



## Juristische Fakultät

Professor Dr. Thomas M. J. Möllers  
Juristische Fakultät – Universitätsstraße 24 – 86159 Augsburg

An den  
Vorsitzenden des Finanzausschusses des  
Deutschen Bundestags  
Herrn MdB Eduard Oswald  
Paul-Löbe-Haus  
Platz der Republik 1

**11011 Berlin**

**Professor Dr. Thomas M. J. Möllers**  
Lehrstuhl für  
Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Europarecht,  
Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung

Inhaber eines Jean-Monnet-Lehrstuhls

Geschäftsführender Direktor  
des Instituts für Europäische Rechtsordnungen

Universitätsstraße 24

86159 Augsburg

Zi-Nr.: 1026

Telefon: (0821) 598-4516

Telefax: (0821) 598-4517

E-Mail: [thomas.moellers@jura.uni-augsburg.de](mailto:thomas.moellers@jura.uni-augsburg.de)

Internet: [www.thomas-moellers.de](http://www.thomas-moellers.de)

20. Februar 2007

## Schriftliche Stellungnahme

Zur öffentlichen Anhörung in Berlin am 7. März 2007 zum Gesetzesentwurf der Bundesregierung, BT-Drs. 16/4028, 16/4037

### **Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz)**

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,  
sehr geehrte Damen und Herren,

im Folgenden finden Sie die Stellungnahme zum Regierungsentwurf für das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), die ich zusammen mit meinen wiss. Assistenten, den Herren Akademischen Räten Tilman Weichert und Thomas Wenninger, erstellt habe.

## Gliederungsübersicht

A. Einführung .....	2
B. Die Dreiteilung der Geschäftstypen beim Wertpapiererwerb .....	4
C. Einzelne Problemfelder .....	5
I. Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG-E .....	5
II. Warnpflicht bei subjektiv ungeeigneten Anlagewünschen außerhalb der Anlageberatung, § 31 Abs. 5 S. 3, 4 WpHG-E .....	8
III. Beschränkung des sachlichen Anwendungsbereich des § 31 Abs. 7 WpHG-E auf Geschäfte ohne persönlichen Kontakt .....	10
1. Reduzierter Pflichtenstandard beim Discount Broking .....	10
2. Die zu weite Fassung des § 37 Abs. 7 Nr. 2 WpHG-RegE .....	10
3. Vorschlag für eine Neuformulierung des § 31 Abs. 7 WpHG-RegE.....	11
IV. Empfehlungsverbot bzgl. Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung (§ 31 Abs. 4 S. 3 WpHG-E) .....	12
V. Aufhebung von § 37a WpHG (Verjährung von Ersatzansprüchen des Kunden) ....	13
VI. Erstreckung der §§ 9 bis 15 WpHG auf Warenmärkte .....	15
VII. Zur Umsetzungstechnik bei europäischen Richtlinien, die im Lamfalussy- Verfahren ergangen sind .....	17

## A. EINFÜHRUNG

Das Privatkundengeschäft der Banken befindet sich in einer Umbruchphase, in der neue Anbieter mit neuartigen Finanzprodukten und -dienstleistungen auf den Markt drängen. Der Strukturwandel von einem bankbasierten, hin zu einem kapitalmarktbasier-ten Finanzsystem ist in vollem Fluss. Das neue Gesetz verfolgt ebenso wie seine europa-rechtlichen Grundlagen das Ziel, den geänderten Marktverhältnissen mit neuen Vor-schriften zu begegnen und der Finanzdienstleistungsindustrie einen modernen rechtli-chen Regulierungsrahmen zur Verfügung zu stellen. Die Regelungsabsicht des europäi-schen Gesetzgebers geht dahin, mit der Richtlinie über Märkte für Finanzdienstleistun-

gen 2004/39/EG v. 21.4.2004, ABl. Nr. L 145, 1 (MiFID) transparente, effiziente und integrierte Finanzmärkte zu fördern und dazu einen hohen Anlegerschutzstandard zu installieren (s. etwa Erwägungsgründe Nr. 2, 3, 17, 31, 44 MiFID). Hiervon erhofft man sich einen Zuwachs an Anlegervertrauen, welcher die Mittelzuflüsse in die europäischen Kapitalmärkte stärken wird. Eine erhöhte Liquidität wirkt sich vorteilhaft auf die kapitalsuchenden Unternehmen aus, die mit niedrigeren Finanzierungskosten rechnen können. Mittelbar sollte dies über niedrigere Kreditzinsen auch den privaten Verbrauchern zugute kommen, etwa beim Immobilienerwerb.

Die vorliegende Stellungnahme greift aus dem beschriebenen Wirkungszusammenhang den Aspekt des Anlegervertrauens heraus. Anlegervertrauen bedingt Mechanismen zur effektiven Sicherung des Anlegerschutzes. Die Stellungnahme befasst sich in ganz überwiegend mit der Frage, wie die Förderung des Anlegerschutzes im Entwurf des FRUG gelingt. Im Mittelpunkt der Umsetzung des politischen Ziels der Stärkung des Anlegervertrauens steht die Situation des Wertpapiererwerbs. Das FRUG wird in diesem Bereich zu neuen Regelungen mit einem bislang nicht gekannten Präzisionsgrad führen. Aber auch die neuen Vorschriften zur Vor- und Nachhandelstransparenz stellen in einer Situation, in der außerbörsliche Handelsplattformen und systematische Internalisierer immer stärkere Bedeutung erlangen, eine notwendige Maßnahme dar, um den Status quo des Anlegervertrauens in die Integrität der Preisbildung durch den Kapitalmarkt beizubehalten.

Der Gesetzesentwurf stellt im Wesentlichen eine „Eins-zu-Eins“-Umsetzung der europäischen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFiD) dar, die bereits auf europäischer Ebene durch Durchführungsmaßnahmen konkretisiert worden ist (alle Materialien abrufbar unter [www.thomas-moellers.de/materialien](http://www.thomas-moellers.de/materialien); sog. Lamfalussy-Verfahren).

Die europarechtlichen Vorgaben weisen einen sehr hohen Harmonisierungsgrad auf. Sie belassen dem nationalen Gesetzgeber nur noch geringe Gestaltungsspielräume. Nichtsdestoweniger sind unserer Auffassung nach gewisse Korrekturen und Ergänzun-

gen zum vorgelegten Gesetzentwurf veranlasst (C.). Vorab soll das künftige Grundmuster der Regelung der Situation des Wertpapiererwerbs kurz verdeutlicht werden (B.).

## **B. DIE DREITEILUNG DER GESCHÄFTSTYPEN BEIM WERTPAPIERERWERB**

Künftig wird klar zwischen Kleinanlegern und professionellen Kunden zu differenzieren sein. Deutlicher als bisher sind künftig auch drei Geschäftstypen zu unterscheiden:

- Anlageberatung und Portfolioverwaltung verlangen umfangreiche Erkundigungen über den Kunden. Die erbrachte Dienstleistung muss den besonderen persönlichen Bedürfnissen des Kunden entsprechen (§ 31 Abs. 4 WpHG-RegE).
- Bei anderen wertpapierbezogenen Finanzdienstleistungen beschränken sich die Erkundigungspflichten auf die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden hinsichtlich der Finanzmarktinstrumente, die den Gegenstand des Geschäfts bilden. Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Kunden muss das Unternehmen, das die Dienstleistung erbringt, nicht mehr berücksichtigen. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss die Angemessenheit der Anlageform im Hinblick auf die Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden überprüfen (sog. Angemessenheitstest) und ihn vor der ins Auge gefassten Anlageform warnen, wenn sie für ihn nicht geeignet ist (§ 31 Abs. 5 WpHG-RegE).
- Bei Geschäften, die dem Bereich des Discount-Broking zuzurechnen sind, entfällt die Pflicht zur einzelfallbezogenen Erkundigung des Kunden ebenso wie der Angemessenheitstest und die Warnpflicht (§ 31 Abs. 7 WpHG-RegE).

Das neue Recht wird dem Regelungsziel des Anlegerschutzes in einem geänderten Marktumfeld in weitem Umfang gerecht. Nichtsdestoweniger enthält der Regierungsentwurf einige kritikwürdige Regelungen. Dabei sind inhaltliche Kritikpunkte, aber auch

rechtstechnische Umsetzungsmängel aufzuzeigen. Letztere sind methodisch deshalb misslich, weil nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs Richtlinien klar und deutlich umzusetzen sind, so dass der Bürger seine Rechte kennt (Transparenzgebot, s. EuGH Rs. 29/84, Slg. 1985, 1661, Rn. 23; EuGH Rs. C-162/99, Slg. 2001, I-541 Rn. 22). Überdies kann die fehlende oder unzureichende Umsetzung von europäischem Recht einen Staatshaftungsanspruch zur Folge haben (EuGH verb. Rs. C-6/90 und C-9/90, Slg. 1991, I-5357 Rn. 30 ff. – Francovich).

## **C. EINZELNE PROBLEMFELDER**

### **I. Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG-E**

Durch § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG-E soll der Begriff des „übertragbaren Wertpapiers“ in das deutsche Recht umgesetzt werden. § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG-E enthält gegenüber der europarechtlichen Vorgabe Umsetzungsmängel, die nicht nur aus Gründen der Europarechtskonformität, sondern gerade auch aus Anlegerschutzgesichtspunkten noch zu korrigieren sind.

#### **1. Terminologie**

Zunächst ist schon die Formulierung des § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG-E missglückt: Beim erstmaligen Lesen bleibt unklar, ob sich der Relativsatz „die ihrer Art nach auf den Finanzinstrumenten handelbar sind“ auf übertragbare Wertpapiere oder die (aus dem Anwendungsbereich ausgeschlossenen) Zahlungsinstrumente bezieht (vgl. Stellungnahme DSW v. 11.10.2006, zu § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG-E). Hier ist eine Klarstellung anzuraten, etwa, indem der Relativsatz vor den Ausnahmetatbestand gezogen wird. § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG könnte lauten:

„Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren, die ihrer Art nach

auf den Finanzmärkten handelbar sind, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, insbesondere ...“

## **2. Einbeziehung von Anteilen an Geschlossenen Fonds in den Wertpapierbegriff**

Anteile an Geschlossenen Fonds fallen nicht unter den Begriff des „übertragbaren Wertpapiers“, wie in § 2 Abs. 1 S. 1 WpHG-E definiert; dieser generelle Ausschluss ist nicht europarechtskonform.

### **a) Wortlautabweichung**

Gem. § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG-E erfasst der Wertpapierbegriff „andere Anteile an [...] juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind [...]“. Der Relativsatz „soweit sie Aktien vergleichbar sind“ ist kritikwürdig. Das Erfordernis, dass die gehandelten Anteile „mit Aktien vergleichbar sein müssen“ findet sich zwar noch in Art. 4 SpStr. 1 der alten WertpapierdienstleistungsRiL 93/22/EWG, **nicht** aber mehr in der neuen, nun umzusetzenden MiFID: In Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) MiFID heißt es vielmehr, dass auch andere Wertpapiere als Aktien unter den Begriff der „übertragbaren Wertpapiere“ zu subsumieren sind, soweit sie z.B. Anteilen an Personengesellschaften gleichzustellen sind. Wörtlich heißt es (und so ist die Bestimmung auch zu lesen), übertragbare Wertpapiere seien u.a. „Aktien und andere, [...] Anteilen an [...] Personengesellschaften [...] gleichzustellende Wertpapiere [...]“. Bei der Frage, ob Anteile an Personengesellschaften übertragbare Wertpapiere sein können, geht es mithin nicht um die Vergleichbarkeit mit Aktien, sondern allein um die den Wertpapierbegriff. Schon vom Wortlaut her ist daher eine unzulässige Einschränkung der europäischen Vorgaben festzustellen.

### **b) Funktionales Verständnis des Wertpapierbegriffs**

Nach der Regierungsbegründung (BT-Drs. 16/4037 v. 16.1.2007, S. 6 f.) soll es für die Vergleichbarkeit mit Aktien entscheidend sein, ob ein sachenrechtlicher Eigentumserwerb und damit die Anwendung der Vorschriften über den gutgläubigen Erwerb möglich ist. Anteile an Personengesellschaften werden aber gerade nicht nach sachenrechtlichen Grundsätzen, sondern mittels Zession gemäß §§ 413, 398 BGB übertragen. Nach

Auffassung der Bundesregierung sollen Anteile an Personengesellschaften deshalb nicht zu übertragbaren Wertpapieren i.S.d. § 2 Abs. 1 WpHG-E gehören.

Die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs darf indes im Rahmen des Begriffs der „übertragbaren Wertpapiere“ keine Rolle spielen. Wie erwähnt findet sich das Erfordernis der Vergleichbarkeit mit Aktien im europäischen Recht nicht, vielmehr wird i.R.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a) allein auf den Wertpapierbegriff abgestellt. Dieser Begriff ist *autonom*, d.h. nicht nach deutschen, sondern nach europarechtlichen Maßstäben, auszulegen. Aus dem Regelungszusammenhang folgt, dass fuer den europäischen Gesetzgeber nicht die Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs entscheidend war, sondern er ein funktionales, marktbezogenes Verständnis des Wertpapierbegriffs vor Augen hatte. Konkret bedeutet dies, dass auf die Fungibilität und Handelbarkeit auf den Finanzmärkten abzustellen ist, nicht auf die Art und Weise der Übertragung. Die Auffassung der Bundesregierung steht daher in diametralem Gegensatz zur europäischen Vorgabe und stellt einen gravierenden Umsetzungsmangel dar (vgl. auch Stellungnahme DAV Handelsrechtsausschuss v. Oktober 2006, Ziff. 1).

### **c) Relevanz für Geschlossene Fonds**

Von Bedeutung ist die Frage der Einbeziehung von Anteilen an Personengesellschaften in den Wertpapierbegriff des WpHG vor allem im Hinblick auf Geschlossene Fonds. Geschlossene Fonds unterliegen nicht dem Investmentgesetz, sondern sind ganz überwiegend in der Rechtsform einer Personengesellschaft organisiert (KG, GmbH & Co. KG, GbR). Mit der gesetzestypischen Idealvorstellung einer Personengesellschaft haben sie nur wenig gemeinsam. Wirtschaftlich handelt es sich bei ihnen um Kapitalgesellschaften im Kleid einer Personengesellschaft (vgl. *Hopt*, HGB, 32. Aufl. 2006, Anh § 177a Rn. 52).

Für Anteile an derartigen Publikums-Personengesellschaften oder eben „Geschlossenen Fonds“ hat sich mittlerweile ein Sekundärmarkt etabliert, insbesondere an der Börse Hamburg (Stichwort „Schiffsfonds“). Trotz ihrer erheblich gestiegenen wirtschaftlichen Bedeutung sind Geschlossene Fonds aber immer noch dem Grauen Kapitalmarkt mit all seinen Defiziten im Hinblick auf den Anlegerschutz zuzurechnen. Reguliert ist bisher nur der „Primärmarkt“: abgesehen von der Prospektspflicht gibt es keine weitere Kontrol-

le, keine weiteren Publizitätsvorschriften und damit ein Transparenzdefizit. Gerade deswegen ist es von großer Bedeutung, die anlegerschützenden sekundärmarktbezogenen Regeln des WpHG auch auf den Handel mit geschlossenen Fonds zu erstrecken. Nur integrierte Kapitalmärkte können langfristig das Vertrauen der Anleger gewinnen und damit ihre Finanzierungsfunktion für die Wirtschaft erfüllen.

#### **d) Vorschlag zur Fassung des Gesetzes**

Ein Umsetzungsmangel führt zu beträchtlichen Schadensersatzrisiken für die Bundesrepublik Deutschland (so auch Stellungnahme DAV Handelsrechtsausschuss v. Oktober 2006, Ziff. 1). Um den europarechtlichen Vorgaben zu genügen, ist es notwendig, auch den Handel mit Anteilen an Personengesellschaften vom WpHG zu erfassen, wenn diese Anteile – im Sinne eines funktionalen Verständnisses – auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können. Dies ist – natürlich abhängig von der gesellschaftsvertraglichen Ausgestaltung – in aller Regel der Fall, wenn es sich um eine Publikums-Personengesellschaft handelt. Hierfür haben Rechtsprechung und Rechtswissenschaft einschlägige Merkmale entwickelt. Die europarechtswidrige Formulierung „soweit sie *Aktien* vergleichbar sind“ ist zu streichen und durch folgenden Halbsatz in § 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG-E zu ersetzen:

„ , soweit sie an einem organisierten Markt oder einem multilateralen Handelssystem gehandelt werden können“.

## **II. Warnpflicht bei subjektiv ungeeigneten Anlagewünschen außerhalb der Anlageberatung, § 31 Abs. 5 S. 3, 4 WpHG-E**

Immer häufiger tätigen Privatanleger Wertpapiergeschäfte ohne vorhergehende Anlageberatung. Für wenig informierte Anleger sind damit erhebliche finanzielle Risiken verbunden. Umso wichtiger ist es in einer derartigen Situation, dem Anleger zu verdeutlichen, dass er die finanziellen Risiken eines gewünschten Finanzinstruments oder einer gewünschten Wertpapierdienstleistung nicht richtig beurteilen kann, weil es ihm an den dazu erforderlichen Kenntnissen oder Erfahrungen mangelt.



Entsprechend verpflichtet Art. 19 Abs. 5 UA 1 MiFiD das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, den Kunden zu „warnen“, wenn er nicht über das nötige Know how verfügt. Um ein Urteil darüber abgeben zu können, ob der Kunde die erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten besitzt, verpflichtet Art. 19 Abs. 5 MiFiD das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, den Kunden über seine Erfahrungen und Kenntnisse im Bereich des gewünschten Geschäfts zu befragen. Auf der Grundlage der gewonnenen Informationen muss es intern prüfen, ob das Finanzinstrument bzw. die Wertpapierdienstleistung für den Kunden angemessen ist. Für den Fall, dass der Kunde nicht bereit ist, dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen die dazu erforderlichen Informationen zu erteilen, verpflichtet Art. 19 Abs. 5 UA 2 MiFiD das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, den Kunden zu warnen, dass es die Angemessenheit mangels hinreichender Kundenangaben nicht vornehmen kann.

Die englische und die französische Fassung der MiFiD postulieren diese beiden Warnpflichten vergleichbar deutlich wie die deutsche Sprachfassung (engl. *warning*, franz. *avertir*).

Ohne Not weicht der vorliegende Regierungsentwurf terminologisch von dieser „Warnpflicht“ ab und spricht nur davon, dass der Kunde auf diese Widersprüche „hinzuweisen“ (§ 31 Abs. 5 S. 3 WpHG-E) oder „zu informieren“ (§ 31 Abs. 5 S. 4 WpHG-E) sei. Bei einer Warnung wird mit aller Deutlichkeit auf eine Gefahr aufmerksam gemacht. Die derzeitige sprachliche Abschwächung bringt diese Dringlichkeit im Gegensatz zur europäischen Vorgabe nicht zum Ausdruck (*Möllers*, in: Kölner Komm. z. WpHG, 2007, § 31 Rn. 236). Vorgeschlagen wird etwa folgende Formulierung des § 31 Abs. 5 S. 3 und 4 WpHG-E:

„(5) [...] Gelangt ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufgrund der nach Satz 1 erhaltenen Informationen zu der Auffassung, dass das vom Kunden gewünschte Finanzinstrument oder die Wertpapierdienstleistung für den Kunden nicht angemessen ist, hat es den Kunden entsprechend zu warnen. Erlangt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht die hierzu erforderlichen Informationen, hat es den Kun-

den zu warnen, dass eine Beurteilung der Angemessenheit im Sinne des Satzes 1 nicht möglich ist. Die Warnungen nach Satz 3 und 4 können in standardisierter Form erfolgen.“

### **III. Beschränkung des sachlichen Anwendungsbereich des § 31 Abs. 7 WpHG-E auf Geschäfte ohne persönlichen Kontakt**

#### **1. Reduzierter Pflichtenstandard beim Discount Broking**

Durch Art. 19 Abs. 6 MiFID wollte der europäische Gesetzgeber das Discount Broking-Geschäft der Wertpapierfirmen auf eine sichere Grundlage stellen. Unter Discount Broking versteht man in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapiergeschäfte, die über Online-Banking, automatengestütztes Telefonbanking oder sonstige Kommunikationswege abgewickelt werden, bei denen es zu keinem persönlichen Kontakt des Kunden mit einem Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens kommt. Bei Wertpapierdienstleistungen dieser Art ist das Niveau des Anlegerschutzes deutlich abgesenkt. Erkundigungspflicht, Angemessenheitsprüfung und Warnpflicht entfallen. Der europäische Gesetzgeber konnte sich dieser Entwicklung nicht länger verschließen und hat deswegen Art. 19 Abs. 6 MiFID ganz am Ende des europäischen Gesetzgebungsverfahrens noch eingefügt. Er hat das niedrigere Anlegerschutzniveau beim Discount Broking durch die Statuierung besonderer Voraussetzungen zu kompensieren versucht (Art. 19 Abs. 6 Spiegelstrich 1 – 4 MiFID). Art. 19 Abs. 6 MiFID nimmt die Discount Broker von den Pflichten des Art. 19 Abs. 4 und 5 aus. Um das hohe Anlegerschutzniveau der MiFID nicht zu untergraben, ist die Vorschrift eng auszulegen.

#### **2. Die zu weite Fassung des § 37 Abs. 7 Nr. 2 WpHG-RegE**

Der europäische Gesetzgeber beschränkt das Discount-Broking auf Wertpapierfirmen, die ausschließlich das Discount-Broking als Dienstleistung anbieten („Wertpapierfirmen, deren Wertpapierdienstleistung lediglich [...] besteht“). Nach dem jetzigen Entwurf soll § 37 Abs. 7 Nr. 2 WpHG-RegE den Art. 19 Abs. 6 MiFID in das nationale

Recht umsetzen. Danach kann sich jedes Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch eine standardisierte Mitteilung der Angemessenheitsprüfung und der folgenden Warnpflicht entledigen. Diese Ausdehnung des sachlichen Anwendungsbereichs verstößt gegen die Vorgaben der MiFiD.

Es kann jedoch nicht Intention des europäischen Gesetzgebers gewesen sein, Unternehmen, die als reine Online-Banken nur Internetbanking anbieten, einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Auch etablierten Geschäftsbanken und Sparkassen muss es möglich sein, unter Rückgriff auf Art. 19 Abs. 6 MiFID ihren Kunden Discount Broking-Dienstleistungen anbieten zu können. Hierfür spricht die englische und französische Sprachfassung. Die englische Fassung formuliert (*Kursivsetzungen durch die Verf.*):

„Member states shall allow investment firms *when* providing investment services that only consist of execution [...] to provide those investment services [...] without the need to obtain the information [...] provided for in paragraph 5 ...”

Die französische Fassung formuliert:

“Les États membres autorisent les entreprises d'investissement, *lorsqu'elles* fournissent des services d'investissement qui comprennent uniquement l'exécution et/ou la réception et la transmission d'ordres de clients [...] à fournir ces services d'investissement à leurs clients sans devoir obtenir les informations [...] au paragraphe 5 ...”

### **3. Vorschlag für eine Neuformulierung des § 31 Abs. 7 WpHG-RegE**

Nach § 37 Abs. 7 Nr. 2 WpHG-RegE können sich Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht nur im Rahmen von Discount Broking-Geschäften, sondern bei allen „sonstigen“ Wertpapierdienstleistungen im Sinne des § 31 Abs. 5 WpHG-E durch eine standardisierte Mitteilung der Angemessenheitsprüfung und der folgenden Warnpflicht entledigen. Damit ist keine Abgrenzung zu den anderen wertpapierbezogenen Finanzdienstleistungen gem. § 31 Abs. 5 WpHG-RegE möglich. Nach der jetzigen Fassung kann das Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch bloße Kundenaufklärung gem. § 31 Abs. 7 Nr. 2 WpHG-RegE Discount Broker-Fähigkeit erlangen. Die Ausdehnung der

Sondervorschriften zum Discount Broking über Geschäfte ohne persönlichen Kundenkontakt hinaus widerspricht den europäischen Vorgaben und entwertet die Warnpflicht des § 31 Abs. 5 WpHG-RegE bzw. Art. 19 Abs. 5 MiFID, die das zentrale Element des Anlegerschutzes bei beratungslosen Wertpapierdienstleistungen darstellt (vgl. *Weichert/Wenninger*, WM 2007, Heft 7 (unter Ziff. III.4)). Plakativ kann daher gesagt werden: Während die deutsche Fassung der MiFID zu eng ist, ist der Regierungsentwurf zu weit. Damit verstößt der RegE zum Nachteil der Anleger gegen europäisches Recht.

Der Ausnahmetatbestand des § 31 Abs. 7 WpHG-RegE ist deshalb im weiteren Fortgang des Gesetzgebungsverfahrens noch – unter Berücksichtigung der Intention des europäischen Gesetzgebers einzuschränken. Vorgeschlagen wird, § 31 Abs. 7 WpHG-RegE etwa durch folgende Ziffer 3 zu ergänzen:

„3. Es handelt sich um ein Geschäft ohne persönlichen Kontakt des Kunden zu einem Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens.“

#### **IV. Empfehlungsverbot bzgl. Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung (§ 31 Abs. 4 S. 3 WpHG-E)**

Art. 19 Abs. 4 MiFID enthält aus gutem Grund die Vorgabe, dass die Wertpapierfirma bei der Portfolioverwaltung Informationen über die Erfahrungen und Kenntnisse des Kunden, seine Anlageziele und finanziellen Verhältnisse einholen muss. So soll eine Anlagestrategie der Portfolioverwaltung vermieden werden, welche den Bedürfnissen des Kunden nicht entspricht. Art. 35 Abs. 5 DurchführungsRiL 2006/73/EG sieht für den Fall, dass die Wertpapierfirma die einschlägigen Informationen nicht erlangen kann, ein Empfehlungsverbot vor. Zu recht wurde kritisiert, dass § 31 Abs. 4 S. 3 WpHG-RegE über die europäische Vorgabe hinausgeht, weil er neben dem Empfehlungsverbot auch ein Erbringungsverbot bzgl. der Portfolioverwaltung enthält (s. Handelsrechtsausschuss des DAV, Stellungnahme v. Oktober 2006, Ziff. 6 Nr. a); Finanz- und Wirtschaftsausschuss v. 12.12.2006, Ziff. 12; Bundesrat v. 15.12.2006, Ziff. 12). Die Bundesregierung

hat sich in Ziff. 12 ihrer Stellungnahme v. 16.1.2007 ausbedungen, den Vorschlag zu prüfen.

Inhaber großer Vermögen, die einen Vermögensverwalter für einzelne Asset-Klassen einsetzen, sollten auch künftig dem Vermögensverwalter nicht zwingend einen Überblick über ihr Gesamtvermögen oder andere Informationen vermitteln müssen, bevor dieser die Portfolioverwaltung übernehmen kann. Zwingend ist nach europäischem Recht nur die Vorgabe, dass der Portfolioverwalter dem Kunden, dessen Situation er nicht hinreichend kennt, keine bestimmte Anlagestrategie empfehlen darf.

§ 31 Abs. 4 S. 3 WpHG-RegE ist darum zu apodiktisch formuliert. Zulässig ist es nach europäischem Recht etwa, dem Kunden, der keine oder zu wenig persönliche Informationen preisgibt, einen Überblick über die verschiedenen Anlagestrategien zu verschaffen, denn dies allein stellt noch keine Empfehlung dar. Darüber hinaus hat der Anlegerschutz, den Art. 19 Abs. 4 MiFID enthält, gegenüber der Privatautonomie des Anlegers zurückzutreten, wenn der Anleger die Anlagestrategie für die Portfolioverwaltung vorgibt, beispielsweise eine „wachstumsorientierte Kapitalanlage in europäische Standardwerte“ fordert. Europarechtlich gebotener Anlegerschutz und Privatautonomie können etwa mit folgender Formulierung des § 31 Abs. 4 S. 3 WpHG-RegE in Einklang gebracht werden:

„Erlangt das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die erforderlichen Informationen nicht, darf es keine Empfehlung aussprechen. Finanzportfolioverwaltung darf es nur erbringen, wenn der Kunde selbst die Anlagestrategie bestimmt hat.“

## **V. Aufhebung von § 37a WpHG (Verjährung von Ersatzansprüchen des Kunden)**

Die Fehlerhaftigkeit einer Anlageberatung stellt sich oft erst nach Jahren heraus. Das FRUG sollte deswegen zum Anlass genommen werden, die Vorschrift des § 37a WpHG

und damit die verkürzte Sonderjährungsfrist von *absolut* drei Jahren zu streichen. Diese Forderung hatte der Bundesrat bereits im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zum Gesetz zur Anpassung von Verjährungsvorschriften an das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts erhoben (BT-Drs. 15/3653, S. 30). Des Weiteren enthielt der Referententwurf des gescheiterten KapInHG eine Bestimmung zur Aufhebung des § 37a WpHG (NZG 2004, 1042, 1046; hierfür auch *Leisch*, in: Kölner Komm. z. WpHG, 2007, § 37a Rn. 32 ff. m.w.N.; Stellungnahme der DSW v. 11.10.2006, zu § 37a WpHG).

Die aktuelle Fassung des § 37a WpHG sieht eine von den allgemeinen Verjährungsregeln des BGB abweichende Sonderverjährung der Schadensersatzansprüche des Kunden gegen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen wegen Pflichtverletzungen im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften vor. Die Vorschrift war durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz v. 17.9.1998 (BGBl. I, S. 529) in das WpHG eingeführt worden, um Wertpapierdienstleistungsunternehmen von der damals geltenden 30jährigen Regelverjährung des § 199 BGB a. F. zu entlasten. Die Sonderverjährung war damals sinnvoll, da angesichts der ständigen Schwankungen der Kurswerte von Wertpapieren eine Ersatzpflicht bis 30 Jahre nach der Pflichtverletzung die Wertpapierdienstleistungsunternehmen über Gebühr belastet hätte. Auch für andere beratende Tätigkeiten galt schon damals eine im Vergleich zur 30jährigen Verjährungsfrist des § 199 BGB a. F. kürzere Frist. Eine dreijährige Verjährungsfrist entsprach damals außerdem dem internationalen Standard (Begr. RegE 3. FFG, BT-Drs. 13/8933, S. 96). Mit dem Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts (BGBl. I-2001, S. 3138) wurde die Regelverjährung des BGB jedoch auf drei Jahre verkürzt. Damit ist die Existenzberechtigung des § 37a WpHG entfallen.

Die Aufhebung des § 37a WpHG hätte die Anwendbarkeit der allgemeinen Vorschriften des BGB und damit der regelmäßigen Verjährungsfrist des § 195 BGB zur Folge, die im Gegensatz zu § 37a WpHG erst mit dem Schluss des Jahres der Anspruchsentstehung und der Kenntniserlangung des Gläubigers von den anspruchsbegründenden Umständen zu laufen beginnt (§ 199 BGB). Für eine Privilegierung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch die kenntnisunabhängige, objektive Ver-

jährungsfrist des § 37a WpHG gegenüber § 199 BGB existiert keine tragfähige Rechtfertigung. Umgekehrt wäre eine subjektive, kenntnisabhängige Verjährungsfrist gerade im Bereich fehlerhafter Anlageberatung von großer Bedeutung, denn dort tritt der Schaden oftmals erst erhebliche Zeit nach der Pflichtverletzung erkennbar in Erscheinung. Mit der Aufhebung der Norm würden auch die Abgrenzungsprobleme beseitigt, die sich aus der Anspruchskonkurrenz von Schadensersatzansprüchen aus vertraglichen und vertragsähnlichen zu deliktischen Anspruchsgrundlagen ergeben.

## **VI. Erstreckung der §§ 9 bis 15 WpHG auf Warenmärkte**

### **1. Stand der Diskussion**

Der Bundesrat hat sich in seiner Stellungnahme v. 12.12.2006 dafür ausgesprochen, die Vorschriften zur Markttransparenz und -integrität (Meldepflicht gem. § 9 WpHG, Insiderhandelsverbot gem. §§ 12-14 WpHG, anlassbezogene Veröffentlichungspflicht gem. § 15 WpHG) um den Handel mit Waren an einem börsenmäßig organisierten Markt zu ergänzen. In das Verbot der Marktmanipulation sind organisierte Warenmärkte bereits seit längerem einbezogen, s. § 20a Abs. 4 WpHG. Der Bundesrat argumentiert, es sei sachgerecht, die Vorschriften zur Markttransparenz auf organisierte Warenmärkte zu erstrecken, da die MiFID Warenderivate in den Begriff des Finanzinstruments aufgenommen hat (Stellungnahme BRat v. 12.12.2006, Anh. I Ziff. C.5; Ziff. 5-9).

Die entscheidende Bedeutung der §§ 9-15 WpHG für entwickelte Kapitalmärkte steht außer Frage. Es handelt sich hierbei um Grundregeln moderner, integerer Kapitalmärkte. Die Bundesregierung ist den Vorschlägen des Bundesrats dennoch entgegengetreten, da die umzusetzende MiFID sich nicht mit diesen Regelungsgegenständen befasse. Das FRUG verfolge nichts weiter als eine „Eins-zu-Eins“-Umsetzung der europäischen Vorgaben. Was die Warenmärkte angehe, sei die weitere Entwicklung auf europäischer Ebene abzuwarten (BReg v. 16.1.2007, Ziff. 5-9 Gegenäußerung).

## **2. Stellungnahme und Empfehlung**

Die Problematik erklärt sich daraus, dass das europäische Recht die Marktmissbrauchs-Problematik als öffentlichen Belang in einer eigenen Richtlinie geregelt hat (RiL 2003/6/EG über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) v. 28.1.2003, ABl. Nr. L 96, 16), die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz v. 28.10.2004 (BGBl. I, S. 2630) ins deutsche Recht implementiert worden ist. Die MiFID befasst sich dagegen vornehmlich mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen im individuellen Kundeninteresse. Das WpHG vereint beide Regelungsbereiche in einem Gesetz.

Der Bundesregierung ist zuzugeben, dass der nationale Gesetzgeber mit den vom Bundesrat vorgeschlagenen Regelungen für organisierte Warenmärkte dem europäischen Gesetzgeber vorauslaufen würde. Andererseits ist es gerade im Hinblick auf die Weiterentwicklung der Warenmärkte in den vergangenen Jahren geboten, auch dort einen hohen Standard an Markttransparenz und –integrität sicherzustellen. So stellt etwa die Tatsache, dass an organisierten Warenmärkten bislang kein strafbewehrtes Insiderhandelsverbot existiert, eine eklatante Regelungslücke dar, die es umgehend zu schließen gilt. Die Einführung von Meldepflichten gem. § 9 WpHG und einer anlassbezogenen Publizität für Unternehmen, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind, wird bei diesen zu Anpassungsbedarf und zusätzlichen Kosten führen. Dies kann eine Beibehaltung des bisherigen, geringen Integritätsniveaus auf den Warenmärkten aber nicht rechtfertigen. Die Bedenken, die von der Bundesregierung vorgebracht wurden, schlagen nicht durch, denn von der Marktanalyse der Europäischen Kommission sind keine Ergebnisse zu erwarten, die die vom Bundesrat vorgeschlagenen Regelungen in irgendeiner Form entbehrlich machen würden. Die Vorsicht der Bundesregierung scheint nicht begründet. Auf der anderen Seite wäre die Erstreckung der Pflichten gem. §§ 9-15 WpHG auf organisierte Warenmärkte geeignet, dieses Marktsegment aus der Aura der Gesetzlosigkeit herauszulösen und so eine weitere Entwicklung der deutschen Kapitalmärkte zu fördern. Aufgrund der vorgenannten Erwägungen wird empfohlen, die Vorschläge des Bundesrats (Stellungnahme v. 12.12.2006, Ziff. 1 sowie 5-9) in den Gesetzesentwurf des FRUG aufzunehmen. Der Warenbegriff des vom Bundesrat vorgeschla-



genen § 2 Abs. 2c WpHG-E sollte um Emissionsberechtigungen (vgl. § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpHG-E) ergänzt werden. § 2 Abs. 2c WpHG-E könnte wie folgt gefasst werden:

„(2c) Waren sind Güter fungibler Art, die geliefert werden können; dazu zählen auch Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte, Energien wie Strom und Emissionsberechtigungen.“

## **VII. Zur Umsetzungstechnik bei europäischen Richtlinien, die im Lamfalussy-Verfahren ergangen sind**

Noch wenig geklärt ist die Frage, wie europäisches Recht, das im mehrstufigen Lamfalussy-Verfahren ergangen ist, rechtstechnisch in das nationale Recht implementiert werden soll. So ist es im Grundsatz zwar zu begrüßen, dass etwa die detaillierte Ausgestaltung der Informationspflicht gem. § 31 Abs. 3 WpHG-RegE nicht im Gesetz selbst, sondern mittels einer vom BMF zu erlassenden Rechtsverordnung erfolgen soll. Aufgenommen wird damit die mehrstufige Regelungstechnik, deren sich der europäische Gesetzgeber bedient. Andererseits wäre es nicht der richtige Weg, Vorschriften einer Rahmenrichtlinie auf nationaler Ebene stets als formelle Gesetze umzusetzen und Vorschriften auf Stufe 2 des Lamfalussy-Verfahrens (Durchführungsrichtlinien und –verordnungen) im Wege des Erlasses nationaler Rechtsverordnungen. Aus europarechtlicher Perspektive besitzt der nationale Gesetzgeber zwar weite Spielräume, die europäischen Vorgaben so umzusetzen, dass sie sich systematisch am besten in das nationale Recht einpassen. Nicht zu übersehen ist jedoch der in Art. 80 GG verankerte Parlamentsvorbehalt, der dem deutschen Normgeber seinerseits Vorgaben zur Umsetzungstechnik macht. Im Hinblick auf die historischen Erfahrungen mit der Selbstentmachtung des Parlaments betrachtet Art. 80 GG exekutive Normgebung als Ausnahme, die einer besonderen Ermächtigung durch die Legislative bedarf (BVerfG v. 9.10.1968, BVerfGE 24, 184, 197). Inhaltlich bindet das Bestimmtheitsgebot des Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG die Exekutive an den Willen der Legislative. Der Gesetzgeber kann die Entscheidung, wel-

che Fragen mit welchem Inhalt und Ausmaß in der Verordnung geregelt werden sollen sowie ihr Regelungsziel nicht der Exekutive überlassen („Selbstbestimmungsformel“). Darüber hinaus muss sich aus dem Gesetz selbst das „Programm“ der Verordnung vorgeben und es muss vorhersehbar sein, in welchen Fällen und mit welcher Tendenz von ihr Gebrauch gemacht werden wird (zum Ganzen *Bryde*, in: v. Münch/Kunig, GG, 5. Aufl. 2003, Art. 80 Rn. 20).

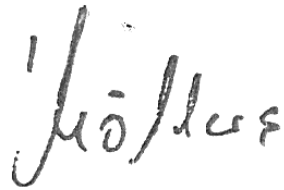
Dies steht im Gegensatz etwa zum britischen Recht. Das *Prinzip der Parlamentssouveränität* gestattet dort eine mehr oder weniger uneingeschränkte Delegation von Gesetzgebungsbefugnissen auf die Exekutive. Das britische Kapitalmarktrecht ist deshalb seit jeher stark durch exekutive Normsetzung geprägt (vgl. *Schädle*, Exekutive Normsetzung in der Finanzmarktaufsicht, 2006, S. 35 ff., 69 ff.). Eine Übertragung dieses Modells auf das deutsche Recht ist aufgrund der Vorgaben des Grundgesetzes nicht möglich. Gerade im Finanzmarktbereich, der sich durch feingliedrige Regelungen auszeichnet, ist deshalb besondere Vorsicht anzuraten, die nationalen Grundsätze zur parlamentarischen Legitimation des Rechts zu wahren.

Darüber hinaus ist es auch aus Gründen der Rechtssicherheit und Rechtsklarheit sinnvoll, dass sich die wesentlichen Rechte und Pflichten der Beteiligten unmittelbar aus dem WpHG als dem „Grundgesetz des Kapitalmarktrechts“ und nicht aus leicht änderbaren Verordnungen ergeben.

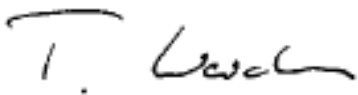
Exemplifiziert werden soll dies am Beispiel des neuen § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG-E, wonach alle Informationen einschließlich Werbemitteilungen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen Kunden zugänglich machen, „redlich, eindeutig und nicht irreführend“ sein müssen. Was diese unbestimmten Rechtsbegriffe im Einzelnen bedeuten sollen, soll nach jetziger Planung in § 4 WpDeROV konkretisiert werden. Aus den o. g. Gründen sowie der Tatsache, dass Transparenz von Chancen und Risiken ein wesentliches Element des deutschen und europäischen Anlegerschutzrechts darstellt, ist zu empfehlen, noch eine sich an Art. 27 Abs. 2 UA 2 Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG orientierende Formulierung in den Gesetzeswortlaut aufzunehmen. Nach § 31 Abs. 2 S. 1

WpHG-E sollte etwa folgende Sätze 2 und 3 in den Gesetzeswortlaut aufgenommen werden:

„... Die Informationen müssen zutreffend sein. Sie dürfen insbesondere keine möglichen Vorteile einer Wertpapierdienstleistung oder eines Finanzinstruments hervorheben, ohne redlich und deutlich auf etwaige damit einhergehende Risiken hinzuweisen...“



Professor Dr. Thomas M. J. Möllers



Akademischer Rat  
Tilman Weichert



Akademischer Rat  
Thomas Wenninger