. durch Kontrolle in Form eines Verhältnisses zwischen Mutter- und Tochterunternehmen, wie in allen Fällen des Artikels 22 Absatz 1 und 2 der Richtlinie 2013/34/EU oder einem vergleichbaren Verhältnis zwischen einer natürlichen oder juristischen Person und einem Unternehmen; Tochterunternehmen von Tochterunternehmen gelten ebenfalls als Tochterunternehmen des Mutterunternehmens, das an der Spitze dieser Unternehmen steht oder
3. durch ein dauerhaftes Kontrollverhältnis beider oder aller Personen, das zu derselben dritten Person besteht.

(29) Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge (Matched Principal Trading) im Sinne dieses Gesetzes ist ein Geschäft, bei dem

1. zwischen Käufer und Verkäufer ein Vermittler zwischengeschaltet ist, der während der gesamten Ausführung des Geschäfts zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt ist,
2. Kauf- und Verkaufsgeschäfte gleichzeitig ausgeführt werden und
3. das zu Preisen abgeschlossen wird, durch die der Vermittler abgesehen von einer vorab offengelegten Provision, Gebühr oder sonstigen Vergütung weder Gewinn noch Verlust macht.

(30) Direkter elektronischer Zugang im Sinne dieses Gesetzes ist eine Vereinbarung, in deren Rahmen ein Mitglied, ein Teilnehmer oder ein Kunde eines Handelsplatzes einer anderen Person die Nutzung seines Handelscodes gestattet, damit diese Person Aufträge in Bezug auf Finanzinstrumente elektronisch direkt an den Handelsplatz übermitteln kann, mit Ausnahme der in Artikel 20 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 genannten Fälle. Der direkte elektronische Zugang umfasst auch Vereinbarungen, die die Nutzung der Infrastruktur oder eines anderweitigen Verbindungssystems des Mitglieds, des Teilnehmers oder des Kunden durch diese Person zur Übermittlung von Aufträgen beinhalten (direkter Marktzugang), sowie diejenigen Vereinbarungen, bei denen eine solche Infrastruktur nicht durch diese Person genutzt wird (geförderter Zugang).

(31) Hinterlegungsscheine im Sinne dieses Gesetzes sind Wertpapiere, die auf dem Kapitalmarkt handelbar sind und die ein Eigentumsrecht an Wertpapieren von Emittenten mit Sitz im Ausland verbriefen, zum Handel auf einem organisierten Markt zugelassen sind und unabhängig von den Wertpapieren des jeweiligen Emittenten mit Sitz im Ausland gehandelt werden können.

(32) Börsengehandeltes Investmentvermögen im Sinne dieses Gesetzes ist ein Investmentvermögen im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuchs, bei dem mindestens eine Anteilsklasse oder Aktiengattung ganztagig an mindestens einem Handelsplatz und mit mindestens einem Market Maker, der tätig wird, um sicherzustellen, dass der Preis seiner Anteile oder Aktien an diesem Handelsplatz nicht wesentlich von ihrem Nettoinventarwert und, sofern einschlägig, von ihrem indikativen Nettoinventarwert abweicht, gehandelt wird.

(33) Zertifikat im Sinne dieses Gesetzes ist ein Wertpapier, das auf dem Kapitalmarkt handelbar ist und das im Falle der durch den Emittenten vorgenommenen Rückzahlung einer Anlage bei dem Emittenten Vorrang vor Aktien hat, aber nicht besicherten Anleiheinstrumenten und anderen vergleichbaren Instrumenten nachgeordnet ist.

(34) Strukturiertes Finanzprodukt im Sinne dieses Gesetzes ist ein Wertpapier, das zur Verbriefung und Übertragung des mit einer ausgewählten Palette an finanziellen Vermögenswerten einhergehenden Kreditrisikos geschaffen wurde und das den Wertpapierinhaber zum Empfang regelmäßiger Zahlungen berechtigt, die vom Geldfluss der Basisvermögenswerte abhängen.

(35) Derivate im Sinne dieses Gesetzes sind derivative Geschäfte im Sinne des Absatzes 3 sowie Wertpapiere im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3 Buchstabe b.

(36) Warenderivate im Sinne dieses Gesetzes sind Finanzinstrumente im Sinne des Artikels 2 Absatz 1 Nummer 30 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014.

(37) Genehmigtes Veröffentlichungssystem im Sinne dieses Gesetzes ist ein Unternehmen, das im Namen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen Handelsveröffentlichungen im Sinne der Artikel 20 und 21 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 vornimmt.

(38) Bereitsteller konsolidierter Datenticker im Sinne dieses Gesetzes ist ein Unternehmen, das zur Einholung von Handelsveröffentlichungen nach den Artikeln 6, 7, 10, 12, 13, 20 und 21 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 auf geregelten Märkten, multilateralen und organisierten Handelssystemen und bei genehmigten Veröffentlichungssystemen berechtigt ist und diese Handelsveröffentlichungen in einem kontinuierlichen elektronischen Echtzeitdatenstrom konsolidiert, über den Preis- und Handelsvolumendaten für jedes einzelne Finanzinstrument abrufbar sind.

(39) Genehmigter Meldemechanismus im Sinne dieses Gesetzes ist ein Unternehmen, das dazu berechtigt ist, im Namen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens Einzelheiten zu Geschäften an die zuständigen Behörden oder die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zu melden.

(40) Datenbereitstellungsdienst im Sinne dieses Gesetzes ist

1. ein genehmigtes Veröffentlichungssystem,
2. ein Bereitsteller konsolidierter Datenticker oder
3. ein genehmigter Meldemechanismus.

(41) Drittlandunternehmen im Sinne dieses Gesetzes ist ein Unternehmen, das ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen wäre, wenn es seinen Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum hätte.

(42) Öffentliche Emittenten im Sinne dieses Gesetzes sind folgende Emittenten von Schuldtiteln:

1. die Europäische Union,
2. ein Mitgliedstaat einschließlich eines Ministeriums, einer Behörde oder einer Zweckgesellschaft dieses Mitgliedstaats,
3. im Falle eines bundesstaatlich organisierten Mitgliedstaats einer seiner Gliedstaaten,
4. eine für mehrere Mitgliedstaaten tätige Zweckgesellschaft,
5. ein von mehreren Mitgliedstaaten gegründetes internationales Finanzinstitut, das dem Zweck dient, Finanzmittel zu mobilisieren und seinen Mitgliedern Finanzhilfen zu gewähren, sofern diese von schwerwiegenden Finanzierungsproblemen betroffen oder bedroht sind,
6. die Europäische Investitionsbank.

(43) Ein dauerhafter Datenträger ist jedes Medium, das

1. es dem Kunden gestattet, an ihn persönlich gerichtete Informationen derart zu speichern, dass er sie in der Folge für eine Dauer, die für die Zwecke der Informationen angemessen ist, einsehen kann, und
2. die unveränderte Wiedergabe der gespeicherten Informationen ermöglicht.

Nähere Bestimmungen enthält Artikel 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.

(44) Hochfrequente algorithmische Handelstechnik im Sinne dieses Gesetzes ist ein algorithmischer Handel im Sinne des § 80 Absatz 2 Satz 1, der gekennzeichnet ist durch

1. eine Infrastruktur zur Minimierung von Netzwerklatenzen und anderen Verzögerungen bei der Orderübertragung (Latenzen), die mindestens eine der folgenden Vorrichtungen für die Eingabe algorithmischer Aufträge aufweist: Kollokation, Proximity Hosting oder einen direkten elektronischen Hochgeschwindigkeitszugang,
2. die Fähigkeit des Systems, einen Auftrag ohne menschliche Intervention im Sinne des Artikels 18 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 einzuleiten, zu erzeugen, weiterzuleiten oder auszuführen und
3. ein hohes untertägiges Mitteilungsaufkommen im Sinne des Artikels 19 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 in Form von Aufträgen, Kursangaben oder Stornierungen.

(45) Zentrale Gegenpartei im Sinne dieses Gesetzes ist ein Unternehmen im Sinne des Artikels 2 Nummer 1 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 in der jeweils geltenden Fassung.

(46) **Kleine und mittlere Unternehmen im Sinne dieses Gesetzes sind Unternehmen, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 200 Millionen Euro betrug. Nähere Bestimmungen enthalten die Artikel 77 bis 79 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565.**

(47) **Öffentlicher Schuldtitel im Sinne dieses Gesetzes ist ein Schuldtitel, der von einem öffentlichen Emittenten begeben wird.**

(48) **PRIP im Sinne dieses Gesetzes ist ein Produkt im Sinne des Artikels 4 Nummer 1 der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014.**

(49) **PRIIP im Sinne dieses Gesetzes ist ein Produkt im Sinne des Artikels 4 Nummer 3 der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014.**

In der Fassung des 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (BGBl. I 2017, 1693).

Schrifttum: Assmann, Irrungen und Wirrungen im Recht der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061; BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung („Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Abschlussvermittlung“) vom 7.12.2009, geändert am 11.9.2014, abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091207_tatbestand_abschlussvermittlung.html; BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung („Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung“) vom 4.12.2009, geändert am 13.7.2017, abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091204_tatbestand_anlagevermittlung.html; BaFin, Merkblatt Depotgeschäft („Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Depotgeschäfts“) vom 6.1.2009, geändert am 17.2.2014, abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090106_tatbestand_depotgeschaef.html; BaFin, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft („Merkblatt – Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts“) vom 22.3.2011, geändert am 15.1.2018, abrufbar unter www.bafin.de/dok/7866844; BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft („Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Emissionsgeschäfts“) vom 7.1.2009, geändert am 24.7.2013, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_090107_tatbestand_emissionsgeschaef.html; BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung vom 3.1.2011 in der Fassung vom 11.5.2014, abrufbar unter www.bafin.de/dok/7866842; BaFin, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft („Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts“) vom 18.3.2010 (Stand Mai 2017), abrufbar unter www.bafin.de/dok/7866824; BaFin, Merkblatt Investmentclubs vom 9.6.2011 in der Fassung v. 18.7.2013, abrufbar unter www.bafin.de (Suchbegriffeingabe: Merkblatt Investmentclubs); BaFin, Merkblatt multilaterales Handelssystem („Merkblatt – Tatbestand des Betriebs eines multilateralen Handelssystems“) vom 7.12.2009, geändert am 25.7.2013, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091208_tatbestand_multi_laterales_handelssystem.html; BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft („Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Platzierungsgeschäfts“) vom 10.12.2009, geändert am 25.07.2013, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_091211_tatbestand_platzierungsgeschaef.html; BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt der BaFin und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung vom 13.5.2011, geändert am 15.11.2017, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_110513_anlageberatung_neu.html; Balzer, Umsetzung der MiFID: Ein neuer Rechtsrahmen für die Anlageberatung, ZBB 2007, 333; Baumbach/Hefermehl, Wechselgesetz und Scheckgesetz, 23. Aufl. 2008; Baur, Das neue Wertpapierhandelsrecht, Die Bank 1997, 346; Binder, Daytrading als Finanztermingeschäft i.S.d. § 2 Abs. 2a WpHG?, ZHR 169 (2005), 329; Bürgers, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424; Casper, Das neue Recht der Termingeschäfte, WM 2003, 161; Diekmann/Sustmann, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929; du Buisson, Die Reichweite der Erlaubnistatbestände Emissionsgeschäft und Eigenhandel für andere in § 1 Kreditwesengesetz (KWG), WM 2003, 1401; Duve/Keller, MiFID: Die neue Welt des Wertpapiergeschäfts, BB 2006, 2537; Eßer, Kollektive Anlagemodelle als Finanzportfolioverwaltung, WM 2008, 671; Fleckner, Die Lücke im Recht des Devisenterminhandels, WM 2003, 168; Fleckner, Finanztermingeschäfte in Devisen, ZBB 2005, 96; Gomber/Hirschberg, Ende oder Stärkung der konventionellen Börsen?, AG 2006, 777; Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019; Hirschberg, MiFID – ein neuer Rechtsrahmen für die Wertpapierhandelsplätze in Deutschland, AG 2006, 398; Hueck/Canaris, Recht der Wertpapiere, 12. Aufl. 1986; Jung, Die Auswirkungen der 6. KWG-Novelle auf Anlagevermittler, (Börsen-)Makler und Vermögensverwalter, BB 1998, 649; Kumpan, Die Regulierung außerbörslicher Wertpapierhandelssysteme im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, 2006; Kuthe, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; von Livonius/Bernau, Der neue Tatbestand der „Anlageverwaltung“ als erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung, WM 2009, 1216; Meixner, Neuerungen im Bankenaufsichts- und Kapitalmarktrecht, NJW 1998, 862; Melzer, Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2003, 366; Mielk, Die wesentlichen Neuerungen der KWG-Novelle, WM 1997, 2200 (I), 2237 (II); Müller-Deku, Daytrading zwischen Termin- und Differenzhandel, WM 2000, 1029; Mutschler, Internalisierung der Auftragsausführung im Wertpapierhandel, 2007; Reiner, Derivative Finanzinstrumente im Recht, 2002; Ringe, Die Neuregelung des Internationalen Kapitalmarktpublizitätsrechts durch die Neufassung der Transparenzrichtlinie, AG 2007, 809; Samtleben, Das Börsentermingeschäft ist tot – es lebe das Finanztermingeschäft?, ZBB 2003, 69; Schäfer/Lang, Zur Reform des Rechts der Börsentermingeschäfte, BKR 2002, 197; Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; Spindler, Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449; Spindler/Kasten, Der neue Rechtsrahmen für den Finanzdienstleistungssektor – die MiFID und ihre Umsetzung, WM 2006, 1749 (I), 1797 (II); Spindler/Kasten, Änderungen des WpHG durch das Finanzmarkttrichlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1245; Stefanski, Eigenhandel für andere, 2009; Voge, Nr. 4 KWG – Zugleich Anmerkung zu den Urteilen des Hessischen VGH vom 13.12.2006, WM 2007, 1640; Waclawik, Erlaubnispflicht privater Family Offices nach Umsetzung der MiFID, ZIP 2007, 1341; Weber-Reyl/Baltzer, Aufsichtsrechtliche Regelungen für Vermittler von Finanzanlagen und Vermögensverwalter nach der 6. KWG-Novelle, WM 1997, 2288; Wiebke, Das neue Aufsichtsrecht für Finanzdienstleistungsunternehmen, DStR 1998, 491. S. im Übrigen das in der Einleitung aufgeführte Schrifttum und das allgemeine Schrifttumsverzeichnis.

I. Normentwicklung und gesetzessystematische Bedeutung der Vorschrift	1
II. Begriffsbestimmungen	8
1. Wertpapiere (§ 2 Abs. 1 WpHG)	8
a) Normentwicklung und Übersicht	8
b) Gemeinsame Merkmale von Wertpapieren i.S.d. WpHG	11
c) Wertpapiere nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG	17
aa) Aktien (§ 2 Abs. 2 Nr. 1 WpHG)	18
bb) Aktien vergleichbare Anteile sowie Aktien vertretende Hinterlegungsscheine (§ 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)	19
(1) Anteile	19
(2) Aktien vertretende Hinterlegungsscheine	23
cc) Schuldtitel (§ 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a und b WpHG)	25
(1) Schuldtitel im Allgemeinen	25
(2) Genussscheine	28
(3) Inhaber- und Orderschuldverschreibungen	29
(4) Namensschuldverschreibungen	34
(5) Schuldtitel vertretende Zertifikate	35
(6) Sonstige Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 2 Nr. 3 lit. b WpHG (Optionsscheine)	36
2. Geldmarktinstrumente (§ 2 Abs. 2 WpHG)	38
3. Derivative Geschäfte (§ 2 Abs. 3 WpHG)	45
a) Normentwicklung und Übersicht	45
b) Elemente des Derivatebegriffs als Element derivativer Geschäfte	48
c) Die derivativen Geschäfte im Einzelnen	50
aa) Allgemeines	50
bb) Termingeschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG	51
(1) Festgeschäfte und Optionsgeschäfte	51
(2) Basiswerte	53
cc) Termingeschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG	62
(1) Termingeschäft	63
(2) Basiswerte	64
(3) Voraussetzungen nach § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a bis c WpHG	70
(4) Kein Kassageschäft	74
dd) Finanzielle Differenzgeschäfte (§ 2 Abs. 3 Nr. 3 WpHG)	75
ee) Kreditderivate (§ 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG)	76
ff) Termingeschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 5 WpHG	78
4. Finanzinstrumente (§ 2 Abs. 4 WpHG)	80
a) Normentwicklung	80
b) Die Finanzinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 4 Nr. 1 bis 7 WpHG	82
5. Waren (§ 2 Abs. 5 WpHG)	88
6. Waren-Spot-Kontrakt (§ 2 Abs. 6 WpHG)	90
7. Referenzwert (§ 2 Abs. 7 WpHG)	91
8. Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 8 WpHG)	92
a) Normentwicklung	92
b) Die Wertpapierdienstleistungen i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 bis 10 und Sätze 2 bis 6 WpHG	97
aa) Finanzkommissionsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 und Satz 2 WpHG)	97
bb) Eigenhandelsgeschäfte und Hochfrequenzhandel (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 WpHG)	106
(1) Normentwicklung und Übersicht	106
(2) Market-Making (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. a WpHG)	110
(3) Systematische Internalisierung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b und Sätze 3 bis 5 WpHG)	112
(4) Eigenhandel und Eigengeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c, Satz 6 WpHG)	115
(5) Hochfrequenzhandel (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. d WpHG)	119
cc) Abschlussvermittlung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3, Satz 2 WpHG)	121
dd) Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG)	125
ee) Emissionsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG)	132
(1) Übernahme der Finanzinstrumente für eigenes Risiko zur Platzierung	133
(2) Übernahme gleichwertiger Garantien	140
ff) Platzierungsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG)	141
gg) Finanzportfolioverwaltung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7, Satz 7 WpHG)	148
hh) Betrieb eines multilateralen Handelssystems (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG)	160
ii) Betrieb eines organisierten Handelssystems (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG)	165
jj) Anlageberatung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG)	167
9. Wertpapiernebenendienstleistungen (§ 2 Abs. 9 WpHG)	177
a) Normentwicklung und systematische Stellung der Vorschrift	177
b) Depotgeschäft (§ 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG)	180
c) Kredite für Wertpapierdienst- und Wertpapiernebenendienstleistungen (§ 2 Abs. 9 Nr. 2 WpHG)	186
d) Unternehmensberatung (§ 2 Abs. 9 Nr. 3 WpHG)	189
e) Devisengeschäft (§ 2 Abs. 9 Nr. 4 WpHG)	191
f) Anlagestrategieempfehlung und Anlageempfehlung (§ 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG)	192
g) Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Emissionsgeschäft (§ 2 Abs. 9 Nr. 6 WpHG)	195
h) Spotgeschäfte (§ 2 Abs. 9 Nr. 7 WpHG)	196
10. Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 2 Abs. 10 WpHG)	198
a) Normentwicklung und systematische Stellung der Vorschrift	198
b) Erfasste Unternehmen	201
aa) Gemeinsame Anforderungen an Wertpapierdienstleistungsunternehmen	201
bb) Kreditinstitute	206
cc) Finanzdienstleistungsinstitute	207
dd) Zweigstellen von Unternehmen mit Sitz im Ausland	208
11. Organisierter Markt (§ 2 Abs. 11 WpHG)	210
12. Drittstaat (§ 2 Abs. 12 WpHG)	216
13. Emittenten mit Herkunftsstaat Deutschland (§ 2 Abs. 13 WpHG)	217
a) Normhintergrund	217
b) Bestimmung der Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat	220
aa) Übersicht	220
bb) Emittenten von Schuldtiteln und Aktien (§ 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG)	221
cc) Emittenten anderer Finanzinstrumente als Schuldtitel und Aktien (§ 2 Abs. 13 Nr. 2 WpHG)	225
dd) Herkunftsstaat bei Nichtwahl (§ 2 Abs. 13 Nr. 3 WpHG)	227
14. Inlandsemittent (§ 2 Abs. 14 WpHG)	229

15. MTF-Emittenten (§ 2 Abs. 15 WpHG)	233	31. Hinterlegungsscheine (§ 2 Abs. 31 WpHG)	280
16. OTF-Emittenten (§ 2 Abs. 16 WpHG)	239	32. Börsengehandeltes Investmentvermögen (§ 2 Abs. 32 WpHG)	282
17. Herkunftsmitgliedstaat (§ 2 Abs. 17 WpHG)	243	33. Zertifikate (§ 2 Abs. 33 WpHG)	284
a) Übersicht	243	34. Strukturiertes Finanzprodukt (§ 2 Abs. 34 WpHG)	285
b) Herkunftsstaat von Wertpapierdienst- leistungsunternehmen (§ 2 Abs. 17 Nr. 1 WpHG)	244	35. Derivate (§ 2 Abs. 35 WpHG)	286
c) Herkunftsstaat eines Organisierten Markts (§ 2 Abs. 17 Nr. 2 WpHG)	246	36. Warenderivate (§ 2 Art. 36 WpHG)	287
d) Herkunftsstaat eines Datenbereitstellungs- dienstes (§ 2 Abs. 17 Nr. 3 WpHG)	247	37. Genehmigtes Veröffentlichungssystem (§ 2 Abs. 37 WpHG)	289
18. Aufnahmemitgliedstaat (§ 2 Abs. 18 WpHG)	248	38. Bereitsteller konsolidierter Datenticker (§ 2 Abs. 38 WpHG)	291
19. Strukturierte Einlage (§ 2 Abs. 19 WpHG)	251	39. Genehmigter Meldemechanismus (§ 2 Abs. 39 WpHG)	292
20. Energiegroßhandelsprodukt (§ 2 Abs. 20 WpHG)	254	40. Datenbereitstellungsdienst (§ 2 Abs. 40 WpHG)	293
21. Multilaterales System (§ 2 Abs. 21 WpHG) und multilaterales Handelssystem (MTF)	257	41. Drittlandunternehmen (§ 2 Abs. 41 WpHG)	294
22. Handelsplatz (§ 2 Abs. 22 WpHG)	259	42. Öffentliche Emittenten (§ 2 Abs. 42 WpHG)	295
23. Liquider Markt (§ 2 Abs. 23 WpHG)	260	43. Dauerhafter Datenträger (§ 2 Abs. 43 WpHG)	296
24. Zweigniederlassung (§ 2 Abs. 24 WpHG)	261	44. Hochfrequente algorithmische Handelstechnik (§ 2 Abs. 44 WpHG)	298
25. Mutterunternehmen (§ 2 Abs. 25 WpHG)	263	45. Zentrale Gegenpartei (§ 2 Abs. 45 WpHG)	299
26. Tochterunternehmen (§ 2 Abs. 26 WpHG)	267	46. Kleine und mittlere Unternehmen (§ 2 Abs. 46 WpHG)	300
27. Gruppe (§ 2 Abs. 27 WpHG)	270	47. Öffentlicher Schuldtitel (§ 2 Abs. 47 WpHG)	302
28. Enge Verbindung (§ 2 Abs. 28 WpHG)	271	48. PRIIP (§ 2 Abs. 48 WpHG)	303
29. Zusammenführung sich deckender Kunden- aufträge (§ 2 Abs. 29 WpHG)	274	49. PRIIP (§ 2 Abs. 49 WpHG)	304
30. Direkter elektronischer Zugang (§ 2 Abs. 30 WpHG)	276		

I. Normentwicklung und gesetzessystematische Bedeutung der Vorschrift. Die Vorschrift definiert die zur **Bestimmung des Anwendungsbereichs** des WpHG sowie seiner einzelnen Regelungen in den verschiedenen Abschnitten des WpHG **maßgeblichen Begriffe**. Ließ sich aufgrund der ursprünglichen Fassung des WpHG nach Maßgabe des Art. 1 des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes vom 26.7.1994 (2. FFG)¹ noch feststellen, der Begriff des Wertpapiers bestimme als Schlüsselbegriff des WpHG dessen Regelungsreichweite (1. Aufl., § 2 WpHG Rz. 1), so konnte dieser Befund schon nach der Novellierung der Vorschrift durch das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997² infolge der Einbeziehung von Geldmarktinstrumenten (§ 2 Abs. 1a WpHG a.F.) und eines erweiterten Derivatebegriffs (§ 2 Abs. 2 WpHG a.F.) nur noch eingeschränkt aufrechterhalten werden. Heute dominiert der Begriff der Finanzinstrumente (§ 2 Abs. 2b WpHG a.F., heute § 2 Abs. 4 WpHG), der nach seiner auf Art. 1 Nr. 2 Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) vom 28.10.2004³ zurückgehenden Einfügung in das WpHG als § 2 Abs. 2b WpHG (a.F.) den Oberbegriff für Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren bildet und eines der wesentlichen Begriffsmerkmale von Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 3 WpHG a.F.) darstellte und dessen Instrumentenkanon danach sukzessive erweitert wurde (Rz. 81 f.).

Die **Historie des § 2 WpHG über „Begriffsbestimmungen“** spiegelt die Geschichte des WpHG und seiner – zumeist auf Impulse der in nationales Recht umzusetzenden EU-Richtlinien zurückzuführenden – Erweiterung des Anwendungsbereichs und der Regelungsfelder des WpHG wider (Einl. Rz. 1 ff.) und ist damit zugleich auch ein Spiegelbild der Entwicklung des europäischen Finanzmarktrechts. Mit der zunächst beständigen Ausweitung der Regelungsbereiche und der Regelungsdichte des WpHG (Einl. Rz. 5 f.) ist der Bedarf an vor die Klammer gezogenen Begriffsbestimmungen gewachsen. Aber auch die spätere Entkernung des WpHG aufgrund der Überführung zahlreicher seiner Regelungsfelder in unmittelbar geltendes Verordnungsrecht hat die **Ausweitung der Zahl, des Umfangs und der Differenzierung von Begriffsbestimmungen** nicht zu reduzieren vermocht, sondern – im Gegenteil – exponentiell vermehrt. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass zwar zahlreiche Regelungsfelder des WpHG in Verordnungsrecht – namentlich in die VO Nr. 596/2014⁴ (Marktmissbrauchsverordnung) – überführt wurden (Einl. Rz. 7 ff.), aber im Hinblick auf das diesbezügliche Aufsichtsrecht und Sanktionenrecht weiterhin im WpHG ihre Spuren hinterlassen.

¹ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26.7.1994, BGBl. I 1994, 1749.

² Gesetz vom 22.10.1997 zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften, BGBl. I 1997, 2518, 2560; Begleitgesetz BGBl. I 1997, 2567.

³ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), BGBl. I 2004, 2630.

⁴ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 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.

- 3 Mit dem exponentiellen Wachstum der Begriffsbestimmungen des WpHG v.a. im Zuge des 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) verbinden sich **weitere – qualitative – Veränderungen** in den Vorschriften des § 2 WpHG. Nahezu sämtliche Begriffsbestimmungen haben heute einen tiefgehenden und vielfach auch tiefgestaffelten europasekundärrechtlichen Unterbau sowohl in Gestalt von Richtlinien als auch von Verordnungsrecht und nicht selten sogar einer Kombination aus diesen (Einl. Rz. 8 f.). Das ist mitunter ganz offensichtlich aufgrund der Verweise der Begriffsbestimmungen auf Richtlinien sowie Verordnungen, Delegierte Verordnungen und Durchführungsverordnungen. Das wiederum wäre nicht zu beanstanden, wenn solche Verweise wenigstens bei der Norm, auf die verwiesen wird, enden würden. Dies ist allerdings nur selten der Fall, vielmehr verweisen die Normen, auf die in Begriffsbestimmungen des § 2 WpHG verwiesen wird, überwiegend ihrerseits auf anderes Europasekundärrecht. Das wiederum ist dem Umstand geschuldet, dass die vier großen Rahmenrichtlinien der Jahre 2003 und 2004 (Einl. Rz. 8) ihrerseits vielfach geändert, differenziert und ausgeweitet und durch Verordnungsrecht ergänzt oder in Teilen ersetzt wurden und so zu einem hinsichtlich seiner Interdependenzen und vor allem feinziselierten Unterscheidungen nicht mehr durchschaubaren Regulierungsnetz geführt haben.
- 4 Die Normentwicklung des § 2 WpHG ist über diese Beobachtungen hinaus eine solche der einzelnen Absätze des § 2 WpHG und dementsprechend auch in den Erläuterungen zu diesen darzustellen. Für alle Vorschriften aber gilt, dass die **heutige – neue – Zählung der Vorschriften** des § 2 WpHG wie auch der übrigen Bestimmungen des WpHG mit Wirkung vom 3.1.2018 auf Art. 3 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) zurückgeht.
- 5 Die Gesetze, die zu Änderungen des § 2 WpHG nach den in der 6. Auflage berücksichtigten Änderungen führten, sowie besonders bedeutsame und immer wieder zu zitierende frühere Änderungsgesetze sind nachfolgend – nach Verabschiedungszeitpunkt absteigend, unter Voranstellung ihrer amtlichen Abkürzungen – aufgelistet, nicht zuletzt um einen zentralen Bezugspunkt für ihre Zitation zu schaffen und platzraubende Mehrfachzitate zu vermeiden. Im Einzelnen handelt es sich um folgende **Änderungsgesetze**:
 - a. 2. FiMaNoG vom 23.6.2017: Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23.6.2017, BGBl. I 2017, 1693.
 - b. 1. FiMaNoG vom 30.6.2016: Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30.6.2016, BGBl. I 2016, 1514.
 - c. Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015, BGBl. I 2015, 2029.
 - d. Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015, BGBl. I 2015, 1114.
 - e. CRD IV-Umsetzungsgesetz vom 28.8.2013: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2013/36/EU über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Anpassung des Aufsichtsrechts an die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (CRD IV-Umsetzungsgesetz) vom 28.8.2013, BGBl. I 2013, 3395.
 - f. AIFM-Umsetzungsgesetz (AIFM-UmsG) vom 4.7.2013: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) vom 4.7.2013, BGBl. I 2013, 1981.
 - g. Hochfrequenzhandelsgesetz vom 7.5.2013: Gesetz zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz) vom 7.5.2013, BGBl. I 2013, 1162.
 - h. Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes vom 26.6.2012, BGBl. I 2012, 1375.
 - i. Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.12.2011, BGBl. I 2011, 2481.
 - j. Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission vom 16.7.2007, BGBl. I 2007, 1330.
 - k. Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5.1.2007, BGBl. I 2007, 10.
- 6 Die Änderungen von § 2 WpHG seit der 6. Auflage beruhen zu einem großen Teil auf der Umsetzung von **EU-Richtlinien** und der Anpassung der Vorschriften des WpHG an **EU-Verordnungen**. Im Einzelnen handelt es sich – aufgelistet absteigend nach dem Datum ihrer Verabschiedung – um die Folgenden:
 - a. **Verordnung (EU) Nr. 1286/2014** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRI-IP), ABl. EU Nr. L 352 v. 9.12.2014, S. 1.

- b. **Richtlinie 2014/65/EU** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU – Neufassung (MiFID II), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349, mit **Delegierte Verordnung (EU) 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. **Verordnung Nr. 600/2014** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/201, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 84.
- c. **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.
- d. **Richtlinie 2014/57/EU** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 179.
- e. **Richtlinie 2013/50/EU** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 294 v. 6.11.2013, S. 13, 18.
- f. **Richtlinie 2013/34/EU** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.6.2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 182 v. 29.6.2013, S. 19; geändert durch **Richtlinie 2014/102/EU** des Rates vom 7.11.2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen aufgrund des Beitritts der Republik Kroatien Text von Bedeutung für den EWR, ABl. EU Nr. L 334 v. 21.11.2014, S. 86.
- g. **Richtlinie 2010/73/EU** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, ABl. EU Nr. L 327 v. 11.12.2010, S. 1.

Die meisten der Bestimmungen des § 2 WpHG beruhen auf früheren Fassungen derselben, die der Umsetzung von Richtlinien des Europäischen Rates und der Kommission dienen, wiederholt zu zitieren sind und deshalb auch hier als zentrale Zitatstelle aufgelistet werden. Dabei handelt es sich vor allem – aufgelistet absteigend nach dem Datum ihrer Verabschiedung – um die folgenden Richtlinien:

- a. **Richtlinie 2004/109/EG** vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie), ABl. EG Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38.
- b. **Richtlinie 2004/39/EG** des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (Finanzmarktrichtlinie), ABl. EU Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1 mit **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 v. 2.9.2006, S. 26.

II. Begriffsbestimmungen. 1. Wertpapiere (§ 2 Abs. 1 WpHG). a) **Normentwicklung und Übersicht.** Der **Wertpapierbegriff** des § 2 Abs. 1 WpHG entspricht im Wesentlichen den Vorgaben in Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 RL 2004/39/EG (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Der dieser Richtlinie entsprechende Begriff der Wertpapiere stellt seinerseits eine Neufassung der Definition des Wertpapierbegriffs in Art. 1 Nr. 4 RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen¹ dar, die sich aber in der Sache weitgehend darauf beschränkt, den Wert-

¹ ABl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27.

papierbegriff der letztgenannten Richtlinie präziser und klarer zu fassen. Umgesetzt wurden die Vorgaben von RL 2004/39/EG durch Art. 1 Nr. 2 lit. a des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.)¹. **Änderungen** hat § 2 Abs. 1 WpHG zunächst durch das AIF-Umsetzungsgesetz vom 4.7.2013 (Rz. 5 f.) und dann das 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) erfahren: Art. 8 Nr. 1 lit. a des **AIFM-Umsetzungsgesetzes** hat den ehemaligen § 2 Abs. 1 Satz 2 WpHG, demzufolge „auch Anteile an Investmentvermögen, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden“ als Wertpapiere galten, aufgehoben. Die Streichung steht im Zusammenhang mit der Ergänzung des Kanons von Finanzinstrumenten um Anteile an Investmentvermögen i.S.v. § 1 Abs. 1 KAGB². Durch Art. 3 Nr. 3 lit. a **2. FiMaNoG** vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) wurden in § 2 Abs. 1 Nr. 2 und 3 lit. a WpHG jeweils das Wort „Zertifikate“ durch das Wort „Hinterlegungsscheine“ ersetzt, was der Neufassung der Definition des Begriffs „Hinterlegungsschein“ in § 2 Abs. 31 WpHG zur Umsetzung von RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.; näher Rz. 280) geschuldet ist; zum anderen wurde § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b WpHG um den Hinweis auf „nähere Bestimmungen“ in der DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) ergänzt.

- 9 Auch wenn **Wertpapiere** im Rahmen des WpHG ausweislich § 2 Abs. 4 Nr. 1 WpHG nur ein Unterfall von Finanzinstrumenten darstellen, stellen sie doch das für die Finanz- und Kapitalmärkte nach wie vor bedeutendste Finanzinstrument und Instrument der Unternehmensfinanzierung dar und dienen dementsprechend auch zahlreichen Bestimmungen des WpHG als Anknüpfungspunkt und Tatbestandsmerkmal. Nicht zuletzt deshalb war und ist der Begriff des Wertpapiers als solcher als auch in Begriffsverbindungen (wie Wertpapierdienstleistung oder Wertpapierdienstleistungsunternehmen) auch heute noch von erheblicher Bedeutung für die Bestimmung des Anwendungsbereichs des WpHG. Bei seiner **Auslegung** ist zu beachten, dass es dem WpHG als eigenständiger kapitalmarktrechtlicher und mithin wirtschaftsrechtlicher Kodifikation nicht um Fragen der Begründung, Übertragung und Geltendmachung von Rechten aus den Wertpapieren geht. Regelungsgegenstand des Gesetzes ist vielmehr die Ordnung der marktlichen Rahmenbedingungen des Zustandekommens von **Finanzierungsbeziehungen** zwischen Investoren und Unternehmen und die Beaufsichtigung der Einhaltung der hierzu aufgestellten Verhaltenspflichten der Vertragsparteien und der beteiligten Finanzintermediäre. Dementsprechend ist zur Definition des Wertpapierbegriffs auch nicht auf die Begriffsbestimmungen des Wertpapierrechts oder eines anderen Rechtsgebiets zurückzugreifen, vielmehr definiert das Gesetz – nicht anders als die Richtlinien, auf die die Begriffsbestimmung des Wertpapierbegriffs zurückgeht – diesen **Schlüsselbegriff** eigenständig unter Berücksichtigung seiner speziellen Regelungsziele³. Das bedeutet zugleich, dass die Auslegung des Begriffs sowie seiner einzelnen Begriffselemente gesetzesspezifisch („autonom“), ohne vorgängige Anleihen bei den Wertpapierbegriffen anderer Rechtsgebiete und richtlinienkonform (Einl. Rz. 27) zu erfolgen hat. Unter dem Begriff der Finanzinstrumente finden sich in § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 1, 3 und 4 sowie Satz 2 KWG Instrumente aufgeführt, die den Wertpapieren nach § 2 Abs. 1 WpHG aufgeführten Papieren entsprechen. Da auch der Wertpapierbegriff des WpHG in erster Linie als Anknüpfungsmerkmal aufsichtsrechtlicher Vorschriften dient und die institutionelle Beaufsichtigung nach dem KWG und die operationale nach dem WpHG komplementär zueinander verlaufen, sind die sich aus angeglichenem Recht ergebenden Begriffe des Wertpapiers nach dem WpHG und dem KWG gleichlaufend auszulegen⁴.
- 10 Die gesetzliche **Definition des Wertpapierbegriffs** umschreibt den Begriff nicht anhand abstrakter Begriffsmerkmale, sondern bedient sich einer **Methode**, welche, aufbauend auf einer katalogartigen Auflistung erfasster Beteiligungs- und Anlagetitel, typologische und abstrahierende Begriffsbildungselemente kombiniert: So verbindet die Definition abstrakte Merkmale – kein Verbriefungserfordernis, Übertragbarkeit und Handelbarkeit – mit einer nicht abschließenden⁵ Aufzählung von Papieren, die Wertpapiere im Sinne des Gesetzes sind. Angeführt werden hier etwa Aktien, Aktien vergleichbare Anteile an Unternehmen, Aktien vertretende Zertifikate, Schuldtitel in Gestalt von Genussscheinen, Inhaber- und Orderschuldverschreibungen sowie Schuldtitel vertretende Zertifikate und nicht zuletzt zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren berechtigende oder zu einer Barzahlung führende Wertpapiere.
- 11 **b) Gemeinsame Merkmale von Wertpapieren i.S.d. WpHG.** Nach § 2 Abs. 1 WpHG sind Wertpapiere i.S.d. WpHG, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren

1 Ausführlich zum Umsetzungsbedarf und zu den Neuerungen des Wertpapierbegriffs RegE Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 53 f.

2 Näher hierzu RegE AIFM-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 17/12294 v. 6.2.2013, 1, 308.

3 Vgl. auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 4; *G.H. Roth* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 10 Rz. 14; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 8; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 17, 37.

4 Ebenso *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 8; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 5; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 6.

5 Das war hinsichtlich der Fassung des Gesetzes vor seiner Änderung durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz streitig (a.A. noch *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 10), ist aber heute durch den Vorsatz „insbesondere“ zweifelsfrei. Vgl. nur *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 19; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 13; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 16.

mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind. Als Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG kommen, der Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) folgend, nur **Gattungen von Wertpapieren** oder – präziser – gattungsmäßig ausgestaltete Wertpapiere in Betracht¹. Gemeint sind damit (verbriefte oder unverbriefte) Papiere, die **standardisiert ausgestaltete** private Rechte zum Gegenstand haben. Papieren, die individuell vereinbarte oder – unter „Berücksichtigung spezieller Kundenwünsche z.B. hinsichtlich Laufzeit, Volumen und Basispreis“² – modifizierte Rechte zum Gegenstand haben, fehlt es an der erforderlichen Standardisierung³.

Des Weiteren werden nur solche Gattungen von Wertpapieren erfasst, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten **handelbar** sind. Das heißt zunächst nicht mehr, als dass sie bei Abschluss des Übertragungsgeschäfts nach Art und Zahl der Stücke bestimmt werden können⁴. Indem das Gesetz von der Handelbarkeit der zu beurteilenden Papiere „**auf den Finanzmärkten**“ spricht, werden auch solche Finanzinstrumente erfasst, die nicht an einem „organisierten Markt“ i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG („geregelter Markt“ i.S.v. Art. 4 Nr. 14 RL 2004/39/EG, Rz. 7 b.) gehandelt werden. Tatsächlich wurde in einer früheren Fassung der Vorschrift die Handelbarkeit an einem Markt verlangt, „der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist“, doch wurde diese Voraussetzung schon im Zuge der Restumsetzung von RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 (Rz. 8) durch das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) aufgegeben. Andererseits ergibt sich aus der Bezugnahme auf Papiere, „die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind“ keine Beschränkung des Kreises der Wertpapiere i.S.d. WpHG. Deshalb ist es hinreichend, dass die Wertpapiere überhaupt an einem Markt gehandelt werden können. Nicht Voraussetzung ist darüber hinaus, dass sich ein solcher Markt für die fraglichen Papiere tatsächlich bereits gebildet hat und diese tatsächlich gehandelt werden⁵. Vielmehr genügt die Eignung, Gegenstand des Handels an einem Markt sein zu können.

Die **freie Handelbarkeit**, wie sie von Art. 35 DurchfVO Nr. 1287/2006⁶, näher umschrieben wird, ist damit nicht Voraussetzung der Wertpapiereigenschaft eines Papiers i.S.d. WpHG, da eine solche nach Art. 40 Abs. 1 Satz 1 RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) nur für solche Finanzinstrumente vorgesehen ist, die zum Handel an geregelten Märkten zugelassen werden sollen. Dementsprechend ist auch der zum früheren Recht vertretenen Ansicht, das in Frage stehende Papier müsse „uneingeschränkt fungibel“ sein⁷, nicht zu folgen⁸. Deshalb unterfallen auch Wertpapiere, die zwar umlauffähig, aber nicht zirkulationsfähig sind, dem Wertpapierbegriff des WpHG. Zu solchen Wertpapieren gehören etwa solche, deren Übertragung (wie bspw. im Falle von Namensschuldverschreibungen oder anderen Rektapapieren) nur durch Abtretung des im Wertpapier verkörperten Rechts nach zessionsrechtlichen Grundsätzen (§ 396 BGB) oder mit Zustimmung Dritter erfolgen kann⁹. Schon aus dem Umstand, dass es nicht auf die „freie“ Handelbarkeit eines Wertpapiers ankommt, folgt, dass die **Vinkulierung**¹⁰ von Wertpapieren – namentlich in Gestalt vinkulierter Aktien – oder zeitweise Umlaufhemmnisse wie **Lock-Up-Vereinbarungen**¹¹ der Annahme der Handelbarkeit von Wertpapieren nicht entgegenstehen.

Darüber hinaus sollen unter den Wertpapierbegriff des WpHG nur Gattungen von „**übertragbaren**“ Papieren fallen. Ob dem Merkmal eine eigenständige Bedeutung zukommt, ist zu bezweifeln, denn Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.), der durch § 2 Abs. 1 WpHG umgesetzt wurde, definiert übertragbare Wertpapiere mit dem Begriff der Handelbarkeit: „Übertragbare Wertpapiere“ sind nach der Richtlinienbestimmung „die Gattungen von Wertpapieren, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können...“. Das ist auch in der Sa-

1 Auch *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 16, hält die aus Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 RL 2004/39/EG (Finanzmarktrichtlinie) übernommene Formulierung des Gesetzes für „unglücklich“. Ähnlich der hier verwandten Formulierung meint er, es hätte formuliert werden sollen, „dass die betreffenden Wertpapiere einer Gattung gleichartiger Instrumente *angehören* müssen“ (Hervorhebung im Original).

2 Vgl. RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 54.

3 *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 7; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 25.

4 *G.H. Roth* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 10 Rz. 16; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 31.

5 *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 17; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 9; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 36.

6 Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. EG Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 1.

7 *Beck* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 4; *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 32. Offen, die Argumente für und gegen einen engen bzw. weiten Begriff der Handelbarkeit darstellend, *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 8 f. m.w.N.

8 Ebenso *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 32.

9 RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 54.

10 So i.E. auch *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 15; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 10; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 32.

11 *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 10; *Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 32.

che folgerichtig, denn die Eigenschaft eines Wertpapiers, an Märkten handelbar zu sein, setzt zwangsläufig seine Übertragbarkeit voraus, wohingegen ein übertragbares Wertpapier nicht notwendigerweise auch ein handelbares sein muss¹. Das Merkmal der Übertragbarkeit eines Wertpapiers geht mithin in dem selektiveren der Handelbarkeit auf². Dies lässt sich auch dem die Zulassung von Finanzinstrumenten zu geregelten Märkten betreffenden Art. 35 Abs. 1 VO Nr. 1287/2006 (Rz. 13) entnehmen, der Wertpapiere für frei handelbar erklärt, „wenn sie zwischen den Parteien eines Geschäfts gehandelt und anschließend übertragen werden können und wenn alle Wertpapiere innerhalb der gleichen Kategorie wie das besagte Wertpapier fungibel sind“ und die Übertragbarkeit eines Wertpapiers mithin als Kriterium seiner Handelbarkeit behandelt. Eine „freie“ Übertragbarkeit der Papiere ist aber ebenso wenig Voraussetzung von Wertpapieren i.S.d. WpHG wie die „freie“ Handelbarkeit (Rz. 13)³.

- 15 Schließlich gelten als Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG auch solche, die **nicht urkundlich verbrieft** sind. Das kann allerdings nur in dem Umfang gelten als die Verbriefung für die Begründung mitgliedschaftlicher oder vermögensrechtlicher Rechte und Ansprüche (nach nationalem Recht) nicht – wie etwa bei Inhaber- und Orderschuldverschreibungen (dazu Rz. 30 bzw. Rz. 32) – konstitutive Voraussetzung ist⁴.
- 16 **Zahlungsinstrumente** sind kraft ausdrücklicher, Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) entsprechender Bestimmung **keine Wertpapiere** i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG. Um Zahlungsinstrumente handelt es sich etwa bei Bargeld, Schecks oder anderen liquide Mitteln, die üblicherweise als Zahlungsmittel verwendet werden⁵. Nicht ausgenommen sind damit Wechsel, weil es sich bei diesen, obschon sie auch eine Zahlungsfunktion haben, nicht um liquide Zahlungsmittel handelt.
- 17 **c) Wertpapiere nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG.** In nicht abschließender Aufzählung (Rz. 10) führt das Gesetz in § 2 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG Gattungen von Beteiligungs- und Schuldtiteln an, die Wertpapiere i.S.d. WpHG sind. Der Gesetzgeber folgt hierin zwar nicht in der Gestaltung, wohl aber in der Sache den Vorgaben in § 4 Nr. 18 RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.). Ungeachtet ihrer Auflistung in § 2 Abs. 1 WpHG sind die dort genannten Beteiligungs- und Schuldtitel Wertpapiere i.S.d. WpHG allerdings nur dann, wenn sie die an solche zu stellenden allgemeinen Kriterien erfüllen, d.h. im Einzelfall standardisiert ausgestaltet und handelbar und damit auch übertragbar sind.
- 18 **aa) Aktien (§ 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG).** Wertpapiere i.S.d. WpHG sind gem. § 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG **Aktien**. Die ausschließliche Erwähnung von Aktien in § 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG geht zurück auf die Änderung des § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG durch Art. 1 Nr. 2 lit. a aa des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.). Aktien sind der Prototyp handelbarer Wertpapiere des Kapitalmarkts. Dass sie gleichwohl eigens aufgeführt werden, hängt vor allem damit zusammen, dass in dem in § 2 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG zu findenden Katalog der Wertpapiere auch Aktien vergleichbare Beteiligungspapiere und Aktien vertretende Zertifikate aufgeführt werden. Zu den Aktien zählen etwa **Inhaberaktien**, **Namensaktien** (§ 68 Abs. 1 AktG) und **vinkulierte Namensaktien** (§ 68 Abs. 2 AktG)⁶. Als Orderpapiere sind Namensaktien fungibel und dementsprechend auch möglicher Gegenstand des Handels an den Börsen⁷ und anderen Handelsplätzen. Mangels rechtlicher Selbstständigkeit und damit auch Handelbarkeit gehören Aktien zugehörige **Nebenpapiere**, wie etwa **Kuponbögen** (nebst **Erneuerungsschein**) oder einzelne **Kupons**, nicht als solche zu den Wertpapieren⁸.
- 19 **bb) Aktien vergleichbare Anteile sowie Aktien vertretende Hinterlegungsscheine (§ 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG).** (1) **Anteile.** Nach § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG zählen auch **Beteiligungen** an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen zu den Wertpapieren des WpHG, **soweit sie Aktien vergleichbar sind**. Die jetzige Fassung der Vorschrift geht zurück auf Art. 1 Nr. 2 lit. a des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.). Schon in der früheren und durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz nur unwesentlich modifizierten Gesetzesfassung wurde davon ausgegangen,

1 So auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 11.

2 So auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 11; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 26.

3 Anders wohl RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, I, 54: Dort wird (linke Spalte, 1. Abs.) zwar anerkannt, dass die Finanzmarktrichtlinie nicht ausdrücklich bestimme, ob Papiere auch „frei übertragbar“ sein müssten, um Wertpapiere i.S.d. Richtlinie zu sein, oder ob auch solche Papiere erfasst würden, die – wie Namensschuldverschreibungen – nur durch schriftliche Abtretung übertragen werden können, doch werden Namensschuldverschreibungen dann (linke Spalte, 4. Abs.) unter Hinweis auf die fehlende freie Übertragbarkeit aus dem Kreis der erfassten Wertpapiere ausgeschieden.

4 Ebenso *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 6; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 40.

5 RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, I, 54.

6 Ebenso *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 14; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 10; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 32, 44.

7 Vgl. §§ 16, 17 Bedingungen für die Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 3.1.2018, abrufbar über Google unter Eingabe FWB 042018.

8 Ebenso *Beck* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 5; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 21; *G. Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 45; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 14. A.A. (außer für den Erneuerungsschein) *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 15.

dass Wertpapiere als **mit Aktien vergleichbar** anzusehen sind, wenn sie – wie diese – Mitgliedschaftsrechte verkörpern¹. Dementsprechend galt die **Organisationsform**, die das Gebilde, auf das sich das Mitgliedschaftsrecht bezog, aufzuweisen hatte, als **unerheblich**.

Damit kamen auch Geschäftsanteile an einer GmbH, Beteiligungen als Kommanditist an einer KG oder etwa (die zu den Rektapapieren zählenden) Kuxe grundsätzlich als „Aktien vergleichbare Wertpapiere“ in Betracht. Insoweit hat der durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) nach Maßgabe von Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) geänderte Wortlaut des § 2 Abs. 1 WpHG, namentlich die Erwähnung von Anteilen an Personengesellschaften, lediglich klarstellende Funktion. Wurden **GmbH-Anteile** oder **Kommanditanteile** damit zwar grundsätzlich als Aktien vergleichbare Beteiligungen angesehen, so wurde ihre Wertpapiereigenschaft doch gleichwohl unter Hinweis auf die fehlende Fungibilität solcher Beteiligungstitel zurückgewiesen². Auf diesem Standpunkt steht auch noch heute die h.M.³ Diese Ansicht lässt sich aber nicht mehr ohne weiteres aufrechterhalten: Selbst wenn man den Umstand, dass GmbH-Anteile nur durch Abtretungsvertrag in notarieller Form übertragen werden können (§ 15 Abs. 2 GmbHG), als eine Einschränkung der *freien* Handelbarkeit von GmbH-Anteilen betrachten wollte, stünde er doch der Handelbarkeit solcher Anteile nicht entgegen. Dagegen kann auch nicht eingewandt werden, es fehle bislang an einem Markt für solche Anteile, genügt doch die Eignung, Gegenstand des Handels an einem Markt sein zu können. Weiter steht außer Frage, dass die fehlende Verbriefung von GmbH-Anteilen in einer Urkunde nicht gegen ihre Wertpapiereigenschaft spricht (Rz. 15). Für die Wertpapiereigenschaft von Anteilen an einer GmbH wird es deshalb entscheidend auf ihre Standardisierung ankommen, d.h. darauf, dass alle Anteile einer GmbH die gleiche Ausgestaltung aufweisen. Entsprechendes gilt für Kommanditbeteiligungen, bei denen zudem das Argument ihrer erschwerten Übertragbarkeit entfällt.

Folgt man der Begründung des Regierungsentwurfs des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.), ist dies allerdings anders zu sehen, denn dieser zufolge soll eine **Vergleichbarkeit mit Aktien** sowohl die Verbriefung als auch eine Verkörperung in einer Art und Weise voraussetzen, die eine Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb möglich macht⁴. Danach wäre eine Vergleichbarkeit bei einem Eigentumswechsel im Wege der Abtretung des Anteils nicht gegeben. Anteile an **geschlossenen Fonds** könnten folglich keine Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG darstellen⁵. Das würde auch für **GmbH-Anteile** gelten: Zwar hat das Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts vom 23.10.2008 (MoMiG)⁶ mit § 16 Abs. 3 GmbHG den gutgläubigen Erwerb von GmbH-Anteilen eingeführt, doch knüpft dieser nicht an eine Verkörperung der Anteile, sondern an die Eintragung des Veräußerers in eine ins Handelsregister aufgenommene Gesellschafterliste an⁷. Aber wie dem auch sei: Der an die Möglichkeit eines gutgläubigen Erwerbs aufgrund einer Anteilsverkörperung anknüpfenden Ansicht, die eine Auslegung des mit § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG (seinerzeit § 2 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG) umgesetzten Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) darstellt, ist nicht zu folgen. Wenn die Verbriefung eines Papiers keine Voraussetzung seiner Wertpapiereigenschaft i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG ist und damit auch die Wertpapiereigenschaft von Aktien nicht von deren Verbriefung abhängt, so kann die Verbriefung auch bei anderen Beteiligungsformen nicht Voraussetzung von deren Wertpapiereigenschaft sein. Ebenso wenig ist erkennbar, weshalb gerade die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs eines Papiers eine essentielle Voraussetzung seiner Handelbarkeit sein soll, zumal bei Orderpapieren wie Namensaktien, die unzweifelhaft als Wertpapiere i.S.d. WpHG anzusehen sind, die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs erheblich eingeschränkt ist.

Aktien vergleichbare Anteile i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG sind **Zwischenscheine** (§ 8 Abs. 6 AktG)⁸, die – obwohl sie den Berechtigten namentlich bezeichnen müssen (§ 10 Abs. 3 AktG) – zu den Orderpapieren zählen und als standardisierte und handelbare Papiere zu betrachten sind (Rz. 23).

1 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 v. 27.1.1994, 1, 39; Beck in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 7; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 14. Das Merkmal der Vergleichbarkeit mit Aktien geht zurück auf eine entsprechende Definition in Art. 1 Nr. 4 RL 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (ABl. EG Nr. L 141 v. 11.6.1993, S. 27) und wurde von Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) übernommen.

2 So noch 4. Aufl., § 2 WpHG Rz. 16 i.V.m. Rz. 10.

3 Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 23; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 19; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 32, 51; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 9.14.

4 RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 54. Auch Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 23 m.w.N.

5 So ohnehin die h.M. Vgl., jeweils m.w.N., Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 23; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 15; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 9.

6 Art. 1 Nr. 15 des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen vom 23.10.2008, BGBl. I 2008, 2026.

7 Zur h.M., die GmbH-Anteile nicht als erfasst ansieht, s. schon Rz. 20.

8 Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 25; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 17. Nach Versteegen in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 28, zählen Zwischenscheine zu den Aktien. Nach G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 45, und Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 10, sind Zwischenscheine als „vorläufige Aktien“ aktienvertretende Zertifikate.

- 23 (2) **Aktien vertretende Hinterlegungsscheine.** Nicht nur Aktien, sondern auch **Aktien vertretende Hinterlegungsscheine** sind Wertpapiere im Sinne dieser Vorschrift. Vor der Änderung von § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. a 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (dazu Rz. 8) war von Aktien vertretenden Zertifikaten die Rede. Die Ersetzung des Begriffs „Zertifikate“ durch den Begriff „Hinterlegungsscheine“ soll nach der Begründung der Änderung im Regierungsentwurf 2. FiMaNoG der Neufassung der Definition des Begriffs „Hinterlegungsschein“ in § 2 Abs. 31 WpHG zur Umsetzung der RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.; näher Rz. 280) Rechnung tragen (Rz. 8). Wäre dem so, kämen als Aktien vertretende Hinterlegungsscheine in Bezug auf Aktien i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG nur Hinterlegungsscheine nach § 2 Abs. 31 WpHG in Bezug auf verbrieft und zum Handel auf einem organisierten Markt zugelassene Aktien von Emittenten mit Sitz im Ausland in Betracht. Das widerspräche der bisherigen Auslegung von Aktien vertretenden Zertifikaten i.S.d. § 2 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG a.F., nach der Aktien vertretende Zertifikate unabhängig vom Sitz des Emittenten der Aktien, ihrer Verbriefung und der Zulassung derselben zum Handel auf einem organisierten Markt Wertpapiere i.S.d. WpHG darstellen. Da auch in anderen Vorschriften des WpHG der Begriff „Zertifikat“ weiterverwandt wird und weder die Richtlinie 2014/65/EU vom 15.5.2014 noch andere Umstände erkennen lassen, weshalb der frühere Anwendungsbereich der Vorschrift (§ 2 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG a.F.) durch die Definition des Hinterlegungsscheins in § 2 Abs. 31 WpHG verengt werden sollte, kann die Änderung durch das 2. FiMaNoG nur als gesetzgeberische Fehlleistung angesehen werden.
- 24 Dementsprechend ist der Begriff des **Hinterlegungsscheins** i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG – nichts anderes gilt im Übrigen für den in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a WpHG verwandten Begriff Hinterlegungsschein – nicht als identisch mit dem in § 2 Abs. 31 WpHG verwandten anzusehen, sondern wie der bisher gebrauchte Begriff des Zertifikats auszulegen. Solche Zertifikate können etwa ausgestellt werden, um die Handelbarkeit von Aktien von Emittenten mit Sitz im Inland oder Ausland zu erleichtern, sei es, weil diese auf den Namen lauten, oder sei es, weil für die Aktien keine Urkunden ausgestellt wurden. Auch Hinterlegungsscheine im wertpapierrechtlichen Sinne über eine Vielzahl oder einen Bruchteil der bei einer Depotbank **hinterlegten Aktien** kommen als aktienvertretende Zertifikate in Frage. Bekanntestes Beispiel sind **American Depositary Receipts (ADRs)**¹, die allerdings regelmäßig die Voraussetzungen eines Hinterlegungsscheins i.S.v. § 2 Abs. 31 WpHG erfüllen werden. **Zwischenscheine** (§ 8 Abs. 6 AktG) vertreten nicht Aktien, sondern werden zur vorläufigen Verbriefung des Mitgliedschaftsrechts erteilt, wenn Aktien aus rechtlichen Gründen noch nicht ausgegeben werden dürfen, etwa weil die vollständige Leistung des Nennbetrags und gegebenenfalls des Agios noch nicht erbracht ist oder die Satzung die Ausgabe von Namensaktien nicht vorsieht oder untersagt (vgl. § 10 Abs. 2 Satz 1 AktG). Als mitgliedschaftsverbrieftende Wertpapiere sind sie aber als aktiengleich i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG einzuordnen (Rz. 21). Keine Aktien vertretenden Hinterlegungsscheine i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, sondern eine Form ihrer Verbriefung, sind **Sammel- oder Globalurkunden**². Nicht erfasst sind schließlich die im Anlagegeschäft vielfach als „Zertifikate“ bezeichneten, die Wertentwicklung eines Basiswerts abbildenden Anlageinstrumente: Auch wenn sich der Preis dieser Zertifikate nach dem der Aktien als „Underlyings“ richtet, vertreten sie die Aktien nicht³.
- 25 cc) **Schuldtitel (§ 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a und b WpHG).** (1) **Schuldtitel im Allgemeinen.** Wertpapiere i.S.d. WpHG sind nach § 2 Abs. 1 Nr. 3 WpHG Schuldtitel, wobei in lit. a und lit. b in nicht abschließender Aufzählung⁴ – das wäre für die in lit. b aufgezählten Titel und für die gesamte Nr. 3 deutlicher geworden, wäre das Wort „insbesondere“ vor lit. a gezogen worden (also „3. Schuldtitel, insbesondere“) – Genussscheine, Inhaberschuldverschreibungen, Orderschuldverschreibungen, Hinterlegungsscheine, die Schuldtitel vertreten, sowie sonstige Wertpapiere angeführt werden, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird.
- 26 Die aktuelle Fassung der Vorschrift **geht zurück auf** Art. 1 Nr. 2 lit. a des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.), der seinerseits die bereits durch Art. 1 Nr. 2 lit. a cc des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.) dem Inhalt nach geänderte Fassung weitgehend übernimmt. Mit letztgenannter Bestimmung wurde Art. 2 Abs. 1 lit. b RL 2004/109/EG vom 15.12.2004 (Rz. 7 a.) umgesetzt, welcher Schuldtitel definiert als „Schuldverschreibungen oder andere übertragbare Forderungen in verbrieft Form, mit Ausnahme von Wertpapieren, die Aktien gleichzustellen sind oder die bei Umwandlung oder Ausübung der durch sie verbrieften Rechte zum Erwerb von Aktien oder Aktien gleichzustellenden Wertpapieren berechtigen“. Vor diesem Hintergrund sind unter dem Begriff der Schuldtitel, den das Gesetz in § 2 WpHG undefiniert lässt, standardisierte und handelbare (und damit auch übertragbare), schuldrechtlich begründete An-

1 *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 25; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 21; *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 21. Näher zu ADRs und den vergleichbaren New York Registry Shares und Global Registered Shares *Werlen/Sulzer* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rz. 45.195 ff.

2 Ebenso *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 23; auch *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 26; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 22. A.A. *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 10.

3 Ebenso *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 26.

4 *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 28.

sprüche vermögensrechtlichen Inhalts zu verstehen¹. Dabei handelt es sich bei den Erfordernissen der Standardisierung und der Handelbarkeit um allgemeine Anforderungen an Wertpapiere i.S.d. WpHG (s. Rz. 11 ff.). Die Schuldtitel können, müssen aber nicht verbrieft sein. Im Falle ihrer Verbriefung können sie als Inhaber-, Order- oder Rektapapiere ausgestaltet werden.

Seit Juli 1997 ist die Abtrennung und der selbstständige Handel von **Anleihenmänteln** und **Zinsscheinen** („**Bondstripping**“) zulässig². Deshalb wurden bis zur Änderung von § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F. durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.) und das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) Zinsscheine – wegen ihrer rechtlich selbstständigen Handelbarkeit – teilweise als Schuldverschreibungen vergleichbare Wertpapiere betrachtet³, sind aufgrund der geänderten und heutigen Fassung von § 2 Abs. 1 WpHG aber den Schuldtiteln zuzuordnen⁴. Kein Schuldtitel ist die bürgerlich-rechtliche **Anweisung** (§ 783 BGB)⁵. Sofern die Anweisung durch den Angewiesenen nicht ausnahmsweise angenommen wurde (§ 784 BGB), fehlt es regelmäßig schon an einem Forderungsrecht des Anweisungsempfängers. Das Erfordernis der Annahme der regelmäßig individuellen Verhältnissen angepassten Anweisung als Voraussetzung der Begründung des Rechts des Anweisungsempfängers führt im Übrigen dazu, dass es sowohl an der Standardisierung wie der Handelbarkeit der Anweisung fehlt. Auch handelbare **Emissionsberechtigungen** (Emissionszertifikate i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. f WpHG) nach dem Gesetz über den Handel mit Berechtigungen zur Emission von Treibhausgasen (Treibhausgas-Emissionshandelsgesetz) vom 21.7.2011⁶ sind keine Schuldtitel.

(2) **Genussscheine**. Zu den Schuldtiteln, die das Gesetz in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a WpHG beispielhaft aufzählt, gehören zunächst Genussscheine, d.h. Papiere, die **Genussrechte** zum Gegenstand haben. In §§ 160 Abs. 1 Nr. 6, 221 Abs. 3 und 4 AktG zwar erwähnt und damit als existent vorausgesetzt, aber nicht definiert, handelt es sich bei Genussrechten um (nicht mitgliedschaftsrechtlich begründete) vermögensrechtliche Ansprüche gegen eine Gesellschaft, wie sie typischerweise einem Gesellschafter zustehen⁷. Genussscheine können als Inhaber-, Order- oder Rektapapiere ausgestaltet sein und sind in den ersten beiden Formen Inhaber- oder Orderschuldverschreibungen. Spezielle Ausprägungen von Genussscheinen sind etwa Optionsgenussscheine, Wandelgenussscheine und Optionsgenussscheine mit Beifügung von Optionsscheinen⁸.

(3) **Inhaber- und Orderschuldverschreibungen**. Weiter erwähnt § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a WpHG Inhaberschuldverschreibungen und Orderschuldverschreibungen. Beide sind **Schuldverschreibungen** und haben dementsprechend das Versprechen einer Leistung zum Gegenstand. Der Unterscheidung von Aktien in Inhaber- und Namensaktien entspricht im Bereich der Schuldverschreibungen diejenige von Inhaberschuldverschreibung und Orderschuldverschreibung.

Die in § 793 BGB geregelte **Inhaberschuldverschreibung** stellt den Grundtypus handelbarer Schuldverschreibungen dar. Nach dieser Bestimmung handelt es sich bei einer Schuldverschreibung auf den Inhaber um eine Urkunde, in der der Aussteller der Urkunde dem Inhaber derselben eine Leistung verspricht. Für das Entstehen der Verpflichtung ist zwingend die Errichtung der Urkunde (Form: § 126 BGB; § 793 Abs. 2 Satz 2 BGB: faksimilierte Unterschrift ausreichend) und der Abschluss eines Begebungsvertrags (d.h. die schuldrechtliche Einigung von Aussteller und erstem Nehmer über das Entstehen der Schuldverschreibung und dingliche Einigung nach §§ 929 ff. BGB, wobei nach Rechtsprechung und h.M., unter Berufung auf die sich aus § 794 BGB ergebende Rechtsscheinhafung, ein fehlender oder unwirksamer Begebungsvertrag durch den Rechtsschein eines Begebungsvertrags ersetzt werden)⁹ erforderlich. Der Umstand, dass § 2 Abs. 1 WpHG die Ausstellung einer Urkunde nicht zur Voraussetzung eines Wertpapiers i.S.d. WpHG macht, kann das Urkundenerfordernis des § 793 BGB nicht ersetzen¹⁰.

1 Ebenso *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 27; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 23; *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 57.

2 S. *Kußmaul*, Investition eines gewerblichen Anlegers in Zero-Bonds und Stripped-Bonds, BB 1998, 2083; *Weiss*, Bondstripping – Novität am deutschen Rentenmarkt, Die Bank 1997, 338.

3 4. Aufl., § 2 WpHG Rz. 17. Kritisch schon gegen die Vorstellung, es könne Schuldverschreibungen vergleichbare Wertpapiere geben, welche in der aktuellen Gesetzesfassung keine Grundlage mehr findet, *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 15, 30.

4 I.E. damit wie *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 11; *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 30.

5 Ebenso *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 27; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 30; *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 57.

6 Eingeführt durch Art. 1 Gesetz zur Anpassung der Rechtsgrundlagen für die Fortentwicklung des Emissionshandels vom 21.7.2011, BGBl. I 2011, 1475.

7 Vgl. BGH v. 5.10.1992 – II ZR 172/91, AG 1993, 125, 127; BGH v. 9.11.1992 – II ZR 230/92, AG 1993, 134, 135. S. auch *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 28; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 23; *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 59.

8 Zu diesen Wertpapieren s. etwa *Jaskulla*, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente an den deutschen Wertpapierbörsen, Frankfurt/M. 1995, S. 29 ff.

9 Vgl. *Habersack* in *MünchKomm. BGB*, 7. Aufl. 2017, § 794 BGB Rz. 3.

10 A.A. *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 25.

- 31 Zu den **Schuldverschreibungen auf den Inhaber** gehören auf den Inhaber lautende Anleihen sowohl des Bundes (Bundesanleihen), der Sondervermögen des Bundes, der Bundesländer und der öffentlich-rechtlichen Körperschaften als auch solche von Unternehmen¹. Zur ersten Gruppe zählen kraft ihrer rechtlichen Qualifikation als Schuldverschreibungen (i.S.d. § 793 Abs. 1 BGB) auch die (unverzinslichen) Schatzanweisungen² des Bundes und der Länder. Zu den von den Unternehmen begebenen, auf den Inhaber lautenden **Anleihen** von Unternehmen gehören etwa Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen (§ 221 AktG)³, Umtauschanleihen⁴, Nullkuponanleihen (Zero Bonds)⁵, Optionsanleihen⁶, Pfandbriefe⁷, Asset-Backed-Securities⁸, Anleihen mit variabler Verzinsung (Floating Rate Notes)⁹, Zins- und Dividendenscheine¹⁰ sowie Finanzinnovationen, die Schuldverschreibungen mit Tausch- oder Erwerbsrechten oder Leistungsmerkmalen anderer Wertpapiere und Finanzinstrumente kombinieren, wie etwa als Aktienanleihen bezeichnete Schuldverschreibungen mit optionaler Aktienandienung¹¹ oder Inhaberschuldverschreibungen mit abtrennbaren Zinsscheinen¹². **Keine Inhaberschuldverschreibungen** sind dagegen Schulscheindarlehen sowie Namensschuldverschreibungen¹³. Zu Letzteren gehören etwa die als Rektapapiere ausgestalteten Kommunalobligationen, Sparbriefe, Sparkassenbriefe sowie Hypotheken-, Grund- und Rentenschuldbriefe¹⁴.
- 32 **Orderschuldverschreibungen** sind Urkunden, in denen der Aussteller der Urkunde verspricht, an eine in der Urkunde namentlich benannte Person oder deren Order eine Leistung zu erbringen. Wie bei Inhaberschuldverschreibungen ist für das wirksame Entstehen der Verpflichtung die Errichtung der Urkunde und der Abschluss eines Begebungsvertrags erforderlich (Rz. 30). Da Schuldverschreibungen nicht zu den geborenen Orderpapieren gehören, ist auch die Orderklausel zwingende Voraussetzung, um eine Schuldverschreibung zur Orderschuldverschreibung zu machen. Aufgrund der Orderklausel handelt es sich bei Orderschuldverschreibungen, trotz der Nennung einer bestimmten Person (als erster Nehmerin), um Orderpapiere und nicht um Rektapapiere. Dementsprechend werden Orderschuldverschreibungen durch Indossament und Übereignung der Urkunde (nach §§ 929 ff. BGB) übertragen. Forderungsberechtigt ist die in der Urkunde namentlich benannte Person oder der durch eine ununterbrochene Indossamentenkette als Berechtigter ausgewiesene Indossatar. Die Umlauffähigkeit und Handelbarkeit einer Orderschuldverschreibung kann durch Blankoindossament erleichtert werden.
- 33 Alle als Inhaberschuldverschreibungen ausgestalteten Papiere können auch **Orderschuldverschreibungen** sein, wenn als jeweils Berechtigter nicht der Inhaber der Urkunde, sondern die in der Urkunde angeführte Person benannt wird und das Papier an Order ausgestellt ist. **Beispiele** hierfür sind an Order gestellte Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen des Bundes und der Länder. Orderschuldverschreibungen sind weiter etwa Verpflichtungsscheine, die von einem Kaufmann über die Leistung von Geld, Wertpapieren oder anderen vertretbaren Sachen an Order ausgestellt sind, ohne dass darin die Leistung von einer Gegenleistung abhängig gemacht wird (§ 363 Abs. 1 Satz 2 HGB).

- 1 Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; Versteegen in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 26.
- 2 RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 54, zählt sie zu den Geldmarktinstrumenten i.S.d. § 2 Abs. 1a WpHG. Das österreichische Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Dienstleistungen (Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 – WAG 2007) erwähnt Schatzanweisungen sogar in § 1 Nr. 5 ausdrücklich als Beispiel für Geldinstrumente. Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 3 Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 28; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 4 Schlitt/Kammerlohr in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rz. 12.1 ff.; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 5 D.h. Wandel- oder Umtauschanleihen ohne Kuponzahlung während der Laufzeit. Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 28; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 6 Schlitt in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rz. 11.3; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 7 Hagen in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rz. 22.1; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 8 Geiger in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Rz. 21.1 ff.; Sethe in Bankrechts-Handbuch, § 114a Rz. 1 ff.; Willburger, Asset Backed Securities im Zivil- und Steuerrecht, Köln 1997, S. 42. In Bezug auf § 2 Abs. 1 WpHG Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 28; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 9 Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 28; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 24; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 10 G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 11 S. BGH v. 12.3.2002 – XI ZR 258/01, BGHZ 150, 164 = AG 2002, 346; Assmann, ZIP 2001, 2061 ff.; Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 28.
- 12 G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 61.
- 13 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 v. 27.1.1994, 1, 39. S. auch Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 30.
- 14 G.H. Roth in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 10 Rz. 16. Ebenso Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 30; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 31; G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 65.

(4) **Namensschuldverschreibungen.** Namensschuldverschreibungen, d.h. auf jeweils eine bestimmte Person ausgestellte, nicht an Order gestellte und damit als Rektapapiere zu behandelnde Schuldverschreibungen, sind in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a WpHG nicht erwähnt. Da die in dieser Bestimmung genannten Schuldtitel nur beispielhaft aufgeführt werden, bedeutet dies allerdings nicht, dass Namensschuldverschreibungen per se aus dem Kreis der Schuldtitel und damit auch der Wertpapiere i.S.d. WpHG auszuscheiden sind¹. Dass sie als Rektapapiere nur durch (grundsätzlich formfreie, nach Maßgabe von § 396 BGB vorzunehmende) Abtretung der verbrieften Forderung und damit möglicherweise nicht „frei“ übertragen werden können, steht ihrer Handelbarkeit aber nicht zwingend entgegen, weil weder die freie Übertragbarkeit noch die freie Handelbarkeit Voraussetzungen des Wertpapierbegriffs des WpHG sind (Rz. 13 und 14). Dagegen dürfte es Namensschuldverschreibungen typischerweise an der erforderlichen Standardisierung fehlen, denn die Ausgestaltung einer Schuldverschreibung als Rektapapier macht in der Regel nur bei einem fallspezifisch ausgestalteten, individualisierten und personenbezogenen Inhalt Sinn.

(5) **Schuldtitel vertretende Zertifikate.** Nicht anders als Aktien vertretende Hinterlegungsscheine (s. Rz. 23 f.) gehören auch **Schuldtitel vertretende Hinterlegungsscheine** zu den Wertpapieren i.S.d. WpHG. Ihre in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a WpHG zu findende ausdrückliche Erwähnung geht zurück auf die Änderung der Vorschrift durch Art. 1 Nr. 2 lit. a cc des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.). Wie Aktien vertretende Hinterlegungsscheine sind Schuldtitel vertretende Hinterlegungsscheine nicht identisch mit Hinterlegungsscheinen i.S.v. § 2 Abs. 31 WpHG. Vielmehr ist der Begriff Hinterlegungsschein i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a WpHG so auszulegen wie der Begriff des Zertifikats, der durch Art. 3 Nr. 3 lit. a **2. FiMaNoG** vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) durch den des Hinterlegungsscheins ersetzt wurde; die Ausführungen Rz. 23 gelten hier entsprechend.

(6) **Sonstige Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b WpHG (Optionsscheine).** Bis zur Änderung von § 2 Abs. 1 WpHG durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (oben Rz. 5 j.) wurde unter den eigens aufgeführten Wertpapieren i.S.d. WpHG auch **Optionsscheine** genannt. In der Sache war dies überflüssig, weil es sich bei Optionsscheinen um Schuldverschreibungen handelt². Auch nach der Änderung des § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F. durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz zählten Optionsscheine gewiss zu den durch § 2 Abs. 1 Nr. 3 WpHG erfassten Schuldtiteln. In dieser Vorschrift wurden sie allerdings nicht mehr speziell angeführt, sondern – unter Rückgriff auf eine in Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. c RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) zu findende Definition – durch **allgemeine Umschreibung ihrer Begriffsmerkmale** in § 2 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 lit. b WpHG a.F., dem heutigen § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b Halbsatz 1 WpHG, in den Kreis der Wertpapiere i.S.d. WpHG inkorporiert: Wertpapier i.S.d. WpHG waren danach insbesondere auch „Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach den Nummern 1 und 2 berechtigten oder zu einer Barzahlung führten, die in Abhängigkeit von Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird“. Ergänzt wurde diese auch heute geltende Definition durch den Hinweis in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b Halbsatz 2 WpHG auf „**nähere Bestimmungen**“ zu derselben und den in ihr enthaltenen Merkmalen in der DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) in der jeweils geltenden Fassung. Diese enthalten jedoch derzeit keine für die Bestimmung von Wertpapieren i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b Halbsatz 1 WpHG zu beachtende Besonderheiten.

Dieser Aufwand der allgemeinen Definition von Optionsscheinen mag dem Umstand geschuldet sein, dass **Optionsscheine** eine **Vielzahl von Ausgestaltungen** aufweisen, die im Einzelfall Zweifel an der Wertpapiereigenschaft des jeweiligen Anlageinstruments wecken können, zumal wenn die Option nicht auf die Verpflichtung zur Lieferung oder Abnahme von Wertpapieren gerichtet ist. Die Unterschiede resultieren teils aus der jeweiligen inhaltlichen Ausgestaltung (insbesondere dem jeweiligen Optionsgegenstand) und dem Ziel (Erwerb oder Veräußerung von Wertpapieren oder Geldzahlungen) des Optionsrechts, teils aus der beim Emittenten vorhandenen („covered warrants“) oder nicht vorhandenen („naked warrants“) Deckung des Optionsrechts durch den Optionsgegenstand (etwa Aktien), teils daraus, dass Optionsscheine selbstständig oder in Verbindung – aber abtrennbar und selbstständig handelbar – mit anderen Papieren („issue linked warrants“, etwa in Gestalt von Optionsanleihen, Rz. 31) begeben werden können. Sämtliche der diesbezüglichen Varianten unterfallen der Definition „sonstiger Wertpapiere“ in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b Halbsatz 1 WpHG, sofern die Option nach Maßgabe der allgemeinen Anforderungen des § 2 Abs. 1 WpHG an Wertpapiere standardisiert und handelbar ist³ und nach Maßgabe der besonderen Anforderungen in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b Halbsatz 1 WpHG entweder den Erwerb oder die Veräußerung von Wertpapieren i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG zum Gegenstand hat oder auf die Zahlung eines Geldbetrags gerichtet ist, der in Abhängigkeit von Wertpapieren i.S.d. WpHG, Währungen, Zinssätzen, anderen Erträgen als Zinssätze (Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. c RL 2004/39/EG, Rz. 7 b., spricht von Zinserträgen), Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird.

1 Anders RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 54; *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 30.

2 *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 12 (Vermeidung von Unklarheiten); *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 24 (Bestreben nach anschaulicher Darstellung). I.E. auch *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 25, 28.

3 Ebenso *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 67.

- 38 **2. Geldmarktinstrumente (§ 2 Abs. 2 WpHG).** Mit dem Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) wurde der **Anwendungsbereich des WpHG** auf Geldmarktinstrumente **erweitert**. Der diese definierende neue seinerzeitige § 2 Abs. 1a WpHG, dessen Parallelvorschrift § 1 Abs. 11 Satz 3 KWG war und ist, diente zugleich der Umsetzung von Art. 1 Nr. 5 und Abschnitt B Nr. 2 des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8). Mit dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) ist die Vorschrift nur unwesentlich geändert worden (6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 35).
- 39 Durch Art. 3 Nr. 3 lit. b 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) ist die Definition der Geldmarktinstrumente durch die Verbindung des Wortlauts von Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) – „Geldmarktinstrumente“ [sind] die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelten Gattungen von Instrumenten, wie Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate und Commercial Papers, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten“ – und der diese Bestimmung konkretisierenden Regelung des Art. 11 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) – „Zu den Geldmarktinstrumenten gem. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 17 der Richtlinie 2014/65/EU gehören Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate, Commercial Papers und sonstige Instrumente mit im Wesentlichen den gleichen Merkmalen, soweit sie die folgenden Eigenschaften aufweisen: a) ihr Wert kann jederzeit bestimmt werden; b) es handelt sich nicht um Derivate; c) ihre Fälligkeit bei der Emission beträgt maximal 397 Tage“ – **neu gefasst worden**. Ebenfalls aufgrund des Art. 3 Nr. 3 lit. b 2. FiMaNoG wurde der bisherige § 2 Abs. 1a WpHG (a.F.) – im Zuge der **Neunummerierung** des WpHG (Rz. 4) – zum heutigen § 2 Abs. 2 WpHG. Der Begriff „Geldmarktinstrumente“ spielt im WpHG eine Rolle bei der Definition von derivativen Geschäften in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. a WpHG und Finanzinstrumenten in § 2 Abs. 4 Nr. 3 WpHG sowie in § 63 Abs. 11 Nr. 1 lit. c WpHG.
- 40 **Geldmarktinstrumente** im Sinne dieses Gesetzes sind **nach § 2 Abs. 2 WpHG** Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, deren Wert jederzeit bestimmt werden kann, die keine Derivate darstellen und deren Fälligkeit bei Emission höchstens 397 Tage beträgt. Die letztgenannten drei Voraussetzungen entsprechen den in Art. 11 DelVO 2017/565 (Rz. 6 b.) über Geldmarktinstrumente i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 17 RL 2014/65/EU (Rz. 6 b.) genannten Merkmalen von Geldmarktinstrumenten. Kraft ausdrücklicher Regelungen in § 2 Abs. 2 a.E. WpHG sind Zahlungsinstrumente von den Geldmarktinstrumenten ausgenommen.
- 41 Als Geldmarktinstrumente kommen nach § 2 Abs. 2 WpHG nur solche in Betracht, die **üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt** werden. Wie bei den in § 2 Abs. 1 WpHG erfassten Wertpapieren ist danach auch bei Geldmarktinstrumenten die Handelbarkeit der als solche in Betracht kommenden Instrumente erforderlich (Rz. 12). Anders als bei diesen (Rz. 12) genügt indes die bloße Eignung eines Instruments, an einem Geldmarkt gehandelt zu werden, nicht, um als Geldmarktinstrument zu gelten. Vielmehr muss hinzukommen, dass es sich um ein Instrument handelt, das üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt wird. Damit werden nur solche Instrumente erfasst, für die ein Markt bereits besteht¹. Geldmarktinstrumente sind darüber hinaus nur Instrumente, deren **Wert jederzeit genau bestimmt werden kann**, d.h. für sie muss es exakte und verlässliche Marktdaten und Bewertungssysteme geben. Mit Geldmarktinstrumenten werden kurzfristige Finanzmittel gehandelt, was darin zum Ausdruck kommt, dass die **Fälligkeit** der als Geldmarktinstrumente in Betracht kommenden Instrumente bei ihrer Emission höchstens 397 Tage betragen darf.
- 42 Ungeachtet der Abgrenzung des Geldmarkts im Detail², sind doch nahezu alle der hier in Betracht kommenden handelbaren Instrumente Schuldtitel (Schulverschreibungen) i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 3 WpHG. Nach der früheren, durch das 2. FiMaNoG geänderten Fassung des § 2 Abs. 2 WpHG (Rz. 39) – § 2 Abs. 1a WpHG a.F. – schieden Instrumente, die die Wertpapierdefinition des § 2 Abs. 1 WpHG erfüllten, und damit praktisch alle **als Geldmarktinstrumente in Betracht kommende Schuldverschreibungen**, aus dem Kreis der Geldmarktinstrumente aus („Geldmarktinstrumente ... sind alle Gattungen von Forderungen, die nicht unter Abs. 1 fallen“). Das ist heute so nicht mehr der Fall: Nach der aktuellen Fassung des § 2 Abs. 2 WpHG können lediglich Instrumente, die Derivate oder – was auch schon unter § 2 Abs. 1a WpHG a.F. galt – Zahlungsinstrumente sind, keine Geldmarktinstrumente sein. Derivate sind nach § 2 Abs. 35 WpHG „derivative Geschäfte im Sinne des Absatzes 3 sowie Wertpapiere im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3 Buchstabe b“, wodurch praktisch doch nahezu alle Schuldtitel, die auch Geldmarktinstrumente sein könnten, nicht als Geldmarktinstrumente zu behandeln sind. Das wäre nur dann anders, wenn man den Begriff der Handelbarkeit i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG enger fassen und Handelbarkeit für grundsätzlich „jedermann“ verlangen würde, denn fraglos sind die als Geldmarktinstrumente auf dem Geldmarkt in einem engeren Sinne (d.h. einem Markt, auf dem ausschließlich Kreditinstitute und Zentralbanken auftreten) in Frage kommenden Schuldverschreibungen kein jedermann zugängliches Handelsgut. Weder die mit § 2 Abs. 1 und 2 WpHG umgesetzten Richtlinien noch das Gesetz gibt für diese Auslegung aber etwas her.
- 43 Zu den Geldmarktinstrumenten, die nicht bereits durch § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b WpHG erfasst sind, sind durch die Neufassung des Gesetzes auch **Commercial Papers (CP)** und **Schatzanweisungen** zu zählen³. Das war bis-

1 Auch *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 36; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 32.

2 In einem weiteren Sinne kann man ihn, im Gegensatz zum Kapitalmarkt, als Markt für kurzfristige Kredite ansehen können, in einem engeren Sinne mag man ihn als Markt betrachten, auf dem – zum Zwecke des Liquiditätsausgleichs – zwischen Kreditinstituten oder zwischen Kreditinstituten und Zentralbank(en) kurzfristige Finanzmittel gehandelt werden.

3 Auch *Grundmann* in *Staub, HGB*, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 64.

her nicht der Fall, weil diese Instrumente Schuldverschreibungen (§ 793 Abs. 1 Satz 1 BGB) waren, damit Wertpapiere darstellten und folglich nach § 2 Abs. 1a WpHG a.F. keine Geldmarktinstrumente sein konnten¹. § 2 Abs. 3 WpHG erwähnt sie nunmehr ausdrücklich zusammen mit **Einlagenzertifikaten**. Schon unter § 2 Abs. 1a WpHG a.F. gehörten und gehören auch weiterhin **kurzfristige Schuldscheindarlehen** oder **Schatzwechsel** zu den Geldmarktinstrumenten². Bei **Termingeldern**, **Tagesgeldern** und kurzfristigen **Sparbriefen** handelt es sich dagegen um nicht für den Handel ausgelegte und von daher als Geldmarktinstrumente ausschließende Geldanlageformen³.

Zahlungsinstrumente können kraft der ausdrücklichen Regelung des § 2 Abs. 2 WpHG keine Geldmarktinstrumente sein. Bei diesen handelt es sich etwa um Bargeld, Schecks oder andere liquide Mittel, die üblicherweise als Zahlungsinstrumente verwendet werden (Rz. 16).

3. Derivative Geschäfte (§ 2 Abs. 3 WpHG). a) Normentwicklung und Übersicht. Der bisherige § 2 Abs. 2 WpHG a.F. ist aufgrund der geänderten Nummerierung des Gesetzes (Rz. 4) durch Art. 3 Nr. 3 lit. c 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) zum neuen § 2 Abs. 3 WpHG geworden. Die ebenfalls auf Art. 3 Nr. 3 lit. c 2. FiMaNoG zurückgehende Änderung des zuvor in der Bestimmung definierten Begriffs „Derivate“ in den in der neuen Vorschrift definierten Begriff „Derivative Geschäfte“ ist rein terminologischer Art: Die Ersetzung des einen Begriffs durch den anderen erfolgte, „um mögliche Widersprüche mit dem nunmehr in Art. 4 Abs. 1 Nr. 49 RL 2014/65/EU i.V.m. Art. 2 Abs. 1 Nr. 29 VO Nr. 600/2014 [Rz. 6 b.] definierten und in § 2 Abs. 38 [im endgültigen Gesetz § 2 Abs. 35] umgesetzten Begriff des Derivats zu vermeiden“⁴. Das erhellt auch daraus, dass § 2 Abs. 35 WpHG „Derivate“ im Wesentlichen als „derivative Geschäfte im Sinne des Absatzes 3“ definiert. Eine Definition des Begriffs „Derivate“ fand sich schon in der ursprünglichen Fassung des WpHG vom 26.7.1994 (Rz. 46), doch hat der Begriff seither eine gegenüber seiner ursprünglichen Fassung stetige und beträchtliche **Ausdehnung** erfahren. Das freilich ist nicht auf Mängel früherer Begriffsbestimmungen, sondern auf die beständige Fortentwicklung seinerzeit sog. Finanzinnovationen einerseits und das Bedürfnis, die Emission, den Handel und den Vertrieb derselben aufsichtsrechtlicher Kontrolle zu unterwerfen, andererseits zurückzuführen. Dementsprechend heißt es in Erwägungsgrund 4 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.), deren Anhang I Abschnitt C Nrn. 4–10 durch Art. 1 Nr. 2 lit. c des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) umgesetzt wurde: „Es ist zweckmäßig, in die Liste der Finanzinstrumente bestimmte Waren- und sonstige Derivate aufzunehmen, die so konzipiert sind und gehandelt werden, dass sie unter aufsichtsrechtlichen Aspekten traditionellen Finanzinstrumenten vergleichbar sind.“

Gegenüber der mit dem Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) eingeführten Derivatedefinition, die die Grundlage der aktuellen Fassung derselben als Definition „derivativer Geschäfte“ bildet, wirkt die **ursprüngliche** – im WpHG vom 26.7.1994⁵ – nachgerade bescheiden und unkompliziert. Sie lautete: „Derivate im Sinne dieses Gesetzes sind an einem inländischen oder ausländischen Markt im Sinne des Absatzes 1 gehandelte Rechte, deren Börsen- oder Marktpreis unmittelbar oder mittelbar von der Entwicklung des Börsen- oder Marktpreises von Wertpapieren oder ausländischen Zahlungsmitteln oder der Veränderung von Zinssätzen abhängt“. Bereits durch das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) erfuhr der Begriff der Derivate nicht nur eine erhebliche Umgestaltung und Erweiterung, sondern brachte auch eine Aufspaltung des Begriffs in Devisentermingeschäfte einerseits und die seinerzeit in § 2 Abs. 2 Nr. 1 lit. a bis d WpHG a.F. und bis zur Änderung durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) in § 2 Abs. 2 Nr. 1 bis 4 WpHG a.F. erfassten Termingeschäfte andererseits. Diese Aufspaltung ist schon aufgrund der Neufassung der Vorschrift durch Art. 1 Nr. 2 des **Anlegerschutzverbesserungsgesetzes** vom 28.10.2004⁶ aufgehoben worden. Damit einhergehend wurde eine Lücke in der Erfassung von Devisentermingeschäften geschlossen, die darin bestand, dass § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpHG a.F. der geänderten Fassung nur an einem organisierten Markt gehandelte Devisentermingeschäfte einbezog⁷. Darüber hinaus wurden mit § 2 Abs. 2 Nr. 5 WpHG a.F. auch außerbörslich gehandelte Termingeschäfte erfasst, deren Preis unmittelbar oder mittelbar vom Preis von Devisen abhängt. Das diente vor allem der Ausweitung des durch das Recht der Finanztermingeschäfte nach §§ 37d ff. WpHG a.F. bezweckten Anlegerschutzes. Anknüpfungspunkt dieser Vorschriften waren Finanztermingeschäfte, deren Definition in § 2 Abs. 2a WpHG a.F. ihrerseits auf den Begriff der Derivate nach § 2 Abs. 2 WpHG a.F. zurückgriff.

1 Dies übersehend, führte der RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 54, diese Instrumente als Geldmarktinstrumente auf. Wie hier schon 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 37; *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 37; *Kumpan* in *Schwarck/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 32 a.E.; *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 70 und 71.

2 *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 38; *Kumpan* in *Schwarck/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 32; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 17; *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 38 und weiter *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 71.

3 S. auch RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 100; *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 38; *Kumpan* in *Schwarck/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 32; *Mielk*, WM 1997, 2200, 2204; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 17; *Schäfer* in *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, § 1 KWG Rz. 286; *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 72.

4 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 220.

5 WpHG v. 26.7.1994, BGBl. I 1994, 1749.

6 BGBl. I 2004, 2630.

7 Zu dieser Lücke im alten Recht *Fleckner*, WM 2003, 168 ff., und zur Neuregelung *Fleckner*, BKR 2005, 96 ff.

- 47 Die Erweiterung des Begriffs der Derivate, welche die auf das **Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007** (Rz. 5 j.) zurückgehende Neufassung des seinerzeitigen § 2 Abs. 2 WpHG (a.F.) mit sich brachte, beruht vor allem auf einer Ausweitung der sog. Basiswerte einerseits sowie der Aufnahme von Kreditderivaten und finanziellen Differenzgeschäften andererseits. Damit wurden zugleich die in Anhang I Abschnitt C Nr. 4 bis 10 RL 2004/39/EG (Rz. 7 b.) enthaltenen Vorgaben (6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 41) umgesetzt. Die neuerliche Änderung der Derivate-Definition durch **Art. 3 Nr. 3 lit. c 2. FiMaNoG** (Rz. 5 a.) – dazu schon Rz. 45 – dienen der Umsetzung der Änderungen in Anhang 1 Abschnitt C Abs. 4 bis 10 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) und der Anpassung an Vorgaben der DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.).
- 48 **b) Elemente des Derivatebegriffs als Element derivativer Geschäfte.** Die Definition von derivativen Geschäften in § 2 Abs. 3 WpHG verzichtet ebenso wie diejenige von Derivaten in § 2 Abs. 35 WpHG auf eine **allgemeine Definition von derivativen Geschäften bzw. Derivaten**, wie sie im Hinblick auf den Begriff „Derivate“ noch in der ursprünglichen Fassung des § 2 Abs. 2 WpHG (s. Rz. 46) zu finden war. Derivate waren dort umschrieben als handelbare „Rechte, deren Börsen- oder Marktpreis unmittelbar oder mittelbar von der Entwicklung des Börsen- oder Marktpreises von Wertpapieren oder ausländischen Zahlungsmitteln oder der Veränderung von Zinssätzen abhängt“. Abstrahiert man von den in dieser Definition angeführten Instrumenten, auf deren Börsen- oder Marktpreis sich die fraglichen Rechte beziehen sollen, so schält sich aus der Umschreibung das entscheidende Merkmal von Derivaten heraus: Es besteht darin, dass die Bewertung (und damit der Preis) des Rechts, das in der Zukunft oder über einen zukünftigen Zeitraum geltend gemacht werden kann oder zu erfüllen ist, aufgrund seiner inhaltlichen Ausgestaltung unmittelbar oder mittelbar von einem **Basiswert** (auch „Underlying“) abhängt, der seinerseits Preis- und Bewertungsschwankungen unterliegt¹.
- 49 Die Art des stipulierten Rechts ist für den Begriff des Derivats zweitrangig, solange dies nur den geschilderten Basiswertbezug aufweist, doch lassen sich je nach dem Inhalt des vereinbarten Rechts unterschiedliche Gattungen von Derivaten unterscheiden. Dabei ist die wichtigste hieraus folgende Unterscheidung die von Festgeschäften, Optionsgeschäften und Swaps: Um **Festgeschäfte** (auch als Terminkontrakte und im Falle der Standardisierung der Kontrakte als „Futures“, sonst als „Forward“ bezeichnet und abweichend von der Terminologie in § 2 Abs. 3 WpHG auch Termingeschäfte² genannt), handelt es sich, wenn der in Frage stehende Kontrakt die Parteien zur effektiven Erfüllung der vertragsgegenständlichen Leistung, etwa den Kauf/Verkauf eines bestimmten Wertpapiers, zu einem hinausgeschobenen Zeitpunkt zu einem im Voraus bestimmten Preis verpflichtet³. **Optionsgeschäfte** liegen dagegen vor, wenn eine der Vertragsparteien berechtigt, aber nicht verpflichtet ist, zu einem bestimmten Zeitpunkt oder über einen bestimmten Zeitraum und gegen eine vorausbestimmten Gegenleistung (Basispreis) von der anderen Seite (dem Stillhalter) die Erfüllung der vereinbarten Leistung, etwa den Kauf (Put-Option) oder den Verkauf (Call-Option) eines bestimmten Wertpapiers, zu verlangen⁴. **Swaps**⁵ schließlich sind Vereinbarungen, in der Zukunft unterschiedliche Zahlungsströme über einen bestimmten Zeitraum zu bestimmten Zeitpunkten zu tauschen, wie etwa im Falle eines Währungsswaps⁶ der Tausch von Kapital und Kapitalzinsen in einer Währung gegen Kapital und Zinsen in einer anderen oder im Falle des Zinsswaps der Tausch unterschiedlicher Zinssätze (vielfach auch variabler gegen feste Zinssätze) auf einen bestimmten Nominalbetrag.
- 50 **c) Die derivativen Geschäfte im Einzelnen. aa) Allgemeines.** § 2 Abs. 3 WpHG enthält keine Aussage darüber, ob die in der Bestimmung angeführten derivativen Geschäfte verbrieft sein müssen oder nicht. Da die **Verbrieftung** kein Merkmal der in § 2 Abs. 3 WpHG aufgeführten Geschäfte ist, kommt ihr für den Begriff der derivativen Geschäfte keine Bedeutung zu⁷. Hinzu kommt: Wenn schon im Falle von Wertpapieren die Verbrieftung keine allgemeine Voraussetzung für Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG ist, so ist dies erst recht im Falle von derivativen Geschäften nicht zu verlangen. Gleiches gilt für die Merkmale der **Handelbarkeit und der Standardisierung**: Im Gesetz unerwähnt, kommt ihnen für den Begriff derivativer Geschäfte keine Bedeutung zu, so dass auch ein einzelnes, individuell ausgestaltetes Geschäft ein derivatives Geschäft i.S.v. § 2 Abs. 3 WpHG sein kann⁸. Des Weiteren können die in Frage kommenden Geschäfte **börslich oder außerbörslich** zustande kommen.
- 51 **bb) Termingeschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG. (1) Festgeschäfte und Optionsgeschäfte.** Derivative Geschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG sind Termingeschäfte in Bezug auf die in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. a bis f WpHG aufgeführten Basiswerte. Dabei definiert § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG implizit **Termingeschäfte** als „als

1 Ebenso *Beck* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 9; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 39; *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 66; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 20.

2 Termingeschäfte i.S.d. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG sind sowohl Festgeschäfte wie Optionsgeschäfte, Rz. 52.

3 Vgl. etwa *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 45; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 37.

4 Vgl. etwa *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 44; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 37.

5 Ausführlich *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 6ff. S. auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 38.

6 Davon zu unterscheiden der Devisenswap; s. *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 21.

7 So schon zur Erfassung des Derivatebegriffs in § 2 Abs. 2 WpHG a.F. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 v. 27.1.1994, 1, 39. Vgl. auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 38.

8 Für Derivate i.S.v. § 2 Abs. 2 WpHG a.F. *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 38.

Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet“. Dieser Definition von Termingeschäften kommt eine für die Begriffsbestimmung von derivativen Geschäften in § 2 Abs. 3 WpHG zentrale Bedeutung zu, denn Termingeschäfte sind auch der Anknüpfungspunkt der in § 2 Abs. 3 Nr. 2 und Nr. 5 WpHG aufgeführten derivativen Geschäfte.

Was die in der Definition von Termingeschäften genannten **Festgeschäfte und Optionsgeschäfte** ausmacht, wird in der Vorschrift nur rudimentär, nämlich im Hinblick auf das ihnen Gemeinsame, aber ohne das sie Trennende umschrieben. Dabei geht der Gesetzgeber offenbar von auch für den juristischen Sprachgebrauch verfestigten Begriffen im oben Rz. 30 dargestellten Sinne aus. Dessen ungeachtet sind die in der Vorschrift erwähnten Merkmale der **zeitlich verzögerten Erfüllung** und der **unmittelbaren oder mittelbaren Abhängigkeit** des Werts des jeweiligen Geschäfts vom Preis oder Maß eines **Basiswertes** integrale Bestandteile sowohl des Begriffs des Festgeschäfts als auch desjenigen des Optionsgeschäfts¹. Mag die Erwähnung des erstgenannten Merkmals damit mehr der Klarstellung dienen, so ist die Erwähnung des Letzteren aber erforderlich, um im Anschluss daran diejenigen Basiswerte anzuführen, die ein Geschäft zu einem derivativen i.S.d. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG machen. Zugleich wird dadurch klargestellt, dass es für Termingeschäfte unerheblich ist, ob deren Preis **unmittelbar oder mittelbar** von einem der möglichen Basiswerte abhängt. Das hat etwa zur Folge, dass zu den Termingeschäften auch Optionen auf Indices (wie den DAX) gehören, die ihrerseits von der Wertentwicklung eines der in Frage kommenden Basiswerte (wie den in den DAX einbezogenen Wertpapieren) abhängen. Weiter erfasst werden dadurch als Termingeschäfte auch Kontrakte über oder Optionen auf synthetische Anleihen, wie etwa Bund-Future-Kontrakte oder Bund-Future-Optionen, da auch deren Preis mittelbar von der Entwicklung des Preises von Wertpapieren in Gestalt von Bundesanleihen und von der Entwicklung von Zinssätzen abhängig ist. Das **Recht**, das Gegenstand des Festgeschäfts oder Optionsgeschäfts ist, kann ein solches aus einem Kaufvertrag, einem Tausch oder einem anderweitigen Vertragstyp (etwa Leihe) sein.

(2) Basiswerte. Derivative Geschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG sind nur solche Termingeschäfte, deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines der in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. a bis f WpHG angeführten **Basiswerte** ableitet.

(a) Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente. Mit dem Basiswert „Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente“ (§ 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. a WpHG) sind Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 WpHG und Geldmarktinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 2 WpHG erfasst.

(b) Devisen und Rechnungseinheiten. Als weiterer Basiswert von Termingeschäften kommen Devisen und Rechnungseinheiten in Betracht, Devisen allerdings nur, soweit das Geschäft nicht die in Art. 10 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) genannten Voraussetzungen erfüllt (§ 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. b WpHG), d.h. nach Abs. 1 dieser Bestimmung, soweit es sich nicht „um einen der folgenden Kontrakte handelt: a) ein Kassageschäft im Sinne von Absatz 2 dieses Artikels²; b) ein Zahlungsmittel, das (i) aus einem anderen Grund als Verzug oder einer sonstigen Beendigung des Kontrakts effektiv geleistet werden muss; (ii) von mindestens einer Person, die keine finanzielle Gegenpartei im Sinne von Art. 2 Ziff. 8 der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates ... ist, eingegangen wird; (iii) eingegangen wird, um Zahlungen für Waren, Dienstleistungen oder Direktinvestitionen zu vereinfachen; und (iv) nicht auf einem Handelsplatz gehandelt wird.“

¹ S. auch *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 43; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 38.

² Ein *Kassageschäft* nach Art. 10 Abs. 2 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 ist ein „[Unterabs. 1] ... Kontrakt über den Austausch einer Währung gegen eine andere Währung, dessen Bedingungen zufolge die Lieferung in dem jeweils längeren der nachfolgend genannten Zeiträume erfolgt: a) 2 Handelstage für alle Hauptwährungspaare gemäß Absatz 3; b) für alle Währungspaare, bei denen es sich bei mindestens einer Währung nicht um eine Hauptwährung handelt, 2 Handelstage oder der Zeitraum, der für dieses Währungspaar auf dem Markt allgemein als Standardlieferfrist anerkannt ist, je nachdem, welcher Zeitraum länger ist; c) wenn der Kontrakt über den Austausch dieser Währungen für den Hauptzweck des Verkaufs oder Kaufs eines übertragbaren Wertpapiers oder eines Anteils an einem Organismus für gemeinsame Anlagen verwendet wird, der Zeitraum, der für die Abrechnung dieses übertragbaren Wertpapiers oder eines Anteils an einem Organismus für gemeinsame Anlagen auf dem Markt allgemein als Standardlieferfrist anerkannt ist, oder 5 Handelstage, je nachdem, welcher Zeitraum kürzer ist. [Unterabs. 2] Ein Kontrakt wird nicht als Kassageschäft betrachtet, wenn unabhängig von seinen ausdrücklichen Bedingungen eine Absprache zwischen den Vertragsparteien besteht, gemäß der die Lieferung der Währung verschoben und nicht innerhalb der in Unterabs. 1 genannten Frist vorgenommen wird.“

Zu den *Hauptwährungen* im Sinne dieser Bestimmung gehören nach Art. 10 Abs. 3 DelVO 2017/565 „nur der US-Dollar, der Euro, der Japanische Yen, das Pfund Sterling, der Australische Dollar, der Schweizer Franken, der Kanadische Dollar, der Hongkong-Dollar, die Schwedische Krone, der Neuseeländische Dollar, der Singapur-Dollar, die Norwegische Krone, der Mexikanische Peso, die Kroatische Kuna, der Bulgarische Lew, die Tschechische Krone, die Dänische Krone, der Ungarische Forint, der Polnische Zloty und der Rumänische Leu.“

Ein *Handelstag* i.S.v. Art. 10 Abs. 2 DelVO 2017/565 ist nach dessen Abs. 4 „jeder Tag, an dem der normale Handel in dem Land der beiden Währungen, die gemäß dem Kontrakt über deren Austausch ausgetauscht werden, sowie in dem Land einer Drittwährung stattfindet, wenn die folgenden Bedingungen erfüllt sind: a) für Liquiditätszwecke beinhaltet der Austausch dieser Währungen deren Umrechnung anhand der Drittwährung; b) die Standardlieferfrist für den Austausch dieser Währungen bezieht sich auf das Land dieser Drittwährung.“

- 56 Als **Devisen** i.S.d. § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. b WpHG kommen nicht nur Devisen im engeren Sinne, d.h. gesetzliche Zahlungsmittel in fremder Währung in Betracht, sondern auch Devisen im weiteren Sinne, d.h. auf fremde Währung lautende Forderungen (etwa aus Wechsel, Schecks oder Zahlungsanweisungen)¹, denn auch mit diesen als Basiswerten sind Termingeschäfte, bei denen es auf Handelbarkeit und Standardisierung nicht ankommt (Rz. 50), denkbar². **Rechnungseinheiten** – wie etwa vor der Einführung des Euro der ECU – sind Wertmaße und Verrechnungseinheiten, die keine gesetzlichen Zahlungsmittel darstellen. Zu Termingeschäften mit Basiswert Devisen (**Devisentermingeschäfte**)³ gehören bspw. Devisenterminkontrakte (Kontrakte über die Lieferung eines Fremdwährungsbetrags zu einem bestimmten Erfüllungszeitpunkt), Devisenoptionsgeschäfte (d.h. das Recht, von einer Person zu einem bestimmten Zeitpunkt oder innerhalb eines bestimmten Zeitraums zu einem festgelegten Preis einen bestimmten Betrag in einer bestimmten Währung verlangen zu können)⁴, Währungsswaps und (die mit diesen nicht identischen) Devisenswaps (als Kombination eines Devisenkassageschäfts mit einem Devisentermingeschäft über identische oder unterschiedliche Währungen oder Rechnungseinheiten)⁵ sowie, als „Finanzinnovation“, Termingeschäfte über nicht lieferbare Devisen (NDFs = „non-deliverable foreign exchange transactions“)⁶.
- 57 (c) **Zinssätze oder andere Erträge.** Basiswerte von Termingeschäften nach § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG können nach § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. c WpHG auch Zinssätze und andere Erträge sein. Die **Zinssätze** sind nicht ihrerseits auf bestimmte Bezugsgrößen beschränkt. Als Zinssatzbasiswerte kommen deshalb u.a. in Betracht: Geldmarktsätze an bestimmten Finanzplätzen, FIBOR, EONIA und EURIBOR oder Zinssätze der EZB und der Deutschen Bundesbank (wie der Diskontsatz, der Lombardsatz oder der Basiszinssatz i.S.v. § 247 BGB)⁷. Im Einzelnen kommen als **Zinsderivate** insbesondere in Betracht: Zinsterminkontrakte, Zinsswaps, Terminsatzgeschäfte (Forward Rate Agreements), Zinsoptionen, Swap-Optionen (Swaptions) sowie die Zinssatzbegrenzungs-geschäfte in Gestalt von Caps, Floors, Corridors und Collars⁸. Zu den (anderen) **Erträgen** gehören etwa im Allgemeinen Früchte i.S.v. § 99 BGB und im Besonderen Gewinnanteile.
- 58 (d) **Indices von Basiswerten, andere Finanzindizes oder Finanzmessgrößen.** Als Basiswerte kommen nach § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. c WpHG weiterhin Indices der Basiswerte der Buchstaben a, b, c oder f, andere Finanzindizes oder Finanzmessgrößen in Betracht. Wie bereits an früherer Stelle (Rz. 52) angeführt, ist es für den Begriff der Termingeschäfte unerheblich, ob deren Preis unmittelbar oder mittelbar von einem der nach dem Gesetz in Betracht kommenden Basiswerte abhängt. Der Hinweis auf **Indices als mögliche Basiswerte** von Termingeschäften in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. d WpHG wäre insoweit lediglich eine Klarstellung, enthielte er nicht zugleich auch eine Beschränkung, indem er nur solche Indices erfasst, die sich auf die in „Buchstaben a, b, c oder f“ angeführten Basiswerte oder „andere Finanzindizes oder Finanzmessgrößen“ beziehen. Letztere eröffnen allerdings wieder ein denkbar weites Feld. Auf jeden Fall erfasst werden die zahlreichen bekannten Wertpapier-Indices, wie etwa der DAX, der MDAX, der SDAX, der TecDAX, der Euro-Stoxx 50, der S&P 500, der Dow Jones oder der Nikkei 225⁹. Termingeschäfte mit Indices als Basiswert sind damit etwa Optionen auf einen Aktienindex, bspw. DAX-Optionen.
- 59 (e) **Derivative Geschäfte.** Gemäß § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. e WpHG können Basiswert auch alle Arten der in § 2 Abs. 3 WpHG angeführten derivativen Geschäfte sein. Anzuführen ist hier etwa die verbreitete Swap-Option, mit welcher deren Käufer das Recht erwirbt, zu einem bestimmten Zeitpunkt mit dem Verkäufer der Option einen bestimmten Swap-Vertrag abzuschließen¹⁰.
- 60 (f) **Emissionszertifikate.** Mit den Änderungen des § 2 Abs. 3 WpHG durch das 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) zu den Basiswerten hinzugekommen ist der Basiswert „Berechtigungen, Emissionsreduktionseinheiten und zertifizierte Emissionsreduktionen im Sinne des § 3 Nummer 3, 6 und 16 des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes [vom 21.7.2011 (TEHG)]¹¹, soweit sie im EU-Emissionshandelsregister gehalten werden dürfen (Emissionszertifikate)“. Emissionszertifikate waren bis zur Änderung des § 2 Abs. 3 WpHG durch das 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) als Emissionsberechtigungen in § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpHG a.F. geregelt und finden sich nach der Änderung nicht

1 Zum Devisenbegriff etwa *Oulds* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.59; *Schefold* in Bankrechts-Handbuch, § 117 Rz. 2. In Bezug auf § 2 WpHG G. *Roth* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 87.

2 So i.E. auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 41.

3 Zu diesen näher *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 16 f.; *Rudolf* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 19.167.

4 Vgl. *Oulds* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.61; *Schefold* in Bankrechts-Handbuch, § 116 Rz. 287 ff.

5 Vgl. *Oulds* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 14.61; *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 21 ff. bzw. *Schefold* in Bankrechts-Handbuch, § 116 Rz. 205 ff., 215 ff.

6 *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 22.

7 Ebenso *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 42.

8 Ebenso *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 54; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 42.

9 Ebenso *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 49; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 39.

10 *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 24, zugleich Rz. 15 f. zu weiteren Optionen auf Derivate.

11 BGBl. I 2011, 1475.

mehr in § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, sondern in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. f WpHG. Begründet wird dies mit der Erwägung, Emissionszertifikate würden in der RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) in Anhang 1 Abschnitt C Abs. 4 und nicht mehr wie in RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) in Abs. 10 aufgeführt. Es sei daher folgerichtig, Emissionsberechtigungen aus dem Anwendungsbereich von § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG herauszunehmen und in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. f WpHG aufzunehmen¹. Im Hinblick auf die Definition von Emissionszertifikaten unter Verweis auf § 3 Nr. 3, 6 und 16 TEHG wird angeführt, die Richtlinie 2014/65/EU definiere Emissionszertifikate in Anhang 1 Abschnitt C Abs. 11 unter Verweis auf die Richtlinie 2003/87/EG, welche im TEHG in nationales Recht umgesetzt worden sei, weshalb für die Definition auf die entsprechenden Regelungen im TEHG verwiesen werden könne².

Eine **Berechtigung** ist nach § 3 Nr. 3 TEHG die Befugnis zur Emission von einer Tonne Kohlendioxidäquivalent in einem bestimmten Zeitraum; eine Tonne Kohlendioxidäquivalent ist eine Tonne Kohlendioxid oder die Menge eines anderen Treibhausgases, die in ihrem Potential zur Erwärmung der Atmosphäre einer Tonne Kohlendioxid entspricht. Bei einer **Emissionsreduktionseinheit** handelt es sich nach § 3 Nr. 6 TEHG um eine „Einheit i.S.d. § 2 Nr. 20 des Projekt-Mechanismen-Gesetzes“, d.h. um „eine nach Art. 6 des Protokolls [Protokoll von Kyoto zum Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen vom 11.12.1997, BGBl. II 2002, 967] und dem Beschluss 16/CP.7 der Konferenz der Vertragsparteien des Übereinkommens [Rahmenübereinkommen der Vereinten Nationen über Klimaänderungen vom 9.5.1992, BGBl. II 1993, 1784]) ausgestellte Einheit, die einer Tonne Kohlendioxidäquivalent entspricht“.

cc) Termingeschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG. Derivative Geschäfte sind nach § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG des Weiteren (1) Termingeschäfte (2) mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte als Basiswerte, sofern sie (3) zumindest eine der drei in § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a bis c WpHG genannten Voraussetzungen erfüllen und (4) keine Kassageschäfte i.S.v. Art. 7 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) sind.

(1) **Termingeschäft.** Ein Termingeschäft ist gem. § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG ein als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet (Rz. 51).

(2) **Basiswerte.** § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG erfasst Termingeschäfte, deren Basiswerte Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte darstellen. Nach den Änderungen des § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. c cc 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) sind Emissionsberechtigungen als Basiswert entfallen. Sie sind aus den in Rz. 60 dargelegten Gründen in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. f WpHG verschoben worden.

Dabei stellen die sich auf **Waren** als Basiswerte beziehenden **Warentermingeschäfte** die am meisten verbreiteten unter den durch § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG erfassten Termingeschäften dar. Waren im Sinne dieser Vorschrift sind gemäß der Definition in § 2 Abs. 6 WpHG fungible Wirtschaftsgüter, die geliefert werden können (näher Rz. 88). Zu diesen zählen nach dieser Bestimmung auch Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom.

Bei **Frachtsätzen** handelt es sich um die im Güterverkehr zu Land, zu Wasser oder in der Luft von bestimmten Anbietern verlangten Entgelte (Frachttarife). Nicht erforderlich ist, dass die Frachtsätze amtlich festgesetzt sind³, wie etwa die vom Bundesminister für Verkehr nach dem Güterverkehrsgesetz in seiner bis Ende 1993 geltenden Fassung (auf der Grundlage entsprechender Vorschläge von Tarifkommissionen) für die Unternehmen im Wege der Rechtsverordnung verbindlich festgesetzten Sätze (§ 20a GüKG a.F.).

Weitere Basiswerte sind **Klimavariablen oder andere physikalische Variablen**. Zu den Ersteren gehören etwa Messwerte im Hinblick auf die Veränderungen von Temperaturen, Sonnenscheindauer oder Niederschlagsmengen. Die entsprechenden Termingeschäfte werden auch als „Wetterderivate“⁴ bezeichnet und dienen der wetterabhängigen Industrie (wie etwa Landwirtschaft und Tourismus) als Absicherung gegen Wetterrisiken. Zu den Letzteren zählen etwa Breite, Höhe, Tiefe, Durchmesser, Gewicht oder spezifische Härte eines Objekts.

Basiswerte sind darüber hinaus **Inflationsraten**, etwa die Inflationsraten einzelner Länder, oder **andere volkswirtschaftlichen Variablen**, wie etwa das Bruttoinlandsprodukts (BIP), das Bruttonationalprodukt (BNE, früher: Bruttosozialprodukt – BSP) oder die Arbeitslosenquote (ALQ).

Sonstige Vermögenswerte als Basiswerte sind alle Vermögenswerte, die nicht bereits von einem anderen der möglichen Basiswerte – wie etwa Waren – erfasst werden. Darunter fallen bspw. die in Anhang I Abschnitt C

1 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 220.

2 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 220.

3 Ebenso *Kumpen* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 45.

4 G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 97. Näher zu diesen *Hee/Hoffmann*, Wetterderivate, 2006; *Rinker*, Wetterderivate, 2008; *Seebach*, Wetterderivate, 2008; *Wamser*, Wetterderivate: Struktur, Einsatzmöglichkeiten und Markt, 2008.

Nr. 10 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) angeführten Rechte und Obligationen. Entsprechendes gilt für alle **sonstigen Indices**, d.h. Veränderungen bestimmter Größen anzeigende (meist auf der Basis 100 aufbauende) Kennziffern, und **sonstigen Messwerte**, wie etwa die Messwerte der Landesanstalt für Umwelt, Messungen und Naturschutz Baden-Württemberg in Bezug auf Luftqualität, Radioaktivität und Wasser.

- 70 (3) **Voraussetzungen nach § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a bis c WpHG.** Des Weiteren werden von § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG nur solche Termingeschäfte in Bezug auf die in der Vorschrift angeführten Basiswerte erfasst, die wenigstens eine der nachstehend aufgeführten, sich aus § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a bis c WpHG ergebenden **zusätzlichen Voraussetzungen** erfüllen. So muss ein Terminkontrakt bspw. über die zu einem zukünftigen Zeitpunkt fällige Lieferung etwa des Basiswerts einer Emissionsberechtigung mit hinausgeschobenem Erfüllungstermin¹ mindestens eine der in § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a bis c WpHG angeführten Voraussetzungen erfüllen, um ein derivatives Geschäft i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG zu sein.
- 71 Die erste der zusätzlichen Voraussetzungen, die ein Termingeschäft zu einem solchen i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG machen können, besteht darin, dass das fragliche Termingeschäft durch **Barausgleich** zu erfüllen ist oder einer – d.h. richtigerweise: zumindest einer² -Vertragspartei das Recht gibt, einen Barausgleich zu verlangen, ohne dass dieses Recht durch Ausfall oder ein anderes Beendigungsereignis begründet ist (§ 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a WpHG). Terminkontrakte, die auf effektive Lieferung gerichtet sind und einen an Stelle der Lieferung zu zahlenden Betrag etwa nur für den Fall vorsehen, dass der zu liefernde Gegenstand einen bestimmten Preis überschreitet, erfüllen diese Voraussetzung nicht³.
- 72 Weiterhin können Termingeschäfte solche nach § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG sein, wenn sie auf einem organisierten Markt oder in einem multilateralen oder organisierten Handelssystem geschlossen werden und nicht über ein organisiertes Handelssystem gehandelte Energiegroßhandelsprodukte i.S.v. § 2 Abs. 20 WpHG sind, die effektiv geliefert werden müssen (§ 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. b WpHG). Die Aufnahme des organisierten Handelssystems als Handelsplatz in Buchstabe b) beruht „beruht darauf, dass in Anhang 1 Abschnitt C Abs. 6 und 10 RL 2014/65/EU [vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.)] die Handelsplätze um die organisierte Handelsplattform ergänzt und eine Ausnahme für Energiegroßhandelsprodukte, die effektiv geliefert werden müssen, geschaffen wurden“⁴. Die in lit. b angeführten Märkte und Systeme sind Handelsplätze i.S.v. § 2 Abs. 22 WpHG. Organisierter Markt ist ein Markt i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG. Zum Begriff des **multilateralen Handelssystems (MTF)** s. Rz. 258 und zu demjenigen des **organisierten Handelssystems (OTF)** Rz. 259.
- 73 Schließlich können Termingeschäfte als solche nach § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG zu qualifizieren sein, wenn sie gem. § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. c WpHG die Merkmale anderer Derivatekontrakte i.S.v. **Art. 7 DelVO 2017/565** vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) aufweisen und nichtkommerziellen Zwecken dienen. Der Verweis auf diese Vorschrift beruht auf der Neufassung des § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. c WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. c cc ccc 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.)⁵.
- 74 (4) **Kein Kassageschäft.** Um ein derivatives Geschäft i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG zu sein, darf es sich bei dem Termingeschäft **nicht um ein Kassageschäft** i.S.v. Kassageschäfte i.S.v. Art. 7 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) handeln. Dieser Verweis geht auf eine Änderung des bisherigen in § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpHG a.F. enthaltenen Verweises durch Art. 3 Nr. 3 lit. c cc ddd 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) zurück⁶. Nach Art. 7 Abs. 2 DelVO 2017/565 ist ein **Kassageschäft** ein „Verkaufsgeschäft für eine Ware, einen Vermögenswert oder ein Recht, dessen Bedingungen zufolge die Lieferung zu dem jeweils längeren der nachfolgend genannten Zeiträume erfolgt: a) 2 Handelstage; b) die Frist, die in der Regel vom Markt für diese Ware, diesen Vermögenswert oder dieses Recht als Standardlieferfrist akzeptiert wird“, wohingegen es sich nicht um ein Kassageschäft handelt, „wenn unabhängig von seinen ausdrücklichen Bedingungen eine Absprache zwischen den Vertragsparteien besteht, gemäß der die Lieferung des Basiswerts verschoben und nicht innerhalb der in Absatz 2 genannten Frist vorgenommen wird“.
- 75 **dd) Finanzielle Differenzgeschäfte (§ 2 Abs. 3 Nr. 3 WpHG).** Derivative Geschäfte i.S.d. WpHG sind nach § 2 Abs. 3 Nr. 3 WpHG weiterhin **finanzielle Differenzgeschäfte**, die nach Anhang I Abschnitt C Abs. 9 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) zu den Finanzinstrumenten zu zählen sind. Bei den von der Vorschrift erfassten Differenzkontrakten, die besser unter dem Begriff der „Contracts for Difference – CFD“ bekannt sind, handelt es sich um Geschäfte mit unbegrenzter Laufzeit über die Differenz zwischen dem Kaufpreis und Verkaufspreis des Referenzwerts. Der Kontrakt kann sowohl auf steigende Kurse (und die Übernahme einer sog. „long position“) als auch auf fallende Kurse (und die Übernahme einer sog. „short position“) des fraglichen Werts eingegangen werden. Differenzkontrakte bieten die Möglichkeit, an den Preisveränderungen des Referenzwerts partizipieren zu können, ohne diese erwerben zu müssen. Statt des Erwerbspreises für den jeweiligen

1 Beispiel nach RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 55.

2 Ebenso G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 101.

3 Ebenso G. Roth in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 101.

4 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221.

5 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221.

6 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221.

Referenzwert ist lediglich eine erheblich hinter dem Ersteren zurückbleibende Sicherheitsleistung („Margin“) zu hinterlegen. Die Vorschrift kennt weder eine Eingrenzung auf einen bestimmten Referenzwert noch eine solche auf einen bestimmten Handelsplatz, über den der Kontrakt zustande gekommen sein muss.

ee) Kreditderivate (§ 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG). § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG erfasst als derivative Geschäfte auch Kreditderivate und definiert diese als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und dem Transfer von Kreditrisiken dienen. Mit dieser Vorschrift werden die Anhang I Abschnitt C Nr. 8 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) angeführten Finanzinstrumente erfasst, welche diese Bestimmung als „derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken“ umschreibt. Kreditderivate transferieren Kreditrisiken in der Weise, dass das Risiko des Gläubigers einer Leistung in Bezug auf die Erfüllung derselben durch den Schuldner isoliert und ganz oder teilweise auf den Vertragspartner des Kreditderivats (den Sicherungsgeber) übertragen wird. Kamen Instrumente zum Transfer von Kreditrisiken nach früherer Begriffsbestimmung in § 2 Abs. 2 WpHG a.F. nur dann als Derivate in Frage, wenn die Risiken im Hinblick auf die Leistung des Schuldners aus Wertpapieren, Schuldverschreibungen oder Geldmarkinstrumenten flossen, so ist nach der Regelung in § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG – wie schon in der seinerzeit neu gefassten Vorgängervorschrift des § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpHG a.F. – ein solcher Bezug nicht mehr erforderlich, so dass sämtliche Kreditrisiken erfasst werden¹.

Die Gebräuchlichsten der unter § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG fallenden Kreditderivate² sind die sog. **Kreditsicherungs-Swaps** („credit default swaps“)³ und **Gesamtrisiko-Swaps** („total return swaps“ oder „total rate of return swaps“)⁴. Bei dem Ersteren erhält der Sicherungsnehmer gegen einen einmaligen Betrag oder – häufiger – gegen periodische Zahlungen eine Ausgleichszahlung für den Fall, dass das definierte „Kreditereignis“ eintritt, d.h. der in Frage stehende Kredit notleidend wird. Das ähnelt mehr einer Versicherung als einem Derivat und vermag deshalb nur bei großzügiger Auslegung des Derivatebegriffs zu den Derivaten gezählt zu werden. Bei dem Gesamtrisiko-Swap handelt es sich um einen Tausch von Erträgen, bei dem der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber periodisch alle Erträge aus dem Darlehen oder dem den Schuldner zur Leistung verpflichtenden Recht zahlt, während dieser im Gegenzug entsprechende periodische Gegenleistungen erbringt. Seltener sind die (den Gesamtrisiko-Swaps ähnelnden) **Spannensicherungs-Swaps** („credit swaps“)⁵ sowie die **Risiko-Swaps** (meist „credit swaps“)⁶ und **Verbrieften Kreditderivate** („credit linked notes“)⁷.

ff) Termingeschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 5 WpHG. Derivative Geschäfte sind nach § 2 Abs. 3 Nr. 5 WpHG auch Termingeschäfte mit Bezug auf die in Art. 8 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) genannten Basiswerte, sofern sie die Bedingungen von § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG erfüllen. Derivative Geschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 Nr. 5 WpHG sind damit – die „Bedingungen“ von § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG einbauend – (1) Termingeschäfte (2) mit Bezug auf die in Art. 8 DelVO 2017/565 angeführten Basiswerte („Punkte“), sofern sie (3) zumindest eine der drei in § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. a bis c WpHG genannten Voraussetzungen erfüllen und (4) keine Kassageschäfte i.S.v. Art. 7 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.). Zu den unter (1), (3) und (4) angeführten Voraussetzungen s. Rz. 63 und 70 ff.

In Art. 8 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) sind folgende **Basiswerte** („Punkte“) aufgeführt:

- „a) Telekommunikations-Bandbreite;
- b) Lagerkapazität für Waren;
- c) Übertragungs- oder Transportkapazität in Bezug auf Waren, unabhängig davon, ob dies über Kabel, Rohrleitungen oder andere Mittel erfolgt, mit Ausnahme von Übertragungsrechten in Bezug auf die Kapazitäten zur zonenübergreifenden Elektrizitätsübertragung, wenn diese auf dem Primärmarkt mit oder von einem Übertragungsnetzbetreiber oder einer Person, die im eigenen Namen als Dienstleister handelt, und zur Zuweisung der Übertragungskapazitäten vereinbart werden; d) eine Erlaubnis, ein Kredit, eine Zulassung, ein Recht oder ein ähnlicher Vermögenswert, der bzw. die direkt mit der Lieferung, der Verteilung oder dem Verbrauch von Energie aus erneuerbaren Energiequellen verbunden ist, es sei denn, der Kontrakt fällt bereits in den Anwendungsbereich von Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU;

¹ Zur Vorgängervorschrift RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 55. *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 71.

² Zu diesen etwa *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 27 ff.; *Rudolf* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 19.221 ff. Vgl. auch *Schäfer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 KWG Rz. 293 m.w.N.

³ Beispielfhaft erwähnt in RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 55. S. *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 29; *Rudolf* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 19.229 ff. Auch *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 71.

⁴ Dazu *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 193; *Rudolf* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 19.246 ff. Auch *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 71.

⁵ Dazu *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 193; *Rudolf* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 19.250 ff.

⁶ S. *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 193.

⁷ Dazu *Jahn* in Bankrechts-Handbuch, § 114 Rz. 33; *Rudolf* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 19.253 ff. Auch *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 71.

- e) eine geologische, ökologische oder sonstige physikalische Variable, es sei denn, der Kontrakt bezieht sich auf Einheiten, deren Übereinstimmung mit den Anforderungen der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (1) anerkannt ist;
 - f) ein sonstiger Vermögenswert oder ein sonstiges Recht fungibler Natur, bei dem es sich nicht um ein Recht auf Dienstleistung handelt, der bzw. das übertragbar ist;
 - g) ein Index oder ein Maßstab, der mit dem Preis, dem Wert oder dem Volumen von Geschäften mit einem Vermögenswert, einem Recht, einer Dienstleistung oder einer Verpflichtung in Verbindung steht;
 - h) ein Index oder ein Maßstab, der auf versicherungsmathematischen Statistiken beruht.“
- 80 **4. Finanzinstrumente (§ 2 Abs. 4 WpHG). a) Normentwicklung.** Die Definition von Finanzinstrumenten ist sowohl für die Bestimmung des Anwendungsbereichs des WpHG als auch die Anwendung seiner Vorschriften bedeutendste der Begriffsbestimmungen des § 2 WpHG. Der Begriff wird in nicht weniger als 47 Bestimmungen verwandt. Dabei handelt es sich bei dem Begriff der Finanzinstrumente um einen erst spät in das WpHG eingeführten Begriff. Die Einführung in das WpHG erfolgte durch Art. 1 Nr. 2 des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG) vom 28.10.2004 (Rz. 1) als § 2 Abs. 2b WpHG (a.F.). Unter dem neuen Begriff wurden – nicht zuletzt, um den Tatbestand zahlreicher Regelungen des WpHG zu vereinfachen – verschiedene Instrumente zusammengefasst.
- 81 Durch Art. 1 Nr. 2 lit. e Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) hat § 2 Abs. 2b WpHG a.F. nur geringfügige **Änderungen** erfahren. Weitergehend war die auf Art. 8 Nr. 2 lit. b des AIFM-Umsetzungsgesetzes vom 4.7.2013 (Rz. 5f.) zurückzuführende Ergänzung des Kanons der Finanzinstrumente um „Anteile an Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs“. Wiederum nur geringfügige Änderung brachte Art. 6 Abs. 3 Nr. 1 des CRD IV-Umsetzungsgesetz vom 28.8.2013 (Rz. 5 e.), der in § 2 Abs. 2b WpHG a.F. das Wort „Einlagenkreditinstitut“ durch das Wort „CRR-Kreditinstitut“ ersetzte. Dagegen brachte Art. 3 Nr. 1 des Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.12.2011 (Rz. 5 i.) eine erhebliche Ausweitung der als Finanzinstrumente erfassten Instrumente mit sich (näher zu den Änderungen 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 60a). Sie bildet die Grundlage der Neufassung der Vorschrift durch Art. 3 Nr. 3 lit. d des 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.), welcher zugleich die Neunummerierung des bisherigen § 2 Abs. 2b WpHG (a.F.) als neuer § 2 Abs. 4 WpHG anordnet. Die Neufassung fügt den Finanzinstrumenten i.S.d. WpHG (in § 2 Abs. 4 Nr. 5 WpHG) Emissionszertifikate hinzu und setzt damit entsprechende Vorgaben der RL 2014/57/EU vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Rz. 6 d.) um. Darüber hinaus strukturiert sie die Begriffsbestimmung von Finanzinstrumenten neu, in denen sie die als solche erfassten Instrumente nummeriert auflistet.
- 82 **b) Die Finanzinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 4 Nr. 1 bis 7 WpHG. Wertpapiere** i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG sind Finanzinstrumente i.S.d. § 2 Abs. 4 Nr. 1 WpHG.
- 83 Gleiches gilt gem. § 2 Abs. 4 Nr. 2 WpHG für **Investmentvermögen** i.S.v. § 1 Abs. 1 KAGB. Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB ist Investmentvermögen jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Eine „Anzahl von Anlegern“ ist nach § 1 Abs. 1 Satz 2 KAGB gegeben, wenn die Anlagebedingungen, die Satzung oder der Gesellschaftsvertrag des Organismus für gemeinsame Anlagen die Anzahl möglicher Anleger nicht auf einen Anleger begrenzen. Anteile an Investmentvermögen sind durch das AIFM-Umsetzungsgesetz vom 4.7.2013 in den Kreis der Finanzinstrumente gelangt (Rz. 81). **Anteile an operativ tätigen Unternehmen** außerhalb des Finanzsektors – namentlich Anteile an Personengesellschaften wie Kommanditanteile an Kommanditgesellschaften, GmbH-Anteile, Anteile an Gesellschaften bürgerlichen Rechts sowie stille Beteiligungen an den genannten Gesellschaften oder an bestimmten Vermögensmassen – sind nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB keine Anlagen in Investmentvermögen. Bei ihnen handelt es sich vielmehr um Vermögensanlagen i.S.d. Vermögensanlagegesetzes (§ 1 Abs. 2 VermAnlG)¹. Entsprechend der Ausführungen in den ESMA-Leitlinien zu Unternehmen mit einem allgemein-kommerziellen oder allgemein-industriellen Zweck werden damit solche Unternehmen aus dem Anwendungsbereich des KAGB ausgeschlossen, die überwiegend einer kommerziellen Tätigkeit einschließlich Kauf, Verkauf und/oder Austausch von Waren oder Gütern und/oder Verkehr mit nicht-finanziellen Dienstleistungen nachgehen oder überwiegend eine industrielle Tätigkeit einschließlich der Produktion von Waren oder der Errichtung von Immobilien ausüben oder überwiegend eine Kombination aus beiden vorstehend bezeichneten Tätigkeiten darstellen². Darin kommt auch zum Ausdruck, dass zusätzlich zu der überwie-

1 Dazu Assmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 5 Rz. 243, 346, 347ff.; Maas in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, § 1 VermAnlG Rz. 48.

2 ESMA, Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) – Berichtigte Fassung vom 30.1.2014 der am 13.8.2013 veröffentlichten Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611), www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00600000_de_cor-_revised_for_publication.pdf, Nr. 12 lit. b, S. 4.

gend operativen Tätigkeit vorgenommene Investitionen zu Anlagezwecken wie die Anlage in Finanzinstrumente dieser Qualifikation keinen Abbruch tun¹.

Finanzinstrumente sind nach § 2 Abs. 4 Nr. 3 bzw. 4 WpHG auch **Geldmarktinstrumente** wie sie in § 2 Abs. 2 WpHG definiert sind und **derivative Geschäfte** i.S.v. § 2 Abs. 3 WpHG. 84

Gemäß § 2 Abs. 4 Nr. 5 WpHG sind **Emissionszertifikate** Finanzinstrumente. Emissionszertifikate sind als Basiswert in § 2 Abs. 3 Nr. 1 lit. f WpHG definiert. Sie umfassen Berechtigungen, Emissionsreduktionseinheiten und zertifizierte Emissionsreduktionen i.S.d. § 3 Nr. 3, 6 und 16 des Treibhausgas-Emissionshandelsgesetzes, soweit sie im EU-Emissionshandelsregister gehalten werden dürfen (Rz. 60). 85

Die nach § 2 Abs. 4 Nr. 6 WpHG als Finanzinstrumente geltenden **Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren** – erfasst sind sämtliche der in § 2 Abs. 1 WpHG aufgeführten Wertpapiere – finden weder in § 2 WpHG noch in anderen Bestimmungen des Gesetzes definiert, weshalb auf die wertpapierrechtlichen Grundlagen solcher Zeichnungsrechte zurückzugreifen ist. Dementsprechend erfasst der Begriff der **Zeichnung** die auf vertraglich oder gesetzlich gewährten Rechten beruhende Erklärung des Berechtigten über die Ausübung eines Erwerbsrechts einschließlich eines Umtauschrechts². Als Rechte auf Zeichnung kommen jedenfalls Bezugsrechte und Optionen auf Zeichnung junger Aktien nach Maßgabe von § 185 Abs. 1 AktG und §§ 202, 203 Abs. 1 AktG in Betracht³. Darüber hinaus fallen unter Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren auch Bezugsrechte auf Wertpapiere aus Optionsprogrammen (namentlich Aktienoptionsprogrammen) für Führungskräfte und Mitarbeiter von Unternehmen⁴ sowie die auf den Erwerb von Wertpapieren gerichteten Rechte aus Options- und Wandelanleihen⁵. 86

Schließlich sind nach § 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG auch **Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG** – mit den in dieser Bestimmung genannten **Ausnahmen** – Finanzinstrumente. Finanzinstrumente sind dementsprechend nicht in Wertpapieren i.S.d. WpPG verbriefte und nicht als Anteile an – von § 2 Abs. 4 Nr. 2 WpHG aber bereits als Finanzinstrumente erfasste (Rz. 80) – Investmentvermögen i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB ausgestaltete Vermögensanlagen in Gestalt von: 87

1. Anteilen, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, *ausgenommen* gem. § 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG Anteile an einer Genossenschaft i.S.v. § 1 GenG.
2. Anteilen an einem Vermögen, das der Emittent oder ein Dritter in eigenem Namen für fremde Rechnung hält oder verwaltet (Treuhandvermögen).
3. Partiarischen Darlehen.
4. Nachrangdarlehen.
5. Genussrechten.
6. Namensschuldverschreibungen, *ausgenommen* gem. § 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG „Namensschuldverschreibungen, die mit einer vereinbarten festen Laufzeit, einem unveränderlich vereinbarten festen positiven Zinssatz ausgestattet sind, bei denen das investierte Kapital ohne Anrechnung von Zinsen ungemindert zum Zeitpunkt der Fälligkeit zum vollen Nennwert zurückgezahlt wird, und die von einem CRR-Kreditinstitut [vor der Änderung durch Art. 6 Abs. 3 Nr. 1 CRD IV-Umsetzungsgesetz, Rz. 81, „Einlagenkreditinstitut“] i.S.d. § 1 Abs. 3d Satz 1 des Kreditwesengesetzes, dem eine Erlaubnis nach § 32 Abs. 1 des Kreditwesengesetzes erteilt worden ist, ausgegeben werden, wenn das darauf eingezahlte Kapital im Falle des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Instituts oder der Liquidation des Instituts nicht erst nach Befriedigung aller nicht nachrangigen Gläubiger zurückgezahlt wird“.
7. Sonstigen Anlagen, die eine Verzinsung und Rückzahlung oder einen vermögenswerten Barausgleich im Austausch für die zeitweise Überlassung von Geld gewähren oder in Aussicht stellen.

5. Waren (§ 2 Abs. 5 WpHG). Waren i.S.d. WpHG sind nach § 2 Abs. 5 WpHG fungible Wirtschaftsgüter, die geliefert werden können. Dazu zählen auch Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und 88

1 *BaFin*, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“ vom 14.6. 2013, geändert am 9.3.2015, Geschäftszeichen Q 31-Wp 2137-2013/0006, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html, I. 7., mit Beispielsfällen aus dem Immobilien- und Schiffsbereich. Nicht als Investmentvermögen erfasst sind damit Unternehmen, die überwiegend im Bereich der Produktion, des Immobilienbetriebs (etwa in Gestalt des Betreibens eines Hotels oder einer Pflegeeinrichtung, nicht aber des Erwerbs und des Verkaufs oder der Vermietung, Verpachtung oder Verwaltung von Immobilien) oder der Immobilienprojektentwicklung (Konzeption, Ankauf, Entwicklung und anschließender Verkauf der Immobilie) oder auf dem Gebiet des Handels oder der Erbringung von Dienstleistungen außerhalb des Finanzsektors operieren. Unschädlich ist, dass sich das Unternehmen dabei fremder Dienstleister oder gruppeninterner Gesellschaften bedient, solange die unternehmerischen Entscheidungen im laufenden Geschäftsbetrieb bei ihm verbleiben.

2 So i.E. auch *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 69; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 59.

3 Ebenso *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 69; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 59.

4 Auch *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 59; *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 134.

5 Unstreitig, etwa *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 69; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 59; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 38; *G. Roth* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 135.

Energien wie Strom. Die Definition von Waren ist aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. e des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) als § 2 Abs. 2c WpHG (a.F.) in das WpHG gelangt. Sie hat seither, außer der Neunummerierung dieser Vorschrift als § 2 Abs. 5 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. e 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.), keine Änderung erfahren. Die Definition ist für eine Fülle von Vorschriften des WpHG, die – selbstständig oder kombiniert mit anderen (etwa im Begriff „Warenderivate“) – den Begriff „Waren“ verwenden, darunter auch Definitionen anderer Begriffe in § 2 WpHG.

- 89 **Allgemein** umschreibt § 2 Abs. 5 Halbsatz 1 WpHG Waren i.S.d. WpHG als **fungible Wirtschaftsgüter**. Zumal § 2 Abs. 5 Halbsatz 2 WpHG ausdrücklich klarstellt, dass zu den Waren auch Energien wie Strom gehören, lässt sich der Warenbegriff des § 2 Abs. 5 WpHG in Anlehnung an die entsprechende Begriffsbestimmung im Handelsrecht auch so fassen, dass Waren als **handelbare bewegliche Sachen**¹ begriffen werden. Als handelbar sind solche Sachen weiterhin nur dann zu betrachten, wenn sie vertretbar sind, d.h. – in Anlehnung an § 91 BGB – nach Zahl, Maß oder Gewicht bestimmt werden können. Kraft ausdrücklicher Regelung in § 2 Abs. 5 Halbsatz 2 WpHG zählen dazu auch Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom. In Art. 2 Nr. 1 DurchfVO Nr. 1287/2006 (Finanzmarktrichtlinie-Durchführungsverordnung), der der durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) in das WpHG gelangte § 2 Abs. 2c WpHG a.F. (Rz. 88) weitgehend folgt, ist von Gütern fungibler Art die Rede, die „geliefert werden können“. Das entspricht vorstehender Umschreibung: Da der Begriff der Ware erkennbar nicht mit dem einer einzelnen Sache (Stück) identisch ist, denn dazu bedürfte es der Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes nicht, kann davon ausgegangen werden, dass – ohne an eine ganz bestimmte Sache (bestimmtes Stück) zu denken – nur geliefert werden kann, was im Allgemeinen (d.h. der Gattung nach) bestimmt werden kann.
- 90 **6. Waren-Spot-Kontrakt (§ 2 Abs. 6 WpHG)**. Die Definition eines Waren-Spot-Kontrakts in § 2 Abs. 6 WpHG wurde durch Art. 1 Nr. 3 1. FiMaNoG in § 2 WpHG eingefügt. Sie ist im Hinblick auf die Anwendung der Strafvorschriften in § 119 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG erforderlich, die eine in § 120 Abs. 2 Nr. 3 oder Abs. 15 Nr. 2 WpHG bezeichnete vorsätzliche Handlung voraussetzen, die einen Verstoß gegen § 25 WpHG i.V.m. Art. 15 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) darstellt². Dementsprechend definiert die Vorschrift Waren-Spot-Kontrakt für die Zwecke des WpHG unter Verweis auf Art. 3 Abs. 1 Nr. 15 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.). Nach dieser Bestimmung ist ein Waren-Spot-Kontrakt ein Kontrakt über die Lieferung einer an einem Spotmarkt i.S.v. Art. 3 Nr. 16 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) gehandelten Ware, die bei Abwicklung des Geschäfts unverzüglich geliefert wird, sowie einen Kontrakt über die Lieferung einer Ware, die kein Finanzinstrument ist, einschließlich physisch abzuwickelnde Terminkontrakte. Ein Spotmarkt sind nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 16 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) ein Warenmarkt, an dem Waren gegen bar verkauft und bei Abwicklung des Geschäfts unverzüglich geliefert werden, und jeder andere Markt, der kein Finanzmarkt ist, beispielsweise ein Warenterminmarkt.
- 91 **7. Referenzwert (§ 2 Abs. 7 WpHG)**. Wie die Definition des Waren-Spot-Kontrakts in § 2 Abs. 6 WpHG ist auch diejenige des Begriffs Referenzwert in § 2 Abs. 7 WpHG durch Art. 1 Nr. 3 1. FiMaNoG vor allem im Hinblick auf ihre Verwendung in einer Strafvorschrift des § 120 WpHG eingefügt worden. Auch in § 119 Abs. 1 Nr. 4 WpHG wird eine in § 120 Abs. 2 Nr. 3 oder Abs. 15 Nr. 2 WpHG bezeichnete vorsätzliche Handlung vorausgesetzt, die einen Verstoß gegen § 25 WpHG i.V.m. Art. 15 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) bzw. Art. 15 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) darstellt, und in diesem Falle auf „die Berechnung eines Referenzwertes im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum“ einwirkt. Nicht anders als Definition des Waren-Spot-Kontrakts in § 2 Abs. 6 WpHG greift deshalb auch diejenige des Referenzwerts auf die Marktmissbrauchsverordnung zurück und definiert Referenzwert im Sinne des WpHG als einen Kurs, Index oder Wert i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 29 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.). Nach dieser Bestimmung bezeichnet der Begriff Referenzwert einen Kurs, Index oder Wert, der der Öffentlichkeit zugänglich gemacht oder veröffentlicht wird und periodisch oder regelmäßig durch die Anwendung einer Formel auf den Wert eines oder mehrerer Basiswerte oder -preise, einschließlich geschätzter Preise, tatsächlicher oder geschätzter Zinssätze oder sonstiger Werte, oder auf Erhebungsdaten ermittelt bzw. auf der Grundlage dieser Werte bestimmt wird und auf den bei der Festsetzung des für ein Finanzinstrument zu entrichtenden Betrags oder des Wertes eines Finanzinstruments Bezug genommen wird. Darüber hinaus ist die Definition des Begriffs Referenzwerts von Bedeutung für die Anwendung von § 1 Abs. 1 Nr. 8 lit. j, § 6 Abs. 3 Satz 4 und § 10 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpHG.
- 92 **8. Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 8 WpHG)**. a) **Normentwicklung**. Der in § 2 Abs. 8 WpHG definierte Begriff der **Wertpapierdienstleistungen** ist – teils direkt (in 24 Bestimmungen), teils indirekt (über Begriffsverbindungen wie bei dem Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, unten § 2 Abs. 10 WpHG, hier in 56 Bestimmungen) – **Anknüpfungspunkt** zahlreicher Vorschriften des WpHG.
- 93 Seit der Einführung des WpHG ist die Definition von Wertpapierdienstleistungen als einer der Schlüsselbegriffe des WpHG **kontinuierlich geändert** und dabei meist erweitert worden. Gegenüber seiner ursprüng-

1 Etwa *Hopt* in Baumbach/Hopt, Einl. vor § 373 HGB Rz. 8. Auch *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 74.
2 Vgl. RegE eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte, BT-Drucks. 18/7842 v. 8.2.2015, 1, 57.

lichen Fassung als § 2 Abs. 3 WpHG wurde der Begriff der Wertpapierdienstleistungen zunächst durch Art. 2 Nr. 3 des Umsetzungsgesetzes vom 22.10.1997 (Rz. 1) zum Zwecke der (Rest-)Umsetzung der Richtlinie 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) ausgedehnt (näher 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 64). Nach Änderungen durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004 (Rz. 1) wurde durch Art. 1 Nr. 2 lit. f des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) der Kreis der in § 2 Abs. 3 WpHG aufgeführten Wertpapierdienstleistungen erweitert, Kurzbezeichnungen für die einzelnen Wertpapierdienstleistungen eingeführt und § 2 Abs. 3 WpHG a.F. ein neuer Satz 2 hinzugefügt (Einzelheiten 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 64). Aufgrund des Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie vom 19.11.2010¹ wurde der seinerzeitige § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 WpHG (a.F.) neu gefasst. Sodann ergänzte das Gesetz zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts vom 20.3.2009² § 2 Abs. 3 WpHG um einen neuen Satz 3. Mit Art. 3 Nr. 1 des Hochfrequenzhandelsgesetzes vom 17.5.2013 (Rz. 5 g.) wurde § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 WpHG a.F. neu gefasst, um den Hochfrequenzhandel als Wertpapierdienstleistung zu qualifizieren und damit der Aufsicht nach Maßgabe der Bestimmungen des WpHG über Wertpapierdienstleistungen zu unterwerfen.

Die **weitreichendste Änderung** hat die Definition der Wertpapierdienstleistungen durch Art. 3 Nr. 3 lit. f 94
2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) erfahren. Zur Umsetzung der RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente (Rz. 6 b.) und der DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) zur Ergänzung dieser Richtlinie sind zahlreiche Bestimmungen des § 2 Abs. 3 WpHG a.F. über Wertpapierdienstleistungen geändert worden. Im Zuge der Neuzählung der Vorschriften des WpHG wurde der bisherige § 2 Abs. 3 WpHG a.F. der neue § 2 Abs. 8 WpHG.

Durchgängig beziehen sich die in § 2 Abs. 8 WpHG erfassten Dienstleistungen auf **Finanzinstrumente** i.S.v. § 2 95
 Abs. 4 WpHG. Da Wertpapierdienstleistungen nach § 2 Abs. 3 WpHG a.F. einst nur Leistungen in Bezug auf Wertpapiere, Geldmarktinstrumente und Derivate betrafen, war mit der Einführung des Begriffs der Finanzinstrumente durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004 (Rz. 80) und den nachfolgenden Erweiterungen der als Finanzinstrumente erfassten Instrumente sowie der Bezugnahme der Begriffsbestimmung von Wertpapierdienstleistungen auf den weiteren Begriff der Finanzinstrumente zugleich eine stetige Ausweitung des Kreises von Wertpapierdienstleistungen verbunden. In der ursprünglichen Fassung von § 2 Abs. 3 WpHG galten als Wertpapierdienstleistungen nur solche Dienstleistungen, die ihrem Umfang nach einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erforderten. Diese Voraussetzung ist mit der Novellierung dieser Bestimmung durch das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) in die Definition von Wertpapierdienstleistungsunternehmen in § 2 Abs. 4 WpHG a.F. – heute § 2 Abs. 10 WpHG – überführt worden. Zur Qualifikation als Wertpapierdienstleistungsunternehmen genügt es nach dieser Vorschrift allerdings, dass Wertpapierdienstleistungen (ggf. zusammen mit Wertpapiernebenleistungen) *gewerbsmäßig* erbracht werden (Rz. 202).

Welche Aktivitäten Wertpapierdienstleistungen sind, ist in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 bis 10 WpHG bestimmt. Die 96
 in diesen Bestimmungen enthaltenen Definitionen werden durch § 2 Abs. 8 Sätze 2 bis 7 WpHG überwiegend spezifiziert, teils aber auch ergänzt, wie in § 2 Abs. 8 Satz 6 WpHG um die Definition von Eigengeschäften.

b) Die Wertpapierdienstleistungen i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 bis 10 und Sätze 2 bis 6 WpHG. aa) Fi- 97
nanzkommissionsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 und Satz 2 WpHG). Nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG handelt es sich bei Finanzkommissionsgeschäften, d.h. der Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung, um Wertpapierdienstleistungen. Die **Definition** geht auf **Vorgaben** von Art. 1 Nr. 1 i.V.m. Abschnitt A Nr. 1 des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) zurück und diente der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 1 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Er hat durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) nur eine klarstellende redaktionelle Änderung erfahren, indem die Formulierung „die Anschaffung und die Veräußerung“ durch die Formulierung „Anschaffung oder Veräußerung“ ersetzt wurde. Dadurch wurde klargestellt, dass es ausreicht, wenn Finanzinstrumente entweder angeschafft *oder* veräußert werden. Weiter wurde die Kurzbezeichnung „Finanzkommissionsgeschäft“ hinzugefügt. Eine § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf das Finanzkommissionsgeschäft als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des **Merkbatts Finanzkommissionsgeschäft** der BaFin, doch kann es auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG herangezogen werden. Außer dass das Finanzkommissionsgeschäft eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Finanzkommissionsgeschäft“ auch Bedeutung für die Anwendung der §§ 63 und 68 WpHG.

Wertpapierdienstleistung nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG, vom Gesetz als **Finanzkommissionsgeschäft** be- 98
 zeichnet, ist die **Anschaffung oder Veräußerung** von Finanzinstrumenten **im eigenen Namen für fremde Rechnung** (mittelbare Stellvertretung). Entscheidend ist, dass es sich bei dem fraglichen Geschäft um ein Kom-

1 BGBl. I 2010, 1592.

2 BGBl. I 2009, 607.

missionsgeschäft i.S.d. §§ 383 ff. HGB¹ oder um ein diesem hinreichend ähnliches Geschäft (näher Rz. 100) handelt. Das **Kommissionsgeschäft** kann sowohl die Anschaffung in Gestalt des Kaufs (Einkaufskommission) als auch die Veräußerung in Gestalt des Verkaufs (Verkaufskommission) des Kommissionsgegenstands – hier eines Finanzinstruments – betreffen und mit dem Recht oder ohne das Recht zum Selbsteintritt des Kommissionärs einhergehen². Erfasst sind darüber hinaus auch Tauschgeschäfte oder der Bezug von Wertpapieren aus Emissionen³. Dabei liegt ein Handeln **im eigenen Namen** vor, wenn die Willenserklärung nicht erkennbar im Namen eines anderen (des Vertretenen), d.h. in offener Stellvertretung, abgegeben wird (§ 164 Abs. 1 BGB i.V.m. Abs. 2 BGB). Von einem Handeln **auf fremde Rechnung** ist auszugehen, wenn die wirtschaftlichen Vor- und Nachteile aus dem Geschäft zur Anschaffung oder Veräußerung der Finanzinstrumente den Auftraggeber (Kommittenten) treffen sollen. Dies wiederum hängt davon ab, ob der Handelnde (Kommissionär) nach der von ihm gem. §§ 362 ff. BGB vorgenommenen und nach außen erkennbaren⁴ Tilgungsbestimmung das Geschäft zur Erfüllung eines Kommissionsvertrags mit dem Kommittenten vornimmt. Mangels eines Handelns für fremde Rechnung betreibt eine Kommanditgesellschaft, die die eingeworbenen Mittel ihrer Treugeberkommanditisten im eigenen Namen und auf eigene Rechnung in Finanzinstrumenten anlegt, kein Finanzkommissionsgeschäft⁵. Für die Qualifikation eines Geschäfts als Finanztermingeschäft ist es unerheblich, auf **welchem Markt** der Kommissionsvertrag zustande kam und ausgeführt wurde⁶.

- 99 So wie das Kommissionsgeschäft nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG gegenüber demjenigen nach § 383 Abs. 1 HGB hinsichtlich des Kommissionsgegenstands eine Modifizierung erfahren hat und Finanzinstrumente statt „Waren oder Wertpapiere“ umfasst, ist nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG auch eine Modifikation im Hinblick auf das Ausführungsgeschäft vorzunehmen: Anders als § 383 Abs. 1 HGB, der den Kauf oder den Verkauf des Kommissionsgegenstands verlangt, ist in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG von der „**Anschaffung oder Veräußerung**“ von Finanzinstrumenten die Rede. Dementsprechend kommt es bei Finanzkommissionsgeschäften nicht zwingend auf den Erwerb des Eigentums an dem jeweiligen Finanzinstrument an. Vielmehr können auch auf **Tausch oder Leihe** von Finanzinstrumenten gerichtete Geschäfte Finanzkommissionsgeschäfte sein⁷. Damit werden auch solche Geschäfte erfasst, die, wie bei der **Wertpapierleihe**, nicht zu einem Vollerwerb auf der einen und einem entsprechenden Rechtsverlust auf der anderen Seite führen, aber gleichwohl die Übertragung der mit den einzelnen Instrumenten verbundenen Rechte zum Gegenstand haben⁸.
- 100 Wenn § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG nur dem Rechtsbegriff der Kommission i.S.v. §§ 383 ff. HGB entsprechende **Kommissionsgeschäfte** erfasst, bedeutet dies nicht notwendigerweise, dass im einzelnen Fall alle Merkmale des Kommissionsgeschäfts nach §§ 383 ff. HGB gegeben sein müssen. Vielmehr ist es ausreichend, dass das zwischen dem Unternehmen und seinem Kunden abgeschlossene Rechtsgeschäft **hinreichende Ähnlichkeit** mit dem in §§ 383 ff. HGB geregelten **Typus des Kommissionsgeschäfts** aufweist, um noch diesem Typus zugeordnet werden zu können⁹. Dagegen ist eine im Interesse des Anlegerschutzes vorgenommene rein wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung des Merkmals „für fremde Rechnung“ von der Vorschrift nicht gedeckt. Die Vorschrift kann mithin nicht als allgemeiner Auffangtatbestand für Anlagemodelle verstan-

- 1 Hierzu und zum Folgenden BVerwG v. 27.2.2008 – 6 C 12.07, ZIP 2008, 911 Rz. 47 und 912 Rz. 51; BVerwG v. 8.7.2009 – 8 C 4.09, ZIP 2009, 1899, 1901 Rz. 30. Sieht man von veröffentlichten Meinungsäußerungen von Mitarbeitern der BaFin – etwa *Eßer*, WM 2008, 671; *Sahavi*, ZIP 2005, 929; *Voge*, WM 2007, 1640 – ab, entsprach dies der einhelligen Ansicht im Schrifttum. S. etwa *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 154; *Dreher*, ZIP 2004, 2161; *Fock*, ZBB 2004, 365, 368; *Frey*, BKR 2005, 200, 201; *Görner/Dreher*, ZIP 2005, 2139; *Gstädtner/Elicker*, BKR 2006, 437, 440 f.; *Hammen*, WM 2005, 813; *Oelkers*, WM 2001, 340, 344 f.; *Reischauer/Kleinhans*, § 1 KWG Rz. 85; *Schmalenbach/Sester*, WM 2005, 2025, 2030; *Wolf*, DB 2005, 1723, 1724; *Zerwas/Hantien*, ZBB 2000, 44, 47. Auch *BaFin*, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, 1.d): „Die neuere verwaltungsgerichtliche Rechtsprechung, die mit dem Wechsel der zuständigen Kammer beim VG Frankfurt/M. ... eingeleitet und zuletzt durch die Urteile des BVerwG ... bestätigt wurde“, schränkt den gesetzlichen Tatbestand „entgegen der früheren Praxis der [BaFin] und der älteren Rechtsprechung der Instanzgerichte weitgehend auf die handelsrechtliche Kommission im Sinne der §§ 383 ff. HGB“.
- 2 Zu Finanzkommissionsgeschäften im Effktengeschäft näher etwa *Ekkenga* in MünchKomm. HGB, 3. Aufl. 2014, Bd. 6, Effktengeschäfte, Rz. 82 ff.; *Schelm* in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 2.41 ff.; *Seiler/Geier* in Bankrechts-Handbuch, § 104 Rz. 1 ff.; *G.H. Roth* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 10 Rz. 43 ff.
- 3 Vgl. *BaFin*, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, 1.b). Dazu auch noch am Ende dieser Rz.
- 4 Vgl. etwa *Hopt* in Baumbach/Hopt, § 383 HGB Rz. 16.
- 5 BGH v. 7.12.2009 – II ZR 15/08, ZIP 2010, 176, 177 Rz. 15.
- 6 S. *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 62; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 45; *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 151.
- 7 *BaFin*, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, 1.b). Auch *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 80; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 62; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 49; *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 151.
- 8 Ebenso *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 151; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 80; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 62; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 45 f., 48.
- 9 BVerwG v. 27.2.2008 – 6 C 12.07, ZIP 2008, 911, 912 Rz. 51; BVerwG v. 8.7.2009 – 8 C 4.09, ZIP 2009, 1899, 1901 Rz. 30; BGH v. 7.12.2009 – II ZR 15/08, ZIP 2010, 176, 177 Rz. 14. Folgend *BaFin*, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, 1.d). S. auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 66.

den werden, bei denen im Drittinteresse mit Finanzinstrumenten gehandelt wird, sondern ist als ein auf das Kommissionsgeschäft bezogener und dadurch begrenzter Tatbestand zu betrachten.

Vorstehende Grundsätze hat das BVerwG in seinem Urteil vom 27.2.2008¹ im Hinblick auf die Erlaubnispflicht von **kollektiven Anlagemodellen** nach § 1 Satz 2 Nr. 4 KWG i.V.m. § 32 KWG dargelegt, doch sind die entsprechenden Ausführungen des Gerichts einschließlich seiner Würdigung der europarechtlichen Grundlagen der vorgenannten Bestimmungen ohne weiteres auf § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG übertragbar², denn bei der Einordnung der auf den Finanzmärkten angebotenen Dienstleistungen geht es über die Frage ihrer Erlaubnispflicht hinaus auch um die für erlaubnispflichtige Geschäfte maßgeblichen Verhaltenspflichten, namentlich etwa der nachgerade auf Kommissionsgeschäfte anwendbaren Pflicht zur getrennten Vermögensverwaltung nach § 84 Abs. 2 WpHG. Das bedeutet, dass kollektive Anlageformen wie etwa geschlossene, u.a. in Finanzinstrumente investierende **Fondsgesellschaften** (namentlich in der Rechtsform der Publikumskommanditgesellschaft mit regelmäßiger Einschaltung eines Treuhandkommanditisten) oder die Schaffung von Portfolios und die Beteiligung von Anlegern an deren Erfolg in Gestalt von (als Namens- oder Inhaberschuldverschreibungen ausgestalteten) **Indezertifikaten** keine Finanzkommissionsgeschäfte i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG darstellen³. Da sich sämtliche kollektiven Anlagemodelle dadurch auszeichnen, dass die vom Fondsträger bei Anlegern eingesammelten Gelder nicht nur im eigenen Namen, sondern auch für eigene Rechnung anlegen, werden sie auch nicht etwa dadurch zu Finanzkommissionsgeschäften, dass den Anlegern – etwa über einen sog. Anlageausschuss – ein gewisser Einfluss auf die Anlagepolitik der Fonds eingeräumt wird.

Aus den Vorgaben des BVerwG (Rz. 101) hat die BaFin „für die Praxis“ abgeleitet, der **Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts sei jedenfalls immer dann erfüllt**, „wenn jemand einen anderen, dem gegenüber er auch weisungsbefugt ist, damit beauftragt, bestimmte Finanzinstrumente im eigenen Namen anzuschaffen bzw. zu veräußern, wobei die wirtschaftlichen Vor- und Nachteile dieses Geschäfts den Auftraggeber treffen und der Beauftragte verpflichtet ist, den Auftraggeber über die Ausführung des Geschäfts zu benachrichtigen, ihm über das Geschäft Rechenschaft abzulegen und das Eigentum an den angeschafften Finanzinstrumenten zu übertragen“⁴.

Von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG erfasst werden alle **Kommissionsgeschäfte** in Bezug auf die fraglichen **Finanzinstrumente**⁵, namentlich das **Wertpapier- und Effektenkommissionsgeschäft** (§§ 383 ff. HGB, Nr. 1 bis 9 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte⁶, sowie – im Hinblick auf die Einkaufskommission – §§ 18 ff. DepotG). Die Tätigkeit von **Botenbanken** und sog. **Introducing Brokers** im Geschäft mit Finanzinstrumenten (näher zur Qualifikation dieser Tätigkeit Rz. 129) wird von dem Begriff der Finanzkommissionsgeschäfte nicht erfasst⁷. Verspricht ein Unternehmen oder ein Unternehmenskonsortium dem Emittenten, die Emission der Finanzinstrumente durch Platzierung im eigenen Namen, aber für Rechnung des Emittenten zu übernehmen („**Begebungsübernahme**“ oder „**Begebungskonsortium**“), so handelt es sich nach nicht einheitlicher Ansicht um ein Geschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG⁸, doch ist der Streit um die Qualifizierung solcher Geschäfte als Finanzkommissionsgeschäfte obsolet geworden, seit diese in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG als selbstständige Wertpapierdienstleistungen („**Platzierungsgeschäft**“) erfasst werden⁹.

Der **Vertrieb von Anteilen an Investmentvermögen**, die nach § 2 Abs. 4 Nr. 3 WpHG Finanzinstrumente sind, stellt, sofern er im Wege einer der in § 2 Abs. 8 Satz 1 WpHG erfassten Transaktionsformen erfolgt, eine Wertpapierdienstleistung dar. Keine Wertpapierdienstleistungen im Sinne dieser Vorschrift sind dagegen die Geschäfte der Kapitalverwaltungsgesellschaften von Investmentvermögen i.S.v. § 17 KAGB im Rahmen der Portfolioverwaltung¹⁰.

1 BVerwG v. 27.2.2008 – 6 C 12.07, ZIP 2008, 911. Zu dieser Entscheidung etwa *Unzicker*, ZIP 2008, 919. Im Ergebnis entsprachen dem auch die Entscheidungen der Vorinstanzen: VGH Kassel v. 13.12.2006 – 6 UE 3083/05, ZIP 2007, 999, und VG Frankfurt/M. v. 27.10.2005 – 1 E 1159/05, ZIP 2006, 415. Bestätigt durch BVerwG v. 8.7.2009 – 8 C 4.09, ZIP 2009, 1899.

2 Daran lässt auch das BVerwG v. 27.2.2008 – 6 C 12.07, ZIP 2008, 911, 915 Rz. 38 keinen Zweifel: „Der Gesetzgeber ging also ersichtlich davon aus, dass mit dem Tatbestand des § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG, dessen Wortlaut mit dem des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG a.F. weitgehend übereinstimmt, (nur) das Kommissionsgeschäft erfasst werden sollte“.

3 *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 84; i.E. auch *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 63.

4 *BaFin*, Merkblatt Finanzkommissionsgeschäft, 1.d)aa).

5 Dazu etwa *G.H. Roth* in *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 10 Rz. 43 ff., 60 f. und § 11 Rz. 184 f.

6 Abgedruckt bei *Bunte*, AGB-Banken, 4. Aufl. 2015, 4. Teil VII.

7 Auch *Baum* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 155; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 64.

8 S. auch RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101 zu § 2 Abs. 3 Nr. 5 WpHG, und Rz. 58. Wie hier *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 73. Ebenso zu § 1 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 KWG *Reischauer/Kleinhaus*, § 1 KWG Rz. 84, 151, 159. A.A. *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 64.

9 *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 80; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 64.

10 Zur Auseinandersetzung um die Frage, ob Investmentgesellschaften (d.h. der von Kapitalanlagegesellschaften verwalteten Investmentfonds und der Investmentaktiengesellschaften) i.S.d. seinerzeitigen InvG als Vorgängerregelung des KAGB Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein können, wenn ihre Anlagegeschäfte keine Wertpapierdienstleistungen darstellen, s. 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 72.

- 105 Nach § 2 Abs. 8 Satz 2 WpHG umfasst das Finanzkommissionsgeschäft, nicht anders als der Eigenhandel und die Abschlussvermittlung, auch den Abschluss von Vereinbarungen über den Verkauf von **Finanzinstrumenten, die von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder einem Kreditinstitut ausgegeben** werden, im Zeitpunkt und im Zusammenhang mit ihrer Emission. Dieser § 2 Abs. 8 WpHG durch Art. 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) eingefügte Satz 2 „dient der Klarstellung und setzt den letzten Teil des Art. 4 Abs. 1 Nr. 5 der Richtlinie 2014/65/EU [Rz. 6 b.], angelehnt an die englische Fassung der Richtlinie, um“¹. Dabei kommt implizit zum Ausdruck, dass der Tatbestand der Eigenemission nicht der systematischen Internalisierung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG unterfällt.
- 106 **bb) Eigenhandelsgeschäfte und Hochfrequenzhandel (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 WpHG). (1) Normentwicklung und Übersicht.** Schon in der ursprünglichen Fassung des WpHG – Art. 1 Nr. 1 i.V.m. Abschnitt A Nr. 2 des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) umsetzend – gehörte „die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten im Wege des Eigenhandels für andere“ (§ 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG a.F.) zu den Wertpapierdienstleistungen i.S.d. WpHG. Durch Art. 1 Nr. 2 lit. f Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) wurde der Wortlaut der Vorschrift geringfügig geändert, um mit der Formulierung „für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere“ klarzustellen, dass lediglich der Eigenhandel, nicht aber die Eigengeschäfte eines Instituts Wertpapierdienstleistungen i.S.d. § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 WpHG a.F. darstellen. Die Eigengeschäfte sind aber in § 2 Abs. 3 Satz 2 WpHG a.F. Wertpapierdienstleistungen gleichgestellt worden. Nach Änderungen durch Art. 7 Nr. 1 des Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie vom 19.11.2010² wurde § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 WpHG a.F. durch Art. 3 Nr. 1 des Hochfrequenzhandelsgesetzes vom 17.5.2013 (Rz. 5 g.) neu gefasst: zum einen wurde die Vorschrift um den Hochfrequenzhandel ergänzt, um diesen als Wertpapierdienstleistung zu qualifizieren und damit der Aufsicht zu unterwerfen; zum anderen wurde die Bestimmung neu – in Nr. 2 lit. a bis d – strukturiert und erhielt ihre bis heute geltende Form. Durch Art. 3 Nr. 3 lit. f 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) hat die Vorschrift nicht nur ihre heutige Nummerierung als § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 WpHG erhalten, sondern auch eine Reihe von Änderungen (in Nr. 2 lit. a, b und d) zur Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 7, 20 und 40 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.).
- 107 Eine **Parallelvorschrift** zu § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 WpHG findet sich in **§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG**, die in Struktur und Inhalt weitgehend, aber nicht vollständig deckungsgleich mit der ersteren ist und vor allem die Aufgabe hat, die Betreiber bestimmter Geschäfte als Finanzdienstleistungsunternehmen zu qualifizieren und einer Erlaubnispflicht nach § 32 KWG zu unterstellen. Zur Auslegung von § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG hat die BaFin das Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft vorgelegt, auf das – unter Beachtung der Unterschiede der vorgenannten Parallelvorschriften im WpHG und KWG – bei den nachfolgenden Erläuterungen zu § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 WpHG zurückgegriffen werden kann.
- 108 Die Ausdifferenzierung und Ergänzung der ursprünglichen Eigenhandelsregelung in § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG a.F. (Rz. 106) zum heutigen § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 WpHG ist mehr den Vorgaben des europäischen Sekundärrechts und der Absicht der Unterstellung bestimmter Geschäfts- und Handelsformen „für eigene Rechnung“ unter die Finanzmarktaufsicht als einem systematisch-dogmatischen Konzept gefolgt. Entsprechend erschwert und kompliziert ist die Erfassung des **Zusammenhangs der in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. a bis d WpHG enthaltenen Definitionen** und damit zwangsläufig auch der systematischen Stellung des § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 WpHG im Rahmen der Begriffsbestimmung von Wertpapierdienstleistungen in § 2 Abs. 8 WpHG:
- 109 § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c WpHG enthält die als „Auffangtatbestand“³ zu begreifende allgemeine Definition des **Eigenhandels** als „Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere“ und als Unterfälle des solchermaßen definierten Eigenhandels die Geschäfte des **Market-Making** in Nr. 2 lit. a und der **systematischen Internalisierung** in Nr. 2 lit. c. Ist das wesentliche Kennzeichen des Eigenhandels in Finanzinstrumenten, dass er für eigene Rechnung „als Dienstleistung für andere“ erfolgt, so ist es nicht ohne weiteres einsichtig, Market-Making und systematische Internalisierung, von denen in den sie betreffenden Definitionen nicht explizit verlangt wird, dass sie als Dienstleistung für andere erfolgen müssen, als Unterfälle des Eigenhandels zu betrachten. Dafür spricht aber schon der Umstand, dass die in Nr. 2 lit. a bis c erfassten Geschäfte in ihrer Fassung vor der Änderung des § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG a.F. und Aufspaltung in Nr. 2 lit. a bis c unter Hinzufügung von lit. d durch das Hochfrequenzhandelsgesetz vom 17.5.2013 (Rz. 5 g.) mit dem am Ende der Vorschrift angebrachten Klammerzusatz „Eigenhandel“ versehen waren. Sieht man das Merkmal der Dienstleistung für andere als Kennzeichen der besonderen Beziehung des Eigenhändlers „zum Kunden, dem er unabhängig von der zivilrechtlichen Ausgestaltung des Geschäfts als Dienstleister gegenübertritt“⁴, und als Kriterium zur Abgrenzung des Eigenhandels vom Eigengeschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 6 WpHG, so ist den in Nr. 2 lit. a und b erfassten Geschäften schon implizit eine solche besondere Kundenbeziehung ei-

1 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221.

2 BGBl. I 2010, 1592.

3 BaFin, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.c) Satz 1.

4 BaFin, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.c)cc).

gen. Die fehlende Erwähnung des Merkmals „als Dienstleistung für andere“ Nr. 2 lit. a und b lässt es aber auch – für die Anwendung der Definition im Übrigen ohne Folgen – zu, die dort beschriebenen Fälle als Sonderfälle des An- und Verkaufs von Finanzinstrumenten bzw. des häufig organisierten und systematisch betriebenen Handels jeweils für eigene Rechnung zu betrachten, wobei außer Frage steht, dass es in diesen Fällen einer expliziten Prüfung der Frage, ob die erfassten Geschäfte bzw. der erfasste Handel „als Dienstleistung für andere“ erfolgt¹. Dagegen kann der Hochfrequenzhandel nach Nr. 2 lit. d schon kraft der expliziten Regelung, dass dieser „auch ohne Dienstleistung für andere“ eine Wertpapierdienstleistung i.S.d. WpHG darstellt, nicht als Unterfall des Eigenhandels angesehen.

(2) **Market-Making (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. a WpHG)**. Nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. a WpHG ist das kontinuierliche Anbieten des An- und Verkaufs von Finanzinstrumenten an den Finanzmärkten zu selbst gestellten Preisen für eigene Rechnung unter Einsatz des eigenen Kapitals – Market-Making – eine Wertpapierdienstleistung i.S.d. WpHG. Die BaFin bezeichnet den Eigenhandel als „**1. Variante**“ des **Eigenhandels** i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. a WpHG². Die Definition setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um und ist weitgehend mit dessen Wortlaut identisch. Sie gilt nur für Zwecke der Umsetzung der Vorgaben RL 2014/65/EU im WpHG, dagegen nicht auch für andere europäische Rechtsgrundlagen, in denen an Market-Maker oder Market-Making angeknüpft wird, wie z.B. die Verordnung (EU) Nr. 236/2012 vom 14.3.2012³ (Leerverkaufsverordnung). Anders als in der durch das Hochfrequenzhandelsgesetz vom 17.5.2013 geänderten Fassung der Vorgängervorschrift (Rz. 106; 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 73b) ist das Market-Making i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c WpHG nicht mehr auf eine Tätigkeit an einem organisierten Markt oder multilateralen Handelssystem beschränkt. Außer dass das Market-Making eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Market-Making“ auch Bedeutung für die Anwendung der §§ 3, 72, 75, 80 und 120 Abs. 8 Nr. 103 bis 105 WpHG.

Finanzinstrumente sind die in § 2 Abs. 4 WpHG aufgeführten Instrumente. **Kontinuierliches Anbieten** des An- und Verkaufs von Finanzinstrumenten ist die Kundgebung der ständigen Bereitschaft zum Abschluss von Geschäften zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten⁴. Die Geschäfte müssen unter **Einsatz des eigenen Kapitals für eigene Rechnung** getätigt werden. Das heißt nichts anderes als dass das Unternehmen nicht (in Vertretung) für andere, sondern für sich selbst handelt und selbst das Preis- und Erfüllungsrisiko des jeweiligen Geschäfts trägt. Schließlich darf das Unternehmen nicht anbieten, zu von Dritten gestellten Kursen zu kaufen oder zu verkaufen, sondern muss die **Kurse**, zu denen, zu denen die Geschäfte abgewickelt werden, **selbst stellen**.

(3) **Systematische Internalisierung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b und Sätze 3 bis 5 WpHG)**. Die „**2. Variante**“ des **Eigenhandels**⁵ (i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c WpHG) ist die in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG definierte systematische Internalisierung: Bei dieser handelt es sich um das häufige organisierte und systematische Betreiben von Handel für eigene Rechnung in erheblichem Umfang außerhalb eines organisierten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems, wenn Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems ausgeführt werden, ohne dass ein multilaterales Handelssystem betrieben wird. In der Sache werden damit Unternehmen erfasst, die auf der Grundlage einer bilateralen Handelsplattform Eigengeschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen. Die heutige Fassung der Vorschrift beruht auf Änderungen durch Art. 3 Nr. 3 lit. f aa 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 Unterabs. 1 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um und ist weitgehend mit dessen Wortlaut identisch. Die der Konkretisierung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG dienenden § 2 Abs. 8 Sätze 3 bis 5 WpHG setzen Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 Unterabs. 2 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 um. Außer dass die systematische Internalisierung eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „systematische Internalisierung“ für die Anwendung der §§ 14, 58 f., 72, 75, 79 82 und 120 Abs. 8 Nr. 83 f. WpHG Bedeutung.

Handel steht hier für – wie in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c WpHG formuliert wird – das Anschaffen oder Veräußern von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung, d.h. der Abschluss von Rechtsgeschäft unter Lebenden, die auf einen abgeleiteten Erwerb zu Eigentum bzw. bei Rechten zur Inhaberschaft gerichtet sind (Rz. 116)⁶. **Finanzinstrumente** sind die in § 2 Abs. 4 WpHG aufgeführten Instrumente. **Für eigene Rechnung** heißt auch hier, dass das Unternehmen nicht für andere handelt, die das Preis- und Erfüllungsrisiko des jeweiligen Geschäfts tragen. Das Merkmal dient damit vor allem der Abgrenzung zum Finanzkommissionsgeschäft nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG als Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für

1 Zu § 2 Abs. 3 Nr. 2 (1. und 2. Fall) WpHG schon 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 73a. Auch *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 156, zu § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 lit. a und b WpHG (a.F.).

2 BaFin, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.a).

3 ABl. EU Nr. L 86 v. 24.3.2012, S. 1.

4 BaFin, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.a). Dazu, auch in rechtsvergleichender Sicht, *Stefanski*, Eigenhandel.

5 BaFin, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.b).

6 Schon 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 73c; BaFin, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.b).

fremde Rechnung. Darüber hinaus müssen die Kundenaufträge außerhalb eines geregelten Marktes (Rz. 240), eines multilateralen Handelssystems (Rz. 258) oder organisierten Handelssystems (Rz. 259) ausgeführt werden, ohne dass dabei selbst ein multilaterales Handelssystem – Handelsplätze i.S.v. § 2 Abs. 22 WpHG – betrieben wird.

- 114 Ob – wie § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG verlangt – **ein häufiger systematischer Handel vorliegt**, bemisst sich nach **§ 2 Abs. 8 Satz 3 WpHG** nach der Zahl der Geschäfte außerhalb eines Handelsplatzes (i.S.v. § 2 Abs. 22 WpHG, d.h. im OTC-Handel) mit einem Finanzinstrument zur Ausführung von Kundenaufträgen, die von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen für eigene Rechnung durchgeführt werden. Ob das sich aus § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG ergebende Erfordernis eines **Handels in erheblichem Umfang** erfüllt ist, bemisst sich nach **§ 2 Abs. 8 Satz 4 WpHG** entweder nach dem Anteil des OTC-Handels in vorstehendem Sinne an dem Gesamthandelsvolumen des Wertpapierdienstleistungsunternehmens in einem bestimmten Finanzinstrument oder nach dem Verhältnis des OTC-Handels des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zum Gesamthandelsvolumen in einem bestimmten Finanzinstrument in der Europäischen Union. Nähere Bestimmungen enthalten die Art. 12 bis 17 DelVO 2017/565 (Rz. 6 b.). Schließlich sind nach **§ 2 Abs. 8 Satz 5 WpHG** die Voraussetzungen der systematischen Internalisierung erst dann erfüllt, wenn sowohl die Obergrenze für den häufigen systematischen Handel als auch die Obergrenze für den Handel in erheblichem Umfang überschritten werden oder wenn ein Unternehmen sich freiwillig den für die systematische Internalisierung geltenden Regelungen unterworfen und eine Erlaubnis zum Betreiben der systematischen Internalisierung bei der Bundesanstalt beantragt hat.
- 115 **(4) Eigenhandel und Eigengeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c, Satz 6 WpHG).** Nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c WpHG wird schließlich der **Eigenhandel mit Finanzinstrumenten**, d.h. die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als Dienstleistung für andere, als Wertpapierdienstleistung erfasst. Darunter fallen sämtliche Transaktionen, bei denen der Händler, anders als beim Finanzkommissionsgeschäft nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG, nicht für Rechnung des Kunden, sondern für eigene Rechnung tätig wird und Händler und Kunde sich als Verkäufer und Käufer *et vice versa* gegenüberreten. Davon zu unterscheiden sind die **Eigengeschäfte** eines Händlers nach § 2 Abs. 8 Satz 6 WpHG, mit denen der Händler, ohne dass dem ein entsprechender Kundenauftrag zugrunde liege¹, Finanzinstrumente für sich kauft oder verkauft. Diese Geschäfte sind weder Geschäfte „für andere“, noch weisen sie einen Handelsbezug („Geschäft als Dienstleistung für einen Kunden“²) auf³. Nach § 2 Abs. 8 Satz 6 WpHG gelten aber auch sie als Wertpapierleistungen. Außer dass der Eigenhandel eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Eigenhandel“ für die Anwendung der §§ 36, 63 und 68 WpHG Bedeutung.
- 116 **Finanzinstrumente** sind die in § 2 Abs. 4 WpHG aufgeführten Instrumente. Als Geschäfte kommen lediglich die **Anschaffung oder Veräußerung** von Finanzinstrumenten in Betracht, d.h. jedes auf einen abgeleiteten Erwerb zu Eigentum bzw. bei Rechten zur Inhaberschaft gerichtetes Rechtsgeschäft unter Lebenden, worunter auch Tauschgeschäfte oder der Bezug von Wertpapieren aus einer Emission zu verstehen ist⁴. Unter Anschaffung fallen insbesondere „auch die Übertragung von Ansprüchen aus Wertpapierrechnung (Übertragung eines schuldrechtlichen Herausgabeanspruchs hinsichtlich eines Wertpapiers) sowie die sicherungsweise Übertragung von Wertpapieren, bei denen die Verfügungsbefugnis beschränkt ist oder eine Substitutionsbefugnis gegeben ist, insbesondere bei der Übertragung von Wertpapieren im Zuge von Wertpapierpensionsgeschäften, auch zur Liquiditätssteuerung“⁵. Die Anschaffung oder Veräußerung wird **für eigene Rechnung** vorgenommen, wenn der Erwerber oder Veräußerer nicht für andere handelt, sondern das Preis- und Erfüllungsrisiko des jeweiligen Geschäfts vollumfänglich selbst trägt. Mit der Einfügung des **Art. 16a in die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565** vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) durch Art. 1 Delegierte Verordnung (EU) 2017/2294 vom 29.8.2017⁶ ist die Begriffsbestimmung des systematischen Internalisierers in Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.), welche durch § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG umgesetzt wurde (Rz. 112), präzisiert worden, um den neuesten technologischen Entwicklungen an den Wertpapiermärkten bei Zusammenführungssyste-

1 *BaFin*, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.e): „Ein Dienstleistungscharakter fehlt etwa, wenn die Geschäfte ohne einen entsprechenden Kundenauftrag erfolgen und auch sonst kein Handelsbezug für einen potentiellen Kunden zu erkennen ist oder sich das Unternehmen nicht bereit hält, mit dem interessierten Publikum Verträge über die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten zu schließen.“

2 *BaFin*, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.c)cc). Schon *Weber-Rey/Baltzer*, WM 1997, 2288, 2289. Auf den fehlenden Kundenbezug stellt auch RegE Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 56, ab.

3 Ebenso *G.H. Roth* in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 10 Rz. 55. Auch *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 88; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 65.

4 Ebenso *BaFin*, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.c)aa).

5 *BaFin*, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.c)aa).

6 Delegierte Verordnung (EU) 2017/2294 vom 29.8.2017 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 durch Präzisierung der Begriffsbestimmung des systematischen Internalisierers für die Zwecke der Richtlinie 2014/65/EU, ABl. EU Nr. L 329 v. 13.12.2017, S. 4.

men, an denen sich Wertpapierfirmen beteiligen können, Rechnung zu tragen¹. Art. 16a DelVO 2017/2294 vom 29.8.2017 bestimmt: „Nicht als Handel für eigene Rechnung zu betrachten ist es für die Zwecke des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 20 der Richtlinie 2014/65/EU, wenn eine Wertpapierfirma sich mit dem Ziel oder der Folge, dass sie außerhalb eines Handelsplatzes de facto risikolose Back-to-Back-Geschäfte mit einem Finanzinstrument tätigt, an Zusammenführungssystemen beteiligt, die sie mit nicht der eigenen Gruppe angehörenden Unternehmen eingerichtet hat“. S. dazu auch die Erläuterungen in § 79 WpHG Rz. 9.

Schließlich muss die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten als **Dienstleistung für andere** 117 erfolgen. Entscheidend ist, dass das Erwerbs- oder Veräußerungsgeschäft in Erfüllung einer Leistungspflicht aus einem Rechtsverhältnis mit einem Dritten erfolgt und dadurch einen Kundenbezug aufweist². Auf die rechtliche Qualifizierung dieses Rechtsverhältnisses als Dienstvertrag i.S.v. § 611 BGB oder als dienstvertragsähnlich kommt es dabei nicht an. Ausführlich beschreibt die BaFin das als Merkmal der **Abgrenzung von Eigenhandel und Eigengeschäft** dienende Kriterium „Dienstleistung für andere“: „Den Eigenhändler zeichnet eine besondere Beziehung zum Kunden aus, dem er unabhängig von der zivilrechtlichen Ausgestaltung des Geschäfts als Dienstleister gegenübertritt und sich bereithält, mit dem Kunden Verträge, die die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten zum Inhalt haben, abzuschließen. Charakteristisch ist regelmäßig ein Ungleichgewicht zwischen Eigenhändler und Kunden, das sich dadurch auszeichnet, dass der Eigenhändler den besseren Zugang zu dem Markt hat, auf dem er agiert, um sich für das Geschäft mit dem Kunden einzudecken oder die aus dem Kundengeschäft resultierende offene Position zu schließen oder dem Kunden überhaupt erst den Zugang zu dem Markt zu verschaffen, der diesem ansonsten verschlossen bliebe. Beispiele sind der *Generalclearer* an der Terminbörse, ohne den für den einfachen Handelsteilnehmer ein Geschäft an dieser Börse nicht möglich ist, das Kreditinstitut, das über Festpreisgeschäfte dem Privatanleger überhaupt erst die Investition und Spekulation in Wertpapieren ermöglicht, sowie die Aufgabegeschäfte, mit denen der Börsenmakler temporäre Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in weniger liquiden Werten ausgleicht.“³ Als Eigenhandelsgeschäfte erfasst werden damit namentlich die Effektingeschäfte in Gestalt der **Festpreisgeschäfte** nach Nr. 1 (3) der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte (s. Rz. 103)⁴. Wertpapierdienstleistungen im Sinne dieser Vorschrift sind darüber hinaus etwa auch die **Aufgabegeschäfte der Börsenmakler**⁵.

Nach § 2 Abs. 8 Satz 2 WpHG umfasst der Eigenhandel, nicht anders als das Finanzkommissionsgeschäft und die Abschlussvermittlung, auch den Abschluss von Vereinbarungen über den Verkauf von **Finanzinstrumenten, die von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder einem Kreditinstitut ausgegeben** werden, im Zeitpunkt und im Zusammenhang mit ihrer Emission. Dieser § 2 Abs. 8 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. f ee 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) eingefügte Satz 2 „dient der Klarstellung und setzt den letzten Teil des Art. 4 Abs. 1 Nr. 5 der Richtlinie 2014/65/EU [Rz. 6 b.], angelehnt an die englische Fassung der Richtlinie, um“⁶. Dabei kommt implizit zum Ausdruck, dass der Tatbestand der Eigenemission nicht der systematischen Internalisierung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG unterfällt.

(5) **Hochfrequenzhandel (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. d WpHG)**. Durch die Änderungen von § 2 Abs. 8 Satz 1 119 Nr. 2 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. f aa 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.), die Art. 4 Abs. 1 Nr. 40 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) umsetzt, wurde der Hochfrequenzhandel erstmals als Wertpapierdienstleistung erfasst. Damit wird **bezweckt**, „dass der An- und Verkauf von Finanzinstrumenten an organisierten Märkten und multilateralen Handelssystemen mittels eines Einsatzes von Rechnern, die in Sekundenbruchteilen Marktpreisänderungen erkennen, Handelsentscheidungen nach vorgegebenen Regeln selbständig treffen und die zugehörigen Auftragsparameter entsprechend dieser Regeln selbständig bestimmen, anpassen und übermitteln, als Wertpapierdienstleistung in der Form des Eigenhandels eingestuft wird und damit die an diesen Handelsplätzen aktiven Unternehmen grundsätzlich der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nach dem Wertpapierhandelsgesetz unterstellt werden... Insbesondere einige der in erheblichem Umfang an Handelsplätzen aktiven Hochfrequenzhändler unterstanden bisher nicht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, da diese teilweise ausschließlich auf eigene Rechnung handeln und keine weiteren Wertpapierdienstleistungen erbringen und daher unter den Ausnahmetatbestand des § 2a Abs. 1 Nr. 10 des Wert-

1 Erwägungsgrund 1 DelVO 2017/2294 vom 29.8.2017. Zu Einzelheiten zu den fraglichen technologischen Entwicklungen an den Wertpapiermärkten s. ebd. Erwägungsgrund 2.

2 Vgl. BVerwG v. 27.2.2008 – 6 C 11.07, ZIP 2008, 911, 919 (Rz. 59: aufgrund eines Kundenauftrages tätig wird) m.w.N. S. auch *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 88; *Kumpen* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 65; *Baum* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 159.

3 *BaFin*, Merkblatt Eigenhandel und Eigengeschäft, 1.c)cc) (Hervorhebung im Original) in Bezug auf die Definitionen von Eigenhandel und Eigengeschäft in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 lit. c bzw. Satz 3 KWG.

4 BVerwG v. 27.2.2008 – 6 C 11.07, ZIP 2008, 911, 919 Rz. 59. S. auch *Baum* in *KölnKomm. WpHG*, § 2 WpHG Rz. 159; *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 89; *Kumpen* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 66; *G.H. Roth* in *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 10 Rz. 54 ff.; *Starke* in *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 17.192.

5 *Fuchs* in *Fuchs*, WpHG, 1. Aufl. 2009, § 2 WpHG Rz. 86; *Kumpen* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 66; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 61. A.A. *Versteegen* in *KölnKomm. WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 135.

6 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221.

papierhandelsgesetzes fielen. Die Neuregelung schließt diese Aufsichtslücke bereits im Vorgriff auf die durch MiFID II geplanten Änderungen, indem diese Geschäfte nicht mehr als Eigengeschäfte gelten, sondern als Eigenhandel definiert werden und daher die Ausnahme des § 2a Abs. 1 Nr. 10 des Wertpapierhandelsgesetzes nicht eingreift.¹ Außer dass der Hochfrequenzhandel eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Hochfrequenzhandel“ für die Anwendung von § 135 WpHG Bedeutung.

- 120 Der eine Wertpapierdienstleistung darstellende Hochfrequenzhandel besteht nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. d WpHG im Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als unmittelbarer oder mittelbarer Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder eines multilateralen oder organisierten Handelssystems mittels einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik i.S.v. § 2 Abs. 44 WpHG, auch ohne Dienstleistung für andere. Obschon im Zusammenhang mit Eigenhandelsgeschäften geregelt, erfasst die Vorschrift damit Hochfrequenzhandelsgeschäfte unabhängig davon, ob sie als Dienstleistung für andere – zu diesem Merkmal Rz. 117 – erfolgen oder nicht. Der Hochfrequenzhandel ist im Hochfrequenzhandelsgesetz vom 7.5.2013 (Rz. 5 g.) geregelt. Zu diesem und ihrer Aufsichtspraxis hat die BaFin „Häufig gestellte Fragen zum HFT-Gesetz“ veröffentlicht².
- 121 **cc) Abschlussvermittlung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3, Satz 2 WpHG).** § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG geht auf die **Umsetzung** von Art. 1 Nr. 1 i.V.m. Abschnitt A Nr. 1 des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) zurück und dient der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 2 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Durch Art. 1 Nr. 2 lit. f Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) hat der Wortlaut der Vorschrift eine nur geringfügige **Änderung** erfahren und die Kurzbezeichnung „Abschlussvermittlung“ erhalten. Durch Art. 3 Nr. 3 lit. f 2. FiMaNoG wurde der bisherige § 2 Abs. 3 WpHG (a.F.) zum neuen § 2 Abs. 8 WpHG (Rz. 4), wobei sich an der Nummerierung der Abschlussvermittlung innerhalb der Vorschrift über Wertpapierdienstleistungen als Nr. 3 nichts geändert hat. Eine § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 2 KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf die Abschlussvermittlung als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des **Merkblatts Abschlussvermittlung** der BaFin, doch kann es auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG herangezogen werden. Außer dass die Abschlussvermittlung eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Abschlussvermittlung“ für die Anwendung der §§ 3, 63 und 68 WpHG Bedeutung.
- 122 Nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG stellt die **Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten** (i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG) **in fremdem Namen für fremde Rechnung** eine Wertpapierdienstleistung dar. Die Vorschrift erfasst damit sämtliche Fälle der Ausführung von Kundenaufträgen über Finanzinstrumente **in offener Stellvertretung** (i.S.d. § 164 Abs. 1 Satz 1 BGB)³. Darin liegt auch die **Abgrenzung zum Finanzkommissionsgeschäft** nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG, dem eine mittelbare Stellvertretung zugrunde liegt, d.h. eine eigene Willenserklärung im eigenen Namen für fremde Rechnung⁴. Die offene Stellvertretung kann sich in der Weise kundtun, dass der Dienstleister seine Willenserklärung, die (in Abgrenzung zur Botenschaft und zum Anlagevermittler) eigene Willenserklärung ist, ausdrücklich im Namen des Kunden abgibt, doch kann sich auch aus den Umständen ergeben, dass er als Vertreter des Kunden handelt⁵. Ein Handeln **für fremde Rechnung** liegt vor, wenn die vom Dienstleister abgeschlossenen Geschäfte „auch wirtschaftlich den Kunden betreffen“, wovon im Falle der offenen Stellvertretung regelmäßig auszugehen ist⁶. Eher irreführend, weil nur einen Teilaspekt dieser Tätigkeit erfassend, ist die Bezeichnung der Geschäfte in offener Stellvertretung als Abschlussvermittlung, wie sie schon zuvor in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 2 KWG für solche Geschäfte gebräuchlich war, doch war nur ein Schlagwort als Kurzbezeichnung zu finden und Prägnanteres bietet sich nicht an. Wer in **organ-schaftlicher oder gesetzlicher Vertretung** Finanzinstrumente für den Vertretenen erwirbt oder veräußert, handelt nicht als Abschlussvermittler: Die Abschlussvermittlung beruht hier nicht auf einem auf diese Geschäftsbesorgung gerichteten Rechtsgeschäft⁷, so dass den fraglichen Geschäften jeder Kundenbezug fehlt, wie er für

1 RegE Hochfrequenzhandelsgesetz, BT-Drucks. 17/11631 v. 28.11.2012, 1, 17.

2 Abrufbar unter https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/FAQ/HFT-Gesetz/hft-gesetz_node.html.

3 Vgl. BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung, 1.a). Ganz h.M., etwa: Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 160; Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 94; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 68; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 63.

4 Näher BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung, 2.b): „Die Tatbestände der Abschlussvermittlung und des Finanzkommissionsgeschäftes können nicht durch ein und dasselbe Rechtsgeschäft erfüllt werden, weil die Abschlussvermittlung ein Handeln im fremden Namen, das Finanzkommissionsgeschäft ein Handeln im eigenen Namen voraussetzt. Beides schließt sich gegenseitig aus“.

5 BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung, 1.a).

6 BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung, 1.b). Dort findet sich auch der Hinweis, die Tätigkeit des Abschlussvermittlers entspreche der Tätigkeit eines Abschlussmaklers i.S.d. § 34c Gewerbeordnung, sofern dieser eine Partei bei Abschluss des Geschäfts vertrete.

7 Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 160. I.E. auch Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 68. A.A. Fül-bier in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, 2. Aufl. 2004, § 1 KWG Rz. 124; Reischauer/Kleinhaus, § 1 KWG Rz. 185.

Dienstleistungen charakteristisch ist. Als **Anschaffung und Veräußerung** von Finanzinstrumenten kommt jedes auf einen abgeleiteten entgeltlichen Erwerb zu Eigentum bzw. bei Rechten zur Inhaberschaft gerichtete Rechtsgeschäft unter Lebenden einschließlich Tauschgeschäfte und den Bezug von Wertpapieren aus Emissionen in Betracht¹.

Eine Abschlussvermittlung in offener Stellvertretung liegt etwa dann vor, wenn ein Unternehmen oder ein Unternehmenskonsortium die **Platzierung von Finanzinstrumenten** beim Publikum im Namen und für Rechnung des Emittenten oder – im Falle etwa von sog. Zweitplatzierungen – oder des Anbieters der Finanzinstrumente verspricht, ohne sich weiter gehend zur festen Übernahme eines Teils der Emission oder – wie bei sog. Geschäftsbesorgungsübernahmen der Fall – des nicht platzierten Rests der Emission zu verpflichten². Kundenbezug hat diese Tätigkeit in doppelter Hinsicht: Einerseits gegenüber dem Emittenten oder dem Anbieter der Finanzinstrumente als Kapitalmarktteilnehmer und andererseits gegenüber den Anlegern, auch wenn der Emissionshelfer diesen gegenüber nur als den Rechtspflichten eines Emissionshelfers unterliegender Vertreter des Emittenten oder Anbieters der Finanzinstrumente entgegentritt; dass der Anleger der Auftraggeber des Wertpapierdienstleisters im Allgemeinen oder hier des Emissionshelfers im Besonderen ist, stellt kein (ungeschriebenes) Merkmal von Wertpapierdienstleistungen dar³. Weiter erfolgen die **Geschäfte des Vermögensverwalters** in Ausführung des Vermögensverwaltungsvertrags und dem in Deutschland vorherrschenden Vertretermodell⁴ in offener Stellvertretung des Kunden und stellen damit Geschäfte i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG dar⁵. Dem kommt indes keine besondere wertpapierhandelsgesetzliche Bedeutung zu, weil bereits die Vermögensverwaltung als „**Finanzportfolioverwaltung**“ eine Wertpapierdienstleistung i.S.d. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG darstellt; im Hinblick auf die Erlaubnis zur Vornahme der Abschlussvermittlung bzw. der Finanzportfolioverwaltung ist dies jedoch anders, da diese Geschäfte unterschiedlichen Erlaubnisanforderungen unterliegen⁶.

Nach § 2 Abs. 8 Satz 2 WpHG umfasst die Abschlussvermittlung, nicht anders als Finanzkommissionsgeschäft und der Eigenhandel, auch den Abschluss von Vereinbarungen über den Verkauf von **Finanzinstrumenten, die von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder einem Kreditinstitut ausgegeben** werden, im Zeitpunkt und im Zusammenhang mit ihrer Emission. Dieser § 2 Abs. 8 WpHG durch Art. 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) eingefügte Satz 2 „dient der Klarstellung und setzt den letzten Teil des Art. 4 Abs. 1 Nr. 5 der Richtlinie 2014/65/EU [Rz. 6 b.], angelehnt an die englische Fassung der Richtlinie, um“⁷. Dabei kommt implizit zum Ausdruck, dass der Tatbestand der Eigenemission nicht der systematischen Internalisierung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. b WpHG unterfällt.

dd) Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG). § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG geht auf die **Umsetzung** von Art. 1 Nr. 1 i.V.m. Abschnitt A Nr. 1 des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) zurück und dient der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 1 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. f Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) hat der Wortlaut der Vorschrift eine Änderung erfahren: Erfasste die Vorschrift in ihrer alten Fassung „die Vermittlung oder den Nachweis von Geschäften“, so erfasst sie in ihrer neuen Fassung nunmehr allein die Vermittlung von Anlagegeschäften. Damit soll deutlich gemacht werden, dass die reine Nachweistätigkeit ohne sonstige Vermittlungstätigkeit oder Anlageberatung keine Wertpapierdienstleistung darstellt⁸. Weiter wurde die Kurzbezeichnung „Anlagevermittlung“ hinzugefügt. Hintergrund der Gesetzesänderung ist die **Rechtsprechung des VGH Kassel** zur Anwendung der mit der früheren Fassung des § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG (a.F.) identischen früheren (und ebenfalls durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz aufgrund von dessen Art. 3 Nr. 2 lit. a aa aa geändert) Fassung der Parallelvorschrift des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG⁹. In seinem Beschluss vom 6.1.2006¹⁰ hatte das Gericht befunden, dass die Erstreckung des Begriffes der Anlagevermittlung in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG (a.F.) auf den Nachweis von Geschäften über die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten nicht von der Richtlinie des Rates über Wertpapierdienstleistungen vom 10.5.1993 (93/22/EWG, s. vorstehend) gedeckt sei und der Gesetzgeber es verabsäumt habe, klar zu erkennen zu geben, dass er mit der Nachweistätigkeit einen Sachverhalt regeln wollte, der nicht von der Richtlinie, die lediglich eine Mindestharmonisierung bezwecke und

1 Rz. 106. Ebenso *BaFin*, Merkblatt Abschlussvermittlung, 1.c).

2 A.A. *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 136.

3 A.A. aber wohl *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 167.

4 Dazu *U. Schäfer* in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 23 Rz. 14, 16.

5 Dazu *Walz* in Bankrechts-Handbuch, § 111 Rz. 8; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 63; *F. Schäfer/Sethe/Lang* in *F. Schäfer/Sethe/Lang*, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, § 1 Rz. 52 ff.; *Sethe* in *F. Schäfer/Sethe/Lang*, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, § 2 Rz. 10 ff. Auch *BaFin*, Merkblatt Abschlussvermittlung, 1.c).

6 Näher hierzu *BaFin*, Merkblatt Abschlussvermittlung, 1.c).

7 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221.

8 RegE FRUG, BT-Drucks. 16/4028, 56.

9 VGH Kassel v. 6.1.2006 – 6 TG 985/05, ZIP 2006, 701; VGH Kassel v. 3.3.2006 – 6 TG 2789/05, ZBB 2006, 297. Zu den Entscheidungen *Stüsser*, ZBB 2006, 298; *Linker*, ZBB 2007, 187.

10 VGH Kassel v. 6.1.2006 – 6 TG 985/05, ZIP 2006, 701.

weitergehende mitgliedstaatliche Regelungen nicht ausschließen, erfasst worden sei. Der Gesetzgeber hat auf diese Rechtsprechung dadurch reagiert, dass er die Nachweistätigkeit aus der in § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG a.F. geregelten Wertpapierdienstleistung herausnahm. Durch Art. 3 Nr. 3 lit. f 2. FiMaNoG wurde der bisherige § 2 Abs. 3 WpHG (a.F.) zum neuen § 2 Abs. 8 WpHG (Rz. 4), wobei sich an der Nummerierung der Abschlussvermittlung innerhalb der Vorschrift über Wertpapierdienstleistungen als Nr. 4 nichts geändert hat. Eine § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG **entsprechende Bestimmung** findet sich in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf die Anlagevermittlung als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des **Merkblatts Anlagevermittlung** der BaFin, doch kann es auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG herangezogen werden. Außer dass die Anlagevermittlung eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Anlagevermittlung“ für die Anwendung der §§ 3 und 63 WpHG Bedeutung.

- 126 Nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG stellt die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten (i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG) eine Wertpapierdienstleistung dar. Die in Rz. 125 angeführte Rechtsprechung berücksichtigend, lässt sich von der **Vermittlung** von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten und entsprechend den Grundsätzen des Maklerrechts (§§ 93 ff. HGB für den sog. Handelsmakler und §§ 652 ff. BGB für den sog. Zivilmakler) nur dann sprechen, wenn der Betroffene (1) entweder mit beiden Parteien des beabsichtigten Geschäfts in Verbindung tritt und dadurch zum Vertragsschluss beiträgt oder zwei zu dem fraglichen Geschäft entschlossene Parteien zusammenführt¹ und (2) dabei eine Tätigkeit entfaltet, die über den bloßen Nachweis der Gelegenheit zum Abschluss solcher Verträge (so die Umschreibung der Nachweismaklertätigkeit in § 34c Abs. 1 Nr. 1 und 1a GewO) hinausgeht. Das geschieht regelmäßig dadurch, dass der Vermittler zugleich als **Bote** mindestens einer Partei tätig wird und damit zum Zustandekommen des Geschäfts beiträgt. Unnötig eng und von der Rechtsprechung (Rz. 125) sowie der Änderung der Vorschrift durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (Rz. 5 j.) nicht veranlasst, ist aber die Auslegung des Merkmals der Anlagevermittlung durch die BaFin, die Vermittlung im Sinne der Vorschrift erbringe, „wer **als Bote die Willenserklärung des Anlegers**, die auf die Anschaffung oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtet ist, an denjenigen, mit dem der Anleger ein solches Geschäft abschließen will“, weiterleitet², denn die Vermittlungstätigkeit in vorstehendem Sinne geht vielmehr regelmäßig von Personen aus, die auf der Grundlage entsprechender Vereinbarungen und ohne Vertretungsmacht für den **Veräußerer und Vertreiber** von Finanzinstrumenten auftreten. Diese Fälle sind von der Rechtsprechung des VGH Kassel (Rz. 125) nicht aus dem Bereich der Anlagevermittlung ausgeschlossen worden. Dass das Gericht in seinem Beschluss die Tätigkeit der Antragstellerin nicht als bloße Nachweisvermittlung einordnete, ist nicht darauf zurückzuführen, dass sie im Rahmen ihres Betriebs eines Call-Centers Dienstleistungen für eine Vermögensverwaltungsgesellschaft erbrachte, sondern hat seinen Grund darin, dass ihre Tätigkeit im Wesentlichen darin bestand, nach vorangegangener Adressenselektion bei bestimmten Personen telefonisch abzufragen, ob Interesse an einer Vermögensverwaltung durch die MWB besteht, ohne über diesen Nachweis hinausgehende Beiträge zum Vertragsabschluss zu leisten.
- 127 Dementsprechend liegt eine von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG **nicht erfasste bloße Nachweistätigkeit** vor, wenn der Betreffende dem Auftraggeber lediglich Kenntnis von der Gelegenheit eines Vertragsabschlusses mit einer bestimmten Person über einen bestimmten Gegenstand verschafft, sich aber im Übrigen jeder weiteren Förderung des Vertragsschlusses enthält³. Außer Frage steht im Übrigen, dass die Mittelsperson bei der Vermittlung der Geschäfte über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten jeweils **als Bote und nicht als Vertreter** einer der Parteien, d.h. des Anlegers oder des Veräußerers von Finanzinstrumenten, tätig wird, da sie in diesem Falle die Abschlussvermittlung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG oder die Finanzportfolioverwaltung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG betriebe. Die Vermittlung muss **unmittelbar auf Geschäfte gerichtet sein, welche die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten** i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG zum Gegenstand haben. Nicht ausreichend ist es, wenn sich die Vermittlungstätigkeit auf „Unter- oder Zwischen-Tätigkeiten“ beschränkt, die nicht direkt zu dem Erwerb eines Finanzinstrumentes führen⁴. Nicht erfasst ist deshalb die **Vermittlung von Vermittlern** oder anderen Erbringern von Wertpapierdienstleistungen,

1 Vgl. statt vieler *Roth* in Baumbach/Hopt, § 93 HGB Rz. 13 m.w.N., zugleich zur Abgrenzung zwischen Vermittlung und bloßem Nachweis. Im Hinblick auf § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG a.F.: *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 161; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 97; *Kumpen* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 69; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 66.

2 BaFin, Merkblatt Anlagevermittlung, 1.a) (Hervorhebung hinzugefügt).

3 BaFin, Merkblatt Abschlussvermittlung, 1.a): „Wer dagegen nur den Kontakt zwischen dem Anleger und einem Veräußerer von Finanzinstrumenten herstellt, betreibt nicht die Anlagevermittlung, wenn die Kontaktherstellung sich als bloße Nachweistätigkeit im Sinne des Gewerberechts darstellt; der Gesetzgeber hat mit dem Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG) diese Form der Kontaktherstellung aus dem Tatbestand herausgenommen und damit den Anwendungsbereich der Norm auf die Fälle beschränkt, in denen eine Vermittlungstätigkeit ... gegeben ist.“

4 VGH Kassel v. 3.3.2006 – 6 TG 2789/05, ZBB 2006, 297.

auch wenn diese ihrerseits auf Finanzinstrumente gerichtet sind¹. Desgleichen fehlt es an einer unmittelbar auf die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichteten Tätigkeit, wenn sich diese auf die Weiterleitung einer von einem Anleger unterzeichneten Beitrittserklärung zu einer Gesellschaft beschränkt, deren Gesellschaftszweck darin besteht, das Gesellschaftsvermögen gewinnbringend in Finanzinstrumente zu investieren². Dagegen stellt die Tätigkeit von **Börsenmaklern** eine Anlagevermittlungstätigkeit i.S.d. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG dar³. Auch die **Bereitstellung eines EDV-Systems**, durch das auf die Anschaffung oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtete Willenserklärungen an potentielle Vertragspartner weitergeleitet wird, stellt eine Anlagevermittlung dar, solange die Vertragspartner nicht nach einem festen Regelwerk zusammengeführt werden und ihnen jeder Entscheidungsspielraum genommen wird, ob sie im Einzelfall das Geschäft mit einem bestimmten Vertragspartner abschließen wollen⁴. **Anschaffung oder Veräußerung** von Finanzinstrumenten als Gegenstand der Vermittlungstätigkeit umfasst jedes auf einen abgeleiteten entgeltlichen Erwerb zu Eigentum (bei Rechten: Inhaberschaft) gerichtete Rechtsgeschäft unter Lebenden sowie Tauschgeschäfte und den Bezug von Wertpapieren aus Emissionen⁵. Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten liegen bereits mit Abschluss eines Verpflichtungsgeschäfts vor⁶.

Die Weiterleitung einer Willenserklärung, die auf den Abschluss eines **Vermögensverwaltungsvertrages** und die Finanzportfolioverwaltung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG gerichtet ist, als auch das Einwirken auf einen Anleger, damit dieser einen Vermögensverwaltungsvertrag abschließt, ist mit der BaFin bei europarechtskonformer Auslegung des Tatbestands der Anlagevermittlung nicht als erfasst anzusehen, auch wenn der Abschluss eines Vermögensverwaltungsvertrags als ein Geschäft über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten anzusehen ist. Die BaFin begründet dies ausführlich mit folgenden Erwägungen: „Denn ein solcher Vertrag ist darauf gerichtet, dass in offener oder verdeckter Stellvertretung des Anlegers Finanzinstrumente angeschafft und veräußert werden. Dennoch ist sowohl die Weiterleitung einer Willenserklärung, die auf den Abschluss eines Vermögensverwaltungsvertrages gerichtet ist, als auch das Einwirken auf einen Anleger, damit dieser einen Vermögensverwaltungsvertrag abschließt, nach europarechtskonformer Auslegung vom Tatbestand der Anlagevermittlung nicht erfasst. Der Europäische Gerichtshof (EuGH) hat in seinem Urteil vom 14.6.2017 – Rs. C-678/15, insoweit klargestellt (Rz. 45): ‚Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (MiFID I) in Verbindung mit Anhang I Abschnitt A Nr. 1 dieser Richtlinie ist dahin auszulegen, dass die Wertpapierdienstleistung, die in der Annahme und Übermittlung von Aufträgen besteht, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben, nicht die Vermittlung des Abschlusses eines Portfolioverwaltungsvertrags umfasst.‘ Die Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 (MiFID II), welche die MiFID I ersetzt, trifft insoweit keine andere Regelung, so dass die Auslegung des EuGH auch für die aktuelle Rechtslage gilt. Da § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG eine Umsetzung dieser europäischen Vorgaben in nationales Recht ist und nach dem Willen des deutschen Gesetzgebers insoweit auch keine über diese Vorgaben hinausgehende Regelung treffen sollte, wurde vor dem Hintergrund der Entscheidung des EuGH die bis dahin ständige und seinerzeit verwaltungsgerichtlich bestätigte[3] Verwaltungspraxis, die Vermittlung von Finanzportfolioverwaltungsverträgen als Anlagevermittlung einzustufen, im Juli 2017 aufgegeben.“⁷

- 1 *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 162; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 71. Anders BaFin mit Billigung VG Frankfurt/M. v. 17.3.2005 – 1 G 7060/04 (1), WM 2005, 1028; dagegen aber wieder VG Frankfurt/M. v. 21.10.2005 – 1 G 3155/05 (2), ZIP 2005, 2105: „Die Vermittlung des Beitritts zu einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts, deren Geschäftszweck die gemeinsame Anlage der eingezahlten Einlagen in Finanzinstrumente ist, stellt jedenfalls dann keine erlaubnispflichtige Anlagenvermittlung i.S.d. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG dar, wenn die Anschaffung und Veräußerung der Finanzinstrumente nach dem Gesellschaftsvertrag einem Finanzportfolioverwalter übertragen werden soll, der von allen Gesellschaftern nach dem Ende der Zeichnungsfrist noch gewählt werden muss.“
- 2 *BaFin*, Merkblatt Anlagevermittlung, 1.a). Ohne Bedeutung sei es allerdings, ob es sich in diesem Fall bei der weitergeleiteten Willenserklärung um ein an den Veräußerer gerichtetes Angebot des Anlegers oder um die Annahme eines Angebotes des Veräußerers handle. Ebenso wenig komme es darauf an, ob der Bote die Willenserklärung mündlich weitergebe oder dem möglichen Vertragspartner ein Schriftstück des Anlegers aushändige. Entscheidend sei, dass es um eine Willenserklärung des Anlegers gehe, die lediglich an den Vertragspartner übermittelt werde.
- 3 *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 164; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 70; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 66.
- 4 *BaFin*, Merkblatt Anlagevermittlung, 1.a). In letzterem Falle fehle es in der Regel an einer Weiterleitung einer Willenserklärung eines Vertragspartners an einen von diesem bestimmten Vertragspartner. Der Betreiber eines solchen Systems erbringt jedoch die Wertpapierdienstleistung des Betriebs eines multilateralen Handelssystems i.S.v. § 2 Abs. 3 Satz 1 WpHG (a.F.).
- 5 Rz. 106. Ebenso *BaFin*, Merkblatt Anlagevermittlung, 1.b): „Als Anschaffung von Finanzinstrumenten ist insbesondere deren Kauf (mitsamt Erfüllungsgeschäft) oder der Abschluss kaufähnlicher Verträge anzusehen. Um eine Veräußerung von Finanzinstrumenten handelt es sich, wenn das Eigentum (bei Rechten: Inhaberschaft) an ihnen durch Rechtsgeschäft unter Lebenden auf einen anderen übertragen wird.“
- 6 *BaFin*, Merkblatt Anlagevermittlung, 1.b).
- 7 *BaFin*, Merkblatt Anlagevermittlung, 1.b).

- 129 Nicht unter § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG fällt der Abschluss von Geschäften, die vom Anlageberater aufgrund einer vorausgegangenen **Anlageberatung** durchgeführt werden, denn diese beruhen nicht auf Vermittlung, sondern Beratung. Dabei **unterscheidet sich Anlagevermittlung von der Anlageberatung** dadurch, dass der Vermittler lediglich die richtige und vollständige Information des Anlegers in Bezug auf die vermittelte Anlage schuldet und sich jeder fachkundigen Bewertung und Beurteilung der Anlage im Hinblick auf die Anlageziele und die Risikotragungsfähigkeit des Anlegers enthalten kann. Ob ein auf die Anlagevermittlung oder Anlageberatung gerichteter Vertrag zustande kommt, richtet sich nach den Vereinbarungen der Parteien, die mangels ausdrücklicher Absprachen aufgrund des Auftretens der betreffenden Person und den dieser erkennbaren Erwartungen des Kunden zu ermitteln ist. Die Unterscheidung hat an Bedeutung verloren, nachdem die Anlageberatung aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. f Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) gem. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG zu den Wertpapierdienstleistungen gehört. Über solchen Abgrenzungsbedarf hinaus kann auch die Beantwortung der Frage, ob im Einzelfall überhaupt eine Vermittlungs- oder Nachweistätigkeit vorliegt, Schwierigkeiten bereiten. Das ist etwa im Hinblick auf die Qualifikation der Tätigkeit der sog. **Botenbanken** der Fall, welche die an sie herangetragenen Aufträge in Bezug auf die Anschaffung oder Veräußerung der in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG erfassten Finanzinstrumente nicht selbst ausführen, sondern „als Boten“ an andere Kreditinstitute (i.d.R. Dachkreditinstitute) weiterleiten. Fraglos stellt eine bloße Botentätigkeit keine Vermittlung (ja nicht einmal den Nachweis) eines Geschäfts dar, doch kommt es zur Beurteilung einer Tätigkeit als Anlagevermittlung „nicht auf die Bezeichnung, sondern auf den materiellen Inhalt der Tätigkeit an“¹. Diese beschränkt sich bei den Botenbanken regelmäßig nicht auf die bloße botenweise Weitergabe eines Auftrags an ein Unternehmen, das rechtlich als Vertragspartner des Auftraggebers zu qualifizieren ist. So sind es gerade die Botenbanken selbst, die durch ihr Geschäftsgebaren und ihre Geschäftsverbindungen eine Vertrauensstellung anstreben und erlangen, um diese für den Erhalt von Aufträgen über Geschäfte mit Finanzinstrumenten zu nutzen. Teil dieses Erscheinungsbildes von Botenbanken ist die (auf eine effiziente Auftragsausführung ausgerichtete) stehende Verbindung zu den geschäftsausführenden Dachinstituten sowie die *Gewissheit*, dass die an das einzelne Kreditinstitut herangetragenen Aufträge unter Ausnützung dieser Verbindung – und insofern dem Kunden gegenüber vermittelnd – von dem Dachinstitut ausgeführt werden. Botenbanken sind deshalb als Anlagevermittler i.S.d. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG zu betrachten². Nach gleichen Gesichtspunkten sind die in vergleichbarer Weise operierenden sog. **Introducing Brokers** zu behandeln; auch sie stellen regelmäßig Vermittler dar³.
- 130 Die Frage, ob die Träger der staatlicher Aufsicht unterliegenden **Handelssysteme** des organisierten Marktes (**Börsen**) und diejenigen des nicht organisierten Markts die Abschlussvermittlung betreiben, ist durch den Wegfall des bloßen Nachweises von Geschäftsgelegenheiten als Wertpapierdienstleistung insofern neu zu beantworten, als davon ausgegangen wurde, dass diese Handelssysteme zumindest den Nachweis von Geschäftsgelegenheiten erbrächten⁴. Doch sah die h.M. zur Qualifikation solcher Handelssysteme als erlaubnispflichtige Anlagevermittlung i.S.v. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG in deren Tätigkeit ohnehin nicht nur die Nachweistätigkeit, sondern die Vermittlung von Anlagegeschäften⁵. Dass die Annahme, solche Handelssysteme betrieben Anlagevermittlung, zumindest für Börsen nicht zutreffend ist, weil nicht die Börsenträger, sondern die Börsenmakler (Skontroführer) die Geschäfte vermitteln und deren Verhalten der Börse jedenfalls nicht rechtsgeschäftlich zurechenbar ist⁶, hat die h.M. ebenso wenig zu beeindrucken vermocht wie der Hinweis, dass die Einordnung solcher Handelssysteme als Wertpapierdienstleistungen i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG in erster Linie darauf hinausläuft, diese den auf sie nicht zugeschnittenen und passenden Verhaltens- und Organisationspflichten der §§ 31 ff. WpHG a.F., heute §§ 63 ff. WpHG, zu unterwerfen⁷. Dass solche Gegenargumente kein Gehör fanden, mag v.a. daran gelegen haben, dass der Ansicht, die fraglichen Handelssysteme betrieben die Anlagevermittlung, offenkundig das Bestreben zugrunde lag, diese Handelssysteme im Interesse des Anlegerschutzes einer Erlaubnispflicht und der Beaufsichtigung zu unterwerfen. Wenig beeindruckt hat deshalb auch das Argument, dass die Börsenteilnehmer und nicht deren Kunden (d.h. die Anleger) Partei der an der

1 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101.

2 Ebenso RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101. Auch *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 164; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 98; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 70. Zurückhaltender und Einzelfallprüfung verlangend *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 67.

3 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101. *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 70. Differenzierend auch hier *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 67.

4 So namentlich *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 69; auch *Beck* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 29. Dagegen *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 142, mit dem zutreffenden Hinweis, an Börsen würden Geschäftsgelegenheiten nicht nur nachgewiesen, sondern (allerdings nicht i.S.v. § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG a.F.) vermittelt.

5 *Cohn*, ZBB 2002, 365, 371; *Füllbier* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, 2. Aufl. 2004, § 1 KWG Rz. 122; *Hammen*, WM 2001, 929, 932. Entsprechend für Parallelvorschrift des WpHG (a.F.) *Beck* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 29.

6 *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 165.

7 *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 69.

Börse zustande kommenden Geschäfte und damit die mögliche Adressaten der mit solchen Geschäften gekoppelten wertpapierhandelsgesetzlichen Verhaltenspflichten sind, die Kunden aber gleichwohl hinreichend durch die Verhaltenspflichten der Börsenteilnehmer als Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Vertragspartner der Kunden im Hinblick auf eine Wertpapierdienstleistung geschützt sind¹. Nachdem Börsen ohnehin der staatlichen Börsenaufsicht unterliegen, sollte dem Anlegerschutzinteresse jedoch durch die Aufnahme des Betriebs von **multilateralen Handelssystemen** (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG) in den Katalog von Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 8 Satz 1 WpHG) und Finanzdienstleistungen (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG) hinreichend Genüge getan worden sein, um den Weg zu der Erkenntnis frei zu machen, dass anonym arbeitende institutionalisierte Handelssysteme nicht Anlagevermittlern mit individuellen Kundenbeziehungen gleichzustellen sind.

Börsenbriefe, Börseninformationsdienste oder Kapitalanlagemagazine unterfallen nicht der Vermittlungs- oder Nachweistätigkeit i.S.d. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG². Auch wenn sie Anlagetipps geben oder Anlageempfehlungen aussprechen, führen sie weder zum Geschäft entschlossene Parteien zusammen, noch weisen sie die Identität abschlusswilliger Parteien nach. Ebenso wenig genügen sie den Anforderungen an die Anlageberatung (dazu Rz. 175). Sie erfüllen vielmehr regelmäßig den Tatbestand der Anlageempfehlung als eine Wertpapiernebenleistung i.S.v. § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG.

ee) Emissionsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG). Nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG gilt die Übernahme von Finanzinstrumenten (i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG) für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien, kurz: das Emissionsgeschäft, als Wertpapierdienstleistung. Die Vorschrift geht auf das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) zurück und diente der Umsetzung von Art. 1 Nr. 1 i.V.m. Abschnitt A Nr. 4 und Abschnitt B des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8). Eine § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 10 KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf das Emissionsgeschäft als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des Merkblatts Emissionsgeschäft der BaFin, doch kann es auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG herangezogen werden. Im Schrifttum wurde die Einbeziehung von Emissionsgeschäften in den Kreis von Wertpapierdienstleistungen als verfehlt angesehen, weil sie keine Dienstleistungen gegenüber Anlegern, sondern gegenüber Emittenten zum Gegenstand hätten³. Diese Ansicht verkennt, dass das WpHG nicht ausschließlich unmittelbar anlegerschützende, sondern auch marktfunktionsbezogene Bestimmungen enthält und Regelungen des Emissionsgeschäfts doch zumindest mittelbar auch Anleger und ihre Interessen berühren. Außer dass das Emissionsgeschäft eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Emissionsgeschäft“ für die Anwendung weiterer Vorschriften als des § 2 WpHG keine Bedeutung.

(1) Übernahme der Finanzinstrumente für eigenes Risiko zur Platzierung. Mit dem in der Vorschrift erstgenannten Geschäft, der Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung, sind diejenigen Fälle gemeint, in denen sich ein Emittent zur Platzierung von Finanzinstrumenten eines anderen Unternehmens oder eines Konsortiums aus Drittunternehmen (sog. **Übernahmeconsortium**) bedient, welche die zu emittierenden Finanzinstrumente gegen Zahlung des (ggf. um einen Abschlag verringerten) Gegenwerts fest übernehmen, um sie auf eigenes Risiko⁴ beim Publikum zu platzieren⁵. Dabei bezeichnet der Begriff des **Platzierens** die Unterbringung von Finanzinstrumenten beim Publikum („im Kapitalmarkt“ im Wege eines sog. *public placement*) oder in einem begrenzten Kreis von Personen (*private placement*) im Rahmen einer Emission auf der Grundlage einer **Platzierungsabrede** im Sinne einer Vereinbarung („Übernahmevertrag“), mit der der Emittent den oder die Platzierenden mit der Unterbringung der von ihm emittierten Finanzinstrumente bei den vorstehend bezeichneten Anleger beauftragt⁶. Bei dem Emittenten, der die zu emittierenden Finanzinstrumente selbst im Wege einer sog. **Eigenemission** platziert, fehlt es an der Übernahme von Finanzinstrumenten und an einer Platzierungsabrede, so dass seine Tätigkeit nicht von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG erfasst wird⁷. Wer ausschließlich **im Auftrag eines Erwerbers Finanzinstrumente aus einer Emission ankauft**, ohne dass zwischen ihm und dem Emittenten oder einer Konsortialbank eine Platzierungsabrede besteht, erbringt hier-

1 Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 69.

2 Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 70; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 70; Versteegen in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 139.

3 Versteegen in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 144. Auch Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 167 („Einbeziehung des Emissionsgeschäfts in den Kreis der Wertpapierdienstleistungen [ist] sachlich verfehlt“).

4 Die Übernahme des Absatzrisikos ist Merkmal des Emissionsgeschäfts. BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft. 1.b)bb); Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 171; Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 100 und 101 a.E.; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 71; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 72, 73.

5 Zum Emissionsgeschäft und den Rechtsverhältnissen eines Emissionskonsortiums s. etwa Grundmann in Bankrechts-Handbuch, § 112 Rz. 1 ff. bzw. 70 ff.; Müller in Kumpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 15.81 ff. bzw. 15.316 ff.; Singhoff in MünchKomm. HGB, 3. Aufl. 2014, Bd. 6 Emissionsgeschäft Rz. 1 ff.

6 BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 1.b)aa).

7 Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 74.

durch kein Emissionsgeschäft¹. Bei demjenigen, der die Finanzinstrumente **übernimmt, um sie für sich oder für andere zu halten**, fehlt es an der auf einer Platzierungsabrede beruhenden Übernahme zur Platzierung. Diese wird auch nicht dadurch ersetzt, dass sich der Betreffende später zur Platzierung der Finanzinstrumente entschließt. Eine nur kurzfristige Halteperiode² und die nachfolgende Unterbringung der Instrumente beim Publikum ist allerdings als Indiz dafür anzusehen, dass die für Emissionsgeschäfte kennzeichnende Platzierungsabsicht („**Übernahme zur Platzierung**“) vorlag und lediglich verdeckt werden sollte³. Kein Mittel zur Verhinderung von Umgehungsstrategien der vorstehend angeführten Art ist dagegen die Behandlung der Emission von zunächst in den Eigenbestand genommenen Finanzinstrumenten als Eigenhandel i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 lit. c WpHG⁴. Auch diejenigen, die allein oder mit anderen ein Unternehmen oder ein Konsortium bei ihrem Emissionsgeschäft unterstützen, ohne selbst durch eine Platzierungsabrede mit dem Emittenten verbunden zu sein („**Seller**“ oder „**Selling Groups**“), betreiben selbst dann kein Emissionsgeschäft⁵, wenn sie dabei ein gewisses Risiko übernehmen sollten (in der Regel fehlt es aber auch daran, s. Rz. 134).

- 134 Da die Gesetzesformulierung keine diesbezügliche Einschränkung erkennen lässt, wird als Emissionsgeschäft sowohl die **Gesamtübernahme** als auch die **Übernahme nur eines Teils** der zu emittierenden Finanzinstrumente erfasst, solange nur die Übernahme fest, d.h. unter Übernahme des Absatzrisikos („firm commitment underwriting“), und nicht bloß kommissionsweise, im Sinne einer sog. **Begebungsübernahme** („Begebungskonsortium“, „best effort underwriting“), erfolgt. Im letzteren Falle handelt es sich nicht um ein Geschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG⁶, sondern um ein Geschäft sowohl i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG als auch i.S.v. § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 6 WpHG (Rz. 146). Ebenfalls kein Emissionsgeschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG erbringen sog. **Seller** oder **Selling Groups**, die ein Emissionskonsortium beim Absatz der zu platzierenden Wertpapiere unterstützen, selbst aber kein Absatzrisiko übernehmen⁷. In der Regel fehlt es hier schon an einer Platzierungsabrede mit dem Emittenten (Rz. 133 a.E.).
- 135 Eine feste Übernahme liegt auch im Falle einer **Geschäftsbesorgungsübernahme** vor, bei dem das übernehmende Unternehmen oder Unternehmenskonsortium die Emission im Namen und für Rechnung des Emittenten verkauft, sich aber gleichzeitig dazu verpflichtet, den – etwa nach Ablauf eines bestimmten Zeitraums – nicht verkauften Teil der Emission fest, d.h. in den eigenen Bestand, zu übernehmen. Das Risiko aus der Übernahme trägt auch hier das übernehmende Unternehmen bzw. Konsortium⁸.
- 136 Erfasst wird auch diejenige Gestaltung, in der ein Unternehmen oder ein Konsortium wegen unsicherer Platzierungserwartungen nur einen Teil der Emission übernimmt und sich für den Rest der zu platzierenden Instrumente eine Übernahmeoption einräumen lässt (**Optionsübernahme/Optionskonsortium**)⁹. Inwieweit auch **garantierte Übernahmen oder Garantiekonsortien** einschlägig sind oder in die Gruppe der „Übernahme gleichwertiger Garantien“ (Rz. 140) fallen, hängt von ihrer Ausgestaltung ab. Diese geht regelmäßig dahin, dass sich ein Unternehmen/Konsortium verpflichtet, zu einem im Voraus festgelegten Kurs vom Emittenten oder von Dritten nicht absetzbare Stücke ganz oder teilweise zu übernehmen. Handelt es sich bei der Restübernahme um eine Übernahmeverpflichtung zur Platzierung, ist sie in die hier behandelte Kategorie von Wertpapierdienstleistungen einzustufen; wird lediglich eine Verpflichtung zur Abnahme eingegangen, liegt eher die Übernahme einer gleichwertigen Garantie (Rz. 140) vor. In beiden Varianten geht es jedenfalls darum, den Erfolg der Emission durch Risikoverlagerung auf Dritte zu gewährleisten.

1 BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Emissionsgeschäfts vom 7.1.2009, 1.b)aa).

2 Vor der Einführung der Abgeltungsteuer betreffend die Besteuerung ab 2009 waren Kursgewinne aus den Verkäufen von Aktien und Fonds, die nach einer Haltefrist von mehr als zwölf Monaten erzielt wurden, steuerfrei, doch lässt sich diese (anderen Zwecken dienende) Frist allenfalls als eine „Safe harbor“-Regel verwenden, was zur Folge hätte, dass Verkäufe der fraglichen Papiere zwölf Monate nach deren Erwerb nicht geeignet wären, eine Platzierungsabsicht zu indizieren.

3 Gegen solche, auf die Vermeidung von Folgepflichten aus Emissionsgeschäften gerichtete Überlegungen, Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 170.

4 Ablehnend gegen diesen Versuch des seinerzeitigen BAKred, Schreiben vom 30.8.2002 – VII (110531) 100, auch Beck in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 WpHG Rz. 30; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 75; Schäfer, WM 2002, 361, 365.

5 Vgl. du Buisson, WM 2003, 1401, 1402; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 75; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 74; Schäfer, WM 2002, 361, 363.

6 Ebenso Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 102; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 75; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 73.

7 Vgl. du Buisson, WM 2003, 1401, 1402; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 72; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 74; Schäfer, WM 2002, 361, 363.

8 So RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101, mit dem Hinweis, dass bei einer Geschäftsbesorgungsübernahme ohne entsprechende Verpflichtung zur festen Übernahme der Restmenge ein Fall der Abschlussvermittlung nach dem seinerzeitigen § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 WpHG (a.F.) vorliegt. Auch BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 1.b)bb); Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 102; Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 171; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 75; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 73.

9 BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 1. b)bb); du Buisson, WM 2003, 1401, 1406; Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 102; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 75.

Für die Einordnung als Emissionsgeschäft und Wertpapierdienstleistung unerheblich ist, ob es sich bei der übernommenen Emission um eine **Erstmission**, eine „**weitere Übernahme**“¹ oder eine **Nachfolgeemission** etwa in Gestalt eines öffentlichen „**resale**“ einer bereits privat platzierten Emission handelt². 137

Erfolgt die Übernahme von Finanzinstrumenten durch ein **Konsortium** und erfüllt sie im Übrigen die Voraussetzungen von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG, so betreibt nicht (nur) das (i.d.R. als Gesellschaft bürgerlichen Rechts zu qualifizierende) Consortium selbst, sondern jedes **Konsortialmitglied** ein Wertpapierdienstleistungsgeschäft³. 138

Der Hauptanwendungsfall von Emissionsgeschäften war bislang die **Übernahme neuer Aktien** zur Platzierung beim Publikum durch ein Kreditinstitut oder ein Consortium aus Kreditinstituten: In der Regel verpflichtet sich in einem solchen Fall das Kreditinstitut oder das Consortium schon vor dem Kapitalerhöhungsbeschluss gegenüber der AG dazu, alle neuen Aktien zu zeichnen (§ 185 AktG) und sie – sofern kein Bezugsrechtsausschluss vorliegt – vor einer Platzierung beim Publikum den bezugsberechtigten Aktionären anzubieten (§ 186 Abs. 5 AktG). **Gründungsübernahmen** durch Banken oder Bankenkonsortien erfüllen ebenfalls die Voraussetzungen von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG⁴. Da sie jedoch voraussetzen, dass die Übernehmer die Stellung der Gründer der AG (mit dem Risiko der Gründerhaftung nach § 46 AktG) einnehmen (§ 23 Abs. 2 AktG), war und ist ihre Bedeutung gering. 139

(2) **Übernahme gleichwertiger Garantien.** Eine der Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung **gleichwertiger Garantie** ist mit jeder anderen Verpflichtung gegeben, durch die ein Unternehmen oder ein Unternehmenskonsortium das Risiko für den Erfolg der Emission übernimmt⁵. Verpflichtet sich ein Unternehmen oder ein Consortium, zu einem im Voraus festgelegten Kurs vom Emittenten oder Dritten nicht absetzbare Stücke ganz oder teilweise zu übernehmen (**garantierte Übernahmen oder Garantiekonsortien**), so kann dies – je nach Ausgestaltung der Restübernahmeverpflichtung – eine Übernahme der Finanzinstrumente für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme einer gleichwertigen Garantie sein (Rz. 136)⁶. Eine Garantie, die der Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung gleichwertig ist, kann im Übrigen auch jede von einem Dritten übernommene Garantie sein, die eine Zahlungsverpflichtung für den Fall beinhaltet, dass ein bestimmter Platzierungserfolg nicht eintritt, ohne dass es darauf ankommt, ob der Garant auch die zu platzierenden Finanzinstrumente ganz oder teilweise übernommen hat. 140

ff) Platzierungsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG). Das als Wertpapierdienstleistung zu behandelnde Platzierungsgeschäft besteht nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG in der Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung. Diese hochabstrakte Definition von Platzierungsgeschäften **konkretisierend**, handelt es sich bei diesen – wie noch im Einzelnen (Rz. 143 ff.) zu erläutern ist – um die im Rahmen einer Emission und auf der Grundlage einer Platzierungsabrede mit dem Emittenten und in (offener oder mittelbarer) Stellvertretung desselben vorgenommenen Veräußerungen von Finanzinstrumenten i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG ohne feste Übernahmeverpflichtung⁷. Die gesetzliche Qualifizierung von Platzierungsgeschäften als Wertpapierdienstleistung erfolgte durch Art. 1 Nr. 2 lit. f Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.). Davor wurden sie als Unterfall der Abschlussvermittlung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG behandelt. Die Vorschrift dient der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 7 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Eine entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1c KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf das Platzierungsgeschäft als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des **Merkmals Platzierungsgeschäft** der BaFin, doch kann es auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG herangezogen werden. Außer dass das Platzierungsgeschäft eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Platzierungsgeschäft“ nur für die Anwendung der § 3 WpHG Bedeutung. 141

Gegenstand des Platzierungsgeschäfts kann nur die Veräußerung – nicht auch die Anschaffung – von Finanzinstrumenten sein. Fälle, in denen der Dienstleister auf der Erwerberseite auftritt, werden damit nicht vom Tatbestand des Platzierungsgeschäfts erfasst⁸. Die **Veräußerung von Finanzinstrumenten** i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG 142

1 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101, beispielsweise eine Übernahme im Rahmen einer Privatisierung anführend.

2 Grundlos anders BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 1.a), wonach unter einer „Emission“ die erste Ausgabe einer bestimmten Anzahl von Wertpapieren durch einen Wertpapieraussteller (Emittenten) zu verstehen sei.

3 BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 1.d); Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 101; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 71; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 77.

4 A.A. du Buisson, WM 2003, 1401, 1402; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 73, mit dem Hinweis, hier fehle es an einer Platzierungsabrede, da es noch keinen Emittenten gäbe.

5 Vgl. auch RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101. Auch Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 171.

6 Ebenso Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 77; du Buisson, WM 2003, 1401, 1404; Schlüter, S. 121; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 78. S. auch BaFin, Merkblatt Emissionsgeschäft, 1.c).

7 Ebenso BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1. (vor a)).

8 Ebenso BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1.a).

als Gegenstand des Platzierungsgeschäfts umfasst jedes auf einen abgeleiteten entgeltlichen Erwerb zu Eigentum (bei Rechten: Inhaberschaft) gerichtete Rechtsgeschäft unter Lebenden sowie Tauschgeschäfte¹. Als Veräußerung kommen dabei sowohl Verpflichtungsgeschäfte wie Verfügungsgeschäfte in Betracht (Rz. 106)².

- 143 § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG erfasst **sämtliche Formen der Platzierung von Finanzinstrumenten**, die – darin unterscheidet sich das Platzierungsgeschäft vom Emissionsgeschäft in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG – **keine Verpflichtung zur festen Übernahme der Finanzinstrumente** enthalten, sondern das Absatzrisiko beim Emittenten oder dem Anbieter der Finanzinstrumente belassen.
- 144 Im Hinblick auf die Anwendung der Parallelvorschrift § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1c KWG umschreibt die BaFin die **Platzierung** als „die Unterbringung (der Verkauf) von Finanzinstrumenten im Kapitalmarkt oder an einen begrenzten Kreis von Personen oder (institutionellen) Anlegern **im Rahmen einer Emission**“ und folgert daraus, dass „zwischen dem Unternehmen, das die Platzierung vornimmt, und dem Emittenten oder solchen Unternehmen, die ihrerseits bereits in die Emission eingebunden sind, eine **Platzierungsabrede** bestehen“ müsse³. Dem kann weitgehend gefolgt werden: Das gilt zunächst für die **Beschränkung auf Veräußerungsgeschäfte**, d.h. den Ausschluss von Anschaffungsgeschäften sowie solcher Geschäfte, die nicht auf die Übertragung des Eigentums an den fraglichen Instrumenten unter Lebenden gerichtet sind. Keine Einwände bestehen v.a. dagegen, unter der Platzierung auch die Unterbringung von Finanzinstrumenten zu verstehen, die sich nicht an das **Publikum**, sondern nur einen **begrenzten Kreis von Personen** („private offering“) richtet; Letztere mag zwar vom Anwendungsbereich einiger Vorschriften des Anlegerschutzes (wie etwa der Prospektpublizität) ausgeschlossen sein, doch rechtfertigt dies noch nicht ihre gänzliche Herausnahme aus dem Begriff der Platzierung. Zu folgen ist auch der Ansicht, es müsse eine (direkt mit dem Emittenten getroffene oder mit einem anderen in die Platzierung eingeschalteten Unternehmen geschlossene) **Platzierungsabrede** vorliegen, um von einer Platzierung sprechen zu können, denn erfasst werden sollen nur solche Geschäfte in den fraglichen Finanzinstrumenten, die den planmäßigen Absatz derselben im Interesse des Emittenten zum Gegenstand haben und nicht nur gelegentlich für diesen oder im Wege des Eigengeschäfts vorgenommen werden. Soweit sich der Begriff der Platzierung nur auf Platzierungsmaßnahmen für den Emittenten – „**Emissionen**“ – bezieht und solche im Rahmen von **Zweitplatzierungen** („secondary offerings“) ausschließt, ist er dagegen zu eng. Emissionen sind dagegen unbestritten auch **Daueremissionen**⁴.
- 145 § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG gibt keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass als Platzierungsgeschäfte nur Geschäfte in Betracht kommen, die in offener **Stellvertretung** für den Emittenten oder Anbieter von Finanzinstrumenten vorgenommen werden⁵. Unter die Vorschrift fallen deshalb auch Geschäfte in mittelbarer Stellvertretung, solange nur das Absatzrisiko beim Emittenten oder Anbieter verbleibt (auch Rz. 147). Ebenso wenig wie das Emissionsgeschäft (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG) umfasst auch das Platzierungsgeschäft die **Eigenemission**, d.h. die Platzierung von Finanzinstrumenten durch den Emittenten oder Anbieter von Finanzinstrumenten selbst; ihr fehlt jeder Dienstleistungscharakter und Kundenbezug.
- 146 Sofern die Platzierung im Namen und für Rechnung des Emittenten – d.h. in **offener, unmittelbarer Stellvertretung** – erfolgt, erfüllte diese Tätigkeit schon bisher⁶ und erfüllt sie auch weiter den Tatbestand der Abschlussvermittlung nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 3 WpHG. Das impliziert freilich nicht, dass jede Abschlussvermittlung auch ein Platzierungsgeschäft ist, denn von einer Platzierung von Finanzinstrumenten lässt sich entsprechend den vorstehenden Ausführungen nur für den Fall der Erfüllung einer Verpflichtung zur planmäßigen und nicht nur auf die gelegentliche Vermittlung von Geschäften gerichtete Unterbringung von Finanzinstrumenten des Emittenten oder des Anbieters sprechen⁷.
- 147 Auch sofern die Platzierung – wie bei der sog. **Begebungsübernahme** („Begebungskonsortium“, „best effort underwriting“), Rz. 134 – auf der Grundlage eines Kommissionsgeschäfts und damit im Wege der **mittelbaren Stellvertretung** erfolgt, handelt es sich sowohl um ein Platzierungsgeschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG⁸ als auch um ein Finanzkommissionsgeschäft i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG. Entscheidend für seine Einordnung als Platzierungsgeschäft ist der Umstand, dass es sich fraglos um ein Geschäft handelt, das der Emission von Finanzinstrumenten dient, ohne dass dem Emittenten bzw. dem diesem gleichzustellenden Anbieter das Risiko der Unterbringung der Instrumente abgenommen wird.

1 Ebenso BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1.a).

2 BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1.a).

3 BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1. (vor 1.a) und 1.c), Hervorhebung hinzugefügt.

4 BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1.c).

5 So auch Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 78; Schäfer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 KWG Rz. 123n. Anders BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1. (1. Abs.) und 1.b.), aber offenbar nur aus dem Grund, dass sie solche Geschäfte ausschließlich als Finanzkommissionsgeschäfte betrachtet, deren Merkmale sie fraglos auch erfüllen.

6 RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 109.

7 Nach BaFin, Merkblatt Platzierungsgeschäft, 1. (2. Abs.), ist unter einer Platzierung „die Unterbringung (der Verkauf) von Finanzinstrumenten im Kapitalmarkt oder an einen begrenzten Kreis von Personen oder (institutionellen) Anlegern im Rahmen einer Emission“ zu verstehen.

8 Ebenso Schäfer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 KWG Rz. 123n.

gg) Finanzportfolioverwaltung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7, Satz 7 WpHG). Als Wertpapierdienstleistung gilt gem. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG auch die mit der Kurzbezeichnung „Finanzportfolioverwaltung“ versehene Verwaltung einzelner oder mehrerer in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum. Die anfänglich in § 2 Abs. 3 Nr. 6 WpHG (a.F.) geregelte Bestimmung ist durch die Einfügung der Platzierungsgeschäfte in den Kreis der Wertpapierdienstleistungen und die Ergänzung des § 2 Abs. 3 WpHG um einen Satz 2 in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG gerückt. Die Vorschrift geht auf das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) zurück und diente der Umsetzung von Art. 1 Nr. 1 i.V.m. Abschnitt A Nr. 4 und Abschnitt B des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8). Die RL 2004/39/EG (Finanzmarktrichtlinie; Rz. 7 b.), welche die Finanzportfolioverwaltung in ihrem Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 4 unter der Bezeichnung „Portfolio-Verwaltung“ als Wertpapierdienstleistung aufführt, hat keinen sachlichen Änderungsbedarf hervorgerufen. Die geringe Änderung des Wortlauts, welche die Vorschrift durch Art. 1 Nr. 2 lit. f Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) durch die Aufnahme der Wörter „oder mehrerer“ erfahren hat, dient lediglich der Klarstellung; im Übrigen wurde lediglich die Kurzbezeichnung „Finanzportfolioverwaltung“ hinzugefügt. Eine § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf die Finanzportfolioverwaltung als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des Merkblatts Finanzportfolioverwaltung der BaFin, doch kann es auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 6 WpHG herangezogen werden. Außer dass die Finanzportfolioverwaltung eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Finanzportfolioverwaltung“ für die Anwendung der §§ 35, 63f., 80, 82 und 87 WpHG Bedeutung.

Zentrales Merkmal der Finanzportfolioverwaltung ist die **Verwaltung einzelner fremder Vermögen, die in Finanzinstrumenten angelegt** sind. **Finanzinstrumente** sind die in § 2 Abs. 4 WpHG angeführten Instrumente. Die Vorschrift setzt nicht voraus, dass das **fremde Vermögen** ausschließlich in Finanzinstrumenten angelegt ist. Vielmehr reicht es aus, wenn das Anlageportfolio neben anderen Vermögensgegenständen auch Finanzinstrumente enthält¹. Nicht erforderlich ist auch, dass das fremde Vermögen bereits bei der Übernahme der Verwaltung in Finanzinstrumenten angelegt war, Deshalb ist auch die Übernahme von Geldvermögen, um sie in Finanzinstrumenten anzulegen, erfasst². Ein sog. **Family Office**, das nur Portfoliostrukturauswahlungen („asset allocation“) fällt, betreibt Anlageberatung, aber keine Finanzportfolioverwaltung³.

Das Merkmal der **Verwaltung** eines Vermögens erfüllt jede Tätigkeit, „die auf eine laufende Überwachung und Anlage von Vermögensobjekten“ gerichtet ist⁴. Das impliziert, dass es sich um eine Tätigkeit von einer gewissen **Dauer** handeln muss (dazu Rz. 154). Die Verwaltung ist von der Verwahrung der Finanzinstrumente, in die das Vermögen angelegt wurde, getrennt vorzunehmen; andernfalls erfüllt der Verwalter auch den Tatbestand des Depotgeschäfts (§ 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG, § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG) oder des Finanzkommissionsgeschäfts (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG; § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG). Weiter erforderlich ist, dass die **Verwaltung für andere** erfolgt. Dieses Merkmal dient der Abgrenzung zu Geschäften, die zur Verwaltung eigenen Vermögens in Gestalt seiner Anlage in Finanzinstrumenten vorgenommen werden. Um Letzteres auszuschließen genügt ein Tätigwerden, das nicht im eigenen Namen und für eigene Rechnung erfolgt⁵. Nicht von der Finanzportfolioverwaltung erfasst sind damit **kollektive Anlagemodelle**, bei denen die zur Anlage gelangenden Mittel vom Vermögen derjenigen, die sie als Anleger aufbringen, rechtlich verselbstständigt und damit einem anderen Rechtsträger zugeordnet werden, wie namentlich Investmentgesellschaften i.S.v. § 1 Abs. 11 KAGB. D.h. Investmentvermögen i.S.v. § 1 Abs. 1 KAGB in der Rechtsform einer Investmentaktiengesellschaft oder Investmentkommanditgesellschaft.

Die **Anzahl** der zu verwaltenden und voneinander getrennten Vermögen spielt keine Rolle. Die Vorschrift spricht, anders als zuvor, nicht nur von der „Verwaltung einzelner ... Vermögen“, sondern klarstellend von der „Verwaltung **einzelner oder mehrerer** ... Vermögen“ (Rz. 148). Das Merkmal dient der Abgrenzung der Finanzportfolioverwaltung von der Verwaltung „kollektiver“, d.h. durch mehrere Anleger zum Zwecke der Anlage aufgebrachter, rechtlich verselbstständigter Vermögen, oder, wie es heute in § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB heißt, des von einer Anzahl von Anlegern einsammelten Kapitals, das gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger investiert werden soll. Der Formulierung „einzelner Vermögen“ ist mithin nicht zu entnehmen, die einzelnen Kundenvermögen seien getrennt in einzelnen separierten Portfolios anzulegen, vielmehr erfasst sie auch die Sachverhalte, in denen die Vermögen verschiedener Kunden in einem Portfolio zusammengefasst werden⁶,

1 BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.b); Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 174; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 79.

2 S. dazu BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.a): „Der Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung erfasst folglich auch Erstanlageentscheidungen.“ Ebenso Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 79. In der Sache auch BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 387f.

3 Waclawik, ZIP 2007, 1341, 1343.

4 Auch BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 387.

5 BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.c).

6 BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 387 m.w.N. S. auch BVerwG v. 24.2.2010 – 8 C 10.09, ZIP 2010, 1170.

ohne einem anderen Rechtsträger zugeordnet zu werden. Das hat das BVerwG in seinem Urteil vom 22.9.2004 auch in dem Fall als gegeben angesehen, in dem eine **Gesellschaft bürgerlichen Rechts** von den eigens dazu beigetretenen Gesellschaftern über eine Treuhandgesellschaft Anlagebeträge entgegennahm, diese in Finanzinstrumenten anlegte und vom Monatsgewinn 40 % erhielt¹. Dementsprechend können die Tätigkeiten eines **Investmentclubs** in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts sowie diejenige ihrer Geschäftsführer als Finanzportfolioverwaltung in Betracht kommen².

- 152 Schließlich muss der Verwalter bei der Verwaltung des Finanzportfolios einen **Entscheidungsspielraum** haben. Darin unterscheidet sich die Vermögensverwaltung von der Anlageberatung und Anlagevermittlung³. Ein Entscheidungsspielraum bei Portfolioverwaltung ist solange gegeben, als nicht die Dispositionsbefugnis zu den einzelnen Geschäften – und sei es auch nur in Gestalt eines Zustimmungserfordernisses – beim Kunden verbleibt. Das ist in der Regel in der Weise verwirklicht, dass der Finanzportfolioverwalter die Befugnis erhält, ohne vorherige Rücksprache mit dem Vermögensinhaber – gegebenenfalls unter Beachtung bestimmter mit dem Anleger vereinbarter Anlagerichtlinien (s. auch Rz. 153) – nach eigenem Ermessen zu verwalten⁴. Damit wird klargestellt, dass es keine Vermögensverwaltung darstellt, wenn der Verwalter ausschließlich auf Weisung des Vermögensinhabers handelt, wobei einzelne und gelegentliche Weisungen an den Verwalter dessen Entscheidungsspielraum nicht beseitigen⁵. Das ist aber dann der Fall, wenn ein Zustimmungsvorbehalt des Vermögensinhabers vereinbart wurde und der Verwalter eine von ihm getroffene Anlageentscheidung nur dann umsetzen darf, nachdem der Vermögensinhaber (ausdrücklich oder konkludent) zugestimmt hat⁶. Hat sich der Vermögensinhaber nur ein Vetorecht einräumen lassen, so steht dies der Annahme eines Entscheidungsspielraums des Verwalters nicht entgegen: Das Auswahl- und Entscheidungsermessen verbleibt auch in diesem Falle beim Verwalter und wird auch in dem Umfang umgesetzt als der Vermögensinhaber nicht widerspricht⁷. Daran ändert auch der Umstand nichts, dass dies den Verwalter dazu zwingt, beabsichtigte Transaktionen an den Vermögensinhaber zu berichten. Kommt es, wie eingangs zum Begriff des Entscheidungsspielraums dargelegt, entscheidend darauf an, ob sich der Vermögensinhaber seiner Dispositionsbefugnis zu den einzelnen Geschäften zugunsten eines anderen begeben hat, so ist das Merkmal auch dann erfüllt, wenn der Vermögensverwalter sich – gleich in welchem Umfang – Dritter zur Erfüllung seiner Pflichten aus dem Vermögensverwaltungsvertrag bedient⁸.
- 153 **Hauptanwendungsfall** der Finanzportfolioverwaltung ist die **Vermögensverwaltung**, d.h. die Verwaltung des Vermögens eines Kunden durch Investition in Wertpapiere und andere Finanzinstrumente, wobei dem Verwalter bei den im Interesse des Kunden vorzunehmenden Entscheidungen über die Anlage des Vermögens ein Entscheidungsspielraum (Rz. 152) zusteht⁹. Um Vermögensverwaltung handelt es sich aber auch dann, wenn – wie regelmäßig – zwischen dem Kunden und dem Verwalter **Anlagerichtlinien** vereinbart werden, solange diese nur dergestalt sind, dass dem Verwalter nach wie vor ein Entscheidungsspielraum verbleibt¹⁰. Das ist

- 1 BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385 (Ls. und 387 ff.). Hierbei hat das Gericht den geschäftsführenden Gesellschafter der Gesellschaft als Finanzportfolioverwalter angesehen.
- 2 BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.c). Ebenso auch BaFin, Merkblatt Investmentclubs, 2.b) (Hervorhebung hinzugefügt, Fußnoten weggelassen): „Die Tätigkeit der Investmentclubs und ihrer Geschäftsführer ... berührt eine Reihe von Tatbeständen des KWG, die im Zusammenspiel mit den Erheblichkeitsschwellen des § 1 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 1a Satz 1 KWG die Erlaubnispflicht des einzelnen Investmentclubs ... und seiner Geschäftsführer auslösen können, namentlich je nach Ausgestaltung des Einzelfalls die Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG), die *Finanzportfolioverwaltung* (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG) oder die Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 2 KWG), und – falls die Konten und Depots nicht auf den Investmentclub lauten – eventuell auch das Finanzkommissionsgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG), das Depotgeschäft (§ 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG) oder das eingeschränkte Verwahrgeschäft (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 12 KWG).“ Ablehnend Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 110. S. auch Brogl in Reischauer/Kleinhans, § 1 KWG Rz. 189 ff.
- 3 BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 2)e). Vgl. Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 81; Schäfer in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 23 Rz. 6 f.; BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 390.
- 4 BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 390. Vgl. auch BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.d).
- 5 BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 390. S. auch Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 108; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 81.
- 6 Ähnlich BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.d).
- 7 BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.d). S. auch Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 108; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 81; Waclawik, ZIP 2007, 1341, 1343.
- 8 Auch BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 390 mit dem Argument, aus Sicht des zu schützenden Anlegers mache es keinen Unterschied, ob der von ihm beauftragte Vermögensverwalter die konkrete Anlageentscheidung in vollem Umfang selbst treffe oder ob er seinen Entscheidungsspielraum nutze, dazu Dritte einzuschalten. Ferner BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.d); Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 81.
- 9 Ausführlich zur Vermögensverwaltung etwa U. Schäfer in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 23 Rz. 1 ff.; F. Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016; Walz in Bankrechts-Handbuch, § 111 Rz. 1 ff. Zur Abgrenzung der Vermögensverwaltung als Finanzportfolioverwaltung von anderen Wertpapierdienstleistungen namentlich F. Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, § 1 Rz. 19 ff.; U. Schäfer in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 23 Rz. 7 ff.
- 10 Ebenso Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 175; Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 108; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 81.

auch dann der Fall, wenn der Vermögensverwaltungsvertrag die Möglichkeit vorsieht, dass der Kunde seinerseits für den Verwalter **bindende Weisungen** über die Anlage einzelner Vermögensbestandteile oder den Erwerb oder die Veräußerung bestimmter Finanzinstrumente erteilen kann, dem Verwalter aber dessen ungeachtet noch ein Handlungsermessen belassen ist. Dagegen fehlt es an dem erforderlichen Entscheidungsspielraum, wenn der Vermögensverwalter Dispositionen über das Vermögen **nur nach vorheriger Genehmigung** des Anlegers treffen darf (Rz. 152). Auch wenn der Anleger die Genehmigung regelmäßig, etwa absprachegemäß durch Stillschweigen, erteilt, bleibt allein er dispositionsbefugt. An einer Vermögensverwaltung mit Entscheidungsspielraum mangelt es auch bei der Verwaltung nach fixen, keinerlei Ermessen erlaubenden Vorgaben; das ist insbesondere bei der Indexfondsverwaltung der Fall, bei der die Vermögensanlage einen bestimmten Index abbilden muss¹.

Für die Qualifikation eines Vertragsverhältnisses als **Vermögensverwaltung** spielt es keine Rolle, ob es in weiteren rechtlichen Einzelheiten nach dem sog. **Treuhandmodell** oder, wie in Deutschland nahezu durchweg, nach dem sog. **Vertretermodell**² ausgestaltet ist³. Von „Verwaltung“ i.S.d. Definition in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG wird man zur Abgrenzung von der Anlageberatung, der Anlagevermittlung und bloßen Kommissionsgeschäften (etwa der Effektenkommission) im Übrigen nur sprechen können, wenn die Vermögenssorge des Beauftragten auf eine gewisse **Dauer** erfolgen soll und fortlaufend wahrgenommen wird⁴. Dagegen soll nach den Ausführungen der BaFin im Merkblatt Finanzportfolioverwaltung ein auf Dauer angelegtes Mandat des Vermögensverwalters nicht zwingend sein, so dass auch eine einmalige Verwaltungstätigkeit den Tatbestand erfüllen könne⁵. Die nur einmalige Anlage des Geldvermögens eines anderen ohne Folgetätigkeit des damit Beauftragten und ohne damit einhergehende Wertpapierdienstleistung (wie etwa die Anlageberatung) ist in der Praxis indes nicht vorzufinden und stellt auch keine der Beaufsichtigung bedürftige Dienstleistung dar. Dementsprechend umschreibt auch das BVerwG das Merkmal der Verwaltung eines Vermögens als „laufende“ Überwachung und Anlage von Vermögensobjekten⁶. Allerdings ist zu verlangen, dass die jeweils angebotene Tätigkeit auf eine gewisse Dauer angelegt ist.

Die Tätigkeit von **Investmentgesellschaften** i.S.v. § 1 Abs. 11 KAGB und **Verwaltungsgesellschaften** i.S.v. § 1 Abs. 14 bis 18 KAGB ist keine Finanzportfolioverwaltung, sondern eine speziell geregelte Form der kollektiven Vermögensanlage (schon Rz. 150)⁷. Keine Vermögensverwaltung i.S.d. Finanzportfolioverwaltung stellt auch die **Testamentsvollstreckung** dar⁸, da ihr jeder Kunden- und Marktbezug fehlt. Finanzportfolioverwaltungen stellen hier allenfalls Akzidenzgeschäfte dar, deren Vornahme von der (an den besonderen erbrechtlichen Regeln ausgerichteten) Testamentsvollstreckung überlagert ist und Kraft des „privaten Amtes“ des Testamentsvollstreckers erfolgt. Dazu gehört, dass der Testamentsvollstrecker als „Partei kraft Amtes“ zwar im Interesse der Erben, aber kraft eigenen Rechts und im eigenen Namen tätig wird (§§ 2212, 2213 BGB).

Als von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG erfasst wird auch die Tätigkeit eines ehrenamtlich tätig werdenden, aus den Reihen der Mitglieder gewählt und keine Vergütung seiner Tätigkeit erhaltenden **Geschäftsführers**⁹ eines als Gesellschaft bürgerlichen Rechts geführten **Investmentclubs** angesehen, sofern die Gesellschaft von den eigens dazu beigetretenen Gesellschaftern (etwa über eine Treuhandgesellschaft) Anlagebeträge entgegennimmt und die Verwaltung des in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten und Derivaten angelegten Gesamthandvermögens der Gesellschaft mit einem **Entscheidungsspielraum** versehen ist¹⁰ (Rz. 151). Daran fehlt es, wenn der

1 *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 81; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 108; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 81.

2 Zu diesen Modellen etwa *Walz* in Bankrechts-Handbuch, § 111 Rz. 8 f.; *F. Schäfer/Sethe/Lang* in *F. Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung*, 2. Aufl. 2016, § 1 Rz. 43 ff. und 52 ff.; *Sethe* in *F. Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung*, 2. Aufl. 2016, § 2 Rz. 10 ff.; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 549 ff., 577 ff.

3 *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 174; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 107; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 80; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 80; *Sethe*, Die funktionale Auslegung des Bankaufsichtsrechts am Beispiel der Vermögensverwaltung im Treuhandmodell, in FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 1239 ff.

4 BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 387; *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 173; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 107; *F. Schäfer/Sethe/Lang* in *F. Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung*, 2. Aufl. 2016, § 1 Rz. 24; *Walz* in Bankrechts-Handbuch, § 111 Rz. 1.

5 *BaFin*, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.a).

6 Auch BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, 387.

7 *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 174; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 110; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 83; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 79.

8 *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 84; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 84.

9 Als „Geschäftsführer“ sind nach *BaFin*, Merkblatt Investmentclubs, 2.b) in Fn. 3, „sowohl ein als auch mehrere Geschäftsführer eines Investmentclubs sowie auch Einzelbeauftragte“ erfasst, „die nur mit der Ausführung einzelner Geschäfte statt mit der Gesamtgeschäftsführung des Investmentclubs betraut werden“.

10 Schreiben des BAKred vom 28.4.1998, Q 31 – 71.51 – 142/98. Bestätigt durch BVerwG v. 22.9.2005 – 6 C 29.03, ZIP 2005, 385, zu § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG. *Frey*, BKR 2005, 200; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 82. Kritisch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 82. Ablehnend *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 152. S. auch Rz. 152. Ohne diesbezügliche Hinweise *BaFin*, Merkblatt Investmentclubs.

Geschäftsführer eines Investmentclubs hinsichtlich der Anlagegeschäfte von den Weisungen oder der Zustimmung eines anderen Organs oder eines anderen Gremiums (etwa in Gestalt eines Anlageausschusses) abhängig ist. Nach einem Schreiben des seinerzeitigen BAKred vom 28.4.1998¹ setzt dies allerdings voraus, dass das Organ aus mindestens 10 % ehrenamtlich tätigen Mitgliedern der Gesellschaft, jedoch nicht weniger als drei Gesellschaftern besteht, die nicht der Geschäftsführung angehören. Als Beleg der Eigenverantwortlichkeit der Gesellschaft(er) für die Anlagegeschäfte verlangt das BAKred darüber hinaus eine gesellschaftsvertragliche „Rotationsregelung“, die sicherstellt, dass alle Gesellschafter, die nicht der Geschäftsführung angehören, jedes Jahr über einen angemessenen Zeitraum Mitglied des Anlageausschusses sind. Zum Finanzdienstleistungsinstitut nach § 1 Abs. 1a Satz 1 KWG bzw. zum Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.d. § 2 Abs. 10 WpHG würde die Geschäftsführung für Investmentclubs allerdings nur unter der Voraussetzung, dass sie gewerblich oder in einem Umfang erfolgt, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert (dazu Rz. 259).

- 157 Die **Verwaltung des in Finanzinstrumenten angelegten Vermögens naher Angehöriger** mit Entscheidungsspielraum erfüllt, auch wenn sie unentgeltlich erfolgt, den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung. In teleologischer Reduktion des § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG, d.h. unter Berufung auf den Schutzzweck dieser Vorschrift und der Normen des WpHG, die an den Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung anknüpfen, ist die vorgenannte Tätigkeit jedoch nicht als solche anzusehen. Das lässt sich mit dem Argument begründen, der Schutzzweck der Vorschrift erlaube es, nicht marktorientiert erbrachte Verwaltungsdienste, die der Verwalter „nicht wie ein berufsmäßiger Verwalter am Markt gegenüber dem allgemeinen Anlagepublikum“ anbiete, sondern lediglich für den engsten Familienkreis erbringe, vom Tatbestand der Finanzportfolioverwaltung auszunehmen². Zum engsten Familienkreis sollen regelmäßig nur nahe Angehörige wie Ehegatten, Kinder und Enkelkinder sowie gleichgeschlechtliche Lebenspartner zu zählen sein³. Auch im Falle von Vermögensverwaltungsdiensten, die im Rahmen familiär begründeter und unentgeltlich erbrachter **Vormundschafts-, Betreuungs- und Testamentsvollstreckungsverhältnisse** erbracht werden, bildet nicht das marktorientierte professionelle Angebot der Finanzportfolioverwaltung die Grundlage, weshalb es auch gerechtfertigt ist, diese Form der Vermögensverwaltung den einschlägigen zivil- und namentlich familienrechtlichen Vorschriften zu unterstellen, statt sie der Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG und Beaufsichtigung nach den für die Finanzportfolioverwaltung geltenden Bestimmungen des WpHG zu unterwerfen⁴. So genannte **Family Offices**, die sich mit der Verwaltung privater Großvermögen befassen und über die Verwaltung des in Finanzinstrumenten angelegten Vermögens naher Angehöriger im vorstehenden Sinne hinausgehen, weisen eine solche Vielfalt von Organisationsformen und Dienstleistungen auf, dass es einer Differenzierung nach dem Einzelfall bedarf, wobei jedoch in der Regel eine Einordnung als Finanzportfolioverwaltung und ausnahmsweise, insbesondere bei der Beschränkung auf Portfoliostrukturrentscheidungen (Rz. 149), als Anlageberatung (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG) in Betracht kommt⁵.
- 158 Der **Finanzportfolioverwaltung nach § 2 Abs. 8 Satz 7 WpHG gleichgestellt** ist hinsichtlich der §§ 22, 63 bis 83 WpHG und §§ 85 bis 92 WpHG sowie des Art. 20 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) und der Art. 72 bis 76 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) die erlaubnispflichtige Anlageverwaltung nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG. Die hierin berücksichtigten Änderungen von § 2 Abs. 8 Satz 7 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. f ff 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) sind redaktioneller Natur und erfolgten aufgrund der Neu Nummerierung des Gesetzes. Zudem entfällt auf Grund der Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Verweis auf diese Verordnung und wurde durch einen Verweis auf die anwendbaren Art. 72 bis 76 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) ersetzt⁶.
- 159 Der **Hintergrund** dieser auf die vorgenannten Vorschriften **beschränkten Gleichstellung von Finanzportfolioverwaltung und erlaubnispflichtige Anlageverwaltung** ist der, dass das BVerwG in seinem Urteil vom 27.2.2008⁷ dem Versuch der BaFin, den Tatbestand des Finanzkommissionsgeschäfts i.S.v. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG und § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 1 WpHG (seinerzeit § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 WpHG a.F.) durch eine wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Auslegung des Merkmals „für fremde Rechnung“ dergestalt auszuweiten, dass sie auch die kollektiven Anlagemodelle erfasst, bei denen im Drittinteresse mit Finanzinstrumenten gehandelt wird, mit dem Hinweis entgegengetreten, Finanzkommissionsgeschäfte seien nur solche Rechtsgeschäfte, die eine hinreichende Ähnlichkeit mit dem in §§ 383 ff. HGB geregelten und durch das Handeln für fremde Rech-

1 Geschäftszeichen Q 31 – 71.51 – 142/98. Kritisch zur Begründung des Rundschreibens aber *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 582 ff., der betont, dass das entscheidende Abgrenzungsmerkmal die Verwaltung „für andere“ sein müsse. Keine diesbezüglichen Hinweise bei BaFin, Merkblatt Investmentclubs.

2 BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.e), in Bezug auf § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 3 KWG und die mit der Erfassung der Finanzportfolioverwaltung als Finanzdienstleistung verbundene Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG.

3 BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.e).

4 So i.E. auch BaFin, Merkblatt Finanzportfolioverwaltung, 1.e).

5 Vgl. Waclawik, ZIP 2007, 1341 ff.

6 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221/222.

7 S. die Nachweise Rz. 101.

nung gekennzeichneten Typus des Kommissionsgeschäfts aufwiesen (s. Rz. 100)¹. Nach verschiedenen Anläufen, das auch vom BVerwG nicht geleugnerte Bedürfnis zum Schutz der Anleger² bei kollektiven Anlagemodellen zu verwirklichen, hat der Gesetzgeber durch die Schaffung eines neuen Tatbestands einer Finanzdienstleistung in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG reagiert: den Tatbestand der Anlageverwaltung, durch den u.a. auch eine solche kollektive Kapitalanlageform erfasst und einer Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG unterworfen werden soll, wie sie der Entscheidung des BVerwG vom 27.2.2008 zugrunde lag³. Komplementär hierzu wurde § 2 Abs. 3 WpHG a.F. um einen Satz 3 – heute § 2 Abs. 8 Satz 7 WpHG – erweitert, der Finanzdienstleistungsinstitute mit der Erlaubnis zur Anlageverwaltung bei der Ausübung dieser Tätigkeit den in Satz 7 angeführten Vorschriften unterwirft, darunter vor allem den meisten der Vorschriften des Abschnitts 11 des WpHG über Verhaltens-, Organisationspflichten und Transparenzpflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Ausführlich zu dieser (begrenzten) Gleichstellung, namentlich zu den Voraussetzungen derselben nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG, s. 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 121a ff.

hh) Betrieb eines multilateralen Handelssystems (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG). Durch Art. 1 Nr. 2 lit. f des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) wurde der Betrieb eines multilateralen Handelssystems erstmals in den Kreis von Wertpapierdienstleistungen als seinerzeitiger § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 8 WpHG (a.F.) aufgenommen⁴. Die Vorschrift diente der **Umsetzung** von Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 15 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 8 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Heute aufgrund von Art. 3 Nr. 3 lit. f 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG, hat die Vorschrift durch Art. 3 Nr. 3 lit. f bb 2. FiMaNoG auch inhaltlich eine Änderung erfahren, indem in der **geänderten Vorschrift** nicht mehr von „festgelegten“ Bestimmungen, sondern von „nichtdiskretionären“ Bestimmungen die Rede ist (näher Rz. 162). Eine § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1a Nr. 1b KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf den Betrieb eines multilateralen Handelssystems als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des Merkblatts multilaterales Handelssystem der BaFin, doch kann es auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG herangezogen werden, soweit es nicht auf geänderten Vorschriften namentlich des WpHG (etwa dem geänderten und zu § 72 WpHG gewordenen § 31 f. WpHG a.F.) beruht. Außer dass der Betrieb eines multilateralen Handelssystems Merkmal zahlreicher anderer Definitionen des § 2 WpHG ist und eine Wertpapierdienstleistung darstellt, hat der Begriff „der Betrieb eines multilateralen Handelssystems“ für die Anwendung der §§ 1, 3, 54, 63, 72 bis 76, 90, 95, 97 f., 102, 119 Abs. 1 Nr. 2 und 120 Abs. 7 Nr. 2 sowie Abs. 8 Nr. 68 f., 75 und Abs. 9 Nr. 5 WpHG Bedeutung. Unter diesen Bestimmungen kommt § 72 WpHG besondere Bedeutung zu, der die Anforderungen an den Betrieb eines multilateralen Handelssystems regelt.

Die Einführung der neuen Wertpapierdienstleistung „Betrieb eines multilateralen Handelssystems“ **geht zurück** auf das in Erwägungsgrund 5 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.) zum Ausdruck gebrachte Ziel derselben, „die Ausführung von Geschäften mit Finanzinstrumenten – unabhängig von den für den Abschluss dieser Geschäfte verwendeten Handelsmethoden – umfassend zu regeln, damit bei der Ausführung der entsprechenden Anlegeraufträge eine hohe Qualität gewährleistet ist und die Integrität und Gesamteffizienz des Finanzsystems gewahrt werden“. Hierzu wird es in Erwägungsgrund 5 als erforderlich angesehen, „einer aufkommenden neuen Generation von Systemen des organisierten Handels neben den regulierten Märkten Rechnung zu tragen, die Pflichten unterworfen werden sollten, die auch weiterhin ein wirksames und ordnungsgemäßes Funktionieren der Finanzmärkte gewährleisten.“ Der Schaffung eines angemessenen Rechtsrahmens für diese Handelssysteme soll vor allem die in Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 8 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) vorgenommene Einführung einer neuen Wertpapierdienstleistung dienen, die sich auf den Betrieb von multilateralen Handelssystemen (Multilateral Trading Facilities – MTF) bezieht. Neben dem schon in der RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) hinsichtlich einiger Bedingungen für ihren Betrieb erfassten und in Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) definierten geregelten Markt und der Tätigkeit der sog. systematischen Internalisierer (Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004) bildete der Betrieb eines multilateralen Handelssystems die dritte Säule der von der RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 erfassten **Grundformen des Handels** mit Finanzinstrumenten⁵. Wie sich aus Erwägungsgrund 6 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 ergibt, sollten geregelte Märkte und multilaterale Handelssysteme zusammen die Funktion des organisierten Handels erfüllen. Mit dem 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) ist – Vorgaben der RL 2014/57/EU vom 16.4.2014 (Marktmisbrauchsrichtlinie, Rz. 6 d.) umsetzend – neben den Begriff des multilateralen Handelssystems derjenige des organisierten Handelssystems getreten. Dessen ungeachtet gilt weiterhin: Multilaterale Handelssysteme sind keine Börsen (i.S.d. § 2 Abs. 1 BörsG), sondern privat betriebene Handelseinrichtungen⁶.

¹ Zur Entscheidung des BVerwG als Hintergrund der Gesetzesänderungen s. RegE PfandBFEG, BT-Drucks. 16/11130, 1, 43.

² BVerwG v. 27.2.2008 – 6 C 12.07, ZIP 2008, 911, 913 Rz. 26, 916 Rz. 47.

³ Art. 2 Nr. 2 des Gesetzes zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts (PfandBFEG) vom 20.3.2009, BGBl. I 2009, 607.

⁴ Zur Regulierung außerbörslicher Handelssysteme wie multilateraler Handelssysteme im europäischen, deutschen und US-amerikanischen Recht s. *Kumpan*, Regulierung.

⁵ Vgl. *Duvel/Keller*, BB 2006, 2537; *Spindler/Kasten*, WM 2006, 1749, 1754.

⁶ *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 111; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 85.

- 162 Nahezu wortgleich mit Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) umschrieb § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG a.F. den **Betrieb eines multilateralen Handelssystems** als den Betrieb eines multilateralen Systems, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt. Art. 3 Nr. 3 lit. f bb 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) hat die Vorschrift dahingehend geändert, dass statt „festgelegten“ Bestimmungen nunmehr „nichtdiskretionäre“ Bestimmungen verlangt werden. Diese Änderung soll den Betrieb eines *multilateralen* Handelssystems von dem neu in § 2 Abs. 8 WpHG gelangten Betrieb eines *organisierten* Handelssystems § 2 Abs. 9 WpHG **abgrenzen**: „Die Einführung des organisierten Handelssystems als neuer Handelsplatzkategorie“, heißt es im Regierungsentwurf 2. FiMaNoG, „macht eine trennscharfe Abgrenzung zu der bereits bestehenden Kategorie des multilateralen Handelssystems erforderlich. Die Abgrenzung erfolgt im Wesentlichen auf Grundlage der Bestimmungen zur Zusammenführung der Kauf- und Verkaufsinteressen. Nur wenn die Zusammenführung nach nichtdiskretionären Regeln erfolgt, liegt ein multilaterales Handelssystem vor“¹.
- 163 Als multilaterale Handelssysteme werden nur **Handelssysteme** erfasst, d.h. Einrichtungen, die geeignet sind, die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von **Finanzinstrumenten** i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG zusammenzubringen. Das sind nach Erwägungsgrund 6 Satz 3 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) Märkte, die entweder aus einem Regelwerk und einer Handelsplattform bestehen oder ausschließlich auf der Grundlage eines Regelwerks funktionieren². Um ein solches Handelssystem handelt es mithin bereits dann, wenn zumindest ein Regelwerk „über die Mitgliedschaft, die Handelsaufnahme von Finanzinstrumenten, den Handel zwischen den Mitgliedern, Meldungen über abgeschlossene Geschäfte und Transparenzpflichten“ vorliegt, wohingegen „eine Handelsplattform im technischen Sinne ist nicht erforderlich“ ist³. Um einen **ausschließlich aus einem Regelwerk bestehenden Markt** handelt es sich, wenn er sich auf der Grundlage eines Regelwerks bildet, das lediglich Fragen etwa der Mitgliedschaft, der Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel, des Handels zwischen Mitgliedern, der Meldung von Geschäften und gegebenenfalls die Transparenzpflichten regelt, aber keine technischen Handelsfazilitäten zur Zusammenführung von Aufträgen bereithält. Dabei kann es sich bei diesem Markt um ein organisiertes Handelssystem oder ein multilaterales Handelssystem handeln. Zu einem multilateralen Handelssystem wird er dadurch, dass die Zusammenführung der Kauf- und Verkaufsinteressen **nach nichtdiskretionären Regeln** erfolgt, d.h., er muss darauf angelegt sein, die Parteien effektiv und nicht nur gelegentlich⁴ zu einem Vertrag zu führen, der nach den Regeln des Systems oder über dessen Protokolle oder interne Betriebsverfahren ausgeführt wird (Erwägungsgrund 6 Satz 9 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004)⁵. Darin liegt das Hauptabgrenzungsmerkmal zu organisierten Handelssystemen, bei denen nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 schon die bloße Förderung der Zusammenführung genügt, ohne dass weitere Vorkehrungen für die Herbeiführung eines Vertragsschlusses nach Maßgabe der Regeln des Systems getroffen sein müssen⁶.
- 164 Weiter muss es sich bei den Handelssystemen um **multilaterale Systeme** i.S.v. § 2 Abs. 21 WpHG handeln, die die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt, d.h. um solche, bei denen sich der Betreiber des Systems auf die „risikolose“ Rolle⁷ desjenigen beschränkt, der die Parteien eines potentiellen Geschäfts über Finanzinstrumente – Verkäufer und Käufer – zusammenbringt und den Parteien im Übrigen den Handel untereinander ermöglicht. Deshalb handelt es sich nicht um multilaterale, sondern um bilaterale Handelssysteme, wenn deren Betreiber selbst Vertragspartei der über das System vermittelten Verträge werden sollen. Darüber hinaus werden nur solche Systeme erfasst, die eine **Vielzahl von Personen** und nicht nur eine beschränkte Zahl von Marktteilnehmern nach gleichen Regeln zum Vertragsschluss zusammenbringt, ohne dass es eines Auftrags zur einzelfallbezogenen Abschlussvermittlung bedarf. Dazu gehört, dass die Interessen jener Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten so zusammengeführt werden, dass den **Parteien kein Entscheidungsspielraum** verbleibt, ob sie im Einzelfall das Geschäft mit einem bestimmten Vertragspartner eingehen wollen oder nicht⁸. Erforderlich ist

1 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 221.

2 Vgl. RegE FRUG, BT-Drucks. 16/4028, 56: „Um von einem System im Sinne dieser Vorschrift zu sprechen, bedarf es zumindest eines Regelwerks über die Mitgliedschaft, die Handelsaufnahme von Finanzinstrumenten, den Handel zwischen den Mitgliedern, Meldungen über abgeschlossene Geschäfte und Transparenzpflichten; eine Handelsplattform im technischen Sinne ist nicht erforderlich“.

3 Vgl. RegE Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 56.

4 Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 87 („gewisse Kontinuität“), 90.

5 Nach Erwägungsgrund 6 Satz 7 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) bedeutet „nichtdiskretionär“, dass Regeln des Betreibers des multilateralen Handelssystems diesem „keinerlei Ermessensspielraum im Hinblick auf die möglichen Wechselwirkungen zwischen Interessen einräumen“.

6 Vgl. Spindler/Kasten, WM 2006, 1749, 1754 (echtes „Matching“ im System oder nach den Regeln des Systems erforderlich).

7 Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) spricht von „risikoloser Gegenpartei“, die zwischen Käufer und Verkäufer steht.

8 Erwägungsgrund 6 Satz 8 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.). S. auch Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 89.

darüber hinaus, dass es sich bei dem Geschäft, dessen Parteien zusammengebracht werden sollen, um den **Kauf oder den Verkauf** von Finanzinstrumenten handelt. Soweit darüber hinaus verlangt wird, dass das multilaterale Handelssystem darauf gerichtet ist, die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten zusammenzubringen, ist der Begriff „**Interesse am Kauf und Verkauf**“ in einem weiten Sinne zu verstehen und schließt Aufträge, Kursofferten und Interessenbekundungen ein¹.

ii) **Betrieb eines organisierten Handelssystems** (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG). Durch Art. 3 Nr. 3 lit. f cc 165 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) und den neuen § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG ist der Betrieb eines organisierten Handelssystems als neue Wertpapierdienstleistung in den Katalog der Wertpapierdienstleistungen des § 2 Abs. 8 WpHG aufgenommen worden. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG **definiert** diesen als Betrieb eines multilateralen Systems, bei dem es sich nicht um einen organisierten Markt oder ein multilaterales Handelssystem handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten innerhalb des Systems auf eine Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt (Betrieb eines organisierten Handelssystems). Der neue § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG dient der Umsetzung von Anhang 1 Abschnitt A Abs. 9 i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Die Erweiterung der Wertpapierdienstleistungen um den Betrieb eines organisierten Handelssystems dient zugleich der Umsetzung entsprechender Vorgaben der RL 2014/57/EU vom 16.4.2014 (Marktmissbrauchsrichtlinie, Rz. 6 d.). Eine § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1d KWG. Außer dass der Betrieb eines organisierten Handelssystems Merkmal zahlreicher anderer Definitionen des § 2 WpHG ist und eine Wertpapierdienstleistung darstellt, die damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Betrieb eines organisierten Handelssystems“ für die Anwendung von §§ 1, 3, 54, 72 f., 90, 138 WpHG, von §§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 120 Abs. 7 Nr. 2, Abs. 8 Nr. 68 f., 82, 84 f., Abs. 9 Nr. 5 WpHG und vor allem von § 75 WpHG über besondere Anforderungen an organisierte Handelssysteme Bedeutung.

Organisierte Handelssysteme sind – wie multilaterale Handelssysteme i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG – 166 **multilaterale Systeme**, d.h. gem. § 2 Abs. 21 WpHG die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt (dazu Rz. 257 f. und Rz. 164). Erfasst sind jedoch nur solche multilateralen Systeme, bei denen es sich nicht um einen organisierten Markt oder ein multilaterales Handelssystem handelt. Von **multilateralen Handelssystemen** unterscheiden sich multilaterale Systeme dadurch, dass die Zusammenführung Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems *nicht* nach nichtdiskretionären Bestimmungen erfolgen muss, wie dies für multilaterale Handelssysteme kennzeichnend ist (dazu und zur Abgrenzung der beiden Systeme Rz. 162). Das trennt multilaterale Systeme auch von **organisierten Märkten** als spezielle multilaterale Handelssysteme. Darüber hinaus sind organisierte Märkte gem. § 2 Abs. 11 WpHG – und darin müssen sich organisierte Handelssysteme als privat betriebene multilaterale Systeme (wie multilaterale Handelssysteme, Rz. 161) von diesen unterscheiden – durch staatliche Stellen genehmigte, geregelte und überwachte Handelssysteme.

jj) **Anlageberatung** (§ 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG). Ebenfalls **erstmalig in den Kreis von Wertpapierdienstleistungen aufgenommen** wurde aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. f des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) die vom Gesetz zuvor (in § 2 Abs. 3a Nr. 3 WpHG a.F.) als Wertpapiernebenleistung behandelte Anlageberatung. Die Änderung diente der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 4 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 5 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Die Vorschrift hat durch Art. 3 Nr. 3 lit. f dd 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) ihre heutige Nummerierung erhalten und wurde durch diese Bestimmung dahingehend geändert, dass an die Stelle der Formulierung „persönlichen Empfehlungen“ ein Verweis auf die umzusetzende Konkretisierung des Begriffs „persönliche Empfehlung“ i.S.d. Definition von „Anlageberatung“ in Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 RL 2014/65/EU (Rz. 6 b.) durch Art. 9 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) getreten ist. Eine entsprechende Bestimmung findet sich in § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG. Die Auslegung dieser Bestimmung ist – im Hinblick auf die Abschlussvermittlung als erlaubnispflichtiges Geschäft – Gegenstand des Gemeinsamen Informationsblatts der BaFin und der Deutschen Bundesbank, doch kann dieses auch für die Auslegung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG herangezogen werden. Außer dass Anlageberatung eine Wertpapierdienstleistung darstellt und damit allen Vorschriften für Wertpapierdienstleistungen unterfällt, hat der Begriff „Anlageberatung“ für die Anwendung der §§ 3, 63 f., 80, 87, 93 f. und 120 Abs. 8 Nr. 42 WpHG Bedeutung.

Nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG ist die eine Wertpapierdienstleistung darstellende **Anlageberatung** die 168 Abgabe von persönlichen Empfehlungen i.S.v. Art. 9 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungs Kanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird. Kernelement dieser Definition der Anlageberatung ist die **Abgabe einer Empfehlung** in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten. Als **Empfehlung** ist dabei jede Erklärung anzusehen, die ein be-

¹ Erwägungsgrund 6 Satz 6 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.); BaFin, Merkblatt multilaterale Handelssysteme, 1.b).

stimmtes Verhalten – hier in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten – als für den Adressaten vorteilhaft oder in seinem Interesse liegend¹ darstellt. Daran fehlt es, wenn dem Kunden lediglich eine Auskunft erteilt oder eine Information gegeben wird, „z.B. wenn der Dienstleister dem Kunden lediglich Erläuterungen über dessen in Finanzinstrumenten angelegtes Vermögen gibt, ohne dabei konkrete Vorschläge zur Änderung der Zusammensetzung dieses Vermögens zu unterbreiten“². Empfehlungen in Bezug auf **Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten** sind gegeben, wenn sich die Empfehlung auf Rechtsgeschäfte bezieht, die auch einzelne oder mehrere Finanzinstrumente i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG bezieht und diese konkret benennt. Die auf Arten von Finanzinstrumenten (wie etwa Aktien, Genussscheine, Derivate oder Zertifikate) beschränkte Empfehlung stellt ebenso wenig Anlageberatung dar wie die Empfehlung, Finanzinstrumente von Emittenten bestimmter Branchen (wie etwa Automobil, Banken- oder Technologiepapiere) oder Länder (wie etwa US-Papiere) anzuschaffen oder zu veräußern oder sich zur Beratung an ein bestimmtes Institut, einen bestimmten Vermögensverwalter oder eine bestimmte Person zu wenden³. Als empfohlene Rechtsgeschäfte kommen alle solchen über die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten in Betracht, wie namentlich „der Kauf, der Verkauf, die Zeichnung, der Tausch, der Rückkauf oder die Übernahme eines bestimmten Finanzinstruments“, darüber hinaus aber „auch das Halten eines bestimmten Finanzinstruments sowie die Ausübung bzw. Nichtausübung eines mit einem bestimmten Finanzinstrument einhergehenden Rechts betreffend den Kauf, den Verkauf, die Zeichnung, den Tausch oder den Rückkauf eines Finanzinstruments“⁴. Ausreichend ist, dass die Beratung auf Anschaffungs- und Veräußerungsgeschäfte gerichtet sind, weshalb die Beurteilung einer Tätigkeit für einen Kunden als Anlageberatung nicht deshalb ausscheidet, weil es bislang nur zu Gattungs- oder Branchenempfehlungen oder Halte- oder Nichterwerbsempfehlungen gekommen ist.

- 169 Die Definition der Anlageberatung in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG scheint die Empfehlung eines Geschäfts als **für den Anleger „geeignet“** genügen zu lassen, doch handelt es sich bei dem Kriterium der Eignung um ein solches, das im Zusammenhang mit der Beantwortung der Frage heranzuziehen ist, ob es sich bei der Empfehlung um eine persönliche handelt. Bloße Informationen etwa über einzelne Finanzinstrumente, mögliche Renditen oder die rechtlichen und steuerlichen Implikationen einer bestimmten Anlage beinhalten keine Empfehlung, solange sich damit nicht konkrete Anlagevorschläge verbinden. Die Empfehlung kann aus eigener Initiative des Empfehlenden oder aufgrund einer entsprechenden Veranlassung des Kunden erfolgen⁵. Das Gesetz stellt mithin nicht darauf ab, ob die Empfehlung auf der Grundlage entsprechender vertraglicher Verpflichtungen aus einem ausdrücklich oder stillschweigend⁶ zustande gekommenen und auf die Anlageberatung gerichteten Vertrag (Beratungsvertrag) erteilt wurde oder, unabhängig von solchen vertraglichen Verpflichtungen, auf Initiative des Empfehlenden erfolgte. Entscheidend ist, wie sich die Erklärung aus der Sicht des Erklärungsempfängers (d.h. des Kunden bzw. des Vertreters des Kunden) darstellt (objektiver Empfängerhorizont). Dabei spielen das Auftreten der Erklärenden einerseits und die dadurch hervorgerufenen oder dem Erklärenden erkennbaren berechtigten Erwartungen der Kunden bzw. der Vertreter der Kunden, wie sie der Unterscheidung zwischen Anlageberater und Anlagevermittler zugrunde liegen, eine nicht unerhebliche Rolle: Von demjenigen, der – als **Anlagevermittler** – im Lager des Emittenten steht und dessen Produkte vertreibt, darf nicht mehr als richtige und vollständige Information in Bezug auf die vermittelte Anlage erwartet werden⁷. Das schließt allerdings nicht aus, dass der Anlagevermittler im Einzelfall – namentlich, wenn das Erfordernis der persönlichen Empfehlung gegeben ist – diese Rolle überschreitet, d.h. über Informationen hinaus auch Empfehlungen abgibt. Unerheblich ist schließlich, ob der Empfehlung **gefolgt** wurde oder nicht⁸.
- 170 Weiter ist erforderlich, dass es sich bei den Empfehlungen um persönliche Empfehlungen handelt, die „**an Kunden oder deren Vertreter**“ gerichtet sind. Dabei sind als **Kunden** alle für Geschäfte mit bestimmten Fi-

1 So die Formulierung der BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 1 unter 2; Balzer, ZBB 2007, 333, 335; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 94.

2 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 1 unter 2.

3 So auch BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 1 unter 2.

4 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 1 unter 2. So auch Art. 9 Unterabs. 2 lit. a DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.).

5 BaFin, Merkblatt Anlageberatung, 3. a.E.

6 Zu eng RegE Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 56, wonach die Empfehlung „auf Initiative des Empfehlenden oder auf *ausdrücklichen* Wunsch des Kunden erfolgt“ sein könne (Hervorhebung hinzugefügt).

7 Ständige Rspr., etwa BGH v. 25.11.1981 – IVa ZR 286/80, ZIP 1982, 169 = WM 1982, 90; BGH v. 13.5.1993 – III ZR 25/92, ZIP 1993, 997 = WM 1993, 1238, 1239; BGH v. 13.1.2000 – III ZR 62/99, ZIP 2000, 355, 356 = WM 2000, 426; BGH v. 12.2.2004 – III ZR 359/02, ZIP 2004, 1055, 1057; BGH v. 12.7.2007 – III ZR 145/06, ZIP 2007, 1864, Rz. 8; BGH v. 5.3.2009 – III ZR 17/08, WM 2009, 739, 740 Rz. 11; BGH v. 17.2.2011 – III ZR 144/10, WM 2011, 505, 510 Rz. 9. Zu den Schwierigkeiten der Trennung von Anlageberatung und Anlagevermittlung insb. BGH v. 13.5.1993 – III ZR 25/92, ZIP 1993, 997 = WM 1993, 1238, 1239: „Stellung und Aufgaben eines Anlagevermittlers und Anlageberaters sind unterschiedlich. Dabei sind Überschneidungen möglich. Der jeweilige Pflichtenumfang kann nicht allgemein bestimmt werden, sondern nur anhand der Besonderheiten des Einzelfalls“. Aus dem Schrifttum etwa Assmann, Negativberichterstattung als Gegenstand der Nachforschungs- und Hinweispflichten von Anlageberatern und Anlagevermittlern, ZIP 2002, 637, 638 ff.

8 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 1 unter 2.

nanzinstrumenten und damit auch auf der Grundlage eines ausdrücklichen oder stillschweigenden Beratungsvertrags als Adressaten einer Empfehlung in Betracht kommenden natürlichen oder juristischen Personen¹, mithin auch potentielle Kunden, zu verstehen². Kunde kann auch der Vertreter einer Person, dem im Hinblick auf an Anschaffungs- oder Veräußerungsgeschäfte des Vertretenen in Bezug auf bestimmte Finanzinstrumente Empfehlung gegeben werden³. Die Erfahrung oder wertpapierhandelsgesetzliche Qualifikation des Kunden – etwa als professioneller Kunde i.S.v. § 67 Abs. 2 WpHG oder Privatkunde i.S.v. § 67 Abs. 3 WpHG – ist im Hinblick auf das Vorliegen einer Anlageberatung unerheblich. Eine Einschränkung des Kundenkreises im Hinblick etwa auf Kleinanleger oder ein Ausschluss etwa von institutionellen oder professionellen Kunden lässt sich der Bestimmung nicht entnehmen. Unerheblich ist deshalb, ob der Kunde über einschlägige Fachkenntnisse und Anlageerfahrungen verfügt. Um eine persönliche Empfehlung handelt es sich nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG auch dann, wenn diese gegenüber den **Vertretern der Kunden** abgegeben wird, wobei als Vertreter nicht nur solche im rechtsgeschäftlichen Sinne zu verstehen sind, sondern alle Personen, die – wie namentlich Repräsentanten oder Sachwalter – „im Lager“ des Kunden stehen⁴ und Einfluss auf dessen Anlageentscheidung haben. Anlageberatung betreibt mithin auch, wer Finanzportfolioverwalter i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 7 WpHG oder Kapitalverwaltungsgesellschaften i.S.v. § 1 Abs. 15 und 16 KAGB durch die Abgabe von Empfehlungen berät⁵.

Eine Anlageberatung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG verlangt des Weiteren die Abgabe von **persönlichen Empfehlungen**. Bezogen auf den mit § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG umgesetzten Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 RL 2014/65/EU (Rz. 6 b.) ergibt sich aus **Art. 9 Unterabs. 1 DelVO 2017/565** vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.), auf den die erstgenannte Bestimmung als in den Mitgliedstaaten unmittelbar geltende Vorschrift lediglich hinweist, dass eine persönliche Empfehlung eine Empfehlung ist, die an eine Person in ihrer Eigenschaft als Anleger oder potentieller Anleger oder in ihrer Eigenschaft als Beauftragter eines Anlegers oder potentiellen Anlegers gerichtet ist.

Nach **Art. 9 Unterabs. 2 DelVO 2017/565** (Rz. 6 b.) muss diese Empfehlung, um eine persönliche Empfehlung zu sein, *entweder* als für die betreffende Person geeignet dargestellt werden *oder* auf eine Prüfung der Verhältnisse der betreffenden Person gestützt sein. Im Hinblick auf die **Darstellung der Empfehlung als für die betreffende Person geeignet** muss die Empfehlung dem Kunden gegenüber als anlegergerecht, d.h. als geeignet dargestellt werden, die Anlageziele (Interessen) desselben zu erfüllen sowie dessen Vermögensverhältnissen und Risikotragungsfähigkeit zu entsprechen. Dabei brauchen solche Begriffe nicht zu fallen, vielmehr ist es ausreichend, wenn ein Kunde die Empfehlung so deuten darf, dass die abgegebene Empfehlung auf einer Berücksichtigung seiner persönlichen Umstände beruht. Hierbei genügt es wiederum, wenn „der Dienstleister zurechenbar den Anschein setzt, bei der Abgabe der Empfehlung die persönlichen Umstände des Anlegers berücksichtigt zu haben“⁶. Erfolgt die Empfehlung gegenüber einem Finanzportfolioverwalter oder einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (Rz. 170), ist dem vorerwähnten Erfordernis Genüge getan, „wenn der Berater die bisherige Vermögenszusammensetzung oder die verfolgte Anlagestrategie der Gesellschaft berücksichtigt oder einen entsprechenden Eindruck erweckt“⁷.

Für eine **Prüfung der persönlichen Umstände** des Kunden ist – um der Definition der Anlageberatung zu genügen, obschon möglicherweise nicht dessen vertraglichen und aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten gerecht werdend – nicht notwendigerweise eine umfassende Prüfung der Verhältnisse des Kunden im Hinblick auf seine Anlageziele und seine Risikotragungsfähigkeit erforderlich. Vielmehr reicht es aus, „wenn der Kunde den betreffenden Dienstleister lediglich in allgemeiner Form über seine finanzielle Situation unterrichtet und der Dienstleister daraufhin Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten empfiehlt“⁸. Die Empfehlung ist dann als auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt anzusehen, wenn der Dienstleister die erhaltene Information bei der seiner Empfehlung berücksichtigt hat⁹, wobei es ausreicht, wenn er sie zumindest mitberücksichtigte. Darüber hinaus muss die Empfehlung nach dieser Vorschrift darauf abzielen, dass eine der folgenden Handlungen getätigt wird: a) Kauf, Verkauf, Zeichnung, Tausch, Rückkauf, Halten oder Übernahme eines bestimmten Finanzinstruments; b) Ausübung bzw. Nichtausübung eines mit einem bestimmten Finanzinstrument einhergehenden Rechts betreffend Kauf, Verkauf, Zeichnung, Tausch oder Rückkauf eines Finanzinstruments. Erkennbar in Werbemaßnahmen eingekleidete Empfehlungen sind nicht geeignet, die Erwartung zu wecken, sie beruhten auf einer Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers und potentiellen Kunden. Daran wird es auch bei Postsendungen mit gleichlautenden Empfehlungen an einen bestimmten Personenkreis fehlen, gleich wie dieser auch immer nach Art und Umfang bestimmt worden sein mag.

1 § 67 Abs. 1 WpHG. S. auch Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.).

2 Schon 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 114 m.w.N. Das ist nunmehr ausdrücklich in Art. 9 Unterabs. 1 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) so geregelt.

3 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 2 zu 3. und S. 3 noch zu 3.

4 BaFin, Merkblatt Anlageberatung, S. 2 unter 3.

5 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 3 noch zu 3.

6 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 3 zu 4.

7 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 3 zu 4 a.E.

8 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 3 zu 4.

9 BaFin/Deutsche Bundesbank, Gemeinsames Informationsblatt Anlageberatung, S. 3 zu 4.

- 174 Eine Empfehlung wird nach **Art. 9 Unterabs. 3 DelVO 2017/565** (Rz. 6 b.) nicht als persönliche Empfehlung betrachtet, wenn sie **ausschließlich für die Öffentlichkeit abgegeben** wird¹. Das ist der Fall, wenn für die Verbreitung einer Empfehlung Informationsverbreitungskanäle verwendet werden, mit denen ihrer Art nach eine unbestimmte Zahl von Personen erreicht wird. Davon wiederum ist etwa bei der Abgabe von Empfehlungen in der Presse oder im Rundfunk, im Internet (namentlich in sozialen Medien) oder öffentlich zugänglichen Veranstaltungen auszugehen. Empfehlungen in Postsendungen an einen bestimmten Personenkreis mögen nicht als ausschließlich für die Öffentlichkeit gegeben angesehen werden, erfüllen regelmäßig aber zumindest nicht das Erfordernis der Prüfung der persönlichen Umstände (Rz. 173).
- 175 Mangels persönlicher Empfehlung (Rz. 172) scheiden erkennbar allgemein gehaltene, d.h. als generell vorteilhaft dargestellte **Anlagetipps** aus der Anlageberatung aus, auch wenn sie ihren Adressaten nicht über entindividualisierte Informationsverbreitungskanäle, sondern durch individuelle Kommunikationsformen (wie etwa persönlich gehaltene Postsendungen oder E-Mails) erreichen. Insbesondere einem Kunden oder seinem Vertreter unaufgefordert zugehenden oder zugängliche Anlagetipps sind erkennbar solche, die sich an das Anlegerpublikum wenden, ohne zu beanspruchen, die individuellen Verhältnisse des einzelnen Anlegers zu berücksichtigen, geschweige denn, auf der Prüfung der Verhältnisse der betreffenden Person zu beruhen. Das gilt auch für Publikationen wie **Börsenbriefe**, **Börseninformationsdienste** oder **Kapitalanlagemagazine**² und die in ihnen enthaltenen Anlagetipps, gleich ob sie unverlangt oder aufgrund einer Nachfrage oder eines Abonnements zum Kunden oder zu dessen Vertreter gelangen. In keinem der angeführten Fälle ist auch der Tatbestand der Vermittlungs- oder Nachweistätigkeit i.S.d. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 4 WpHG erfüllt. Dafür werden sie regelmäßig den Tatbestand der Anlageempfehlung als eine Wertpapiernebenendienstleistung i.S.v. § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG erfüllen.
- 176 An der tatsächlichen oder vorgeblichen Berücksichtigung persönlicher Verhältnisse des Anlegers fehlt es des Weiteren bei **Finanzanalysen**, seien es Anlagestrategieempfehlungen und Anlageempfehlungen i.S.v. von § 85 Abs. 1 WpHG oder seien es solche, die sich lediglich einen solchen Anschein geben. Auch wenn sie einem Kunden oder seinem Vertreter persönlich zugänglich gemacht werden und sich aus ihnen die Empfehlung des Erwerbs eines bestimmten Finanzinstruments ergibt, beruhen diese doch in erster Linie und erkennbar auf der Analyse eines Emittenten oder einzelner Finanzinstrumente. Anders verhält es sich, wenn eine für den Kunden als Berater tätige und mit seinen Verhältnissen vertraute Person diesem oder seinem Vertreter eine Finanzanalyse mit Erklärungen zugänglich macht, aus der sie persönliche Empfehlungen (Rz. 172) ableiten. Soweit Finanzanalysen einen Kunden oder seinen Vertreter nur im Wege von Veröffentlichungen erreichen, fehlt es sowohl an einer persönlichen Empfehlung als auch an der für die Anlageberatung in Frage kommenden Form der Kommunikation der Empfehlung (Rz. 174)³. Schließlich mangelt es an einer persönlichen Empfehlung (Rz. 172) auch bei **Veranstaltungen** (etwa sog. **Roadshows**), bei denen einem ausgewählten Kreis von interessierten Anlegern, deren genauere finanzielle Verhältnisse den Veranstaltern unbekannt sind, bestimmte Finanzprodukte vorgestellt und zur Anlage empfohlen werden. Selbst wenn in diesen Fällen dem Veranstalter die finanziellen Verhältnisse des einzelnen Anlegers (aufgrund anderweitiger Verbindungen) zumindest rudimentär bekannt sein sollten, kann der Kunde oder sein Vertreter von der gegenüber allen Teilnehmern ausgesprochenen Empfehlung nicht erwarten, diese habe die Eignung der empfohlenen Geschäfte gerade für ihn berücksichtigt. Sind solche Veranstaltungen öffentlich, werden die Empfehlungen in einer entindividualisierten Form kommuniziert, die eine Anlageberatung ausschließt (Rz. 174). Erkennbar als **Werbemaßnahmen** zu identifizierende Erklärungen sind weder in der Lage, den Eindruck einer persönlichen Empfehlung zu wecken, noch gelangen sie in der Regel in der gebotenen individuellen Kommunikationsform zum Kunden oder zu seinen Vertretern.
- 177 **9. Wertpapiernebendienstleistungen (§ 2 Abs. 9 WpHG). a) Normentwicklung und systematische Stellung der Vorschrift.** Der in § 2 Abs. 9 WpHG definierte Begriff der **Wertpapiernebendienstleistungen** ist – teils direkt (in 19 Bestimmungen), teils indirekt (als Merkmal anderer Definitionen in § 2 WpHG und über die Begriffsverbindung Wertpapiernebendienstleistungsunternehmen in § 2 Abs. 1 WpHG) – **Anknüpfungspunkt** zahlreicher Vorschriften des WpHG.
- 178 Der ursprünglichen Fassung des WpHG war der Begriff der Wertpapiernebendienstleistungen unbekannt. Mit dem Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) wurden die Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen im seinerzeitigen Abschnitt 6 WpHG (a.F.) – §§ 31 ff. WpHG a.F., heute §§ 63 ff. WpHG – auch auf die Erbringung solcher Dienstleistungen ausgerichtet, die **typischerweise im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung** stehen. Das Gesetz bezeichnete diese Dienstleistungen als Wertpapiernebendienstleistungen und definierte sie in § 2 Abs. 3a Nr. 1 bis 4 WpHG a.F. Mit der Erweiterung des Anwendungsbereichs der §§ 31 ff. WpHG a.F. sowie der Umschreibung der Wertpapiernebendienstleistungen in § 2 Abs. 3a WpHG a.F. machte der Gesetzgeber von der in Art. 11 Abs. 1 Satz 3 RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) eingeräumten Möglichkeit Gebrauch, den Anwendungsbereich der nach Art. 11

¹ Grundmann in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 82.

² Vgl. Balzer, ZBB 2007, 333, 335; Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 1114; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 95; Schäfer in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 1 KWG Rz. 123 f.

³ BaFin, Merkblatt Anlageberatung, 5. a.E.

Abs. 1 Satz 1 RL 93/22/EWG zu erlassenden und im Abschnitt 6 des WpHG niedergelegten Wohlverhaltensregeln auf Wertpapiernebendienstleistungen i.S.v. Abschnitt C des Anhangs RL 93/22/EWG zu erstrecken. Mit Art. 1 Nr. 2 lit. g des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) wurde der Kreis der Nebendienstleistungen erweitert und modifiziert. Die Änderungen dienten der Umsetzung von Anhang I Abschnitt B RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Aufgrund von Art. 1 Nr. 3 lit. c 1. FiMaNoG (Rz. 5 b.) wurden im seinerzeitigen § 2 Abs. 3a Nr. 5 WpHG a.F. einige redaktionelle Änderungen vorgenommen, um die Begrifflichkeit an den Wortlaut der neuen, direkt anwendbaren Art. 20 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) anzupassen¹. Art. 3 Nr. 3 lit. g 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) hat der Vorschrift ihre neue Nummerierung gegeben (Rz. 4) und kleinere Anpassungsänderungen in § 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG mit sich gebracht.

Wenngleich es sich bei den Wertpapiernebendienstleistungen nach § 2 Abs. 9 WpHG um Dienstleistungen handelt, die typischerweise zusammen mit Wertpapierdienstleistungen (§ 2 Abs. 8 WpHG) erbracht werden, stellt es doch kein begrifflich-tatbestandliches Merkmal von Wertpapiernebendienstleistungen dar, dass diese in einem **einzelgeschäftsbezogenen inneren Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen** stehen². Ein solcher Zusammenhang ist nur erforderlich, soweit das Gesetz ihn im Hinblick auf einzelne Wertpapiernebenleistung – wie in § 2 Abs. 9 Nr. 4, 6 und 7 WpHG – ausdrücklich verlangt oder – wie in § 2 Abs. 9 Nr. 2 WpHG – voraussetzt³. Unternehmen, die ausschließlich Wertpapiernebenleistungen erbringen, sind nach der Begriffsbestimmung in § 2 Abs. 10 WpHG keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen, so dass die für Wertpapierdienstleistungsunternehmen geltenden Vorschriften auf die Dienstleistungen dieser Unternehmen keine Anwendung finden. Ist ein Unternehmen dagegen ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.v. § 2 Abs. 10 WpHG, so finden die für diese maßgeblichen Vorschriften auch dann Anwendung, wenn das Unternehmen gegenüber einem Kunden allein Wertpapiernebenleistungen erbringt.

b) Depotgeschäft (§ 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG). Nach § 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG stellen die mit der Kurzbezeichnung Depotgeschäft versehene Verwahrung und die Verwaltung von Finanzinstrumenten für andere, einschließlich Depotverwahrung und verbundener Dienstleistungen wie Cash-Management oder die Verwaltung von Sicherheiten mit Ausnahme der Bereitstellung und Führung von Wertpapierkonten auf oberster Ebene (zentrale Kontenführung) gem. Abschnitt A Nr. 2 des Anhangs VO Nr. 909/2014⁴ eine Wertpapierdienstleistung dar. Die Vorschrift geht auf das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) zurück und ist durch Art. 1 Nr. 2 lit. g des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) geändert worden⁵. Ihre heutige, Anhang 1 Abschnitt B Abs. 1 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) gemäß seiner Änderung durch Art. 71 Nr. 3 VO Nr. 909/2014 umsetzende, Fassung geht auf Art. 3 Nr. 3 lit. g 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) zurück, durch den sie zugleich ihre Neunummerierung als § 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG erhielt (Rz. 4). Eine der Vorschrift (nur) im Kern entsprechende Bestimmung, zu der die BaFin das Merkblatt Depotgeschäft veröffentlicht hat, findet sich in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG.

Eine Wertpapiernebenleistung i.S.d. § 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG liegt vor, wenn das Unternehmen entweder die **Verwahrung** oder die **Verwaltung** von Finanzinstrumenten für andere – d.h. zumindest eine dieser Dienstleistungen – erbringt⁶. Die Verwahrung schließt die **Depotverwahrung** mit ein und die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten umfasst auch mit diesen **verbundene Dienstleistungen** wie Cash-Management oder die Verwaltung von Sicherheiten. Besteht die in Frage stehende Dienstleistung jedoch nur in der Bereitstellung und Führung von Wertpapierkonten auf oberster Ebene, d.h. der zentralen Kontenführung i.S.v. Abschnitt A Nr. 2 des Anhangs VO Nr. 909/2014 (Rz. 180), so stellt diese kein Depotgeschäft dar⁷.

Verwahrung i.S.d. Bestimmung ist die Gewährung von Raum und Übernahme der Obhut, wobei bei bloßer Raumgewährung ohne Obhut lediglich die Raummiete (etwa ein sog. Save-Vertrag) oder die Raumleihe in Betracht kommt⁸. Im Hinblick auf die Verwahrung kommen sämtliche Formen der Verwahrung von Finanzinstrumenten in Betracht, namentlich die vom Depotgesetz für die Verwahrung von Wertpapieren vorgesehe-

1 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zum Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/8099 v. 13.4.2016, 1, 105.

2 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 102; *Fuchs* in *Fuchs*, § 2 WpHG Rz. 131; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 105; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 88.

3 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 102; *Kumpan* in *Schwark/Zimmer*, § 2 WpHG Rz. 105; *Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, § 2 WpHG Rz. 88.

4 Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.7.2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ABl. EU Nr. L 257 v. 28.8.2014, S. 1.

5 Einzelheiten hierzu und zur europasekundärrechtlichen Grundlage der Vorschrift bis zu ihrer Änderung durch das 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) 6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 124.

6 *BaFin*, Merkblatt Depotgeschäft, 1.b): „Die beiden Tatbestandsmerkmale ‚Verwahrung‘ und ‚Verwaltung‘ stehen alternativ zueinander; jede Variante begründet für sich allein das Depotgeschäft.“

7 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 222.

8 *BaFin*, Merkblatt Depotgeschäft, 1.b)aa).

nen Verwahrarten in Gestalt der Sonderverwahrung (§ 2 DepotG) einschließlich der Drittverwahrung (§ 3 DepotG) sowie der Sammelterwahrung i.S.v. §§ 5 ff. DepotG (Girosammelterwahrung und Haussammelterwahrung nach § 5 Abs. 1 Satz 2 DepotG und Drittverwahrung i.S.v. § 5 Abs. 1 Satz 2 i.V.m. § 3 Abs. 1 Satz 1 DepotG)¹. An der Verwahrung von Finanzinstrumenten fehlt es, wenn dem Unternehmen die Finanzinstrumente in einem verschlossenen Behälter übergeben werden und es keine Kenntnis von den Finanzinstrumenten hat. In diesem Fall liegt keine Wertpapiernebenendienstleistung, sondern ein auf das Behältnis als bewegliche Sache bezogenes, rein bürgerlichrechtliches Verwahrgeschäft i.S.v. §§ 688 ff. BGB vor. Für die Verwahrung von Wertpapieren nach dem Depotgesetz folgt dies schon aus § 1 Abs. 2 DepotG.

- 183 Die **Verwaltung** von Finanzinstrumenten liegt vor, wenn sich das Unternehmen aufgrund vertraglicher Vereinbarungen neben oder zu der Verwahrung von Finanzinstrumenten verpflichtet hat, die Rechte aus (i.d.R. verwahrten) Finanzinstrumenten wahrzunehmen und alle im Übrigen damit zusammenhängenden Handlungen – etwa Überwachungsaufgaben – vorzunehmen. Im Einzelnen gehören dazu vor allem die Inkassotätigkeit, Benachrichtigungs- und Prüfungspflichten und gegebenenfalls auch die Ausübung des Auftragsstimmrechts sowie die Einziehung des Gegenwerts bei Fälligkeit, wobei auch Ausübung nur einzelner dieser Verwaltungstätigkeiten den Tatbestand der Verwaltung erfüllt².
- 184 Mit dem Merkmal „**für andere**“ bringt das Gesetz zum Ausdruck, dass es sich hierbei um eine Dienstleistung für einen Kunden handeln muss, die Verwahrung und Verwaltung eigener Finanzinstrumente dagegen keine Wertpapiernebenendienstleistung zu begründen vermag³. Anderer und Kunde können auch der Emittent der Finanzinstrumente⁴ oder die Mitglieder des engsten Familienverbundes sein. Im letzten Falle sieht die BaFin allerdings „grundsätzlich“ keine Verwaltung für andere, sofern die Verwaltung unentgeltlich erfolgt⁵. Darüber hinaus schließt die BaFin auch **Wertpapierdarlehen** und **Wertpapierpensionsgeschäfte** (Wertpapiere, die in Pension genommen werden, sog. Repurchase Agreements), aus dem Anwendungsbereich des Depotgeschäfts aus⁶: Zum einen betrieben die Wertpapierdarlehensnehmer oder -pensionsnehmer nicht das Depotgeschäft, auch wenn § 15 Abs. 3 DepotG die Formvorschrift des § 15 Abs. 2 DepotG sinngemäß gelten lasse; zum anderen schlossen sich Darlehen und Verwahrung aus, da darlehensweise erlangte Wertpapiere nicht für andere, sondern im eigenen Interesse verwahrt und/oder verwaltet würden. **Finanzinstrumente** sind die in § 2 Abs. 4 WpHG angeführten Instrumente.
- 185 Die Vorschrift fügt den Merkmalen „Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für andere“ den Zusatz **einschließlich Depotverwahrung und verbundener Dienstleistungen** hinzu. Der Zusatz bewirkt, dass verbundene Dienstleistungen Teil der in § 2 Abs. 9 Nr. 1 WpHG erfassten Wertpapiernebenendienstleistung sind und ihre Erbringung den gleichen Vorschriften unterliegt wie die Verwahrung oder Verwaltung der Finanzinstrumente als solche.
- 186 **c) Kredite für Wertpapierdienst- und Wertpapiernebenendienstleistungen (§ 2 Abs. 9 Nr. 2 WpHG).** Nach § 2 Abs. 9 Nr. 2 WpHG stellt auch die Gewährung von Krediten oder Darlehen an andere für die Durchführung von Wertpapierdienstleistungen eine Wertpapiernebenendienstleistung dar, sofern das Unternehmen, das den Kredit oder das Darlehen gewährt, an diesen Geschäften beteiligt ist. Die Bestimmung geht auf das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) zurück und diente seinerzeit der Umsetzung von Art. 11 Satz 3 mit Anhang Abschnitt C Nr. 3 RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8). Die Vorschrift ist durch Art. 1 Nr. 2 lit. g des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) zum Zwecke der adäquaten Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. Anhang I Abschnitt B Nr. 2 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.) geringfügig geändert worden. Durch Art. 3 Nr. 3 lit. g 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) hat die Vorschrift ihre heutige Fassung erhalten.
- 187 Die Vorschrift setzt die Gewährung von **Krediten oder Darlehen** voraus. Dabei darf der Begriff des Kredits als der weitere (und den des Darlehens miteinschließend) angesehen werden, denn er umfasst sowohl die Gewährung eines Geldbetrags (d.h. eines Darlehens i.S.v. § 488 Abs. 1 Satz 1 BGB) als auch die Stundung oder die zeitlich hinausgeschobene Zahlung eines Geldbetrags. Ein **Sachdarlehen** ist kein Kredit oder Darlehen nach § 2 Abs. 9 Nr. 2 WpHG, so dass die Wertpapierleihe als Kreditgeschäft im Sinne dieser Vorschrift ausscheidet⁷.

1 BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 1.b)aa) mit Einzelheiten zu den Verwahrarten.

2 BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 1.b)bb): „Verwalten ist im weitesten Sinne die laufende Wahrnehmung der Rechte aus dem Wertpapier.“

3 So auch BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 1.c): „Für andere“ erfasst jede Form der Verwahrung oder Verwaltung für jede Person oder Personenmehrheit außer dem eigenen Unternehmen, es sei denn, sie erfolgt, einschließlich des Abschlusses des Depotvertrags, in offener Stellvertretung“.

4 Vgl. BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 1.c).

5 Vgl. BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 1.c).

6 BaFin, Merkblatt Depotgeschäft, 1.c).

7 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 102. Baum in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 209; Fuchs in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 136; Kumpan in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 107; Schäfer in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 92.

Wieder wird mit dem Merkmal der Gewährung von Krediten oder Darlehen **an andere** verlangt, dass es sich bei derselben um eine kundenbezogene Dienstleistung handelt. Diese fehlt bei der Kreditvergabe an konzern-
eingebundene Unternehmen. Der Kredit oder das Darlehen müssen des Weiteren **für die Durchführung von Wertpapierdienstleistungen** gewährt werden. Dadurch wird unmissverständlich¹ zum Ausdruck gebracht, dass damit auch alle Kosten gemeint sind, welche die Durchführung einer Wertpapierdienstleistung mit sich bringt. Das werden in der Regel die Geldmittel sein, die zum Erwerb eines Finanzinstruments erforderlich sind, doch können Gegenstand der Finanzierung auch die im Falle etwa des Platzierungsgeschäfts zu zahlenden Provisionen sein.

Schließlich werden von § 2 Abs. 9 Nr. 2 WpHG nur solche Kredite oder Darlehen erfasst, die ein Unternehmen zur Durchführung von Wertpapierdienstleistungen gewährt, an **denen es selbst beteiligt** ist. Nach der durch Art. 1 Nr. 2 lit. g Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) geänderten früheren Fassung der Vorschrift musste das Darlehen oder der Kredit von einem Unternehmen gewährt werden, das die finanzierte Wertpapierdienstleistung durchführt. Schon unter dem früheren Wortlaut der Vorschrift war unter Bezugnahme auf Abschnitt C Nr. 3 des Anhangs RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) anerkannt, dass es die Vorschrift nicht ausschließt, eine Wertpapiernebenleistung auch dann anzunehmen, wenn das den Kredit oder das Darlehen gewährende Unternehmen an der Durchführung der Wertpapiernebenleistungen lediglich beteiligt ist, es also nicht allein ausführt². Der – unter Übernahme der Formulierung in Anhang I Abschnitt B Nr. 2 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Rz. 7 b.) – geänderte Wortlaut der Vorschrift lässt hieran keinen Zweifel mehr. Der Wortlaut der Bestimmung lässt im Übrigen nicht erkennen, dass der **Kredit- oder Darlehensnehmer** mit dem **Vertragspartner oder Begünstigten** aus dem kredit- oder darlehensfinanzierten Wertpapierdienstleistungsgeschäft **identisch** sein muss³.

d) Unternehmensberatung (§ 2 Abs. 9 Nr. 3 WpHG). Nach § 2 Abs. 9 Nr. 3 WpHG gehört zu den Wertpapiernebenleistungen die Beratung von Unternehmen über die Kapitalstruktur, die industrielle Strategie sowie die Beratung und das Angebot von Dienstleistungen bei Unternehmenskäufen und Unternehmenszusammenschlüssen. Diese Dienstleistungen sind erstmals mit der Änderung des § 2 Abs. 3a WpHG a.F. durch Art. 1 Nr. 2 lit. g des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) in den Kreis der Wertpapiernebenleistungen aufgenommen worden. Die Streichung der zuvor in § 2 Abs. 3a Nr. 3 WpHG a.F. als Wertpapiernebenleistung aufgeführten Anlageberatung war dem Umstand geschuldet, dass diese aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. f des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes ausweislich § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 WpHG in den Kreis der Wertpapierdienstleistungen gelangte. Die Änderung von § 2 Abs. 3a Nr. 3 WpHG a.F. diente der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. Anhang I Abschnitt B Nr. 3 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.). Der Vorschrift entspricht die Finanzunternehmen betreffende Bestimmung des § 1 Abs. 3 Satz 1 Nr. 7 KWG.

§ 2 Abs. 9 Nr. 3 WpHG erfasst nur **allgemeine Beratungsleistungen** für Unternehmen. Die Abgabe von Empfehlungen zur Vornahme von Geschäften mit bestimmten Finanzinstrumenten, welche die individuellen Verhältnisse des beratenen Unternehmens berücksichtigt, unterfällt der Anlageberatung i.S.v. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG und stellt keine Wertpapiernebenleistung nach § 2 Abs. 9 Nr. 3 WpHG dar. Die **Beratung** kann sich auf die **Kapitalstruktur**, d.h. die Zusammensetzung der dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Finanzmittel durch verschiedene Formen und Zwischenformen von Eigen- oder Fremdkapital (bilanzielle Zusammensetzung des Kapitals), beziehen, oder die **industrielle Strategie** zum Gegenstand haben. Letzteres umfasst nicht nur Fragen der planvollen Verfolgung von Vorhaben in Bezug auf die industrielle Fertigung von Produkten oder Entwicklung von Dienstleistungen durch Mechanisierung und Automatisierung bzw. Standardisierung, sondern auch – allgemeiner – die produkt-, fertigungs- und marktbezogene Entwicklung des Unternehmens unter Einbeziehung von Überlegungen zur Standortwahl und Standortveränderung, und schließt selbst die Beratung des Unternehmens im Hinblick auf seine Organisation nicht aus, da diese die Stellung des Unternehmens als Marktteilnehmer beeinflusst. Weiter erfasst wird die Beratung und das Angebot von Dienstleistungen bei **Unternehmenskäufen und Unternehmenszusammenschlüssen**, soweit es sich dabei nicht nur um eine solche der (speziellen, v.a. standesrechtlichen Verhaltenspflichten unterworfenen) Rechtsberatung handelt.

e) Devisengeschäft (§ 2 Abs. 9 Nr. 4 WpHG). Als Wertpapiernebenleistungen galten bis zur Neufassung der – auf Änderungen des WpHG durch das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1) zurückgehenden – Vorschrift durch Art. 1 Nr. 2 lit. g des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) alle in § 2 Abs. 3 Nr. 1 bis 4 WpHG a.F. genannten Tätigkeiten, soweit sie Devisengeschäfte zum Gegenstand hatten

1 A.A. („missverständlich“) und zu Unrecht auf Dienstleistungen verengend, die den Erwerb von Finanzinstrumenten zum Gegenstand haben, *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 161; offen *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 208.

2 Näher 4. Aufl., § 2 WpHG Rz. 73. Auch *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 209; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 107.

3 Ebenso *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 209; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 107.

und im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen standen. Den Vorgaben von Anhang I Abschnitt B Nr. 4 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.) folgend, ist mit der Änderung der Bestimmung durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz die Beschränkung der Devisengeschäfte auf bestimmte Wertpapierdienstleistungen gestrichen worden, so dass nunmehr **alle Devisengeschäfte, die in Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen** i.S.v. § 2 Abs. 8 WpHG erbracht werden, als Wertpapiernebenleistung erfasst werden. Erforderlich ist ein **sachlicher Zusammenhang** mit einer Wertpapierdienstleistung¹, nicht nur ein bloß zeitlicher. Seit der auf das **Anlegerschutzverbesserungsgesetz** vom 28.10.2004² zurückgehenden Einbeziehung von Devisentermingeschäften in den Derivatebegriff, die Erfassung von Derivaten als Finanztermingeschäfte und der auf diese bezogenen Dienste als Wertpapierdienstleistungen in § 2 Abs. 8 WpHG ist die Bedeutung von § 2 Abs. 9 Nr. 4 WpHG zurückgegangen und besteht im Wesentlichen nur noch darin, **Devisenkassengeschäfte** (Geschäfte in Gestalt des Tauschs von Devisen mit einem Erfüllungszeitpunkt von zwei Tagen nach Geschäftsabschluss) zu erfassen³.

- 192 **f) Anlagestrategieempfehlung und Anlageempfehlung (§ 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG).** Die aktuelle Fassung der Vorschrift geht auf Art. 1 Nr. 3 lit. c 1. FiMaNoG (Rz. 5 f.) zurück, mit dem der frühere Wortlaut der Bestimmung – § 2 Abs. 3a Nr. 5 WpHG a.F. – an die Begrifflichkeit der direkt anwendbaren **Art. 20 VO Nr. 596/2014** vom 16.4.2014 (Rz. 6 c.) **über Anlageempfehlung und Statistik** und des dieser Bestimmung entsprechenden neugefassten **§ 85 WpHG über Organisationspflichten** von Unternehmen, die Anlagestrategieempfehlungen oder Anlageempfehlungen erstellen oder verbreiten, angepasst wurde⁴. Die **frühere Fassung** der Vorschrift ist aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. g des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) in das Gesetz aufgenommen worden, setzte Anhang I Abschnitt B Nr. 5 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.) um und erfasste als Wertpapiernebenleistung 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 enthielten.
- 193 In ihrer heutigen Fassung qualifiziert sie Anlagestrategieempfehlungen – d.h. das Erstellen oder Verbreiten von Empfehlungen oder Vorschlägen von Anlagestrategien i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 VO Nr. 596/2014 vom 16.4.2014 (Rz. 6 c.) – und Anlageempfehlungen – d.h. Anlageempfehlungen Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 VO Nr. 596/2014 vom 16.4.2014 (Rz. 6 c.) zu Wertpapiernebenleistungen. **Empfehlung oder Vorschlag einer Anlagestrategie** bezeichnet nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 VO Nr. 596/2014 zum einen (i) eine von einem unabhängigen Analysten, einer Wertpapierfirma, einem Kreditinstitut oder einer sonstigen Person, deren Haupttätigkeit in der Erstellung von Anlageempfehlungen besteht, oder einer bei den genannten Einrichtungen im Rahmen eines Arbeitsvertrags oder anderweitig tätigen natürlichen Person erstellte Information, die direkt oder indirekt einen bestimmten Anlagevorschlag zu einem Finanzinstrument oder einem Emittenten darstellt, und zum anderen (ii) eine von anderen als den in Ziffer i genannten Personen erstellte Information, die direkt eine bestimmte Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorschlägt. **Anlageempfehlungen** sind nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) Informationen mit expliziten oder impliziten Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien in Bezug auf ein oder mehrere Finanzinstrumente oder Emittenten, die für Verbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit vorgesehen sind, einschließlich einer Beurteilung des aktuellen oder künftigen Wertes oder Kurses solcher Instrumente.
- 194 Um nicht jede (auch private) Form der Kommunikation einer Anlageempfehlung zur Wertpapiernebenleistung zu machen, erfasst die Vorschrift nur das **Erstellen oder Verbreiten** von Anlagestrategieempfehlung und Anlageempfehlung im vorstehenden Sinne. Es braucht nur eine der angeführten Handlungsformen erfüllt zu sein, doch kommt im Hinblick auf die Verbreitung einer Information nicht jede beliebige Information in Betracht, sondern nur die Verbreitung oder Weitergabe einer im Sinne der Bestimmung „erstellten“ Anlagestrategieempfehlung und Anlageempfehlung. Nur so können die Merkmale die ihnen zukommende Funktion der Einengung des Kreises der § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG unterfallenden Empfehlungen erfüllen. Dass sie eine solche haben, ist schon dem Umstand zu entnehmen, dass sich die Vorschrift nicht auf die schiere Kommunikation (d.h. Verbreitung oder Weitergabe) von Empfehlungen beschränkt. Eine Empfehlung i.S.v. § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG ist – für die Zwecke v.a. des § 85 WpHG – als **erstellt** anzusehen, wenn sie „inhaltlich erarbeitet, äußerlich gestaltet oder inhaltlich wesentlich verändert oder in ihrem äußeren Erscheinungsbild wesentlich modifiziert wird“⁵. Eine Empfehlung wird **verbreitet** i.S.v. § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG, wenn die erstellte Information ei-

1 Auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 109; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 141, der – konkretisierend, aber unnötig verengend – einen „direkten“ und „einzelfallgeschäftsbezogenen“ Zusammenhang mit der Erbringung einer Dienstleistung verlangt.

2 BGBl. I 2004, 2630.

3 Vgl. *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 211; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 140; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 109.

4 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zum Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/8099 v. 13.4.2016, 1, 105.

5 5. Aufl., § 34b WpHG Rz. 27.

ner Vielzahl von Personen zugänglich gemacht werden soll und wird¹. Im Unterschied zu anderen Bestimmungen des WpHG – wie etwa der Finanzanalyse – ist hier von Verbreitung und nicht etwa (wie bei der Anlageberatung in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 10 WpHG) von einer Verbreitung über Informationsverbreitungs Kanäle oder von Bekanntgabe für die Öffentlichkeit oder (wie etwa in § 34b WpHG a.F. für die Finanzanalyse) von öffentlicher Verbreitung die Rede. Von der Verbreitung einer Empfehlung i.S.v. § 2 Abs. 9 Nr. 5 WpHG ist deshalb auch dann auszugehen, wenn sie nicht im Sinne der Mitteilung an einen unbestimmten Personenkreis öffentlich gemacht, sondern lediglich einem von vornherein bestimmten Personenkreis mitgeteilt wird.

g) Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Emissionsgeschäft (§ 2 Abs. 9 Nr. 6 WpHG). Die Vorschrift ist aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. g des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) in das Gesetz aufgenommen worden, setzt Anhang I Abschnitt B Nr. 6 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.) um und erfasst als Wertpapiernebenleistung alle Dienstleistungen, die im Zusammenhang mit dem Emissionsgeschäft stehen. Durch Art. 3 Nr. 3 lit. g 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) hat sie ihre heutige Zählung als § 2 Abs. 9 Nr. 6 WpHG erhalten. Emissionsgeschäft ist nach § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 5 WpHG die Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien. Erforderlich ist ein **sachlicher Zusammenhang** mit dem Emissionsgeschäft, nicht nur ein bloß zeitlicher. Die Dienstleistung muss nicht notwendigerweise gegenüber dem Emittenten erbracht werden.

h) Spotgeschäfte (§ 2 Abs. 9 Nr. 7 WpHG). Die Vorschrift ist aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. g Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) in das Gesetz aufgenommen worden, setzt Anhang I Abschnitt B Nr. 7 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.) um und erfasst als Wertpapiernebenleistung solche Dienstleistungen, die sich auf einen Basiswert i.S.d. § 2 Abs. 3 Nr. 2 oder Nr. 5 WpHG beziehen und Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen wären, wenn sie sich auf ein Finanzinstrument i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG beziehen würden². Im Gesetz wird zwar noch auf Basiswerte i.S.d. „Abs. 2“ verwiesen, doch handelt es sich hierbei um einen redaktionellen Fehler, weil dieser Verweis nicht der von Art. 3 2. FiMaNoG (Rz. 5 a.) bewirkten neuen Zählweise der Bestimmungen des WpHG angepasst wurde.

Die jeweilige **Dienstleistung** muss in sachlichem Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen stehen. Als Beispiel für eine solche Dienstleistung führt der Regierungsentwurf eines Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes sog. (nicht als Termingeschäfte zu betrachtende) Spotgeschäfte in Waren an, die ein Unternehmen im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen in Bezug auf Warenderivate erbringt³. Das habe – dem Erwägungsgrund 21 VO Nr. 1287/2006⁴ entsprechend – zur Konsequenz, dass ein Unternehmen, welches für eine bestimmte Wertpapierdienstleistung in Bezug auf Warenderivate zugelassen sei, diese Dienstleistung in Bezug auf Spotgeschäfte ebenfalls mit dem sog. Europäischen Pass grenzüberschreitend erbringen dürfe.

10. Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 2 Abs. 10 WpHG). a) Normentwicklung und systematische Stellung der Vorschrift. Die Definition des Begriffs Wertpapierdienstleistungsunternehmen beruht auf der Neufassung des seinerzeitigen § 2 Abs. 4 WpHG (a.F.) durch Art. 2 Nr. 3 lit. e des Umsetzungsgesetzes vom 22.10.1997⁵ und hat seither keine andere Änderung erfahren als die Neuzählung des § 2 Abs. 4 WpHG (a.F.) als § 2 Abs. 10 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. h 2. FiMaNoG zurück (Rz. 4). Die Vorschrift setzt Art. 1 Nr. 2 RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) mit seiner Definition einer „Wertpapierfirma“ um, welche in der Umsetzung als „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ bezeichnet wird. Eine weitere Novellierung war nicht erforderlich, weil Art. 4 Abs. 1 Nr. 1 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) die Definition einer Wertpapierfirma nahezu wortgleich übernimmt. Der Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens wird in einer Vielzahl von Bestimmungen des WpHG zur Bestimmung der Adressaten von Verhaltenspflichten und als Tatbestandsmerkmal verwandt, darunter unzählige geänderte, aber für Altfälle relevante Vorschriften des WpHG sowie eine Vielzahl von Vorschriften des WpHG in seiner aktuellen Fassung, nämlich für weitere Begriffsbestimmungen in § 2 Abs. 8 Satz 2, Abs. 17 Nr. 1, Abs. 18 Nr. 1, Abs. 24, Abs. 39 und Abs. 41 WpHG, des Weiteren §§ 3, 6, 7, 10, 18, 21 bis 23, 27, 29, 35 f., 57 bis 60, 63 bis 65, 67 bis 71, 75, 77 f., 80 bis 84, 86 bis 89, 92 bis 96, 122, 138 WpHG und schließlich den Straf- und Ordnungswidrigkeitsvorschriften in § 119 Abs. 5 Nr. 2 WpHG bzw. in § 120 Abs. 4, Abs. 8 Nr. 3, 26 bis 32, 42, 91, 95 f., 98 f., 104 f., 109, 111, Abs. 9 Nr. 1 bis 5, 15, 22, 24, 27 und Abs. 27 WpHG.

¹ Auch *Kumpian* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 110.

² RegE Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 57.

³ RegE Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 57.

⁴ Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. EG Nr. L 241 v. 2.9.2006, S. 1.

⁵ Gesetz vom 22.10.1997 zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften, BGBl. I 1997, 2518, 2560.

- 199 **Wertpapierdienstleistungsunternehmen** nach § 2 Abs. 10 WpHG ist nicht jedes Unternehmen, das Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebdienstleistungen erbringt. Erfasst werden vielmehr nur solche Unternehmen, die, über die Leistung solcher Dienste hinaus, **Kreditinstitute** (i.S.v. § 1 Abs. 1 KWG i.V.m. § 2 Abs. 1 KWG) oder **Finanzdienstleistungsinstitute** (i.S.v. § 1 Abs. 1a Satz 1 KWG i.V.m. § 2 Abs. 6 KWG) sind oder – als Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen erbringende Zweigstellen eines Unternehmens mit Sitz im Ausland – gem. § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG als Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute gelten. Schließlich muss hinzukommen, dass die Wertpapier- und Wertpapiernebdienstleistungen dieser Unternehmen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbracht werden, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (**OGAW**) sowie Alternative Investmentfonds (**AIF**) i.S.v. § 1 Abs. 2 und 3 KAGB und insbesondere Investmentgesellschaften als Investmentvermögen in der Rechtsform einer **Investmentaktiengesellschaft** oder **Investmentkommanditgesellschaft** i.S.v. § 1 Abs. 11 KAGB sind keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen, weil sie weder zu den in § 2 Abs. 10 WpHG aufgeführten Unternehmen (Instituten) gehören noch Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebdienstleistungen i.S.v. § 2 Abs. 6 bzw. Abs. 9 WpHG erbringen.
- 200 Auch **Kreditinstitute** – die sich nach §§ 1 Abs. 1, 53 Abs. 1 Satz 1 KWG über den Betrieb der Bankgeschäfte i.S.v. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 bis 12 KWG definieren, die ihrerseits nicht deckungsgleich mit Wertpapierdienstleistungen sind – kommen nur dann als Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Betracht, wenn sie Wertpapier- und Wertpapiernebdienstleistungen i.S.v. § 2 Abs. 8 und 9 WpHG gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Dagegen definieren sich **Finanzdienstleistungsinstitute** dadurch, dass sie, ohne Kreditinstitute i.S.d. § 1 Abs. 1 KWG zu sein, Finanzdienstleistungen erbringen. Der Katalog der Finanzdienstleistungen in § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1–12 KWG ist in großen Teilen identisch mit dem der Wertpapierdienstleistungen in § 2 Abs. 8 WpHG. Da ein Unternehmen Finanzdienstleistungsinstitut im Übrigen nur sein kann, wenn es Finanzdienstleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringt, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert (§ 1 Abs. 1a Satz 1 KWG), bedeutet dies, dass Finanzdienstleistungsinstitute praktisch – bei nur feinen Unterschieden – schon per se den Begriff des Wertpapierdienstleistungsunternehmens erfüllen¹. Die auf den ersten Blick als kompliziert erscheinenden **Querbezüge** zwischen den für die Bestimmung des Anwendungsbereichs des WpHG maßgeblichen Begriffen des § 2 WpHG auf der einen und den Begrifflichkeiten des KWG auf der anderen Seite sowie die daraus resultierenden Unterschiede in Bezug auf den Kreis der von diesen jeweils erfassten Unternehmen sind dem Umstand unterschiedlicher **Regelungsziele** dieser Gesetze geschuldet: Regelt das KWG die institutionelle Aufsicht von Finanzintermediären, so ist das WpHG auf die Beaufsichtigung der Märkte und des Verhaltens eines weitaus größeren Kreises von Marktbeteiligten ausgerichtet, erfasst das Verhalten von Finanzintermediären andererseits aber nur in spezieller operationaler Hinsicht.
- 201 **b) Erfasste Unternehmen. aa) Gemeinsame Anforderungen an Wertpapierdienstleistungsunternehmen.** Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen erbringende Zweigstellen eines Unternehmens mit Sitz im Ausland (§ 53 Abs. 1 Satz 1 KWG) sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur dann, wenn sie **Wertpapierdienstleistungen**, allein oder zusammen mit Wertpapiernebdienstleistungen, gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Notwendiges Merkmal von Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist folglich, dass sie Wertpapierdienstleistungen erbringen, während es unerheblich ist, ob damit auch Wertpapiernebdienstleistungen verbunden sind. Umgekehrt können Unternehmen, die ausschließlich Wertpapiernebdienstleistungen erbringen, keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein². Erbringt ein Unternehmen, das unter Berücksichtigung dieser Grundsätze und aufgrund der Erfüllung der weiteren Anforderungen nach § 2 Abs. 10 WpHG als Wertpapierdienstleistungsunternehmen anzusehen ist, gegenüber einem (oder mehreren) einzelnen Kunden ausschließlich Wertpapiernebdienstleistungen, so unterliegt es im Hinblick auf diese Nebendienstleistungen indes ohne Einschränkung den für Wertpapierdienstleistungsunternehmen geltenden Verhaltenspflichten des 11. Abschnitts des WpHG³. Aus dem Merkmal „allein oder zusammen“ in § 2 Abs. 10 WpHG lassen sich im Übrigen keine Anforderungen an den Begriff der Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebdienstleistung (in § 2 Abs. 3 und 3a WpHG) ableiten⁴.
- 202 Vor der Novellierung des WpHG durch das **Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997** (Rz. 1) zur Umsetzung u.a. der RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen (Rz. 8) konnten nur solche Unternehmen Wertpapierdienstleistungsunternehmen sein, die Wertpapierdienstleistungen in einem Umfang erbrachten, der

1 Anders *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 217.

2 BGH v. 19.1.2006 – III ZR 105/05, AG 2006, 244 = ZIP 2006, 382, 383 Rz. 10; RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 102; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 1147 Fn. 385; *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 87; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 114; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 101; *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 220.

3 Für die Vorschriften des früheren Abschnitts 6 so auch ausdrücklich RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 102; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 114.

4 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 101 zu § 2 Abs. 3a WpHG, 102 zu § 2 Abs. 4 WpHG.

einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erforderte (§ 2 Abs. 3 der durch das Umsetzungsgesetz geänderten Fassung des WpHG a.F.). Entsprechend den Vorgaben der RL 93/22/EWG wurden in den seinerzeitigen § 2 Abs. 4 WpHG – neben den Unternehmen, die diese Voraussetzung erfüllen – aber auch solche Unternehmen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erfasst, welche die fraglichen Dienstleistungen zwar **gewerbsmäßig**, jedoch nicht in einem Umfang erbringen, welcher die Einrichtung eines kaufmännischen Geschäftsbetriebs verlangt. Diese Erweiterung des Begriffs des Wertpapierdienstleistungsunternehmens lässt sich neben dem Hinweis auf die Richtlinienvorgabe auch mit dem Argument begründen, dass es für den Publikumsschutz unerheblich sein muss, ob jemand, der auf dem Markt Dienste (i.S.v. § 2 Abs. 3 WpHG) anbietet, Kaufmann ist oder nicht¹. Sie korrespondiert im Übrigen mit einer entsprechenden Fassung der Begriffe des Kreditinstituts und des Finanzdienstleistungsinstituts in § 1 Abs. 1 Satz 1, Abs. 1a Satz 1 KWG.

Da sowohl § 1 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 1a Satz 1 KWG als auch § 2 Abs. 10 WpHG den Begriff „gewerbsmäßig“ im Zusammenhang mit der handelsrechtlichen Kategorie der Erforderlichkeit eines in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs verwenden, ist bei der Beurteilung der Frage, wann eine **gewerbsmäßige** Tätigkeit vorliegt, der **handelsrechtliche Gewerbebegriff** zugrunde zu legen². Gewerblich ist danach jede außengerichtete (marktorientierte), selbstständige, planmäßige, von der Absicht der Gewinnerzielung getragene Tätigkeit³, auch wenn der Betroffene oder das fragliche Unternehmen hierfür über keine Zulassung zum Geschäftsbetrieb i.S.v. § 32 Abs. 1 KWG verfügt⁴. **Nicht gewerbsmäßig** handelt der nur ehrenamtlich tätig werdende, aus den Reihen der Mitglieder gewählte und keine Vergütung seiner Tätigkeit erhaltende Geschäftsführer eines als Gesellschaft bürgerlichen Rechts geführten **Investmentclubs**⁵. Werden dem Geschäftsführer nur „die ihm bei der Verwaltung des Portfolios tatsächlich entstandenen **Aufwendungen** (z.B. für Auslagen, Porto, Fahrtkosten, Telekommunikation)“ ersetzt, so stellt dies keine Vergütung dar⁶. Zur Frage, unter welchen Voraussetzungen die Tätigkeit von Investmentclubs und die Tätigkeit ihrer jeweiligen Geschäftsführer in einem Umfang erfolgt, der einen **in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb** i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG erfordert, Rz. 205.

Im Übrigen enthält das **Merkblatt Investmentclubs** der BaFin in der Fassung vom 18.7.2013⁷ mit Hinweisen zur finanzaufsichtsrechtlichen Erlaubnispflicht von Investmentclubs und ihrer Geschäftsführer eine Aufzählung von Bedingungen, unter denen Investmentclubs „grundsätzlich erlaubnisfrei“ betrieben werden können und damit auch keine u.a. die Finanzportfolioverwaltung betreibende Wertpapierdienstleistungsunternehmen darstellen:

- „a) Die Anzahl der Mitglieder des Investmentclubs überschreitet nicht die Zahl 50⁸.
- b) Die Summe der von allen – höchstens 50 – Mitgliedern eingezahlten Gelder (ohne die Gelder der wieder ausgeschiedenen Mitglieder) übersteigt nicht 500.000 Euro. Kursgewinne oder -verluste und die von den

1 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 102/103.

2 So in der Sache auch RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 62, in Bezug auf die Parallelvorschriften in § 1 Abs. 1, Abs. 1a KWG; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 151; *Grundmann* in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 87; *Mielk*, WM 1997, 2201 f.; *Weber-Reyl/Baltzer*, WM 1997, 2289. Offen, in der Sache aber ebenso *Kumpen* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 115; a.A. *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 221.

3 BGH v. 7.7.1960 – VIII ZR 215/59, BGHZ 33, 321, 324 ff.; BGH v. 10.5.1979 – VII ZR 97/78, BGHZ 74, 273, 276; *Hopt* in Baumbach/Hopt, § 1 HGB Rz. 12 ff.

4 Allgemein zur Erfassung auch gesetzeswidriger Tätigkeit *Hopt* in Baumbach/Hopt, § 1 HGB Rz. 12, 21; vgl. auch § 7 HGB.

5 *BaFin*, Merkblatt Investmentclubs, beschreibt die erfassten Investmentclubs unter 1. Als „Vereinigungen von natürlichen Personen, die sich in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts unter Führung eines Geschäftsführers oder mehrerer Geschäftsführer für die gemeinsame Anlage ihres privaten Vermögens in Aktien, Schuldtiteln und anderen Finanzinstrumenten zusammengefunden haben (Investmentclubs). Charakteristisch für diese Vereinigungen ist, dass ihre Mitglieder nicht auf professionelle Weise angeworben werden, sondern sich privat zusammenfinden, das gemeinsame Vermögen in eigener Regie verwalten, ihren Geschäftsführer aus ihren eigenen Reihen wählen und die Freiheit behalten, sich grundsätzlich jederzeit mit ihrem Anteil wieder von dem Investmentclub lösen zu können.“ Die vorgenannten Voraussetzungen ergeben sich im Übrigen aus den Ausführungen der BaFin in dem vorgenannten Merkblatt, namentlich denen unter 3. (s. Rz. 204).

6 *BaFin*, Merkblatt Investmentclubs, 4. Mit dem Hinweis „Dagegen beendet jede Vergütung der Tätigkeit des Geschäftsführers, die über den Ersatz der für die Geschäftsführung tatsächlich entstandenen Aufwendungen hinausgeht, die Privatheit der Veranstaltung. Insbesondere darf der Geschäftsführer dem Investmentclub nicht seine eigene Arbeitszeit in Rechnung stellen oder anderweitig aus seiner Geschäftsführung einen Profit (beispielsweise Mietzins für seine eigenen, jedoch für die Zwecke des Investmentclubs eingesetzten Räumlichkeiten, Gebühr für eine von ihm entwickelte Handelssoftware) ziehen wollen, der über seinen Anteil hinausgeht, der ihm wie jedem anderen Mitglied des Investmentclubs gemessen an seiner Kapitaleinlage zusteht.“

7 *BaFin*, Merkblatt Investmentclubs.

8 Zu dieser und zu der folgenden unter lit. b angeführten Bedingung fügt die *BaFin*, Merkblatt Investmentclubs, 4. folgende Erläuterung hinzu: „Die Anzahl der Mitglieder darf die Zahl 50 und die Summe der eingezahlten Gelder den Betrag von 500.000 Euro (s. bereits oben, Punkt 3 lit. a bzw. lit. b) auch dann nicht übersteigen, wenn ein nach § 32 Abs. 1 KWG zugelassener Finanzportfolioverwalter mit der Verwaltung des Portfolios betraut ist. Dem Geschäftsführer darf kein Entscheidungsspielraum bei der Auswahl des Finanzportfolioverwalters eingeräumt werden.“

Mitgliedern des Investmentclubs stehen gelassenen Gewinne, unabhängig davon, ob sie wiederangelegt werden, fließen nicht in diese Berechnung ein.

- c) Inhaber der Konten und Depots ist der Investmentclub.
 - d) Der Geschäftsführer wird aus den Reihen der Mitglieder gewählt (Prinzip der Selbstorganschaft); er ist jederzeit von der Mehrheit der Mitglieder abwählbar, lässt sich seine Tätigkeit nicht vergüten und ist nicht zugleich Geschäftsführer in einem anderen Investmentclub.
 - e) Das einzelne Mitglied kann seine Mitgliedschaft in dem Investmentclub auf Basis der Clubstatuten jederzeit – auch ohne wichtigen Grund – kündigen; § 723 Abs. 2 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) bleibt unberührt. Nicht mehr angemessen ist jedenfalls eine Frist von mehr als sechs Monaten nach Ablauf des Monats, in dem die Kündigung ausgesprochen wurde.
 - f) Jedes Mitglied hat Anspruch darauf, die Namen und Anschriften der anderen Mitglieder des Investmentclubs zu erfahren.
 - g) Es werden regelmäßige, mindestens jährliche Mitgliederversammlungen durchgeführt.
 - h) Als private Veranstaltung stellt der Investmentclub keine abhängig Beschäftigten ein und setzt auch keine freien Mitarbeiter auf Entgeltbasis ein, die den Geschäftsführer bei der Verwaltung des Portfolios unterstützen.“
- 205 Auch zur Beurteilung der Frage, wann die Dienstleistungen einen **in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb** erfordern, ist auf die einschlägigen handelsrechtlichen Grundsätze zurückzugreifen. Dabei stellt § 2 Abs. 10 WpHG vor allem auf den **Umfang** ab, doch sind darüber hinaus auch die übrigen der zu §§ 2, 4 Abs. 1 HGB a.F. entwickelten und für die Auslegung des § 1 Abs. 2 HGB n.F. weiterhin maßgeblichen¹ Kriterien zur Beurteilung der Erforderlichkeit der Einrichtung eines kaufmännischen Geschäftsbetriebs mit zu berücksichtigen. Danach kann, selbst bei geringem Geschäftsumfang, schon die **Art** der Geschäftstätigkeit einen Geschäftsbetrieb mit kaufmännischen Einrichtungen erforderlich machen². Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen müssen nicht je für sich einen kaufmännischen Einrichtungen erfordernden Umfang haben; ausreichend ist es, wenn sich dieser aus der Kumulation von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen ergibt³. Die Tätigkeit des nicht gewerbsmäßig, etwa weil nur ehrenamtlich wirkenden **Geschäftsführers** eines als Gesellschaft bürgerlichen Rechts geführten **Investmentclubs** kann dementsprechend auch dann eine Wertpapierdienstleistung i.S.d. § 2 Abs. 10 WpHG darstellen, wenn sie in einem Umfang erfolgt, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Das sollte nach dem gemeinsamen Standpunkt der seinerzeitigen Aufsichtsbehörden BAKred und BAWe dann nicht der Fall, wenn die betroffene Person nicht mehr als drei Portfolios oder ein Gesamtvolumen von 1 Mio. DM, das entsprach seinerzeit rd. 511 000, verwaltet⁴.
- 206 **bb) Kreditinstitute.** Zu den Unternehmen, die als Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Frage kommen, gehören in erster Linie Kreditinstitute i.S.d. § 1 Abs. 1 KWG (unter Berücksichtigung der Ausnahmeregelung in § 2 Abs. 1 KWG)⁵. Als solche gelten Unternehmen, die – gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert – mindestens eines der in § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 bis 12 KWG angeführten Bankgeschäfte betreiben. Um als Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu gelten, reicht es aber nicht aus, dass sie neben Bankgeschäften auch Wertpapierdienstleistungen (allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen) erbringen; vielmehr ist erforderlich, dass diese Dienstleistungstätigkeit gewerbsmäßig (Rz. 202, 203) oder in einer Art und Weise erfolgt, die kaufmännischen Einrichtungen verlangt (Rz. 202, 205).
- 207 **cc) Finanzdienstleistungsinstitute.** Wertpapierdienstleistungsunternehmen können des Weiteren Finanzdienstleistungsinstitute i.S.v. § 1 Abs. 1a Satz 1 KWG (unter Berücksichtigung der Ausnahmeregelung in § 2 Abs. 6 KWG) sein⁶. Finanzdienstleistungsinstitute sind Unternehmen, die, ohne Kreditinstitute (oben Rz. 206) zu sein, Finanzdienstleistungen (i.S.v. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 bis 12 KWG vorbehaltlich der Regelungen in § 1 Abs. 1a Sätze 3 bis 8 KWG) für andere gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

1 RegE Handelsrechtsreformgesetz, BT-Drucks. 13/8444 v. 29.8.1997, 1, 47/48. Dagegen nur auf den Umfang abstellend *Versteegen* in KölnKomm. WpHG, 1. Aufl. 2007, § 2 WpHG Rz. 172; *Schäfer* in Schäfer/Hamann, § 2 WpHG Rz. 103 (grundsätzlich nur Umfang).

2 Vgl. etwa *Hopt* in Baumbach/Hopt, § 1 HGB Rz. 23. Für die Berücksichtigung auch der Art der Geschäftstätigkeit wie hier *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 152; *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 116.

3 Ebenso *Kumpan* in Schwark/Zimmer, § 2 WpHG Rz. 116. A.A. *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 222.

4 Schreiben des BAKred vom 2.6.1998 – VII 4 – 71.51 – 142/98 (abgedruckt in Reischauer/Kleinhans, KWG), Kennzahl 281 Nr. 42), Aufgabe der im Schreiben des BAKred vom 28.4.1998, gleichem Az., angeführten engeren Grenzen. Das Merkblatt Investmentclubs der BaFin, enthält dazu keine Ausführungen.

5 Was ein Kreditinstitut ist, bestimmt sich nach den Vorschriften des KWG; s. BVerwG v. 24.4.2002 – 6 C 2.02, WM 2002, 1919, 1922.

6 Was ein Finanzdienstleistungsinstitut ist, bestimmt sich nach den Vorschriften des KWG; s. BVerwG v. 24.4.2002 – 6 C 2.02, WM 2002, 1919, 1922.

nischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert (§ 1 Abs. 1a Satz 1 KWG). Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind Finanzdienstleistungsinstitute aber nur dann, wenn sie auch Wertpapierdienstleistungen gewerbsmäßig (Rz. 202, 203) oder in einer Art und Weise erbringen, die kaufmännische Einrichtungen verlangt (Rz. 202, 205).

dd) Zweigstellen von Unternehmen mit Sitz im Ausland. Als Wertpapierdienstleistungsunternehmen kommt schließlich ein **nach § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG tätiges Unternehmen** in Betracht. Unternehmen in diesem Sinne ist die von einem anderen Unternehmen mit Sitz im Ausland unterhaltene inländische Zweigstelle, die Bankgeschäfte (§ 1 Abs. 1 Satz 2 KWG) betreibt oder Finanzdienstleistungen (i.S.v. § 1 Abs. 1a Satz 2 KWG) erbringt. Nach § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG gilt in diesem Falle die Zweigstelle als Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut. Wertpapierdienstleistungsinstitut ist aber auch die Zweigstelle nur dann, wenn sie Wertpapierdienstleistungen gewerbsmäßig (Rz. 202, 203) oder in einem Umfang erbringt, der kaufmännische Einrichtungen verlangt (Rz. 202, 205). Das ist wegen der weitgehenden Deckungsgleichheit von Finanzdienstleistungen und Wertpapierdienstleistungen regelmäßig bei solchen Zweigstellen der Fall, die sich gem. § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG kraft der Erbringung von Finanzdienstleistungen als Finanzdienstleistungsinstitut qualifizieren.

Zweigstellen i.S.d. § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG sind zunächst alle unselbstständigen, örtlich v. Hauptunternehmen getrennten, an dessen Geschäftstätigkeit mitwirkenden **Betriebsstellen** eines Unternehmens¹. Auf Gegenstand und Betätigung des Hauptunternehmens kommt es nicht an. Die Eigenschaft als „Zweigstelle im Inland“ erlangt die fragliche Betriebsstelle bereits dadurch, dass wesentliche Teile von Bankgeschäften i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 2 KWG im Inland durchgeführt werden². Als Zweigstellen gelten unter den gleichen Voraussetzungen aber auch **Einzelpersonen** oder rechtlich **selbstständige Unternehmen**, wenn sie namens eines Unternehmens mit Sitz in einem anderen Staate in einem von diesem bestimmten Rahmen tätig werden³. Unterhält ein Unternehmen mit Sitz im Ausland **mehrere inländische Zweigstellen** i.S.d. § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG, so ist ein jedes von diesen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen anzusehen. Dass sie nicht, der Regelung in § 53 Abs. 1 Satz 2 KWG entsprechend, als *ein* Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten, folgt aus der auf § 53 Abs. 1 Satz 1 KWG beschränkten Verweisung in § 2 Abs. 10 WpHG. Probleme erwachsen den Betroffenen daraus nicht, weil die in Frage stehenden Pflichten nach dem WpHG dergestalt sind, dass sie, anders als es bei den von jeder Zweigstelle einzeln zu erfüllenden Pflichten nach dem KWG der Fall wäre, zu keiner Pflichtenverdoppelung führen.

11. Organisierter Markt (§ 2 Abs. 11 WpHG). Mit dem Begriff des organisierten Markts wird der **Anwendungsbereich von Vorschriften des WpHG begrenzt**: *Indirekt* über die Definition weiterer Begriffe in § 2 WpHG, wie etwa diejenige derivativer Geschäft, der Wertpapierdienstleistungen, des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, des Inlandsemitenten, des OTF-Emittenten, des Herkunftsstaats, des Aufnahmemitgliedstaats oder des Handelsplatzes in § 2 Abs. 3 Nr. 2, Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 und Nr. 9, Abs. 13, Abs. 14, Abs. 16, Abs. 17 bzw. Abs. 18 Abs. 22 WpHG; *direkt* über die Verwendung des Begriffs im Tatbestand anderer Vorschriften des WpHG wie namentlich in § 3 WpHG über Ausnahmen vom Anwendungsbereich des WpHG, § 4 WpHG über die Wahl des Herkunftsstaates, § 21 WpHG über Verschwiegenheitspflichten u.a. der bei der BaFin Beschäftigten, § 72 WpHG über den Betrieb eines multilateralen oder eines organisierten Handelssystems, der Strafvorschrift in § 119 Abs. 1 Nr. 2 WpHG oder den Bußgeldbestimmungen des § 120 Abs. 8 Nr. 66 bis 69 und 82 bis 85 WpHG. Zusammen mit multilateralen Handelssystemen und organisierten Handelssystemen unterfallen organisierte Märkte dem in zahlreichen Vorschriften des WpHG verwandten (Rz. 259) Begriff des Handelsplatzes (§ 2 Abs. 22 WpHG).

In der **ursprünglichen Fassung** des WpHG war die Definition eines organisierten Markts, ohne diese Bezeichnung zu führen, in § 2 Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F. zu finden. Der Begriff „organisierter Markt“, dessen sich dann auch die übrigen Vorschriften des WpHG bedienten, wurde erst durch das Umsetzungsgesetz vom 22.10.1997 (Rz. 1), welches den Begriff sodann in § 2 Abs. 5 WpHG a.F. definierte. Die Definition entsprach derjenigen des „geregelten Marktes“ in Art. 1 Nr. 13 RL 93/22/EWG vom 10.5.1993 (Rz. 8). Die vom Sprachgebrauch abweichende Bezeichnung „organisierter Markt“ war darauf zurückzuführen, dass der Begriff des „geregelten Marktes“ bereits zur Bezeichnung des seinerzeitigen zweiten Segments der öffentlich-rechtlich strukturierten börslichen Marktsegmente, dem „geregelten Markt“ (§§ 49 ff. BörsG a.F.), besetzt war und mögliche Irreführungen ausgeschlossen werden sollten⁴. Art. 1 Nr. 2 lit. h des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) hat die Definition des organisierten Marktes an den Wortlaut des von ihr umgesetzten Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarktrichtlinie, Rz. 7 b.) angepasst. Die Vorschrift hat seither keine andere Änderung erfahren als die Neuzählung des bisherigen § 2 Abs. 5 WpHG (a.F.) als § 2 Abs. 11 WpHG durch Art. 3 Nr. 3 lit. h 2. FiMaNoG zurück (Rz. 4).

1 Szagunn/Haug/Ergenzinger, § 53 KWG Rz. 6 mit weiteren Einzelheiten.

2 Vgl. Schreiben des BAKred vom 15.11.1984 – Abs. 2 – 173 – 5/84; Reischauer/Kleinhans, § 53 KWG Rz. 8: Bankgeschäfte dürfen nicht nur „nebenbei“ getätigt werden.

3 Vgl. Schreiben des BAKred vom 15.11.1984 – Abs. 2 – 173 – 5/84; vgl. auch Reischauer/Kleinhans, § 53 KWG Rz. 5.

4 RegE Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, 1, 103.

- 212 **Organisierter Markt** – aufgegliedert in seine **drei Komponenten** – ist
- ein im Inland in einem anderen Mitgliedstaat EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR betriebenes oder verwaltetes,
 - durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes
 - multilaterales Handelssystem.
- 213 Dass es sich beim organisierten Markt um ein **spezielles multilaterales Handelssystem** handelt, folgt daraus, dass es bei der in der Definition des § 2 Abs. 11 WpHG enthaltenen Komponente „multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt“ um die Definition eines multilateralen Handelssystems handelt (Rz. 162 ff. und Rz. 258). Die Definition eines multilateralen Systems („System oder ein Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt“, § 2 Abs. 21 WpHG) ist in der Definition des multilateralen Handelssystems integriert. Soweit das als multilaterales Handelssystem in Betracht kommende multilaterale System aus einem Regelwerk und einer Handelsplattform besteht, muss das technische System der Letzteren nicht ausschließlich diesem speziellen System zugeordnet sein, d.h. es können mehrere, jeweils durch Regelwerke definierte organisierte Märkte auf derselben technischen Handelsplattform betrieben werden¹.
- 214 Organisierte Märkte sind des Weiteren nur solche multilateralen Handelssysteme, deren Betrieb oder Verwaltung der **Genehmigung, Regelung und Überwachung durch eine staatliche Aufsichtsbehörde** unterliegen. Zusätzlich hierzu muss es sich, um als organisierter Markt qualifiziert werden zu können, bei dem fraglichen multilateralen Handelssystem um ein solches handeln, das im **Geltungsbereich** der Finanzmarktrichtlinie betrieben oder verwaltet werden, d.h. im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR. Die Vorschrift unterscheidet sich darin von der durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) geänderten anfänglich Regelung in §§ 2 Abs. 5, 37i WpHG a.F., nach der auch Märkte in Drittstaaten unter den ursprünglich rein materiell ausgestalteten und nicht räumlich eingegrenzten Begriff der organisierten Märkte fallen konnten.
- 215 In **Deutschland** erfüllt der **regulierte Markt** der Börsen i.S.v. § 32 BörsG die Voraussetzungen eines organisierten Marktes. Gleiches gilt für die aus dem Zusammenschluss der Deutsche Terminbörse und der Swiss Options and Financial Futures Exchange hervorgegangene Terminbörse EUREX². Dagegen ist dies beim privatrechtlich organisierten und nicht durch staatliche Stellen genehmigten, geregelten und überwachten **Freiverkehr** nicht der Fall³.
- 216 **12. Drittstaat (§ 2 Abs. 12 WpHG)**. Drittstaat ist jeder Staat, der weder Mitgliedstaat der EU noch Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) vom 2.5.1992 ist. Neben den Mitgliedstaaten der EU sind Vertragsstaaten des EWR Island, Liechtenstein und Norwegen. Die Definition eines Drittstaats gelangte durch Art. 1 Nr. 3 lit. a des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015 (Rz. 5 c.) als seinerzeitiger Abs. 5a in § 2 WpHG (a.F.). Durch Art. 3 Nr. 3 lit. i 2. FiMaNoG hat die Vorschrift eine geringfügige redaktionelle Änderung erfahren und wurde zum neuen § 2 Abs. 12 WpHG.
- 217 **13. Emittenten mit Herkunftsstaat Deutschland (§ 2 Abs. 13 WpHG)**. **a) Normhintergrund**. Mit dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.), das der Umsetzung der RL 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie) vom 15.12.2004 (Rz. 7 a.) diente, ist die Bestimmung des Adressatenkreises kapitalmarktrechtlicher Informations- und Verhaltenspflichten auf das **Herkunftslandprinzip** umgestellt worden: Anknüpfungspunkt ist nicht mehr die Zulassung eines Emittenten an einer inländischen Börse, sondern der Sitz des Emittenten. Das soll insbesondere gewährleisten, dass grenzüberschreitend agierende Emittenten den gleichen Transparenzpflichten unterliegen, ohne sie im Falle grenzüberschreitender Aktivitäten mehrfach in unterschiedlichen Mitgliedstaaten erfüllen zu müssen.
- 218 Dementsprechend wurde in dem erstmals aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. b Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.) in das WpHG gelangten und der Umsetzung von Art. 2 Abs. 1 lit. i RL 2004/109/EG (Rz. 7 a.) dienenden § 2 Abs. 6 WpHG a.F. der **Adressatenkreis** zahlreicher Vorschriften des WpHG über den Begriff des Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, umschrieben: Mittelbar durch die Verwendung des – auf dem Begriff des Emittenten mit Herkunftsstaat Deutschland aufbauenden – Begriffs des Inlandsemitenten nach § 2 Abs. 7 WpHG a.F. (heute § 2 Abs. 14 WpHG) und unmittelbar durch die Umschreibung des Adressatenkreises von Verhaltenspflichten durch Verwendung des Begriffs selbst,

¹ RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz), BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 57.

² Etwa *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 231; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 163.

³ Etwa *Baum* in KölnKomm. WpHG, § 2 WpHG Rz. 231; *Fuchs* in Fuchs, § 2 WpHG Rz. 163.

wie etwa in §§ 21 Abs. 1, 26 Abs. 1 und 27 WpHG oder §§ 30a Abs. 1 und 2, 30b Abs. 1 bis 3 WpHG a.F. (heute §§ 33 Abs. 1, 38 Abs. 1, 40 Abs. 1 WpHG bzw. §§ 48 Abs. 1 und 2, 49 Abs. 1 bis 3 WpHG). Vor allem aber dient der Begriff des Herkunftsstaats der Bestimmung der Behörde des Mitgliedstaats, deren Beaufsichtigung der Emittent unterliegt, dessen Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt in der EU zugelassen sind.

Die ursprüngliche, auf dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.) beruhende Fassung der Vorschrift, hat durch Art. 2 Nr. 2 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes vom 26.6.2012 (Rz. 5 i.) eine erste Änderung erfahren und ist durch Art. 1 Nr. 3 lit. b des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015 (Rz. 5 c.) neu gefasst worden. An der Verfolgung Herkunftsprinzips hat sich dadurch nichts geändert. Die heutige Fassung der Vorschrift geht auf Art. 3 Nr. 3 lit. j 2. FiMaNoG zurück (Rz. 4).

b) Bestimmung der Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat. aa) Übersicht. Zur Bestimmung von Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, unterscheidet die Vorschrift zwischen Emittenten von Schuldtiteln mit einer Stückelung von weniger als 1.000 oder dem am Ausgabetag entsprechenden Gegenwert in einer anderen Währung oder von Aktien (§ 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG) auf der einen Seite und Emittenten, die andere als die vorgenannten Finanzinstrumente begeben (§ 2 Abs. 13 Nr. 2 WpHG). In den Fällen von § 2 Abs. 13 Nr. 1 lit. b bzw. Nr. 2 WpHG ist die Bundesrepublik Deutschland dessen Herkunftsstaat, wenn von der Möglichkeit Gebrauch gemacht wurde, diese nach Maßgabe von § 4 Abs. 2 WpHG die Bundesrepublik Deutschland dessen Herkunftsstaat zu wählen. Dessen ungeachtet ist die Bundesrepublik Deutschland nach § 2 Abs. 13 Nr. 3 WpHG der Herkunftsstaat eines Emittenten, wenn nur die Möglichkeit der Wahl nach § 2 Abs. 13 Nr. 1 lit. b oder Nr. 2 WpHG besteht und deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind, solange sie nicht wirksam einen Herkunftsmitgliedstaat gewählt haben nach § 4 WpHG i.V.m. § 5 WpHG oder nach entsprechenden Vorschriften anderer Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder anderer Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, solange sie nicht wirksam einen anderen Herkunftsmitgliedstaat gewählt haben.

bb) Emittenten von Schuldtiteln und Aktien (§ 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG). Die Frage, ob für einen Emittenten die Bundesrepublik Deutschland dessen Herkunftsstaat ist, beantwortet sich für Emittenten von Schuldtiteln mit einer Stückelung von weniger als 1.000 oder dem am Ausgabetag entsprechenden Gegenwert in einer anderen Währung oder Emittenten von Aktien nach § 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG:

- Das ist nach § 2 Abs. 13 Nr. 1 lit. a WpHG ohne weiteres dann der Fall, wenn der Emittent seinen **Sitz im Inland** hat und seine Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR zugelassen sind.
- Hat der Emittent dagegen seinen **Sitz in einem Drittstaat**, sind seine Wertpapiere aber zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen, so ist die Bundesrepublik Deutschland dessen Herkunftsstaat, wenn er dies nach § 4 Abs. 1 WpHG als **Herkunftsstaat gewählt** hat (§ 4 WpHG Rz. 3 ff.). Das ist gem. § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG allerdings nur unter der Voraussetzung zulässig, dass der Emittent nicht bereits einen anderen Staat als Herkunftsstaat gewählt hat. Hatte der Emittent zuvor einen anderen Staat als Herkunftsstaat gewählt hatte, so kann er nach § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG gleichwohl die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat wählen, wenn seine Wertpapiere in diesem Staat an keinem organisierten Markt mehr zum Handel zugelassen sind.

§ 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG betrifft nur Emittenten von **Aktien** i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG und **Schuldtiteln** der in § 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG beschriebenen Stückelung. Schuldtitel im Sinne dieser Bestimmung sind die in § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a oder b WpHG angeführten Titel, d.h. Genussscheine und Inhaberschuldverschreibungen und Orderschuldverschreibungen sowie Hinterlegungsscheine, die Schuldtitel vertreten, sowie sonstige Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 WpHG, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG (d.h. Aktien und andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind, sowie Hinterlegungsscheine, die Aktien vertreten) berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird.

§ 2 Abs. 13 Nr. 1 lit. b WpHG verlangt, dass die **Wertpapiere des Emittenten von Schuldtiteln oder Aktien** i.S.v. § 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind. Wertpapiere in diesem Sinne sind solche nach § 2 Abs. 1 WpHG, d.h. „alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind“, und nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 WpHG insbesondere Aktien, andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind, sowie Hinterlegungsscheine, die Aktien vertreten, und Schuldtitel. **Organisierter Markt im Inland** i.S.d. § 2 Abs. 13 Nr. 1 lit. b WpHG ist nach § 2 Abs. 11 WpHG „ein im Inland“, d.h. in der Bundesrepublik Deutschland „betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusam-

menbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt.“

- 224 War als **Sitz des Emittenten** i.S.v. § 2 Abs. 13 WpHG über lange Zeit der effektive Verwaltungssitz des Emittenten zu verstehen (6. Aufl. zu § 2 Abs. 6 WpHG a.F., § 2 WpHG Rz. 169), so lässt sich dies angesichts der Entwicklung der Rechtsprechung des EuGH zur Niederlassungsfreiheit von Unternehmen¹ und zuletzt des Urteils des EuGH vom 25.10.2017², dem zufolge Unternehmen ihren rechtlichen Sitz frei in andere EU-Länder verlegen können, ohne dass eine gleichzeitige Verlegung ihrer tatsächlichen Tätigkeit erforderlich ist, nicht mehr aufrechterhalten. Die Konsequenz dieser Rechtsprechung besteht deshalb darin, den **statutarischen Sitz** des Unternehmens als Sitz i.S.d. § 2 Abs. 13 WpHG zu betrachten. Dafür spricht auch der Umstand, dass § 2 Abs. 17 WpHG aufgrund seiner Neufassung durch Art. 3 Nr. 3 lit. n 2. FiMaNoG (Rz. 4) für die Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaats eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bzw. eines organisierten Markts nicht mehr primär an die „Hauptniederlassung“ (§ 2 Abs. 8 Nr. 1 bzw. 2 WpHG a.F.) anknüpft, sondern auf diesen – jetzt als „Hauptverwaltung“ bezeichnet – in § 2 Abs. 17 Nr. 1 lit. c, Nr. 2 und Nr. 3 lit. c WpHG nur noch subsidiär zur Bestimmung des Sitzes einer juristischen Person zurückgreift.
- 225 **cc) Emittenten anderer Finanzinstrumente als Schuldtitel und Aktien (§ 2 Abs. 13 Nr. 2 WpHG).** Für Emittenten anderer Finanzinstrumente als Schuldtitel und Aktien ist die Bundesrepublik Deutschland nur dann der Herkunftsstaat, wenn sie ihren **Sitz im Inland** haben oder deren Finanzinstrumente zum Handel an einem **organisierten Markt im Inland zugelassen** sind und die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat nach Maßgabe des § 4 Abs. 2 WpHG (§ 4 WpHG Rz. 9f.) **gewählt wurde**. Mit dieser, durch Art. 1 Nr. 3 lit. b Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.) vorgenommenen Änderung von § 2 Abs. 6 Nr. 2 WpHG a.F. wurde Art. 2 Abs. 1 lit. i Ziff. ii RL 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie, Rz. 7 a.) nach Maßgabe von Art. 1 Nr. 1 lit. ii Ziff. ii RL 2013/50/EU (Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie) vom 22.10.2013 (Rz. 6 e.) umgesetzt.
- 226 **Andere als die § 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG genannten Finanzinstrumente** sind Finanzinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG mit Ausnahme von Schuldtiteln und Aktien als Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 und Abs. 4 Nr. 1 WpHG. Die Ausführungen zu den Merkmalen „**organisierter Markt**“ und „**Sitz**“ Rz. 223 bzw. Rz. 224 gelten entsprechend.
- 227 **dd) Herkunftsstaat bei Nichtwahl (§ 2 Abs. 13 Nr. 3 WpHG).** Der Begriff des Herkunftsstaats dient auch der Bestimmung der Behörde des Mitgliedstaats, deren Beaufsichtigung der Emittent, dessen Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt in der EU zugelassen sind, im Hinblick auf die Einhaltung der ihn aus diesem Grund treffenden Verhaltenspflichten unterliegt. Emittenten, die gemäß der Transparenzrichtlinie – RL 2004/109/EG (Rz. 7 a.) – ihren Herkunftsmitgliedstaat wählen müssen, dies jedoch nicht getan haben, können sich auf diese Weise jeglicher Beaufsichtigung durch eine zuständige Behörde in der Union entziehen. Um dies zu verhindern, wurde die Transparenzrichtlinie durch Art. 1 Nr. 1 lit. ii Ziff. iv RL 2013/50/EU (Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie) vom 22.10.2013 (Rz. 6 e.) – so geändert, dass für die Emittenten, die den zuständigen Behörden „nicht binnen drei Monaten ab der erstmaligen Zulassung seiner Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt“ die Wahl ihres Herkunftsmitgliedstaats mitgeteilt haben, ein Herkunftsmitgliedstaat festgelegt wird³.
- 228 Art. 1 Nr. 3 lit. b Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.) hat diese Richtlinienänderung in § 2 Abs. 13 Nr. 3 WpHG umgesetzt: Danach ist die Bundesrepublik Deutschland auch für solche Emittenten der Herkunftsstaat, die nach § 2 Abs. 13 Nr. 1 lit. b oder Nr. 2 WpHG die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat wählen könnten und deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind, diese Wahl aber nicht ausgeübt haben, vorausgesetzt sie haben nicht bereits (nach § 4 WpHG i.V.m. § 5 WpHG oder nach entsprechenden Vorschriften anderer Mitgliedstaaten der EU oder anderer Vertragsstaaten des EWR) einen anderen Herkunftsmitgliedstaat gewählt oder wählen später einen solchen. Mit anderen Worten „müssen sich Nicht-Wähler, die Deutschland als Herkunftsstaat wählen könnten und deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind, bis zu einer wirksamen Wahl so behandeln lassen, als sei Deutschland ihr Herkunftsstaat“⁴. Anders als die Richtlinie, die diese Folge der Nichtwahl erst nach Zeitraum von „drei Monaten ab der erstmaligen Zulassung seiner Wert-

1 Namentlich EuGH v. 16.12.2008 – Rs. C-210/06 – Cartesio, AG 2009, 79; EuGH v. 12.7.2012 – Rs. C-378/10 – VALE, ZIP 2012, 1394.

2 EuGH v. 25.10.2017 – Rs. C-106/16 – Polbud, AG 2017, 854. Dazu Stiegler, Grenzübergreifender Formwechsel: Zulässigkeit eines Herausformwechsels, AG 2017, 846.

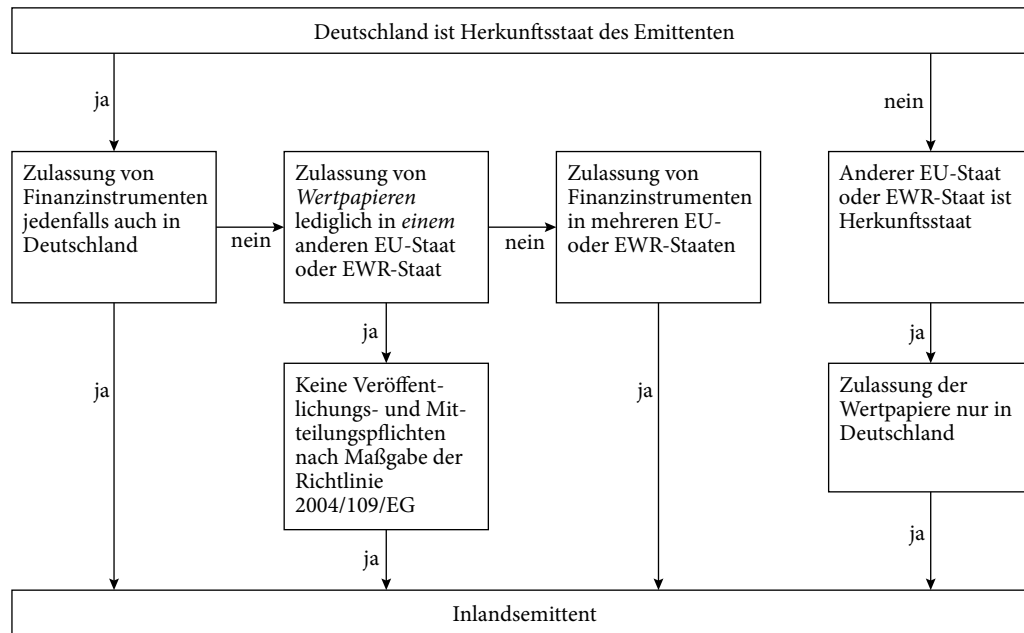
3 S. dazu Erwägungsgrund 20 RL 2013/50/EU (Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie) (Rz. 6 e.). Auch RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, BT-Drucks. 18/5010 v. 26.5.2015, I, 43: „Hierdurch soll im Sinne des Schutzes der Anleger vermieden werden, dass Emittenten für einen gewissen Zeitraum de facto unbeaufsichtigt bleiben.“

4 RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, BT-Drucks. 18/5010 v. 26.5.2015, I, 43.

papiere zum Handel an einem geregelten Markt“ (Rz. 227) vorsieht, greift diese nach § 2 Abs. 13 Nr. 3 WpHG „sofort“¹, d.h. mit der Entstehung der Wahlmöglichkeit ein. Da die Transparenzrichtlinie (Rz. 7 a.) nur eine Minimalharmonisierung anstrebt, steht sie einer solchen strengeren Regelung im WpHG nicht entgegen².

14. Inlandsemittent (§ 2 Abs. 14 WpHG). Ebenfalls Teil des mit der Transparenzrichtlinie – RL 2004/109/EG vom 15.12.2004 (Rz. 7 a.) – und dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (Rz. 5 k.) umgesetzten Systems, das die Adressaten kapitalmarktrechtliche Verhaltens- und Informationspflichten nach dem **Herkunftslandprinzip** bestimmt, ist die Spezifizierung des Adressatenkreises namentlich von **Informationspflichten** unter dem Begriff des **Inlandsemittenten**. Der Begriff dient v.a. den Bestimmungen der §§ 26, 33 Abs. 4, 40, 41, 50, 51 und 115 WpHG als personeller Anknüpfungspunkt. Mit § 2 Abs. 14 WpHG – vor der auf Art. 3 2. FiMaNoG (Rz. 4) zurückgehenden Neuzählungen der Bestimmungen des WpHG § 2 Abs. 7 WpHG (a.F.) – wurde Art. 21 Abs. 3 RL 2004/109/EG umgesetzt. Die Vorgängervorschrift ist erstmals aufgrund von Art. 1 Nr. 2 lit. b Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz in das WpHG gelangt und seither sachlich unverändert geblieben.

Ob ein Emittent als **Inlandsemittent** zu betrachten ist, lässt sich anhand des nachfolgenden Schaubilds ermitteln:



Das Gesetz kennt zwei **Formen von Inlandsemittenten**: Nach § 2 Abs. 14 Nr. 1 WpHG ist Inlandsemittent jeder Emittent, für den Deutschland der Herkunftsstaat ist und nimmt davon lediglich Emittenten aus, deren Wertpapiere nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR zugelassen sind, vorausgesetzt die Emittenten unterliegen in diesem Staat Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten nach Maßgabe von RL 2004/109/EG vom 15.12.2004 (Rz. 229). Der letztgenannte Vorbehalt dient der Vermeidung von Regelungs- und Aufsichtslücken³. Gleichsam spiegelbildlich zur Regelung in Nr. 1 können nach § 2 Abs. 14 Nr. 2 WpHG Inlandsemittenten aber auch solche Emittenten sein, für die zwar nicht Deutschland, sondern ein anderer Mitgliedstaat der EU oder ein anderer Vertragsstaat des EWR der Herkunftsstaat ist, deren Wertpapiere dafür aber ausschließlich im Inland zum Handel an einem organisierten Markt i.S.d. § 2 Abs. 11 WpHG zugelassen sind. Ob für einen Emittenten die Bundesrepublik Deutschland bzw. ein anderer Mitgliedstaat der EU oder Vertragsstaat des EWR der **Herkunftsstaat** ist, beurteilt sich § 2 Abs. 13 bzw. Abs. 17 WpHG; auf die Ausführungen zu diesen Bestimmungen ist zu verweisen.

1 RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, BT-Drucks. 18/5010 v. 26.5.2015, 1, 43.

2 RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, BT-Drucks. 18/5010 v. 26.5.2015, 1, 43.

3 RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, BT-Drucks. 18/5010 v. 26.5.2015, 1, 31.

- 232 Im Hinblick auf die Vorschriften des Abschnitts 6 (§§ 33-47 WpHG) betreffend Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Veränderungen des Stimmrechtsanteils an das Unternehmensregister erfährt der Begriff des Inlandsemitenten durch § 21 Abs. 4 WpHG eine **bereichsspezifische Einschränkung**, indem nur solche Emittenten erfasst werden, deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt i.S.d. § 2 Abs. 11 WpHG zugelassen sind.
- 233 **15. MTF-Emittenten (§ 2 Abs. 15 WpHG).** Die Definition von MTF-Emittenten durch Art. 1 Nr. 3 lit. d 1. FiMaNoG vom 30.6.2016 (Rz. 5 b.) in § 2 WpHG als seinerzeitiger § 2 Abs. 7a WpHG (a.F.) eingefügt worden und ist aufgrund von Art. 3 Nr. 3 lit. 1 2. FiMaNoG (Rz. 4) mit zusätzlichen redaktionellen Anpassungen zum heutigen § 2 Abs. 15 WpHG geworden. Zu Letzteren darf auch gezählt werden, dass die Vorschrift in ihrer neuen Fassung auf die (noch in § 2 Abs. 7a Nr. 1 und 2 WpHG a.F. zu findende) Erwähnung des Freiverkehrs als Platz der Zulassung von Finanzinstrumenten von MTF-Emittenten verzichtet, weil nach dem geänderten § 48 Abs. 3 Satz 2 BörsG der Freiverkehr als ein multilaterales Handelssystem gilt.
- 234 Mit § 2 Abs. 15 WpHG wird Art. 2 Nr. 14 RL 2014/57/EU vom 16.4.2014 (Marktmissbrauchsrichtlinie, Rz. 6 d.) umgesetzt. Zu den bei der Umsetzung zu berücksichtigenden Zusammenhängen und zur **Bedeutung der Definition** von MTF-Emittenten in § 2 Abs. 15 WpHG und OTF-Emittenten in § 2 Abs. 16 WpHG neben den Definitionen von Emittenten in § 2 Abs. 13 und 14 WpHG heißt es im RegE 1. FiMaNoG¹: „Bei der Umsetzung der Definition des Emittenten ist zu berücksichtigen, dass § 2 Abs. 6 und 7 des Wertpapierhandelsgesetzes [a.F., heute § 2 Abs. 13 und 14] bereits den Begriff des Emittenten unter Berücksichtigung der Vorgaben der Richtlinie 2013/50/EU ..., der Richtlinie 2003/71/EG ... sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie) definiert. Die Vorgabe aus Art. 2 Nr. 14 der Richtlinie 2014/57/EU wird daher zum Teil bereits durch den existierenden Begriff des Inlandsemitenten abgedeckt, der solche Emittenten erfasst, deren Finanzinstrumente an einem organisierten Markt gehandelt werden. Die in der VO Nr. Nr. 596/2014 enthaltenen Gebote und Verbote und die in der Richtlinie 2014/57/EU enthaltenen Verbote sind jedoch nicht nur auf solche Emittenten anwendbar, deren Finanzinstrumente an organisierten Märkten gehandelt werden, sondern auch auf solche Emittenten, deren Finanzinstrumente nur in multilateralen oder organisierten Handelssystemen gehandelt werden. Da organisierte Handelssysteme (OTFs) gem. Art. 34 Abs. 4 Unterabs. 2 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 erst mit Umsetzung der Richtlinie 2014/65/EU v. 15.5.2014 (MiFID II) eingeführt werden, ist die Richtlinie 2014/57/EU noch nicht auf Finanzinstrumente anwendbar, die an einem OTF gehandelt werden. Infolgedessen wird der Begriff des MTF-Emittenten eingeführt, um sicherzustellen, dass entsprechend den Vorgaben der Richtlinie 2014/57/EU und der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 auch Emittenten, deren Finanzinstrumente nur an einem MTF gehandelt werden, erfasst werden.“ Die Definition von MTF-Emittenten ist von Bedeutung für die Anwendung von § 26 Abs. 1 und 2 WpHG.
- 235 Ein **multilaterales Handelssystem (MTF)** – dazu Rz. 258 – ist nach Art. 4 Nr. 22 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) „ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäß Titel II dieser Richtlinie führt“.
- 236 Die **Definition von MTF-Emittenten** unterscheidet zwischen Emittenten, die ihren Sitz im Inland haben und solchen, bei den dies nicht der Fall ist. Als **Sitz** ist der statutarische Sitz anzusehen (Rz. 224). Ein **Emittent mit Sitz im Inland** ist MTF-Emittent, wenn er *erstens* für die von ihm emittierten Finanzinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG über eine Zulassung zum Handel an einem multilateralen Handelssystem im Inland, einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem Vertragsstaat EWR verfügt oder diese beantragt hat und, *zweitens*, diese Finanzinstrumente *nur* auf multilateralen Handelssystemen gehandelt werden. Ausgenommen davon, d.h. keine MTF-Emittenten, sind Emittenten mit Sitz im Inland, deren Finanzinstrumente nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem Vertragsstaat EWR zugelassen sind, wenn sie in diesem anderen Staat den Anforderungen des Art. 21 RL 2004/109/EG vom 15.12.2004 (Rz. 7 a.) unterliegen, d.h. vor allem die vorgeschriebenen Informationen in einer Form bekannt geben müssen, „die in nicht diskriminierender Weise einen schnellen Zugang zu ihnen gewährleistet und sie dem amtlich bestellten System [für die zentrale Speicherung vorgeschriebener Informationen] i.S.d. Abs. 2 zur Verfügung stellt“².
- 237 Ein **Emittent, der seinen Sitz nicht im Inland** hat und der für seine Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem im Inland beantragt oder genehmigt hat, ist MTF-Emittent, wenn diese Finanzinstrumente *nur* an multilateralen Handelssystemen *im Inland* gehandelt werden.
- 238 Sowohl für Emittenten mit Sitz im Inland als auch solche, bei denen dies nicht der Fall ist, berücksichtigt die Definition des MTF-Emittenten, dass Finanzinstrumente, die nur in den **Freiverkehr** der Börsen einbezogen sind, erfasst werden. Das ist allerdings nach der Definition von MTF-Emittenten ausgeschlossen, „sobald die je-

¹ RegE 1. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/7482 v. 8.2.2016, 1, 58.

² Art. 23 Abs. 1 Satz 2 RL 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38.

weiligen Finanzinstrumente nicht mehr nur in einem multilateralen Handelssystem oder dem Freiverkehr gehandelt werden, sondern zusätzlich auch an einem organisierten Markt¹. Damit ist auch das Kriterium benannt, nach dem sich die der Begriff des Inlandsemitenten nach § 2 Abs. 14 WpHG von dem des MTF-Emitenten abgrenzen lässt.

16. OTF-Emitenten (§ 2 Abs. 16 WpHG). Die zur Umsetzung der VO Nr. 596/2014 vom 1.4.2014 (Rz. 6 c.) erforderliche Definition von OTF-Emitenten ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. m 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt. Zur Bedeutung der Definition s. die Ausführungen zu derjenigen von MTF-Emitenten in § 2 Abs. 15 WpHG Rz. 234. Nicht nur von der Aufgabe, sondern auch in der Struktur ist die Definition von OTF-Emitenten ganz derjenigen von MTF-Emitenten vergleichbar. Der einzige Unterschied liegt darin, dass bei OTF-Emitenten anstelle der Zulassung oder eines Antrags auf selbige zu einem multilateralen Handelssystem, welches im Mittelpunkt der Definition von MTF-Emitenten steht, auf die Zulassung oder den Antrag auf Zulassung zum Handel an einem **organisierten Handelssystem i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG** abgestellt wird. Die Definition von OTF-Emitenten ist von Bedeutung für die Anwendung von § 26 Abs. 1 und 2 WpHG.

Ein „**organisiertes Handelssystem**“ ist nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 8 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) ein System oder eine Fazilität in der Union i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Nach dieser Vorschrift ist ein organisiertes Handelssystem (Organised Trading Facility – OTF) „ein multilaterales System, bei dem es sich nicht um einen geregelten Markt oder ein MTF handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten innerhalb des Systems in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäß Titel II dieser Richtlinie führt“. **Geregelter Markt** ist nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) ein geregelter Markt i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Nach dieser Vorschrift ist ein **geregelter Markt** ein von einem Marktbetreiber i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) – s. Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 4 – „betriebenes und/oder verwaltetes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach seinen nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt oder das Zusammenführen fördert, die zu einem Vertrag in Bezug auf Finanzinstrumente führt, die gemäß den Regeln und/oder den Systemen des Marktes zum Handel zugelassen wurden, sowie eine Zulassung erhalten hat und ordnungsgemäß und gemäß Titel III dieser Richtlinie funktioniert“. Zum Begriff des **multilateralen Handelssystems (MTF)** s. die Ausführungen Rz. 235 und Rz. 258.

Wie diejenige von MTF-Emitenten unterscheidet auch die **Definition von OTF-Emitenten** zwischen Emitenten, die ihren **Sitz** im Inland haben und solchen, bei den dies nicht der Fall ist. Als **Sitz** ist der statutarische Sitz anzusehen (Rz. 224). Ein **Emitent mit Sitz im Inland** ist OTF-Emitent, wenn er *erstens* für die von ihm emittierten Finanzinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG über eine Zulassung zum Handel an einem organisierten Handelssystem im Inland, einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem Vertragsstaat EWR verfügt oder diese beantragt hat und, *zweitens*, diese Finanzinstrumente *nur* auf organisierten Handelssystemen gehandelt werden. Ausgenommen davon, d.h. keine OTF-Emitenten, sind Emitenten mit Sitz im Inland, deren Finanzinstrumente nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem Vertragsstaat EWR zugelassen sind, wenn sie in diesem anderen Staat den Anforderungen des Art. 21 RL 2004/109/EG (Rz. 7 a.) unterliegen, d.h. vor allem die vorgeschriebenen Informationen in einer Form bekannt geben müssen, „die in nicht diskriminierender Weise einen schnellen Zugang zu ihnen gewährleistet und sie dem amtlich bestellten System [für die zentrale Speicherung vorgeschriebener Informationen] i.S.d. Abs. 2 zur Verfügung stellt“².

Ein **Emitent, der seinen Sitz nicht im Inland hat**, ist OTF-Emitent, wenn er für seine Finanzinstrumente *nur* eine Zulassung zum Handel an einem organisierten Handelssystem im Inland beantragt oder genehmigt hat.

17. Herkunftsmitgliedstaat (§ 2 Abs. 17 WpHG). a) Übersicht. Die Vorschrift ist durch Art. 1 Nr. 2 lit. i des Finanzmarkttrichlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) als § 2 Abs. 8 WpHG a.F. in das Gesetz gelangt. Sie ist von Bedeutung für die Anwendung von § 2 Abs. 13 Nr. 3, § 67 Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 und § 90 Abs. 2 und 3 WpHG. Sie diene der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarkttrichlinie, Rz. 7 b.). In ihrer heutigen, in der Benennung als § 2 Abs. 17 WpHG und in der Sache auf Art. 3 Nr. 3 lit. n 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) zurückgehenden Fassung dient die Bestimmung der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 55 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Die Bestimmung unterscheidet zwischen dem Herkunftsmitgliedstaat eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens, eines organisierten Marktes und eines Datenbereitstellungsdienstes.

b) Herkunftsstaat von Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 2 Abs. 17 Nr. 1 WpHG). Im Hinblick auf den Herkunftsmitgliedstaat von Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.v. § 2 Abs. 10 WpHG differenziert § 2 Abs. 17 Nr. 1 WpHG zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Gestalt von natürlichen Personen

1 RegE 1. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/7482 v. 8.2.2016, 1, 57/58.

2 Art. 23 Abs. 1 Satz 2 RL 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38.

und juristischen Personen. Handelt es sich bei dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen um eine natürliche Person, so ist Herkunftsmitgliedstaat der Mitgliedstaat, in dem sich ihre **Hauptverwaltung** befindet. Weder § 2 WpHG noch die vorstehend angeführten Richtlinien enthalten eine Definition des Begriffs Hauptverwaltung, doch unterscheiden Letztere in zahlreichen Vorschriften zwischen Sitz und Hauptverwaltung. Darüber hinaus ist Erwägungsgrund 22 RL 2004/39/EG¹ zu entnehmen, dass die Hauptverwaltung einer Person in dem Mitgliedstaat liegt, in dem sie ihre Geschäftstätigkeit tatsächlich ausübt. Kommen danach mehrere Mitgliedstaaten in Betracht ist dies, so ist zu ergänzen, der Mitgliedstaat, in dem sie als Wertpapierdienstleistungsunternehmen tätig ist und die wesentlichen Entscheidungen über ihre Geschäftstätigkeit getroffen werden. Das entspricht dem früher verwandten Begriff der „Hauptniederlassung“, der als der „effektive“ oder „tatsächliche“ Sitz des Unternehmens definiert wurde, d.h. als der Ort, von dem aus die Geschäfte dauerhaft geleitet und die maßgeblichen Entscheidungen getroffen werden (6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 179).

- 245 Handelt es sich bei dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen um eine **juristische Person**, so ist Herkunftsstaat der Mitgliedstaat, in dem sich ihr Sitz befindet. Grundlage dieser Definition ist die Vorstellung, eine Wertpapierfirma, die eine juristische Person sei, solle in dem Mitgliedstaat zugelassen werden, in dem sie ihren **Sitz** hat. Bedenkt man, dass die Definition des Begriffs des Herkunftsmitgliedstaats für natürliche Personen, an den Ort anknüpft, an dem diese tatsächlich tätig wird und die wesentlichen Entscheidungen über ihre Geschäftstätigkeit getroffen werden, so spricht dies dafür, auch den Sitz eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens in der Rechtsform einer juristischen Person i.S.v. § 2 Abs. 17 WpHG als den effektiven Verwaltungssitz zu verstehen. Das ließe sich indes mit der Rechtsprechung des EuGH zur Niederlassungsfreiheit von Unternehmen (Rz. 224), namentlich der Entscheidung Urteils des EuGH vom 25.10.2017², dem zufolge Unternehmen ihren rechtlichen Sitz frei in andere EU-Länder verlegen können, ohne dass eine gleichzeitige Verlegung ihrer tatsächlichen Tätigkeit erforderlich ist, nicht vereinbaren, sondern würde die Niederlassungsfreiheit von juristischen Personen beeinträchtigen. Als Sitz ist mithin der **statutarische Sitz** der juristischen Person anzusehen. Dass dies zum „Forum-Shopping“ in Gestalt eines „Zulassungs- und Beaufsichtigungs-Shopping“ führen könnte, ist angesichts der Schaffung eines Europäischen Finanzaufsichtssystems (Einl. Rz. 38 ff.) und der Vereinheitlichung der Zulassungs- und Aufsichtsbestimmungen, trotz der verbleibenden Zulassung und Beaufsichtigung durch die zuständigen mitgliedstaatlichen Behörden nicht zu erwarten. Falls es sich bei der juristischen Person um eine solche handelt, für die nach dem nationalen Recht, das für das Wertpapierdienstleistungsunternehmen maßgeblich ist, **kein Sitz bestimmt ist**, so ist Herkunftsmitgliedstaat nach § 2 Abs. 17 WpHG der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung befindet; zur Bestimmung des Ortes der Hauptverwaltung gelten die Ausführungen zur Bestimmung der Herkunftsmitgliedstaat einer natürlichen Person Rz. 244 entsprechend.
- 246 **c) Herkunftsstaat eines Organisierten Markts (§ 2 Abs. 17 Nr. 2 WpHG).** Im Falle eines organisierten Marktes, das ist ein solcher i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG, ist nach § 2 Abs. 17 Nr. 2 WpHG Herkunftsmitgliedstaat der Mitgliedstaat, in dem dieser registriert oder zugelassen ist, oder, sofern für ihn nach dem Recht dieses Mitgliedstaats kein Sitz bestimmt ist, der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung befindet. Zur Bestimmung des Sitzes und des Ortes der Hauptverwaltung eines solchen organisierten Marktes gelten die Ausführungen zur Bestimmung der Herkunftsmitgliedstaat einer natürlichen Person Rz. 245 bzw. Rz. 244 entsprechend.
- 247 **d) Herkunftsstaat eines Datenbereitstellungsdienstes (§ 2 Abs. 17 Nr. 3 WpHG).** Im Falle eines Datenbereitstellungsdienstes i.S.v. § 2 Abs. 40 WpHG differenziert § 2 Abs. 17 Nr. 3 WpHG, wie im Hinblick auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 2 Abs. 17 Nr. 1 WpHG, zwischen natürlichen und juristischen Personen und erklärt für Erstere die Hauptverwaltung des Datenbereitstellungsdienstes (§ 2 Abs. 17 Nr. 3 lit. a WpHG) und für Letztere den Sitz desselben (§ 2 Abs. 17 Nr. 3 lit. b WpHG) für maßgeblich. Falls es sich bei einem Datenbereitstellungsdienst in der Rechtsform einer juristischen Person um eine solche handelt, für die nach dem nationalen Recht, das für den Datenbereitstellungsdienst maßgeblich ist, kein Sitz bestimmt ist, ist nach § 2 Abs. 17 Nr. 3 lit. c WpHG Herkunftsmitgliedstaat der Mitgliedstaat, in dem sich die Hauptverwaltung befindet. Zur Bestimmung des Sitzes und des Ortes der Hauptverwaltung eines solchen Datenbereitstellungsdienstes gelten die Ausführungen zur Bestimmung der Herkunftsmitgliedstaat einer natürlichen Person Rz. 245 bzw. Rz. 244 entsprechend.
- 248 **18. Aufnahmemitgliedstaat (§ 2 Abs. 18 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 1 Nr. 2 lit. i des Finanzmarkt-richtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16.7.2007 (Rz. 5 j.) als § 2 Abs. 9 WpHG a.F. in das Gesetz gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von § 18 Abs. 7 Satz 3 WpHG sowie einer Reihe früherer Bestimmungen des WpHG. In ihrer ursprünglichen Fassung setzt sie Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 RL 2004/39/EG vom 21.4.2004 (Finanzmarkttrichtlinie, Rz. 7 b.). In ihrer heutigen, in der Benennung als § 2 Abs. 17 WpHG und in der Sache auf Art. 3 Nr. 3 lit. n 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) zurückgehenden Fassung dient die Vorschrift der Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 56 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Zur Bestimmung des Aufnahmemitgliedstaats unterscheidet die Bestimmung zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und organisierten Märkten.

¹ ABL. EU Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1.

² EuGH v. 25.10.2017 – Rs. C-106/16 – Polbud, AG 2017, 854. Dazu *Stiegler*, Grenzüberschreitender Formwechsel: Zulässigkeit eines Herausformwechsels, AG 2017, 846.

Für **Wertpapierdienstleistungsunternehmen** i.S.v. § 2 Abs. 10 WpHG ist nach § 2 Abs. 18 Nr. 1 WpHG Aufnahmemitgliedstaats der Mitgliedstaat, in dem es eine Zweigniederlassung unterhält oder Wertpapierdienstleistungen im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs erbringt. Eine **Zweigniederlassung** ist nach dem hierzu einschlägigen Art. 4 Abs. 1 Nr. 30 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) eine Betriebsstelle, die nicht die Hauptverwaltung ist, die einen rechtlich unselbstständigen Teil einer Wertpapierfirma bildet und Wertpapierdienstleistungen, gegebenenfalls auch Nebendienstleistungen, erbringt und/oder Anlagetätigkeiten ausübt, für die der Wertpapierfirma eine Zulassung erteilt wurde; alle Geschäftsstellen einer Wertpapierfirma mit Hauptverwaltung in einem anderen Mitgliedstaat, die sich in ein und demselben Mitgliedstaat befinden, gelten als eine einzige Zweigniederlassung. Zum Begriff der Hauptverwaltung s. die Ausführungen Rz. 244. Im Fall des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs – d.h. bei Dienstleistungen, bei denen sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen und der Empfänger von dessen Wertpapierdienstleistungen in unterschiedlichen Staaten befinden – ist Aufnahmemitgliedstaat der Mitgliedstaat, von dem aus das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Leistungen erbringt.

Aufnahmemitgliedstaat für einen **organisierten Markt** i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG ist nach § 2 Abs. 18 Nr. 2 WpHG der Mitgliedstaat, in dem er geeignete Vorkehrungen bietet, um in diesem Mitgliedstaat niedergelassenen Marktteilnehmern den Zugang zum Handel über sein System zu erleichtern. Das ist jeder Mitgliedstaat, in dem das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den in diesem Markt mit – das folgt aus der Verwendung des Begriffs „niedergelassener“ Marktteilnehmer – einer gewissen Dauerhaftigkeit tätig werdenden Marktteilnehmern eine „Zugangsmöglichkeit zu dem Handelssystem des organisierten Marktes“¹ anbietet.

19. Strukturierte Einlage (§ 2 Abs. 19 WpHG). Die Definition strukturierter Einlagen ist durch Art. 3 Nr. 3 Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015 (Rz. 5 d.) als seinerzeitiger § 2 Abs. 11 WpHG (a.F.) in § 2 WpHG gelangt. Sie entspricht Art. 4 Abs. 1 Nr. 43 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Aufgrund der Berichtigung der RL 2014/65/EU vom 13.7.2016² wurde der ursprüngliche Verweis auf das KWG durch den entsprechenden Verweis auf den Begriff der Einlage im Sinne des Einlagensicherungsgesetzes (EinSiG) durch Art. 3 Nr. 3 lit. q 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) ersetzt. Die Definition und ist von Bedeutung für die Anwendung von § 1 Abs. 1 Nr. 4, § 6 Abs. 2 Satz 4, § 63 Abs. 1 Nr. 1 lit. e), § 87 Abs. 2, § 96 und § 120 Abs. 27 WpHG.

Eine **strukturierte Einlage** definiert § 2 Abs. 19 Satz 1 WpHG als eine Einlage i.S.d. § 2 Abs. 3 Sätze 1 und 2 EinSiG, die bei Fälligkeit in voller Höhe zurückzuzahlen ist, wobei sich die Zahlung von Zinsen oder einer Prämie, das Zinsrisiko oder das Prämienrisiko aus einer Formel ergibt, die insbesondere abhängig ist von *erstens* einem Index oder einer Indexkombination, *oder zweitens* einem Finanzinstrument oder einer Kombination von Finanzinstrumenten, *oder drittens* einer Ware oder einer Kombination von Waren oder anderen körperlichen oder nicht körperlichen nicht übertragbaren Vermögenswerten *oder viertens* einem Wechselkurs oder einer Kombination von Wechselkursen. Nicht hiervor erfasst sind nach § 2 Abs. 19 Satz 2 WpHG variabel verzinsliche Einlagen, deren Ertrag unmittelbar an einen Zinsindex, insbesondere den *Euribor* oder den *Libor*, gebunden ist.

Grundlage der Definition einer strukturierten Einlage in § 2 Abs. 19 WpHG ist eine **Einlage** i.S.d. § 2 Satz 1 Einlagensicherungsgesetz (EinSiG), d.h. „ein Guthaben, einschließlich Festgeld und Spareinlagen, die sich aus Beträgen, die auf einem Konto verblieben sind, oder aus Zwischenpositionen im Rahmen von Bankgeschäften ergeben *und* vom CRR-Kreditinstitut [d.h. der Einlagensicherung nach dem EinSiG verpflichtetes Institut i.S.v. § 1 Satz 1 EinSiG i.V.m. § 1 Abs. 3d Satz 1 KWG – früher „Einlagenkreditinstitut“] nach den geltenden gesetzlichen und vertraglichen Bedingungen zurückzuzahlen sind“. Ausgenommen von den Einlagen in diesem Sinne ist nach § 3 Satz 2 EinSiG ein Guthaben, wenn die Existenz dieses Guthabens nur durch ein Finanzinstrument i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG nachgewiesen werden kann, es sei denn, es handelt sich um ein Sparprodukt, das durch ein auf eine benannte Person lautendes Einlagenzertifikat verbrieft ist und bereits zum 2.7.2014 bestand, *oder* das Guthaben nicht zum Nennwert rückzahlbar ist *oder* das Guthaben nur im Rahmen einer bestimmten, vom CRR-Kreditinstitut oder einem Dritten gestellten Garantie oder Vereinbarung rückzahlbar ist.

20. Energiegroßhandelsprodukt (§ 2 Abs. 20 WpHG). Mit der Definition des Begriffs Energiegroßhandelsprodukt wird Art. 4 Abs. 1 Nr. 58 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) umgesetzt, die – wie § 2 Abs. 20 WpHG – ihrerseits bestimmt, ein Energiegroßhandelsprodukt sei ein solches i.S.v. Art. 2 Nr. 4 VO Nr. 1227/2011³. Dabei verweist § 2 Abs. 20 WpHG nicht nur auf Art. 2 Nr. 4 VO Nr. 1227/2011, sondern auch auf Art. 5 und 6 DelVO 2017/565 (Rz. 6 b.). Die Definition hat aktuell nur für § 18 Abs. 8 Satz 7 WpHG über die Zusammenarbeit der BaFin mit zuständigen Stellen im Ausland sowie die Begriffsbestimmung in § 2 Abs. 3 Nr. 2 lit. b WpHG Bedeutung.

¹ RegE eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz), BT-Drucks. 16/4028 v. 12.1.2007, 1, 57.

² ABl. EU Nr. L 188 v. 15.7.2016, S. 28.

³ 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.

- 255 Nach § 20 Abs. 20 WpHG i.V.m. **Art. 2 Nr. 4 Abs. 1 VO Nr. 1227/2011** (Rz. 6 b.) sind Energiegroßhandelsprodukte „die folgenden Verträge und Derivate unabhängig davon, wo und wie sie gehandelt werden: a) Verträge für die Versorgung mit Strom oder Erdgas, deren Lieferung in der Union erfolgt; b) Derivate, die Strom oder Erdgas betreffen, das/der in der Union erzeugt, gehandelt oder geliefert wurde; c) Verträge, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen, sowie d) Derivate, die den Transport von Strom oder Erdgas in der Union betreffen“. Dagegen sind nach Art. 2 Nr. 4 Abs. 2 Satz 1 VO Nr. 1227/2011 Verträge über die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas zur Nutzung durch Endverbraucher keine Energiegroßhandelsprodukte. Verträge über die Lieferung und die Verteilung von Strom oder Erdgas an Endverbraucher mit einer höheren Verbrauchskapazität als dem in Art. 2 Nr. 5 Abs. 2 VO Nr. 1227/2011 aufgeführten Schwellenwert [Von 600 GWh] gelten jedoch nach Art. 2 Nr. 4 Abs. 2 Satz 2 VO Nr. 1227/2011 als Energiegroßhandelsprodukte.
- 256 **Art. 5 DelVO 2017/565** (Rz. 6 b.) enthält Bestimmungen zu Energiegroßhandelsprodukten, die effektiv geliefert werden müssen, und konkretisiert damit Anhang I Abschnitt C Nr. 6 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 über „Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, vorausgesetzt, sie werden an einem geregelten Markt, über ein MTF [*Multilateral Trading Facility* – *Multilaterales Handelssystem*, s. Art. 3 Nr. 7 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) und Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 15 f.] oder über ein OTF [*Organised Trading Facility* – *Organisiertes Handelssystem*, s. Art. 3 Nr. 8 VO Nr. 596/2014, Rz. 6 c.] gehandelt“, im Hinblick auf die davon ausgenommenen und nicht als Finanzinstrumente zu betrachtenden Energiegroßhandelsprodukte, die zwar über ein OTF gehandelt, aber nicht effektiv geliefert werden müssen. Auch **Art. 6 DelVO 2017/565** (Rz. 6 b.) über „Energiederivatkontrakte in Bezug auf Öl und Kohle sowie Energiegroßhandelsprodukte“ konkretisiert Anhang I Abschnitt C Nr. 6 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 in Bezug auf bestimmte Waren, darunter in seinem Abs. 3 im Hinblick auf Derivatkontrakte mit den Merkmalen eines Energiegroßhandelsprodukts.
- 257 **21. Multilaterales System (§ 2 Abs. 21 WpHG) und multilaterales Handelssystem (MTF)**. Die Definition ist § 2 WpHG durch Art. 3 Nr. 2 1. FiMaNoG (Rz. 5 b.) hinzugefügt worden und hat ihre heutige Zählung als § 2 Abs. 21 WpHG durch Art. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) erhalten. Mit der Definition wird Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 umgesetzt, in der ein multilaterales System als ein System oder Mechanismus definiert wird, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt.
- 258 Der Begriff des multilateralen Systems ist Bestandteil der Definition des organisierten Markts nach § 2 Abs. 11 WpHG und des versteckt in § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG definierten Begriffs eines **multilateralen Handelssystems (MTF)**. Ein **multilaterales Handelssystem (MTF)** ist nach Art. 4 Nr. 22 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) „ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäß Titel II dieser Richtlinie führt“. Entsprechend definiert § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 8 WpHG, im Zusammenhang mit der Definition des „Betriebs“ eines multilateralen Handelssystems, ein solches als ein System, „das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach nichtdiskretionären Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt“.
- 259 **22. Handelsplatz (§ 2 Abs. 22 WpHG)**. Der Definition eines Handelsplatzes in § 2 Abs. 22 WpHG ist zu entnehmen, dass es sich bei diesem um den **Oberbegriff** für organisierte Märkte i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG, multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelssysteme handelt. Zum Begriff des **multilateralen Handelssystems (MTF)** s. Rz. 258. Ein **organisiertes Handelssystem (OTF)** ist nach Nr. 23 Richtlinie 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) ein multilaterales System, bei dem es sich nicht um einen geregelten Markt oder ein MTF handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten innerhalb des Systems in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäß Titel II dieser Richtlinie führt“. Die Vorschrift setzt die Begriffsbestimmungen in Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) und Art. 2 Nr. 12 RL 2014/57/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 d.) um. Letztere definiert „Handelsplatz“ unter Verweis auf die Definition durch die Erstere, und in deren Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 bedeutet Handelsplatz „einen geregelten Markt, ein MTF oder ein OTF“. Die Definition des Handelsplatzes ist von Bedeutung für die Anwendung von §§ 1 bis 3, 6, 8, 18, 22, 54f., 57 bis 59, 69, 77, 80, 82, 97f., 119f. und 135 WpHG.
- 260 **23. Liquider Markt (§ 2 Abs. 23 WpHG)**. Die Definition eines liquiden Marktes in § 2 Abs. 23 WpHG ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in § 2 WpHG gelangt. Sie ist von Bedeutung für die Anwendung von § 75 Abs. 3 und § 120 Abs. 8 Nr. 82 WpHG. § 2 Abs. 23 WpHG setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 25 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um und übernimmt dazu – bei Änderungen lediglich der Textgliederung – dessen Wortlaut. Der Begriff „liquider Markt“ wurde im WpHG im aufgehobenen § 32a Abs. 1 WpHG (a.F.) Veröffentlichen von Quotes durch systematische Internalisierer verwandt und findet sich heute allein in § 75 Abs. 3 WpHG, der zufolge der Handel für eigene Rechnung einem Betreiber eines organisierten

Handelssystems nur gestattet ist, soweit es sich nicht um die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge i.S.v. § 2 Abs. 29 WpHG handelt und es um öffentliche Schuldtitel geht, für die kein liquider Markt besteht. In der Sache ist ein **liquider Markt** ein Markt für ein Finanzinstrument oder eine Kategorie von Finanzinstrumenten, auf dem kontinuierlich kauf- oder verkaufsbereite vertragswillige Käufer oder Verkäufer verfügbar sind und der unter Berücksichtigung der speziellen Marktstrukturen der fraglichen Marktinstrumente nach den in § 2 Abs. 23 Nr. 2 lit. a bis c WpHG aufgeführten Kriterien bewertet wird.

24. Zweigniederlassung (§ 2 Abs. 24 WpHG). Der **Begriff der Zweigniederlassung** fand sich schon in § 2 Abs. 9 WpHG a.F. als Bestandteil der Definition des AufnahmeStaats (6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 182) sowie in zahlreichen Bestimmungen des WpHG a.F., war aber nicht gesetzlich definiert. Er wird heute in §§ 2 Abs. 18, 18, 80, 87 f., 90, 93 und 120 Abs. 25 WpHG verwandt. Die Definition einer Zweigniederlassung in § 2 Abs. 23 WpHG ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in § 2 WpHG gelangt. Mit ihr wird Art. 4 Abs. 1 Nr. 25 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) umgesetzt. Dazu übernimmt – bei Änderungen lediglich der Textgliederung – dessen Wortlaut.

In der Sache ist eine **Zweigniederlassung** i.S.d. WpHG eine **Betriebsstelle**, die nicht die Hauptverwaltung ist, einen rechtlich unselbstständigen Teil eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens bildet und Wertpapierdienstleistungen, gegebenenfalls auch Wertpapiernebenleistungen, erbringt, für die dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Zulassung erteilt wurde (§ 2 Abs. 24 Satz 1 WpHG). Vor allem im Hinblick auf aufsichtsrechtliche Zwecke bestimmt § 2 Abs. 24 Satz 2 WpHG, dass alle Betriebsstellen eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens mit Hauptverwaltung in einem anderen Mitgliedstaat, die sich in demselben Mitgliedstaat befinden, als eine einzige Zweigniederlassung gelten. Wie bei der zuvor in Anlehnung an den in §§ 13 ff. HGB verwandten, aber auch dort nicht gesetzlich definierten handelsrechtlichen Zweigniederlassungsbegriff (6. Aufl., § 2 WpHG Rz. 182) kommen als Zweigniederlassung einer Hauptniederlassung nur von dieser räumlich getrennte Stellen („Betriebsstellen“) in Betracht, an denen Dienstleistungen erbracht werden, die eine Gleichartigkeit mit den Geschäften der Hauptniederlassung aufweisen. Letzteres kommt in der Definition des § 2 Abs. 24 Satz 1 WpHG dadurch zum Ausdruck, dass die Zweigniederlassung Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen erbringen muss, für die dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Zulassung erteilt wurde.

25. Mutterunternehmen (§ 2 Abs. 25 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 32 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Sie ist von Bedeutung für die Anwendung von § 2 Abs. 26 und 28 Nr. 2, § 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1, § 35 Abs. 2 bis 5, § 37 Abs. 1 und § 120 Abs. 22 Satz 5 und Abs. 23 Satz 2 WpHG.

Nach der Vorschrift ist **Mutterunternehmen** i.S.d. WpHG Mutterunternehmen i.S.v. Art. 2 Nr. 9 und Art. 22 RL 2013/34/EU vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.), die zuletzt durch die Richtlinie 2014/102/EU vom 7.11.2014 (Rz. 6 f.) geändert worden ist¹. Für die Verwendung des Begriffs in Abschnitt 6 über Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Veränderungen des Stimmrechtsanteils an das Unternehmensregister (§§ 33 bis 47 WpHG) und Abschnitt 16 über Überwachung von Unternehmensabschlüssen, Veröffentlichung von Finanzberichten (§§ 106 bis 118 WpHG) gilt dies allerdings nur, soweit diese keine besonderen Regelungen enthalten. Die Vorschriften dieser Abschnitte sind von der Definition ausgenommen, da die in diesen verwandten Begriffe des Mutterunternehmens nicht auf der RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) beruhen². Der in § 2 Abs. 25 WpHG definierte Begriff „Mutterunternehmen“ hat damit nur für dessen Verwendung im WpHG außerhalb dieser Abschnitte **Bedeutung**, d.h. für §§ 3 und 120 WpHG.

Die Definition des Begriffs „Mutterunternehmen“ übernimmt damit diejenige der **Art. 2 Nr. 9 und Art. 22 RL 2013/34/EU** vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.). Dabei enthält Art. 2 Nr. 9 RL 2013/34/EU die abstrakte Definition des Begriffs, nach der Mutterunternehmen ein Unternehmen ist, das ein oder mehrere Tochterunternehmen **kontrolliert**. Unter Heranziehungen der Ausführungen in Erwägungsgrund 31 RL 2013/34/EU vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.), in der es darum geht, unter welchen Voraussetzungen ein Tochterunternehmen als ein von einem Mutterunternehmen kontrolliertes Unternehmen zu betrachten ist, ist eine **Kontrolle** anzunehmen, wenn „eine Mehrheit der Stimmrechte gehalten wird“ oder „entsprechende Vereinbarungen mit anderen Mitaktionären oder Mitgesellschaftern geschlossen wurden“. Unter bestimmten Bedingungen soll, ungeachtet des Umstands, dass das Mutterunternehmen nur eine Minderheitsbeteiligung oder keine Beteiligung am Tochterunternehmen hält, auch eine tatsächliche Kontrolle genügen.

Die abstrakte Definition in Art. 2 Nr. 9 RL 2013/34/EU vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.) **konkretisiert** der umfangreiche und detaillierte Art. 22 RL 2013/34/EU. Der hierfür grundlegende **Art. 22 Abs. 1 RL 2013/34/EU**, dessen Umsetzungsbedarf und Anwendung durch die weiteren Absätze des Artikels spezifiziert werden, lautet:

„(1) Ein Mitgliedstaat schreibt einem seinem Recht unterliegenden Unternehmen vor, einen konsolidierten Abschluss und einen konsolidierten Lagebericht zu erstellen, wenn dieses Unternehmen (Mutterunternehmen):

1 Die Änderungen sind für den Inhalt der angeführten Bestimmungen der geänderten Richtlinie indes ohne Bedeutung.
2 RegE 2. FiMaNoG, BT-Drucks. 18/10936 v. 23.1.2017, 1, 223.

- a) die Mehrheit der Stimmrechte der Aktionäre oder Gesellschafter eines anderen Unternehmens (Tochterunternehmens) hält;
- b) das Recht hat, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines anderen Unternehmens (Tochterunternehmens) zu bestellen oder abzurufen und gleichzeitig Aktionär oder Gesellschafter dieses Unternehmens ist;
- c) Satz 1 das Recht hat, auf ein Unternehmen (Tochterunternehmen), dessen Aktionär oder Gesellschafter es ist, einen beherrschenden Einfluss aufgrund eines mit diesem Unternehmen geschlossenen Vertrags oder aufgrund einer Satzungsbestimmung dieses Unternehmens auszuüben, sofern das Recht, dem dieses Tochterunternehmen unterliegt, es zulässt, dass dieses solchen Verträgen oder Satzungsbestimmungen unterworfen wird.

Die Mitgliedstaaten brauchen nicht vorzuschreiben, dass das Mutterunternehmen Aktionär oder Gesellschafter des Tochterunternehmens sein muss. Mitgliedstaaten, deren Recht derartige Verträge oder Satzungsbestimmungen nicht vorsieht, sind nicht gehalten, diese Bestimmungen anzuwenden; oder

- d) Aktionär oder Gesellschafter eines Unternehmens ist und
 - i) allein durch die Ausübung seiner Stimmrechte die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens (Tochterunternehmens), die während des Geschäftsjahres sowie des vorhergehenden Geschäftsjahres bis zur Erstellung des konsolidierten Abschlusses im Amt sind, bestellt worden sind, oder
 - ii) aufgrund einer Vereinbarung mit anderen Aktionären oder Gesellschaftern dieses Unternehmens (Tochterunternehmens) allein über die Mehrheit der Stimmrechte der Aktionäre oder Gesellschafter dieses Unternehmens verfügt. Die Mitgliedstaaten können nähere Bestimmungen über Form und Inhalt einer solchen Vereinbarung treffen.

Die Mitgliedstaaten schreiben mindestens die unter Ziffer ii angeführte Regelung vor. Sie können die Anwendung von Ziffer i davon abhängig machen, dass die Beteiligungen mindestens 20 % der gesamten Stimmrechte ausmachen.

Satz 3 Ziffer i findet jedoch keine Anwendung, wenn ein Dritter gegenüber diesem Unternehmen die Rechte im Sinne der Buchstaben a, b oder c hat.“

- 267 **26. Tochterunternehmen (§ 2 Abs. 26 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 32 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Sie ist von Bedeutung für die Anwendung von §§ 2 Abs. 28, 34 f., 37, 40, 107, 116 f., 120 Abs. 22 Satz 5 WpHG.
- 268 Die Definition von **Tochterunternehmen** i.S.d. WpHG in § 2 Abs. 26 WpHG ist das Gegenstück zur Definition von Mutterunternehmen i.S.v. § 2 Abs. 25 WpHG. Nach § 2 Abs. 26 WpHG sind Tochterunternehmen i.S.d. WpHG ein Tochterunternehmen i.S.d. Art. 2 Nr. 10 und des Art. 22 RL 2013/34/EU vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.), einschließlich aller **Tochterunternehmen eines Tochterunternehmens** des an der Spitze stehenden Mutterunternehmens i.S.v. § 2 Abs. 25 WpHG. Für die Verwendung des Begriffs Tochterunternehmen in Abschnitt 6 über Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Veränderungen des Stimmrechtsanteils an das Unternehmensregister (§§ 33 bis 47 WpHG) und Abschnitt 16 über Überwachung von Unternehmensabschlüssen, Veröffentlichung von Finanzberichten (§§ 106 bis 118 WpHG) gilt dies allerdings – wie für den Begriff des Mutterunternehmens (Rz. 264) – nur, soweit diese keine besonderen Regelungen enthalten. Auch die Bedeutung der Definition von Tochterunternehmen für die Anwendung von Vorschriften des WpHG ist damit – wie die von Mutterunternehmen – eher gering (Rz. 264).
- 269 Nach der **abstrakten Definition** von Tochterunternehmen in **Art. 2 Nr. 10 RL 2013/34/EU** vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.), die § 2 Abs. 26 WpHG übernimmt, sind Tochterunternehmen ein von einem Mutterunternehmen kontrolliertes Unternehmen, einschließlich jedes mittelbar kontrollierten Tochterunternehmens eines Mutterunternehmens. Diese Definition konkretisiert der umfangreiche und detaillierte, in Rz. 266 wiedergegebene Art. 22 RL 2013/34/EU. Zur Frage, wann ein Unternehmen von einer Muttergesellschaft **kontrolliert** wird und damit Tochterunternehmen ist, ist auf die Ausführungen Rz. 265 zu verweisen.
- 270 **27. Gruppe (§ 2 Abs. 27 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von §§ 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 lit. a, 32 Abs. 1, 56 Abs. 1, 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 2, 75 Abs. 1 und 84 Abs. 3 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 34 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Gruppe i.S.d. WpHG ist eine Gruppe i.S.d. Art. 2 Nr. 11 RL 2013/34/EU vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.). Nach dieser Bestimmung ist Gruppe ein Mutterunternehmen und alle Tochterunternehmen, nach § 2 Abs. 16 WpHG einschließlich aller Tochterunternehmen eines Tochterunternehmens des an der Spitze stehenden Mutterunternehmens.
- 271 **28. Enge Verbindung (§ 2 Abs. 28 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 35 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dazu übernimmt sie dessen Wortlaut. Die Definition ist für die Anwendung von § 64 Abs. 6 und § 75 Abs. 5 WpHG von Bedeutung.

Eine **enge Verbindung** i.S.d. WpHG liegt nach § 2 Abs. 28 WpHG vor, wenn zwei oder mehr natürliche oder juristische Personen in einer der drei in der Vorschrift angeführten Weisen verbunden sind: *Erstens* durch eine Beteiligung in Form des direkten Haltens oder des Haltens im Wege der Kontrolle von mindestens 20 Prozent der Stimmrechte oder der Anteile an einem Unternehmen, *oder zweitens* durch Kontrolle in Form eines Verhältnisses zwischen Mutter- und Tochterunternehmen, wie in allen Fällen des Art. 22 Abs. 1 und 2 RL 2013/34/EU vom 26.6.2013 (Rz. 6 f.) oder einem vergleichbaren Verhältnis zwischen einer natürlichen oder juristischen Person und einem Unternehmen; Tochterunternehmen von Tochterunternehmen gelten ebenfalls als Tochterunternehmen des Mutterunternehmens, das an der Spitze dieser Unternehmen steht *oder drittens* durch ein dauerhaftes Kontrollverhältnis beider oder aller Personen, das zu derselben dritten Person besteht.

Die Frage, unter welchen Voraussetzungen eine **Kontrolle** i.S.d. der vorstehenden Definition einer engen Verbindung vorliegt, ist nicht anders zu beantworten als im Zusammenhang mit der Definition der Begriffe Mutter- und Tochterunternehmen. Auf die diesbezüglichen Ausführungen Rz. 265 ist zu verweisen. Zur Frage, wann ein **Verhältnis zwischen Mutter- und Tochterunternehmen** vorliegt, s. die Ausführungen Rz. 264 und 268.

29. Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge (§ 2 Abs. 29 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 38 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Die in diesem Artikel enthaltene Definition wird nahezu wortgleich in § 2 Abs. 29 WpHG übernommen. Die Definition ist für die Anwendung von § 74 Abs. 5, § 75 Abs. 2, 3, 7 und 8 sowie § 120 Abs. 8 Nr. 79 WpHG von Bedeutung.

Nach § 2 Abs. 29 WpHG ist die **Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge** („Matched Principal Trading“) i.S.d. WpHG ein **Geschäft**, bei dem *erstens* zwischen Käufer und Verkäufer ein Vermittler zwischen-geschaltet ist, der während der gesamten Ausführung des Geschäfts zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt ist, *zweitens* Kauf- und Verkaufsgeschäfte gleichzeitig ausgeführt werden und *drittens* das zu Preisen abgeschlossen wird, durch die der Vermittler abgesehen von einer vorab offengelegten Provision, Gebühr oder sonstigen Vergütung weder Gewinn noch Verlust macht.

30. Direkter elektronischer Zugang (§ 2 Abs. 30 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 41 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Die Definition des Begriffs „direkter elektronischer Zugang“ in § 2 Abs. 30 WpHG übernimmt weitgehend den Wortlaut derjenigen in Art. 4 Abs. 1 Nr. 41 RL 2014/65/EU (Rz. 6 b.) und ergänzt diese lediglich um den Zusatz „mit Ausnahme der in Art. 20 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 [Rz. 6 b.] genannten Fälle“ am Ende von § 2 Abs. 30 Satz 1 WpHG.

Die Definition ist für die Anwendung von § 77 WpHG von Bedeutung, der bestimmt, unter welchen Voraussetzungen Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.v. einem Kunden einen direkten elektronischen Zugang zu einem Handelsplatz anbieten darf. So war bis zur Änderung des § 19 BörsG durch Einfügung des neuen Abs. 3a aufgrund von Art. 8 Nr. 16 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) und der entsprechenden Definition „direkten elektronischen Zugang“ in § 2 Abs. 9 BörsG in Art. 8 Nr. 3 lit. c 2. FiMaNoG die Teilnahme am Börsenhandel nur den in § 19 BörsG genannten und durch die Geschäftsführung zugelassenen Personen gestattet, so dass ein Handelsteilnehmer seinen Handelscode, d.h. den ihm zugeteilten Code zur Teilnahme am Handel, grundsätzlich einem Dritten nicht zur Verfügung stellen und diesem dadurch die Nutzung eines fremden Handelscodes ohne eigene Zulassung am Handel eröffnen durfte.

Direkter elektronischer Zugang im Sinne dieses Gesetzes ist nach § 2 Abs. 30 Satz 1 WpHG eine **Vereinbarung**, in deren Rahmen ein Mitglied, ein Teilnehmer oder ein Kunde eines Handelsplatzes einer anderen Person die Nutzung seines Handelscodes gestattet, damit diese Person Aufträge in Bezug auf Finanzinstrumente elektronisch direkt an den Handelsplatz übermitteln kann, mit Ausnahme der in Art. 20 DelVO 2017/565 vom 25.4.2016 (Rz. 6 b.) genannten Fälle. Einer dieser Fälle ist der, dass eine Person als nicht in der Lage anzusehen ist, Aufträge in Bezug auf ein Finanzinstrument auf elektronischem Wege an einen Handelsplatz zu übermitteln, weil sie kein Ermessen bezüglich des genauen Bruchteils einer Sekunde der Auftragserfassung sowie der Dauer des Auftrags innerhalb dieses Zeitrahmens ausüben kann (Art. 20 Abs. 1 DelVO 2017/565). Der andere dieser Fälle ist der, dass eine Person als nicht zur Übermittlung eines solchen direkten elektronischen Auftrags in der Lage zu betrachten ist, weil die Übermittlung „durch Vorkehrungen zur Optimierung von Prozessen zur Auftragsausführung erfolgt, die Parameter des Auftrags festlegen, bei denen es sich nicht um den Handelsplatz oder die Handelsplätze handelt, an die der Auftrag übermittelt werden sollte, es sei denn, diese Vorkehrungen sind in die Systeme der Kunden und nicht in die Systeme der Mitglieder oder Teilnehmer eines geregelten Marktes, eines MTF oder eines Kunden eines OTF eingebettet“ (Art. 20 Abs. 2 DelVO 2017/565). Ein **Handelsplatz** ist nach § 2 Abs. 22 WpHG ein organisierter Markt, ein multilaterales Handelssystem oder ein organisiertes Handelssystem. **Handelscode** ist der einem Handelsteilnehmer zugeteilte Code für den elektronischen Zugang zum Handel, den er einem Kunden nur durch Vereinbarung unter den in § 77 WpHG zur Verfügung stellen darf, um auch diesem einen – damit direkten – elektronischen Zugang zum Handelsplatz zu ermöglichen.

Nach § 2 Abs. 30 Satz 2 WpHG umfasst der direkte elektronische Zugang auch Vereinbarungen, die die **Nutzung der Infrastruktur oder eines anderweitigen Verbindungssystems** des Mitglieds, des Teilnehmers oder

des Kunden durch diese Person zur Übermittlung von Aufträgen beinhalten (direkter Marktzugang), sowie diejenigen Vereinbarungen, bei denen eine solche Infrastruktur nicht durch diese Person genutzt wird (**geförderter Zugang**).

- 280 **31. Hinterlegungsscheine (§ 2 Abs. 31 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von §§ 2 Abs. 1 Nr. 2 und 3, 33 Abs. 1 Satz 2 und 48 Abs. 3 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 45 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Die in diesem Artikel für „Aktienzertifikate“ (Hinterlegungsscheine)“ enthaltene Definition ist weitgehend wortgleich in § 2 Abs. 31 WpHG, hier unter dem Titel „Hinterlegungsscheine“ übernommen worden. Die Definition des Begriffs Hinterlegungsscheine ist in das WpHG gelangt, weil durch Art. 3 des 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 in §§ 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. a, 33 Abs. 2 Satz 1 und 48 Abs. 3 WpHG der – seinerzeit im WpHG nicht definierte – Terminus „Zertifikat“ durch den Terminus „Hinterlegungsschein“ ersetzt wurde. In anderen Vorschriften des WpHG wird der Begriff „Zertifikat“ weiterverwandt – ganz überwiegend (eine Ausnahme bildet § 72 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG) in Verbindung mit einem bestimmten Finanzinstrument, das es zum Gegenstand hat, wie „Emissionszertifikat“, „Einlagenzertifikat“, „Aktienzertifikat“ oder „Treibhausgasemissionszertifikat“ – und darauf bezogen in § 22 Abs. 33 WpHG definiert.
- 281 Die Definition des Hinterlegungsscheins in § 2 Abs. 31 WpHG betrifft nur **Wertpapiere von Emittenten mit Sitz im Ausland**, die – über die allgemeinen Anforderungen an Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG hinaus – verbrieft, zum Handel auf einem organisierten Markt i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG zugelassen sind und unabhängig von den Wertpapieren des jeweiligen Emittenten mit Sitz im Ausland gehandelt werden können. Zu Hinterlegungsscheinen in Bezug auf inländische Wertpapiere und zu deren Wertpapiereigenschaft s. § 2 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 3 lit. a WpHG.
- 282 **32. Börsengehandeltes Investmentvermögen (§ 2 Abs. 32 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 46 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dabei ist dessen Wortlaut – bei Anpassung an die deutsche, im angeglichenen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) verwandte Terminologie – weitgehend übernommen worden.
- 283 **Börsengehandeltes Investmentvermögen** i.S.d. WpHG ist nach § 2 Abs. 32 WpHG ein Investmentvermögen i.S.d. des KAGB, bei dem mindestens eine Anteilsklasse oder Aktiengattung ganztägig an mindestens einem Handelsplatz und mit mindestens einem Market Maker gehandelt wird. Erfasst werden allerdings nur ein Market Maker, der tätig wird, um sicherzustellen, dass der Preis seiner Anteile oder Aktien an diesem Handelsplatz nicht wesentlich von ihrem Nettoinventarwert und, sofern einschlägig, von ihrem indikativen Nettoinventarwert abweicht. Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB ist **Investmentvermögen** jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Dabei ist nach § 1 Abs. 1 Satz 2 KAGB „eine Anzahl von Anlegern“ gegeben, wenn die Anlagebedingungen, die Satzung oder der Gesellschaftsvertrag des Organismus für gemeinsame Anlagen die Anzahl möglicher Anleger nicht auf einen Anleger begrenzen.
- 284 **33. Zertifikate (§ 2 Abs. 33 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 47 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Nach diesem sind „Zertifikate“ Wertpapiere i.S.v. Art. 2 Abs. 1 Nr. 27 VO Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Dieser wiederum definiert Zertifikate als „Wertpapiere, die auf dem Kapitalmarkt handelbar sind und im Falle der Tilgung einer Anlage seitens des Emittenten Vorrang vor Aktien haben, aber nicht besicherten Anleiheinstrumenten und anderen vergleichbaren Instrumenten nachgeordnet sind“. In nur geringfügiger anderer Fassung definiert § 2 Abs. 33 WpHG ein **Zertifikat** dementsprechend als Wertpapier, das auf dem Kapitalmarkt handelbar ist und das im Falle der durch den Emittenten vorgenommenen Rückzahlung einer Anlage bei dem Emittenten Vorrang vor Aktien hat, aber nicht besicherten Anleiheinstrumenten und anderen vergleichbaren Instrumenten nachgeordnet ist. Die Definition ist von Bedeutung für die Anwendung von § 2 Abs. 2, 3 Nr. 1 lit. f), 4 Nr. 5, 8 Nr. 9, § 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 bis 11 und 15 WpHG und §§ 17 Abs. 3, 26 Abs. 4 Nr. 3, 57 Abs. 2 bis 4, 72 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8, 75 Abs. 2 und 120 Abs. 2 WpHG.
- 285 **34. Strukturiertes Finanzprodukt (§ 2 Abs. 34 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 48 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Nach diesem sind „strukturierte Finanzprodukte“ Wertpapiere i.S.v. Art. 2 Abs. 1 Nr. 28 VO Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Dieser wiederum definiert strukturierte Finanzprodukte als „Wertpapiere, die zur Besicherung und Übertragung des mit einem Pool an finanziellen Vermögenswerten einhergehenden Kreditrisikos geschaffen wurden und die den Wertpapierinhaber zum Empfang regelmäßiger Zahlungen berechtigen, die v. Cashflow der Basisvermögenswerte abhängen“. Mit nur geringfügig anderem Wortlaut definiert § 2 Abs. 34 WpHG dementsprechend ein **strukturiertes Finanzprodukt** i.S.d. WpHG als ein Wertpapier, das zur Verbriefung und Übertragung des mit einer ausgewählten Palette an finanziellen Vermögenswerten einhergehenden Kreditrisikos geschaffen wurde und das den Wertpapierinhaber zum Empfang regelmäßiger Zahlungen berechtigt, die vom Geldfluss der Basisvermögenswerte abhängen. Die Definition ist für die Anwendung von § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 9 und § 75 Abs. 4 WpHG von Bedeutung.

35. Derivate (§ 2 Abs. 35 WpHG). Derivate im Sinne dieses Gesetzes sind derivative Geschäfte i.S.v. § 2 Abs. 3 WpHG sowie Wertpapiere i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b WpHG. Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 49 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um, der seinerseits auf Art. 2 Abs. 1 Nr. 29 VO Nr. 600/2014 (Rz. 6 b.) verweist, welcher wiederum auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c RL 2014/65/EU und auf Anhang I Abschnitt C Abs. 4 bis 10 dieser Richtlinie Bezug nimmt. Die Definition ist für die Anwendung von §§ 2 Abs. 2 Nr. 2, 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 9, 73 Abs. 1 Satz 2, 75 Abs. 2, 129 Abs. 1 WpHG von Bedeutung. Darüber hinaus ist die Definition von Derivaten auch in Bezug auf im WpHG verwandte Verbindungen mit dem Begriff Derivate von Bedeutung wie etwa dem Begriff der OTC-Derivate (§§ 30, 32 Abs. 1, 120 Abs. 7 WpHG) oder dem der Währungsderivate (§ 14 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpHG).

36. Warenderivate (§ 2 Abs. 36 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 50 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Die Definition ist von Bedeutung für die Anwendung von § 1 Abs. 2 Satz 2, § 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 Nr. 9, 11 und 16, § 8 Abs. 2, § 9 Abs. 2, § 18 Abs. 1 bis 4, § 56 Abs. 2, § 57 Abs. 1 bis 4, § 67 Abs. 2 und § 120 Abs. 8 Nr. 4f. WpHG.

Warenderivate i.S.d. WpHG sind nach § 2 Abs. 36 WpHG Finanzinstrumente i.S.v. Art. 2 Abs. 1 Nr. 30 VO Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.). Nach dieser Bestimmung sind Warenderivate **Finanzinstrumente**, die in Art. 4 Abs. 1 Nr. 44 lit. c RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) in Bezug auf eine **Ware oder einen Basiswert** definiert sind, wie sie in Anhang I Abschnitt C Nr. 10 RL 2014/65/EU oder in Anhang I Abschnitt C Ziff. 5, 6, 7 und 10 RL 2014/65/EU genannt werden. Vorstehende Verweisungen aus § 2 Abs. 36 WpHG liegen auch Art. 3 Nr. 24 VO Nr. 596/2014 (Rz. 6 c.) und der in dieser Bestimmung enthaltenen Definition von Warenderivaten i.S.d. Marktmissbrauchsverordnung zugrunde. Auf die diesbezüglichen Ausführungen in Art. 3 VO Nr. 596/2014 Rz. 35 ff. kann deshalb verwiesen werden.

37. Genehmigtes Veröffentlichungssystem (§ 2 Abs. 37 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 52 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Die Vorschrift ist von Bedeutung für die Anwendung von § 2 Abs. 11, 38 und 40, § 58 Abs. 1 bis 6, § 59 Abs. 1 und 3 sowie § 120 Abs. 9 Nr. 15 WpHG.

Nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 52 RL 2014/65/EU ist ein genehmigtes Veröffentlichungssystem (auch „APA – Approved Publication Arrangement“) eine Person, die gemäß dieser Richtlinie die Dienstleistung der Veröffentlichung von Handelsauskünften im Namen von Wertpapierfirmen i.S.v. Art. 20 und 21 VO Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) erbringt. Weitgehend wortgleich definiert § 2 Abs. 37 WpHG ein **genehmigtes Veröffentlichungssystem** i.S.d. WpHG als ein Unternehmen, das im Namen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.v. § 2 Abs. 10 WpHG Handelsveröffentlichungen i.S.d. Art. 20 und 21 VO Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) vornimmt. Dabei geht es um folgende Veröffentlichungen: Nach Art. 20 VO Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) haben Wertpapierfirmen, die entweder für eigene Rechnung oder im Namen von Kunden Geschäfte mit Aktien, Aktienzertifikaten, börsengehandelten Fonds, Zertifikaten und anderen vergleichbaren Finanzinstrumenten betreiben, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, das Volumen und den Kurs dieser Geschäfte sowie den Zeitpunkt ihres Abschlusses zu veröffentlichen. Nach Art. 21 VO Nr. 600/2014 vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) haben Wertpapierfirmen, die entweder für eigene Rechnung oder im Namen von Kunden Geschäfte mit Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten und Derivaten tätigen, die an einem Handelsplatz gehandelt werden, das Volumen und den Kurs dieser Geschäfte sowie den Zeitpunkt ihres Abschlusses zu veröffentlichen.

38. Bereitsteller konsolidierter Datenticker (§ 2 Abs. 38 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von § 2 Abs. 40 und § 59 Abs. 1 bis 4 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 53 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dieser lautet wie folgt: „Bereitsteller konsolidierter Datenträger“ oder „CTP“ [„Consolidated Tape Providers“) eine Person, die gemäß dieser Richtlinie zur Einholung von Handelsauskünften über in den Art. 6, 7, 10, 12, 13, 20 und 21 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 genannte Finanzinstrumente auf geregelten Märkten, MTF, OTF und APS berechtigt ist und sie in einem kontinuierlichen elektronischen Live-Datenstrom konsolidiert, über den Preis- und Handelsvolumendaten pro Finanzinstrument abrufbar sind“. Weitgehend wortgleich definiert § 2 Abs. 38 WpHG den **Bereitsteller konsolidierter Datenticker** i.S.d. WpHG als „ein Unternehmen, das zur Einholung von Handelsveröffentlichungen nach den Art. 6, 7, 10, 12, 13, 20 und 21 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 auf geregelten Märkten, multilateralen und organisierten Handelssystemen und bei genehmigten Veröffentlichungssystemen berechtigt ist und diese Handelsveröffentlichungen in einem kontinuierlichen elektronischen Echtzeitdatenstrom konsolidiert, über den Preis- und Handelsvolumendaten für jedes einzelne Finanzinstrument abrufbar sind“.

39. Genehmigter Meldemechanismus (§ 2 Abs. 39 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von §§ 2 Abs. 39, 60 Abs. 1 bis 4 und 120 Abs. 9 Nr. 20 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 54 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Weitgehend wortgleich mit diesem ist nach § 2 Abs. 39 WpHG ein genehmigter Meldeme-

chanismus i.S.d. WpHG (auch „ARM – Approved Reporting Mechanism“) ein Unternehmen, das dazu berechtigt ist, im Namen eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens (i.S.v. § 2 Abs. 10 WpHG) Einzelheiten zu Geschäften an die zuständigen Behörden oder die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA zu melden.

- 293 **40. Datenbereitstellungsdienst (§ 2 Abs. 40 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von §§ 1 Abs. 1 Nr. 2, 2 Abs. 17 Nr. 3, 7 Abs. 2, 58 Abs. 7, 61 Satz 1 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 63 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Diesem zufolge sind „Datenbereitstellungsdienste“ ein APA (Approved Publication Arrangement), ein CTP (Consolidated Tape Providers) oder ein ARM (Approved reporting mechanism)“. Die diesbezüglichen deutschen Begriffe verwendend, ist nach der Definition in § 2 Abs. 40 WpHG ein Datenbereitstellungsdienst i.S.d. WpHG *erstens* ein genehmigtes Veröffentlichungssystem (seinerseits definiert in § 2 Abs. 37 WpHG) oder, *zweitens*, ein Bereitsteller konsolidierter Datenticker (seinerseits definiert in § 2 Abs. 38 WpHG) oder, *drittens*, ein genehmigter Meldemechanismus (seinerseits definiert in § 2 Abs. 39 WpHG).
- 294 **41. Drittlandunternehmen (§ 2 Abs. 41 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 57 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dessen Wortlaut dem Sprachgebrauch des WpHG anpassend, definiert § 2 Abs. 41 WpHG Drittlandunternehmen als ein Unternehmen, das ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen (i.S.d. § 2 Abs. 10 WpHG) wäre, wenn es seinen Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum hätte. Letzterem gehören aufgrund eines Abkommens von 1994 die Mitgliedstaaten der EU und der EFTA-Staaten Island, Liechtenstein und Norwegen an.
- 295 **42. Öffentliche Emittenten (§ 2 Abs. 42 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 60 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dessen Wortlaut weitgehend übernehmend, sind nach § 2 Abs. 42 WpHG – in abschließender Aufzählung¹ – öffentliche Emittenten im Sinne dieses Gesetzes folgende Emittenten von Schuldtiteln: 1. die Europäische Union, 2. ein Mitgliedstaat einschließlich eines Ministeriums, einer Behörde oder einer Zweckgesellschaft dieses Mitgliedstaats, 3. im Falle eines bundesstaatlich organisierten Mitgliedstaats einer seiner Gliedstaaten, 4. eine für mehrere Mitgliedstaaten tätige Zweckgesellschaft, 5. ein von mehreren Mitgliedstaaten gegründetes internationales Finanzinstitut, das dem Zweck dient, Finanzmittel zu mobilisieren und seinen Mitgliedern Finanzhilfen zu gewähren, sofern diese von schwerwiegenden Finanzierungsproblemen betroffen oder bedroht sind, und 6. die Europäische Investitionsbank.
- 296 **43. Dauerhafter Datenträger (§ 2 Abs. 43 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von § 34 Abs. 2 WpHG in seiner jeweils bis zum 25.6.2017 bzw. zum 3.1.2018 geltenden Fassung. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 62 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um.
- 297 Dessen Wortlaut übernehmend definiert § 2 Abs. 43 Satz 1 WpHG einen dauerhaften Datenträger als jedes Medium, das es dem Kunden gestattet, an ihn persönlich gerichtete Informationen derart zu speichern, dass er sie in der Folge für eine Dauer, die für die Zwecke der Informationen angemessen ist, einsehen kann, und darüber hinaus die unveränderte Wiedergabe der gespeicherten Informationen ermöglicht. Nicht erfasst sind nicht individualisierte Informationen in Gestalt werblicher, an eine Vielzahl von Personen gerichteter Informationen². § 2 Abs. 43 Satz 1 WpHG weist darauf hin, dass Art. 3 DelVO 2017/565 (Rz. 6 b.) hierzu nähere Bestimmungen enthalten. Nach Art. 3 Abs. 1 DelVO 2017/565 dürfen Wertpapierfirmen einen anderen dauerhaften Datenträger als Papier nur dann verwenden, wenn die Bereitstellung der betreffenden Informationen über dieses Medium den Rahmenbedingungen, unter denen das Geschäft zwischen der Wertpapierfirma und dem Kunden ausgeführt wird oder werden soll, angemessen ist, und die Person, der die Informationen zur Verfügung zu stellen sind, die Wahl hat, diese auf Papier oder dem betreffenden anderen dauerhaften Datenträger zu erhalten, und sich ausdrücklich für Letzteres entscheidet. Die Art. 4 Abs. 1 Nr. 62 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) umsetzende (Rz. 296) Definition des Datenträgers in § 2 Abs. 43 Satz 1 WpHG deckt sich mit der **nahezu wortgleichen Bestimmung des § 126b BGB** und sollte deshalb auch im Zusammenhang mit anderen Rechtsgeschäften Anwendung finden, in deren Rahmen es um Informationsspeicherung auf dauerhaften Datenträgern geht, wie etwa im Zahlungsverkehrsrecht³ oder Verbraucherkreditrecht.
- 298 **44. Hochfrequente algorithmische Handelstechnik (§ 2 Abs. 44 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von § 8 Satz 1 Nr. 2 lit. d, § 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 lit. c, Nr. 11 lit. c und Nr. 15 lit. c, § 80 Abs. 3 Satz 2 und § 135 Satz 2 Nr. 3 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 40 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dessen Wortlaut wird in der Definition einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik i.S.d. WpHG in § 2

¹ Grundmann in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 107.

² Grundmann in Staub, HGB, Bd. 11/2, Achter Teil Rz. 108.

³ Zu den Voraussetzungen der Mitteilung auf einem dauerhaften Datenträger nach der Zahlungsdiensterichtlinie etwa EuGH v. 25.1.2017 – C-375/15, BKR 2017, 304 = ZIP 2017, 514.

Abs. 44 WpHG weitgehend übernommen. Diese nimmt auf einen algorithmischen Handel i.S.d. § 80 Abs. 2 Satz 1 WpHG Bezug, der die in § 2 Abs. 44 Nr. 1 bis 3 WpHG aufgeführten Kriterien erfüllen muss. Nach § 80 Abs. 2 Satz 1 WpHG muss ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen zusätzlich die in § 80 Abs. 1 WpHG genannten Bestimmungen einhalten, wenn es algorithmischen Handel betreibt, d.h. in der Weise mit Finanzinstrumenten handelt, dass ein Computeralgorithmus die einzelnen Auftragsparameter automatisch bestimmt, ohne dass es sich um ein System handelt, das nur zur Weiterleitung von Aufträgen zu einem oder mehreren Handelsplätzen, zur Bearbeitung von Aufträgen ohne die Bestimmung von Auftragsparametern, zur Bestätigung von Aufträgen oder zur Nachhandelsbearbeitung ausgeführter Aufträge verwendet wird.

45. Zentrale Gegenpartei (§ 2 Abs. 45 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG v. 23.6. 2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von § 1 Abs. 1 Nr. 8 lit. d, 2 Abs. 1 Nr. 9, 22 Abs. 3 Satz 1, 30 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 3, 55 Abs. 1 bis 3, 57 Abs. 4 Satz 2 Nr. 3, 72 Abs. 8 Satz 2, 120 Abs. 7 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 51 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dessen Wortlaut weitgehend übernehmend, definiert § 2 Abs. 45 WpHG eine zentrale Gegenpartei im Sinne dieses Gesetzes ist ein Unternehmen i.S.v. Art. 2 Nr. 1 VO Nr. 648/2012¹ in der jeweils geltenden Fassung. Nach dieser Bestimmung ist „CCP“ eine juristische Person, die zwischen die Gegenparteien der auf einem oder mehreren Märkten gehandelten Kontrakte tritt und somit als Käufer für jeden Verkäufer bzw. als Verkäufer für jeden Käufer fungiert. 299

46. Kleine und mittlere Unternehmen (§ 2 Abs. 46 WpHG). Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und ist von Bedeutung für die Anwendung von § 32 Abs. 1 Satz 1 und § 76 Abs. 1 Satz 1 WpHG. Sie setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 13 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) um. Dessen Wortlaut fast vollständig übernehmend, definiert § 2 Abs. 46 Satz 1 WpHG kleine und mittlere Unternehmen im Sinne des WpHG als Unternehmen, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 200 Millionen Euro betrug. **Marktkapitalisierung** ist der rechnerische Gesamtwert der Anteile eines Unternehmens, ermittelt als Produkt aus dem aktuellen Kurswert der Anteile und der Zahl der im Umlauf befindlichen Anteile desselben, wobei die von dem Unternehmen selbst gehaltenen Anteile an demselben bei der Berechnung unberücksichtigt bleiben. 300

§ 2 Abs. 46 Satz 2 WpHG weist im Übrigen auf die vorstehende Definition ergänzenden „nähere[n] Bestimmungen“ der **Art. 77 bis 79 DelVO 2017/565** (Rz. 6 b.) hin. Diese Bestimmungen lauten wie folgt: 301

Art. 77

Qualifizierung als ein KMU (Artikel 4 Absatz 1 Nummer 13 der Richtlinie 2014/65/EU [Rz. 6 b.])

(1) Ein Emittent, dessen Aktien erst seit weniger als drei Jahren zum Handel zugelassen sind, gilt im Sinne von Artikel 33 Absatz 3 Buchstabe a der Richtlinie 2014/65/EU als ein KMU, wenn seine Marktkapitalisierung aufgrund einer der nachstehenden Punkte weniger als 200 Millionen EUR beträgt:

- a) dem Aktienschlusskurs am ersten Handelstag, wenn seine Aktien erst seit weniger als einem Jahr zum Handel zugelassen sind;
- b) dem letzten Aktienschlusskurs im ersten Handelsjahr, wenn seine Aktien seit mehr als einem Jahr, aber weniger als zwei Jahren zum Handel zugelassen sind;
- c) dem Durchschnittswert der letzten Aktienschlusskurse in jedem der ersten beiden Handelsjahre, wenn seine Aktien seit mehr als zwei Jahren, aber weniger als drei Jahren zum Handel zugelassen sind.

(2) Emittenten, von denen keine Eigenkapitalinstrumente an einem Handelsplatz gehandelt werden, werden als KMU im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Ziffer 13 der Richtlinie 2014/65/EU als KMU betrachtet, wenn sie gemäß ihrem letzten Jahresabschluss bzw. konsolidierten Abschluss mindestens zwei der folgenden drei Kriterien erfüllen: durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr von weniger als 250, Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 000 000 EUR und Jahresnettoumsatz von höchstens 50 000 000 EUR.

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

Art. 78

Registrierung als ein KMU-Wachstumsmarkt (Artikel 33 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU [Rz. 8 b.])

(1) Bei der Festlegung, ob es sich bei mindestens 50 % der Emittenten, die zum Handel über ein MTF zugelassen sind, im Sinne einer Registrierung als ein KMU-Wachstumsmarkt gemäß Artikel 33 Absatz 3 Buchstabe a der Richtlinie 2014/65/EU um KMU handelt, berechnet die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats des Betreibers eines MTF das Durchschnittsverhältnis der KMU gegenüber der Gesamtanzahl derjenigen Emittenten, deren Finanzinstrumente auf diesem Markt zum Handel zugelassen sind. Das Durchschnittsverhältnis berechnet sich zum 31. Dezember des vorausgehenden Kalenderjahres als Durchschnitt der zwölf Verhältnisse zum jeweiligen Monatsende dieses Kalenderjahres.

Unbeschadet der anderen in Artikel 33 Absatz 3 Buchstaben b bis g der Richtlinie 2014/65/EU genannten Registrierungsbedingungen registriert die zuständige Behörde einen Antragsteller, der über keine Vorgeschichte als Betreiber verfügt, als KMU-Wachstumsmarkt und überprüft nach dem Ablauf von drei Kalenderjahren, dass dies demgem. Unterabsatz 1 festgelegten Mindestanteil an KMU entspricht.

¹ 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.

(2) Hinsichtlich der in Artikel 33 Absatz 3 Buchstaben b, c, d und f der Richtlinie 2014/65/EU aufgeführten Kriterien darf die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats des Betreibers eines MTF das MTF nur als einen KMU-Wachstumsmarkt registrieren, wenn sie davon überzeugt ist, dass das MTF

- a) Regeln verabschiedet hat und anwendet, die objektive, transparente Kriterien für die ursprüngliche und laufende Zulassung von Emittenten zum Handel auf ihrem Handelsplatz vorsehen;
- b) über ein Geschäftsmodell verfügt, das für die Wahrnehmung seiner Aufgaben geeignet ist und einen fairen, ordnungsgemäßen Handel in den zum Handel auf seinem Handelsplatz zugelassenen Finanzinstrumenten gewährleistet;
- c) Regeln verabschiedet hat und anwendet, denen zufolge Emittenten, die eine Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel auf dem MTF beantragen, im Falle, dass die Richtlinie 2003/71/EG keine Anwendung findet, ein angemessenes Zulassungsdokument veröffentlichen, das unter der Verantwortung des Emittenten erstellt wurde und aus dem eindeutig hervorgeht, ob das Zulassungsdokument gebilligt oder geprüft wurde oder nicht und durch wen die Billigung oder Prüfung erfolgte;
- d) Regeln verabschiedet hat und anwendet, denen zufolge das Zulassungsdokument nach Buchstabe c einen Mindestinhalt hat, der den Anlegern ausreichende Informationen bietet, um sich ein fundiertes Urteil über die Finanzlage und die Zukunftsaussichten des Emittenten und über mit seinen Wertpapieren verbundene Rechte machen zu können;
- e) von Emittenten verlangt, im Zulassungsdokument nach Buchstabe c anzugeben, ob ihr Geschäftskapital ihrer Ansicht nach für die derzeitigen Anforderungen ausreichend ist oder, falls dies nicht der Fall ist, wie sie beabsichtigen, sich das zusätzlich erforderliche Geschäftskapital zu beschaffen;
- f) Vorkehrungen dafür getroffen hat, dass das Zulassungsdokument nach Buchstabe c Gegenstand einer angemessenen Überprüfung im Hinblick auf seine Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit ist;
- g) von Emittenten, deren Wertpapiere an seinem Handelsplatz gehandelt werden, verlangt, innerhalb von sechs Monaten nach Ende jeden Geschäftsjahrs einen Jahresfinanzbericht und innerhalb von vier Monaten nach Ablauf der ersten sechs Monate jedes Geschäftsjahrs einen Halbjahresfinanzbericht zu veröffentlichen;
- h) die Verbreitung von gemäß der Richtlinie 2003/71/EG erstellten Prospekten, den in Buchstabe c genannten Zulassungsdokumenten, den in Buchstabe g genannten Finanzberichten sowie den in Artikel 7 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 594/2014 definierten Informationen, die von Emittenten öffentlich bekannt gegeben wurden, deren Wertpapiere auf seinem Handelsplatz gehandelt werden, in der Öffentlichkeit sicherstellt, indem es sie auf seiner Website einstellt oder einen direkten Link zur entsprechenden Seite der Website der Emittenten angibt, auf der diese Dokumente, Berichte und Informationen veröffentlicht werden;
- i) sicherstellt, dass die in Buchstabe h genannten vorgeschriebenen Informationen sowie die direkten Links über einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren auf seiner Website verfügbar bleiben.

In der Fassung vom 25.4.2016 (ABl. EU Nr. L 87 v. 31.3.2017, S. 1), geändert durch Berichtigung vom 26.9.2017 (ABl. EU Nr. L 246 v. 26.9.2017, S. 12).

Art. 79

Aufhebung der Registrierung als KMU-Wachstumsmarkt (Artikel 33 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU [Rz. 6 b.])

(1) In Bezug auf den Anteil der KMU und unbeschadet der sonstigen Bedingungen nach Artikel 33 Absatz 3 Buchstaben b bis g der Richtlinie 2014/65/EU und Artikel 78 Absatz 2 dieser Verordnung wird die Registrierung als KMU-Wachstumsmarkt von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats nur aufgehoben, wenn der gemäß Artikel 78 Absatz 1 Unterabsatz 1 ermittelte Anteil der KMU während drei aufeinander folgenden Kalenderjahren unter 50 % fällt.

(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).

- 302 **47. Öffentlicher Schuldtitel (§ 2 Abs. 47 WpHG).** Die Vorschrift ist durch Art. 3 Nr. 3 lit. r 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) in das WpHG gelangt und setzt Art. 4 Abs. 1 Nr. 61 RL 2014/65/EU vom 15.5.2014 (Rz. 6 b.) 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.
- 303 **48. PRIP (§ 2 Abs. 48 WpHG).** Die Vorschrift ist § 2 WpHG durch Art. 2 Nr. 2 1. FiMaNoG (Rz. 5 b.) hinzugefügt worden und hat ihre heutige Nummerierung durch Art. 3 lit. s 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) erhalten. Zur Definition des Produkts PRIP verweist sie auf Art. 4 Nr. 1 VO Nr. 1286/2014 vom 26.11.2014 (Rz. 6 a.). Dieser zufolge sind PRIP – in der 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 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 b.) – 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 9.12.2002¹, wenn dieser in der Richt-

¹ Richtlinie 2002/92/EG Europäischen Parlaments und des Rates v. 9.12.2002, ABl. EG Nr. L 9 v. 15.1.2003, S. 3.

linie 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). Die Vorschrift ist § 2 WpHG durch Art. 2 Nr. 2 1. FiMaNoG (Rz. 5 b.) hinzugefügt worden und hat ihre heutige Nummerierung durch Art. 3 lit. s 2. FiMaNoG vom 23.6.2017 (Rz. 5 a.) erhalten. Zur Definition des Produkts PRIIP verweist sie auf Art. 4 Nr. 3 VO Nr. 1286/2014 vom 26.11.2014 (Rz. 6 a.). Danach ist **PRIIP** – in der 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.

304

§ 3 Ausnahmen; Verordnungsermächtigung

(1) Als Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten nicht

1. Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen im Sinne des § 2 Absatz 8 Satz 1 ausschließlich für ihr Mutterunternehmen oder ihre Tochter- oder Schwesterunternehmen im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 15 und 16 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 (ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1) und des § 1 Absatz 7 des Kreditwesengesetzes erbringen,
2. Unternehmen, deren Wertpapierdienstleistung für andere ausschließlich in der Verwaltung eines Systems von Arbeitnehmerbeteiligungen an den eigenen oder an mit ihnen verbundenen Unternehmen besteht,
3. Unternehmen, die ausschließlich Wertpapierdienstleistungen sowohl nach Nummer 1 als auch nach Nummer 2 erbringen,
4. private und öffentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen, soweit sie die Tätigkeiten ausüben, die in der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II) (ABl. L 335 vom 17.12.2009, S. 1; L 219 vom 25.7.2014, S. 66; L 108 vom 28.4.2015, S. 8), die zuletzt durch die Richtlinie 2014/51/EU (ABl. L 153 vom 22.5.2014, S. 1; L 108 vom 28.4.2015, S. 8) geändert worden ist, genannt sind,
5. die öffentliche Schuldenverwaltung des Bundes, eines seiner Sondervermögen, eines Landes, eines anderen Mitgliedstaates der Europäischen Union oder eines anderen Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, die Deutsche Bundesbank und andere Mitglieder des Europäischen Systems der Zentralbanken sowie die Zentralbanken der anderen Vertragsstaaten und internationale Finanzinstitute, die von zwei oder mehreren Staaten gemeinsam errichtet werden, um zugunsten dieser Staaten Finanzierungsmittel zu beschaffen und Finanzhilfen zu geben, wenn Mitgliedstaaten von schwerwiegenden Finanzierungsproblemen betroffen oder bedroht sind,
6. Angehörige freier Berufe, die Wertpapierdienstleistungen nur gelegentlich im Sinne des Artikels 4 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 und im Rahmen eines Mandatsverhältnisses als Freiberufler erbringen und einer Berufskammer in der Form der Körperschaft des öffentlichen Rechts angehören, deren Berufsrecht die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen nicht ausschließt,
7. Unternehmen, die als Wertpapierdienstleistung für andere ausschließlich die Anlageberatung und die Anlagevermittlung zwischen Kunden und
 - a) Instituten im Sinne des Kreditwesengesetzes,
 - b) Instituten oder Finanzunternehmen mit Sitz in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums, die die Voraussetzungen nach § 53b Abs. 1 Satz 1 oder Abs. 7 des Kreditwesengesetzes erfüllen,
 - c) Unternehmen, die aufgrund einer Rechtsverordnung nach § 53c des Kreditwesengesetzes gleichgestellt oder freigestellt sind,
 - d) Kapitalverwaltungsgesellschaften, extern verwalteten Investmentgesellschaften, EU-Verwaltungsgesellschaften oder ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaften oder
 - e) Anbietern oder Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes
 betreiben, sofern sich diese Wertpapierdienstleistungen auf Anteile oder Aktien von inländischen Investmentvermögen, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft ausgegeben werden, die eine Er-

Assmann | 107