



**Stellungnahme  
des Zentralen Kreditausschusses  
und des BVI Bundesverband  
Investment und Asset Management e. V.  
zum Entwurf der Bundesregierung  
für ein Gesetz  
zur Verbesserung des Anlegerschutzes  
(Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG)**

**13. Mai 2004**

## A. Allgemeine Bemerkungen

Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf hat die Bundesregierung zeitnah die Umsetzung der **Marktmissbrauchsrichtlinie** (2003/6/EG) sowie die hierzu auf der sog. Stufe 2 des Komitologieverfahrens erlassenen technischen Durchführungsbestimmungen in Angriff genommen. Dies ist im Hinblick auf die im Oktober 2004 ablaufende Frist für die Umsetzung der Richtlinie nur zu begrüßen. Zudem haben die Marktteilnehmer ein großes Interesse daran, sich frühzeitig auf die bevorstehenden Änderungen an zentralen Stellen des in Deutschland geltenden kapitalmarktrechtlichen Regelwerks einstellen zu können. Nicht zuletzt die complianceseitige Implementierung der gesetzlichen Regelungen bringt einen erheblichen technischen und zeitlichen Aufwand mit sich. Es ist absehbar, dass - selbst wenn das Gesetz schon im Sommer 2004 in Kraft treten sollte - die neuen aufsichtsrechtlichen Anforderungen in den Instituten nicht bis Oktober 2004 umgesetzt werden können. Was dem Gesetzentwurf deshalb fehlt, ist eine angemessene **Übergangsfrist**, die sicherstellt, dass die Häuser zeitlich nicht überfordert werden. Dies gilt umso mehr, als wesentliche Inhalte der neuen Vorschriften durch Rechtsverordnungen noch näher bestimmt werden müssen.

Insgesamt gesehen erscheint die Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in dem vorliegenden Gesetzentwurf als gelungen. Soweit dies bei einzelnen Regelungen nicht der Fall ist, haben wir nachfolgend entsprechende Verbesserungsvorschläge ausgearbeitet.

Anlass zu negativer Kritik gibt der Gesetzentwurf insoweit, als er eine deutliche **Ausweitung der Auskunfts- und Eingriffsbefugnisse** der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vorsieht. Dies gilt in zweierlei Hinsicht:

Zum einen wird der Gegenstand der Eingriffsbefugnisse deutlich erweitert. Zukünftig soll die BaFin im Rahmen der neuen Generalnorm des § 4 WpHG berechtigt sein, Anordnungen zur Einhaltung sämtlicher Ver- und Gebote des Wertpapierhandelsgesetzes zu treffen - die bisherigen im WpHG vorgesehenen Anordnungsbefugnisse beschränken sich auf die Überwachung der Einhaltung von Verboten.

Zum anderen werden neue ebenso wie die bestehenden Eingriffsbefugnisse ihrer rechtsstaatlichen Beschränkungen weitgehend entkleidet. Zwar hat die Bundesregierung von im Diskussionsentwurf vorgesehenen noch weiter reichenden Befugnissen teilweise Abstand genommen. So setzt beispielsweise das Recht der BaFin, Auskünfte und Unterlagen von jedermann zu verlangen und Personen vorzuladen, nunmehr voraus, dass konkrete Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen ein Verbot bzw. Gebot nach dem WpHG vorliegen müssen. Die vorgesehene Neuregelung begegnet gleichwohl **grundsätzlichen rechtsstaatlichen Bedenken**. Sie sollte deshalb noch einmal sorgfältig überdacht werden.

Eine andere problematische Weichenstellung nimmt der Gesetzentwurf durch die Einfügung zahlreicher neuer **Verordnungsermächtigungen** vor, die ausnahmslos vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) an die BaFin delegiert werden können. Dies ist in den Fällen sinnvoll, in denen neue oder veränderte europäische Vorgaben auf der Stufe 2 des Komitologieverfahrens zeitnah und unbürokratisch in Deutschland umgesetzt werden müssen. Kritisch ist es hingegen, wenn hierdurch die BaFin in die Lage versetzt wird, über die europäischen Vorgaben hinausgehende aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Marktteilnehmer zu implementieren. Es widerspricht dem mit der Marktmissbrauchsrichtlinie angestrebten Harmonisierungsziel, wenn die BaFin z. B. beabsichtigt, im Rahmen der Regulierung von Finanzanalysen Aufsichtsprinzipien der International Organisation of Securities Commission (IOSCO) auf die diesbezüglichen Anforderungen der Marktmissbrauchsrichtlinie „aufzusatteln“. Zwar vermeidet der Regierungsentwurf (anders als der Diskussionsentwurf) einen entsprechenden Hinweis in der Gesetzesbegründung zu § 34 b Absatz 7 WpHG. Die Möglichkeit entsprechender Vorgaben besteht jedoch auch nach dem Entwurf der Bundesregierung.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie hat einen komplexen demokratischen Meinungsfindungsprozess in Europa durchlaufen, in dessen Verlauf die Marktteilnehmer intensiv konsultiert worden sind. Wir sprechen uns deshalb mit Nachdruck dagegen aus, die Richtlinie auf Ebene einer nationalen Rechtsverordnung durch Regelwerke internationaler Aufsichtsorganisationen zu „überspielen“, an deren Zustandekommen demokratisch legitimierte Gesetzgebungsorgane ebensowenig beteiligt gewesen sind wie die Marktteilnehmer.<sup>1</sup> Dieser Tendenz sollte dadurch entgegengewirkt werden, dass die Umsetzung international geltender Normen in Europa ebenfalls auf europäischer Ebene vereinheitlicht wird.

Als besonders problematisch empfinden wir des Weiteren die - im Diskussionsentwurf noch nicht enthaltene - Neuregelung des **§ 34 b Abs. 6 WpHG-E**. Die darin vorgesehene Pflicht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, im Hinblick auf empfohlene Wertpapiere bestehende potenzielle **Interessenkonflikte auch im Rahmen der Anlageberatung offen zu legen**, führt das auf Vermeidung von Interessenkonflikten gegründete System der Chinese Walls ad absurdum und steht im Widerspruch zu den Regelungen der §§ 31, 32 WpHG und der Marktmissbrauchsrichtlinie. Hier sehen wir **dringenden Änderungsbedarf** (vgl. im Einzelnen unten S. 17 ff.).

Nachdrücklich begrüßt wird von der deutschen Kreditwirtschaft, dass durch die Einführung einer Prospektpflicht für Anlageprodukte des **grauen Kapitalmarkts** dieser erstmals einer aufsichtsrechtlichen Regulierung unterstellt wird. Dabei sollte jedoch vermieden werden, dass bislang **prospektfreie Anlageformen von Kreditinstituten** in die Prospektpflicht einbezogen werden. Hierzu zählen insbesondere stille Beteiligungen (Kernkapital nach § 10 KWG) und Genussrechtskapital in

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu auch die Regelungsvorschläge von BVR, DSGVO und VÖB unten S. 30.

kapital in Vertragsform gemäß § 10 KWG. Banken und Sparkassen unterliegen einer laufenden Liquiditäts-, Solvenz- und Verhaltenskontrolle durch die BaFin. Es besteht deshalb unter Anlegerschutz Gesichtspunkten keine Notwendigkeit, die genannten Anlageformen einer Prospektpflicht zu unterwerfen.

Die Umsetzung des Gesetzes bringt eine deutliche **Kostenbelastung** mit sich. Auf diesen Aspekt wird in der Begründung zum Regierungsentwurf (vgl. S. 6) nur unzureichend hingewiesen, da hier nur von den entstehenden Kosten im Zusammenhang mit der Prospekterstellung die Rede ist. Der durch diverse Neuregelungen entstehende Mehraufwand ist aber sowohl bei den beaufsichtigten Instituten als auch bei der Aufsicht auch in anderen Bereichen erheblich. Hinzu tritt, dass auch die der BaFin entstehenden Kosten zu 100% von den Beaufsichtigten getragen werden.

Gerade vor diesem Hintergrund sei daran erinnert, dass die Kostenbelastung der Beaufsichtigten durch die Streichung unnötiger, aber kostenträchtiger Regelungen verringert werden sollte. Hierzu zählt insbesondere das obsolet gewordene Sonderrecht für Termingeschäfte in dem jetzigen § 37 d WpHG, das in die allgemeinen geltenden Regelungen überführt werden sollte. Hierzu ist bereits ein Vorschlag unterbreitet worden, auf den wir verweisen.

Ebenfalls unter Kostenaspekten ist auf die Gesetzesinitiative zur Ausdehnung der Verjährungsfristen zu verweisen, die wegen der hierdurch ermöglichten Spekulation zu Lasten der verpflichteten Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Anlageberatung verteuern und auch zu Lasten des Anlegerschutzes jedenfalls als kostenfreie Dienstleistung unattraktiv machen wird. Wir bitten daher darum, von der vorgesehenen drastischen Verlängerung der Verjährungsfristen Abstand zu nehmen.

## **B. Alternativvorschläge zu Art. 1 - Änderung des WpHG**

### **§ 4 Aufgaben und Befugnisse**

#### **Regierungsentwurf:**

(1) ...

(2) Die Bundesanstalt überwacht die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind. Sie kann insbesondere den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Börsenhandels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten anordnen, soweit dies zur Durchsetzung dieser Vorschriften oder zur Beseitigung von Missständen nach Absatz 1 geboten ist.

(3) Die Bundesanstalt kann von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen sowie Personen laden und vernehmen, soweit dies aufgrund konkreter Anhaltspunkte für die Überwachung der Einhaltung eines Verbots oder Gebots dieses Gesetzes erforderlich ist. Sie kann insbesondere die Angabe von Bestandsveränderungen in Finanzinstrumenten sowie Auskünfte über die Identität weiterer Personen, insbesondere der Auftraggeber und der aus Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen, verlangen. Gesetzliche Auskunft- oder Aussageverweigerungsrechte sowie gesetzliche Verschwiegenheitspflichten bleiben unberührt.

(4) Während der üblichen Arbeitszeit ist Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen, soweit dies zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist, das Betreten der Grundstücke und Geschäftsräume der nach Absatz 3 auskunftspflichtigen Personen zu gestatten. Das Betreten außerhalb dieser Zeit, oder wenn die Geschäftsräume sich in einer Wohnung befinden, ist ohne Einverständnis nur zulässig und insoweit zu dulden, wie dies zur Verhütung von dringenden Gefahren für die öffentliche Sicherheit und Ordnung erforderlich ist und bei der auskunftspflichtigen Person Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen ein Verbot oder Gebot dieses Gesetzes vorliegen. Das Grundrecht des Artikels 13 des Grundgesetzes wird insoweit eingeschränkt.

(5) Die Bundesanstalt hat Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat nach § 38 begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzuzeigen. Sie kann die personenbezogenen Daten der Betroffenen, gegen die sich der Verdacht richtet oder die als Zeugen in Betracht kommen, der Staatsanwaltschaft übermitteln, soweit dies für Zwecke der Strafverfolgung erforderlich ist. Die Staatsanwaltschaft entscheidet über die Vornahme der erforderlichen Ermittlungsmaßnahmen, insbesondere über Durchsuchungen, nach den Vorschriften der Strafprozessordnung. Die Befugnisse

der Bundesanstalt nach den Absätzen 2 bis 4 bleiben hiervon unberührt, soweit dies für die Vornahme von Verwaltungsmaßnahmen oder zur Erfüllung von Ersuchen ausländischer Stellen nach § 7 Abs. 2 oder § 7 Abs. 7 erforderlich ist.

(6) und (7) ...

(8) Adressaten von Maßnahmen nach den Absätzen 2 bis 4, die von der Bundesanstalt wegen eines möglichen Verstoßes gegen ein Verbot nach § 14 oder nach § 20a vorgenommen werden, dürfen andere Personen als staatliche Stellen und solche, die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen, von diesen Maßnahmen oder von einem daraufhin eingeleiteten Ermittlungsverfahren nicht in Kenntnis setzen.

(9) und (10) ...

#### **Alternativentwurf:**

(1) ...

(2) Die Bundesanstalt überwacht die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes und kann Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind. Sie kann insbesondere den Handel mit einzelnen ~~oder mehreren~~ Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Börsenhandels in einzelnen Finanzinstrumenten anordnen, ~~soweit dies zur Durchsetzung dieser Vorschriften oder zur Beseitigung von Missständen nach Absatz 1 geeignet und erforderlich ist.~~ wenn auf Grund von Verstößen gegen die Verbote und Gebote dieses Gesetzes

1. ein ordnungsgemäßer Handel mit diesen Finanzinstrumenten konkret gefährdet oder
2. dies zum Schutz des Publikums dringend geboten ist.

~~(3) Die Bundesanstalt kann von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen sowie Personen laden und vernehmen, soweit dies aufgrund konkreter Anhaltspunkte für die Überwachung der Einhaltung eines Verbots oder Gebots dieses Gesetzes erforderlich ist. Sie kann insbesondere die Angabe von Bestandsveränderungen in Finanzinstrumenten sowie Auskünfte über die Identität weiterer Personen, insbesondere der Auftraggeber und der aus Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen, verlangen. Gesetzliche Auskunfts- oder Aussageverweigerungsrechte sowie gesetzliche Verschwiegenheitspflichten bleiben unberührt.~~

[Streichung unter Beibehaltung der bisherigen Systematik]

~~(4) Während der üblichen Arbeitszeit ist Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen, soweit dies zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist, das Betreten der Grundstücke und Geschäftsräume der nach Absatz 3 auskunftspflichtigen Personen zu gestatten. Das Betreten außerhalb dieser Zeit, oder wenn die Geschäftsräume sich in einer Wohnung befinden, ist ohne Einverständnis nur zulässig und insoweit zu dulden, wie dies zur Verhütung von dringenden Gefahren für die öffentliche Sicherheit und Ordnung erforderlich ist und bei der auskunftspflichtigen Person Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen ein Verbot oder Gebot dieses Gesetzes vorliegen. Das Grundrecht des Artikels 13 des Grundgesetzes wird insoweit eingeschränkt.  
[Streichung unter Beibehaltung der bisherigen Systematik]~~

(5) Die Bundesanstalt hat Tatsachen, die den dringenden Verdacht einer Straftat nach § 38 begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzuzeigen. Sie kann die personenbezogenen Daten der Betroffenen, gegen die sich der Verdacht richtet oder die als Zeugen in Betracht kommen, unverzüglich nach Abschluss ihrer Ermittlungen der Staatsanwaltschaft übermitteln, soweit dies für Zwecke der Strafverfolgung erforderlich ist. Die Staatsanwaltschaft entscheidet über die Vornahme der erforderlichen Ermittlungsmaßnahmen, insbesondere über Durchsuchungen, nach den Vorschriften der Strafprozessordnung. Die Befugnisse der Bundesanstalt nach den Absätzen 2 bis 4 bleiben hiervon unberührt, soweit dies für die Vornahme von Verwaltungsmaßnahmen oder zur Erfüllung von Ersuchen ausländischer Stellen nach § 7 Abs. 2 oder § 7 Abs. 7 erforderlich ist.

(6) und (7) ...

~~(8) Adressaten von Maßnahmen nach den Absätzen 2 bis 4, die von der Bundesanstalt wegen eines möglichen Verstoßes gegen ein Verbot nach § 14 oder nach § 20a vorgenommen werden, dürfen andere Personen als staatliche Stellen und solche, die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen, von diesen Maßnahmen oder von einem daraufhin eingeleiteten Ermittlungsverfahren nicht in Kenntnis setzen.~~

~~[Streichung unter Beibehaltung der bisherigen Systematik]~~

(9) und (10) ...

### **Begründung:**

#### **Zu Absatz 2**

Nach § 4 Abs. 2 S. 2 WpHG-E soll die BaFin den Handel mit Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen bzw. die Aussetzung des Börsenhandels anordnen können, „soweit dies zur Durchsetzung dieser Vorschriften oder zur Beseitigung von Missständen nach Absatz 1 geboten ist“. Dies bedeutet, dass die BaFin – unabhängig davon, um welches Ge- und Verbot nach dem WpHG es sich handelt,

und nur unter der verwaltungsrechtlich ohnehin erforderlichen Voraussetzung der Gebotenheit – einen Eingriff in den Finanzmarkt vornehmen darf, wie er schwerer nicht sein kann. Eine – wenn auch nur zeitweilige – Aussetzung des Handels greift nicht nur tief in die Märkte ein; sie trifft auch sämtliche Marktteilnehmer in der Ausübung ihres Gewerbes und die Investoren in ihrer Dispositionsfreiheit.

Wegen dieser hohen Grundrechtsrelevanz des Eingriffs muss sich im Interesse der Rechtsklarheit und Rechtssicherheit unter Berücksichtigung des Wesentlichkeitsgrundsatzes bereits aus dem Wortlaut des § 4 Abs. 2 Satz 2 WpHG-E - und nicht erst durch Auslegung der Vorschrift – ergeben, unter welchen tatbestandlichen Voraussetzungen dieser Eingriff angemessen sein kann.

Vor diesem Hintergrund darf die in § 4 Abs. 2 S. 2 WpHG-E geregelte Untersagung bzw. Anordnung zur Aussetzung des Handels nicht, wie im Regierungsentwurf vorgesehen, „zur Durchsetzung dieser Vorschriften“ möglich sein. Denn allein zur Durchsetzung der Verbote und Gebote des WpHG gegenüber Einzelnen ist ein solch schwerwiegender Eingriff in die Finanzmärkte weder erforderlich noch angemessen. Zu diesem Zweck steht vielmehr mit dem Verwaltungszwang sowie dem Ordnungswidrigkeiten- und Strafrecht ein ausreichendes Instrumentarium zur Verfügung, wie folgende Erwägung zeigt:

Verstößt ein Unternehmen gegen seine Meldepflichten nach § 9 WpHG, seine Anzeigepflicht nach § 10 WpHG, seine Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten nach §§ 15, 21, 22 WpHG oder seine Verzeichnisführungspflicht nach § 15 b WpHG-E, so stehen der BaFin in allen diesen Fällen in Form der Verwaltungsvollstreckung und der Verhängung von Geldbußen ausreichende Sanktionsmöglichkeiten zur Verfügung, um die entsprechenden Handlungen zu erzwingen. – Den Handel in dem betroffenen Finanzinstrument zu untersagen und damit einen Eingriff in die Grundrechte aller betroffenen Marktteilnehmer vorzunehmen, wäre demgegenüber nicht erforderlich, zumindest aber nicht angemessen, um die gewünschten Meldungen oder Anzeigen zu erhalten. Nichts anderes gilt bei möglichen Verstößen gegen die allgemeinen oder besonderen Verhaltenspflichten der §§ 31, 32 WpHG oder die Organisationspflichten in § 33 WpHG oder schließlich gegen die Pflichten bei der Analyse von Finanzinstrumenten in den §§ 34 b, c WpHG. Eine „Durchsetzung dieser Vorschriften“ ist allein im Wege der Verwaltungsvollstreckung bzw. durch Verhängung von Geldbußen geboten.

Die Zweckrichtung der Handelsuntersagung ist offensichtlich eine andere. Nicht zur Erzwingung der Einhaltung der im WpHG vorgesehenen Ge- und Verbote im Einzelfall soll sie dienen, sondern als ultima ratio dazu, die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte selbst zu schützen. Dabei müssen sich die Tatbestandsvoraussetzungen für eine Untersagung des Handels oder die Anordnung seiner Aussetzung aus den eingangs genannten verfassungsrechtlichen Gründen in der Vorschrift selbst wiederfinden. Diese Erfordernisse entsprechen auch den europarechtlichen Vorgaben. So verlangt die Marktmissbrauchsrichtlinie in ihrem Art. 12 Abs. 2 eine Ausübung der Befugnisse der nationalen Aufsicht „im Einklang mit dem innerstaatlichen Recht“. Gleichlautende Formulierungen enthält die Richtlinie



über Märkte für Finanzinstrumente in Art. 50 Abs. 2 (Umsetzung „im Einklang mit dem nationalen Recht“) beziehungsweise in Art. 50 Abs. 1 S. 2 (Befugnisausübung der zuständigen Behörden „innerhalb der Grenzen ihrer nationalen Rechtsvorschriften“).

Der Alternativentwurf zu § 4 Abs. 2 S. 2 WpHG-E trägt diesen Voraussetzungen Rechnung. Er übernimmt im Wesentlichen die Formulierung des § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 Börsengesetz (BörsG).

Nach § 4 Abs. 2 S. 2 des Alternativentwurfs ist eine Untersagung bzw. Anordnung zur Aussetzung des Handels eines Finanzinstruments unter folgenden Voraussetzungen möglich: Es muss ein Verstoß gegen ein Verbot oder Gebot des WpHG vorliegen, und aufgrund dieses Verstoßes muss entweder ein ordnungsgemäßer Handel mit dem betroffenen Finanzinstrument konkret gefährdet oder die Untersagung bzw. Anordnung zur Aussetzung des Handels eines Finanzinstruments zum Schutz des Publikums dringend geboten sein. Die erste Alternative könnte etwa dann erfüllt sein, wenn kurserhebliche Sachverhalte eingetreten sind, die aber mangels entsprechender Ad-hoc-Meldung (Verstoß gegen § 15 WpHG) noch nicht allgemein bekannt sind. Der Schutz des Publikums entsprechend der zweiten Alternative könnte beispielsweise dann geboten sein, wenn aufgrund einer Marktmanipulation (Verstoß gegen § 20 a WpHG) breite Anlegerkreise einem Handel zu künstlichen Preisen ausgesetzt wären.

Im Unterschied zu § 38 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG muss ein ordnungsgemäßer Handel mit den betroffenen Finanzinstrumenten konkret gefährdet (Nr. 1) oder muss die Untersagung des Handels zum Schutz des Publikums dringend geboten sein (Nr. 2). Diese Erhöhung der Eingriffsschwelle ist erforderlich, da es vorliegend – anders als bei § 38 BörsG – nicht lediglich um die Aussetzung des *börslichen* Handels, sondern um die Untersagung beziehungsweise die Anordnung zur Aussetzung des *gesamten börslichen und außerbörslichen* Handels geht.

### **Zu Absatz 3 (Auskunftsverlangen gegenüber Jedermann)**

Aus rechtsstaatlichen Erwägungen heraus ist es zudem abzulehnen, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nicht nur von den in den jeweiligen Ge- und Verbotsnormen genannten Verpflichteten, sondern von jedermann Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen kann. Eine solch weitreichende Auskunftsbefugnis, die sich gegen jeden Bürger richten kann, ist angesichts des höchst unterschiedlichen Gewichts der Gebote und Verbote des WpHG nicht angemessen. Diesen Anforderungen genügt die Systematik des geltenden Rechts, so dass ihre Beibehaltung geboten erscheint.

### **Zu Absatz 5 (Anzeige an die Staatsanwaltschaft)**

Nach Absatz 5 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Tatsachen, die den Verdacht einer Straftat nach § 38 WpHG begründen, der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzuzeigen. Diese Vorschrift greift in das Verhältnis der Verfolgungsbehörden untereinander in nicht praxisgerechter Weise ein. Es erscheint vielmehr richtig, der Bundesanstalt bei der Vorer-

mittlung, auch zur Entlastung der Staatsanwaltschaft und zur Vermeidung ineffizienter paralleler Ermittlungstätigkeit, einen Vorrang einzuräumen.

Dass die Ermittlungstätigkeit zunächst bei der Bundesanstalt konzentriert werden soll, entspricht auch der Intention der Marktmissbrauchsrichtlinie, die die Aufsicht bei einer Behörde bündeln möchte. Um die nach dem Recht der Mitgliedstaaten jeweils zuständige Behörde diesbezüglich zu unterstützen, soll gerade eine neue Anzeigepflicht in § 10 WpHG-E eingeführt werden. Die Bundesanstalt sollte daher erst in dem Moment zu einer entsprechenden Anzeige verpflichtet werden, in dem sich der Verdacht der Straftat über einen Anfangsverdacht hinaus konkretisiert hat.

### **Zu Absatz 8 (Schweigegebot)**

Absatz 8 soll verhindern, dass die Untersuchung von Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot und das Verbot der Marktmanipulation durch Beweisvernichtung der Tatverdächtigen vereitelt werden. Die Norm geht jedoch hinsichtlich des Umfangs der Schweigepflichten zu weit. Es muss im Grundsatz zulässig bleiben, dass auch solche Personen, die einer vertraglichen oder korporationsrechtlichen Schweigepflicht unterliegen, von der Untersuchung informiert werden können. Hierzu zählen neben dem Compliance-Beauftragten und die Geschäftsführung des jeweiligen Unternehmens etwa auch Verbände oder andere, mit dem Meldepflichtigen gesellschaftsrechtlich oder auf andere Weise (Finanzverbund, Finanzgruppe) verbundene Unternehmen, die im gemeinschaftlichen (Konzern-/Verbund-) Interesse beispielsweise vor Manipulateuren gewarnt werden müssen.

Da nach dem Alternativentwurf die Kompetenzen der Aufsicht in der jeweils einschlägigen Sachnorm geregelt bleiben sollen, erscheint es sachgerecht, auch die Regelung der Schweigepflicht dort zu belassen. Daher wird eine Streichung des Absatz 8 vorgeschlagen.

In jedem Fall sollten jedoch aus den genannten Gründen im dritten Halbsatz folgende Streichungen vorgenommen werden: „Personen..., die ~~aufgrund ihres Berufs~~ einer ~~gesetzlichen~~ Verschwiegenheitspflicht unterliegen,...“.

## **§ 10 Anzeige von Verdachtsfällen**

### **Regierungsentwurf (§ 10 Abs. 1):**

(1) Wertpapierdienstleistungsunternehmen, andere Kreditinstitute, Betreiber von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, und die Börsengeschäftsführung haben bei Feststellung von Tatsachen, die darauf schließen lassen, dass mit einem Geschäft über Finanzinstrumente gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a verstoßen wird, diese unverzüglich der Bundesanstalt anzuzeigen. Sie dürfen andere Personen als staatliche Stellen und solche, die aufgrund ihres Berufs

einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen von der Anzeige oder von einer daraufhin eingeleiteten Untersuchung nicht in Kenntnis setzen.

**Alternativentwurf (§ 10 Abs. 1):**

(1) Wertpapierdienstleistungsunternehmen, andere Kreditinstitute, Betreiber von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, und die Börsengeschäftsführung haben bei ~~Feststellung von Tatsachen~~ begründetem Verdacht, dass mit einem Geschäft über Finanzinstrumente gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a verstoßen worden ist, dieses unverzüglich der Bundesanstalt anzuzeigen. Begründeter Verdacht im Sinne von Satz 1 liegt vor bei Feststellung von Tatsachen, die darauf schließen lassen, dass mit einem Geschäft offensichtlich gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a verstoßen wird worden ist. Ein verdächtiges Geschäft darf unbeschadet der Anzeigepflicht ausgeführt werden. Die nach Satz 1 Anzeigepflichtigen Sie dürfen andere Personen als staatliche Stellen und solche, die ~~aufgrund ihres Berufs~~ einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen, von der Anzeige oder von einer daraufhin eingeleiteten Untersuchung nicht in Kenntnis setzen.

**Begründung:**

Voraussetzung der Anzeigepflicht soll nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E sein, dass Tatsachen festgestellt werden, die auf einen Verstoß gegen § 14 oder § 20 a WpHG-E schließen lassen. Die in Anlehnung an § 11 Geldwäschegesetz vorgesehene Formulierung nimmt damit die von Art. 6 Abs. 9 der Marktmissbrauchsrichtlinie sowie Art. 7 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 gewählte **Voraussetzung des „begründeten Verdachts“** nicht auf. Es bestand jedoch im Zuge der Diskussion der Frage auf europäischer Ebene Einigkeit darüber, dass eine Anzeigepflicht - auch vor dem Hintergrund der hohen Geschwindigkeit der Transaktionsabwicklung - nur in solchen Fällen bestehen sollte, in denen klare Anhaltspunkte dafür vorhanden sind, dass ein Marktmissbrauch vorliegt. Insofern ist es wichtig, in § 10 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E deutlich zu machen, dass der jeweilige Umstand (Tatsache) nur dann im Sinne der Anzeigepflicht als verdachtsbegründend anzusehen ist, wenn aus ihm ohne Weiteres - d. h. ohne nähere Prüfung und Bewertung - auf ein marktmissbräuchliches Verhalten geschlossen werden kann. Der neu eingefügte Satz 2 greift dies auf.

Aus der Vorschrift wird nicht ersichtlich, ob sich die **Verpflichtung zur Anzeige** auf lediglich **ausgeführte Geschäfte** bezieht oder nicht. Die jetzige Formulierung „...mit einem Geschäft...verstoßen wird“ ist diesbezüglich sehr unklar. Eine Auslegung dahingehend, dass eine Verpflichtung zur Anzeige auch bei verdächtigen Aufträgen besteht, stünde nicht im Einklang mit den europäischen Vorgaben. Sowohl aus der Gesetzeshistorie als auch aus dem Wortlaut der Marktmissbrauchsrichtlinie ist klar ersichtlich, dass es sich nur um die Meldung ausgeführter Geschäfte handelt. Denn Artikel 6 Absatz 9 der Marktmissbrauchsrichtlinie verpflichtet zur Anzeige nur, wenn ein begründeter Verdacht besteht, dass eine Transaktion ein Insider-Geschäft oder eine

Marktmanipulation darstellen könnte, und Art. 1 Nr. 2 a) der Marktmissbrauchsrichtlinie differenziert bewusst zwischen den Begriffen „transaction“ – also durchgeführten Geschäften – und „orders“ – also Aufträgen. Aus Gründen der Rechtssicherheit haben wir deshalb den Wortlaut entsprechend geändert.

Der eingefügte Satz 3 dient der Klarstellung. Denn eine Nichtausführung des Geschäfts würde das Unternehmen in Konflikt mit seiner Verpflichtung aus Satz 2 der derzeitigen Regelung bringen. Denn dem Kunden gegenüber muss das Unternehmen Rechenschaft darüber ablegen, ob und wie der Kundenauftrag ausgeführt wurde.

Die vom Regierungsentwurf vorgesehene **Verschwiegenheitspflicht** hinsichtlich der Verdachtsanzeige geht - ähnlich wie im Falle von § 4 Abs. 8 WpHG-E (vgl. oben) - zu weit. Es muss gewährleistet sein, dass der Anzeigende Berater, die lediglich einer vertraglichen oder korporationsrechtlichen Pflicht zur Verschwiegenheit unterliegen, konsultieren kann. Hierzu zählen beispielsweise Verbände. Auch können berechnete wirtschaftliche Interessen des Anzeigenden für eine Information bestimmter „anderer Personen“ sprechen. Zu denken ist hier etwa an verbundene Unternehmen, über welche der Auftraggeber ebenfalls versuchen könnte, missbräuchliche Transaktionen abzuwickeln. Durch die im Alternativentwurf vorgeschlagenen Streichungen wird dem Ziel der Vorschrift, die Ermittlungen der Bundesanstalt nicht zu gefährden, Rechnung getragen, zugleich jedoch die vielfach notwendige Information von vertraglich oder korporationsrechtlich zur Verschwiegenheit verpflichteten Dritten ermöglicht.

In der Begründung sollte zudem klargestellt werden, dass die Feststellung von Tatsachen nach Orderentgegennahme und -ausführung **nicht** dazu **verpflichtet**, bereits ausgeführte Geschäfte **zu überwachen** und auf Grund weiterer ex post Tatsachen anzuzeigen. So darf etwa eine Pflichtveröffentlichung des Emittenten nicht dazu führen, dass alle Geschäfte in dem entsprechenden Wert in einem Zeitraum kurz vor dieser Veröffentlichung ausgefiltert und gemeldet werden müssen. Dies obliegt weiterhin der Aufsichtsbehörde unter Heranziehung der Transaktionsmeldungen gemäß § 9 WpHG.

## **§ 15 a Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften**

### **Regierungsentwurf (§ 15 a Abs. 2):**

(2) Personen mit Führungsaufgaben im Sinne des Absatzes 1 Satz 1 sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.

**Alternativentwurf (§ 15 a Abs. 2):**

(2) Personen mit Führungsaufgaben im Sinne des Absatzes 1 Satz 1 sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und in vergleichbarer Weise zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.

**Begründung:**

Die Einfügung der Worte „in vergleichbarer Weise“ soll deutlich machen, dass die sonstigen Personen nur solche sind, die im Hinblick auf ihre Entscheidungsgewalt eine Stellung innehaben, die derjenigen der Organmitglieder gleicht, nicht aber solche Personen erfasst, die hierarchisch weit tiefer angesiedelten Ebenen zugeordnet sind. Geschäfte solcher Personen dürften keine für den Markt interessanten Signale darstellen; ihre Einbeziehung wäre daher nicht verhältnismäßig.

## **§ 20 a Verbot der Marktmanipulation**

**Regierungsentwurf (§ 20 a Abs. 2):**

(2) Das Verbot des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 2 gilt nicht, wenn die Handlung mit der zulässigen Marktpraxis auf dem betreffenden organisierten Markt oder in dem betreffenden Freiverkehr vereinbar ist und der Handelnde hierfür legitime Gründe hat. Als zulässige Marktpraxis gelten nur solche Gepflogenheiten, die auf dem jeweiligen Markt nach vernünftigem Ermessen erwartet werden können und von der Bundesanstalt als zulässige Marktpraxis im Sinne dieser Vorschrift anerkannt werden.

**Alternativentwurf (§ 20 a Abs. 2):**

(2) Das Verbot des Absatzes 1 Satz 1 Nr. 2 gilt nicht, wenn die Handlung mit der zulässigen Marktpraxis auf dem betreffenden organisierten Markt oder in dem betreffenden Freiverkehr vereinbar ist ~~und der Handelnde hierfür legitime Gründe hat~~. Als zulässige Marktpraxis gelten ~~nur~~ jedenfalls solche Gepflogenheiten, die auf dem jeweiligen Markt nach vernünftigem Ermessen erwartet werden können und von der Bundesanstalt als zulässige Marktpraxis im Sinne dieser Vorschrift anerkannt werden. Die Tat ist nicht rechtswidrig, wenn die Handlung einem Verhalten entspricht, das auf dem jeweiligen Markt nach vernünftigem Ermessen, insbesondere im Hinblick auf bestehende Gepflogenheiten oder eine vergleichbare zulässige Marktpraxis, erwartet werden kann.

**Begründung:**

§ 20 a Abs. 2 WpHG-E schließt den Verbotstatbestand des § 20 a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-E aus, wenn die Handlung mit der zulässigen Marktpraxis vereinbar ist und der Handelnde hierfür legitime Gründe hat. Die Gestaltung dieser Regelung begegnet vor dem Hintergrund der Straf- und

Bußgeldbewehrung des § 20 a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 durch §§ 38 Abs. 2, 39 Abs. 1 Nr. 1 erheblichen Bedenken im Hinblick auf die **Unschuldsvermutung** und den **Bestimmtheitsgrundsatz**:

Zum einen wird hierdurch der Handelnde zum Nachweis des negativen Tatbestandmerkmals „legitime Gründe“ gezwungen, da es sich hierbei um einen inneren Umstand handelt, der ohne dessen Mitwirkung nicht zu ermitteln ist. Zum anderen bleibt völlig offen, welche Beweggründe „legitime Gründe“ i. S. d. Vorschrift darstellen, denn diese werden im Gesetz selbst nicht definiert. Letzteres gilt auch, wenn man die Vorschrift des Absatz 2 Satz 1 als Rechtfertigungsgrund ausgestaltet: Es würde im Ergebnis der Beurteilung der Aufsichtsbehörde (Exekutive) überlassen bleiben, ob eine rechtswidrige Tat vorliegt oder nicht. Dem Problem wird nicht dadurch abgeholfen, dass lediglich die Begründung des Regierungsentwurfs (S. 25) den Hinweis enthält, das „subjektive Element der legitimen Gründe“ sei „in diesem Zusammenhang lediglich zu verneinen, wenn festgestellt werden kann, dass der Handelnde in betrügerischer oder manipulativer Absicht gehandelt hat“. Denn es gehört zu den allgemeinen Grundsätzen des Straf- und Ordnungswidrigkeitenrechts, dass der Wortlaut der gesetzlichen Bestimmung die äußerste Grenze der zulässigen Auslegung bildet. Will der Gesetzgeber sich demgemäß eines entsprechenden Absichtselements bedienen, muss dies aus dem Wortlaut der Vorschrift unmittelbar deutlich werden.

Wir plädieren vor dem Hintergrund der genannten Probleme dafür, **auf die Voraussetzung des Vorliegens „legitimer Gründe“** kumulativ zur Übereinstimmung mit der „zulässigen Marktpraxis“ sowohl im Tatbestand als auch auf Rechtfertigungsebene zu **verzichten**. Sollte unserem Vorschlag einer Streichung des unbestimmten Merkmals der „legitimen Gründe“ nicht gefolgt werden, so ist aus unserer Sicht zumindest eine nähere Konkretisierung dieses Merkmals im Tatbestand unabdingbar. Die Vorschrift des § 20 a Abs. 2 WpHG sollte in diesem Fall - in Anlehnung an die Gesetzesbegründung um folgenden Satz 2 ergänzt werden:

„Legitime Gründe sind nur dann zu verneinen, wenn festgestellt werden kann, dass der Handelnde in betrügerischer oder manipulativer Absicht gehandelt hat.“

Im Übrigen erscheint es sachgerecht und den europäischen Vorgaben angemessen, wenn im Falle des Handelns im Rahmen einer von der BaFin anerkannten „zulässigen Marktpraxis“ bereits der Tatbestand der Marktmanipulation ausgeschlossen wird.

Die Definition der „zulässigen Marktpraxis“ in § 20 a Abs. 2 Satz 2 WpHG-E nimmt die Definition des Art. 1 Nr. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie auf. Im Hinblick auf die hier vorgenommene Formulierung des Prinzips einer vorherigen Anerkennung der Praxis durch die Aufsichtsbehörde sehen wir jedoch die Gefahr, dass eine **freie Entwicklung neuer Marktpraktiken** aus dem Markt selbst heraus nicht unerheblich beeinträchtigt wird. Denn im Fall einer (noch) fehlenden Anerkennung einer Marktpraxis durch die Aufsichtsbehörde würde sich der betreffende Marktteilnehmer

bei entsprechendem Handeln unter Umständen dem Risiko einer Straftat bzw. einer Ordnungswidrigkeit aussetzen. Umgekehrt kann es im Einzelfall wirtschaftlich sinnvoll und geboten sein, eine bestimmte Praxis zeitnah zu üben. Deshalb bedarf es angemessener Mechanismen, die ein Aufkommen neuer, akzeptabler Marktpraktiken weiter ermöglichen. Während des Gesetzgebungsprozesses in Europa war man sich einig darin, dass die Entwicklung neuer Marktpraktiken auch weiterhin möglich bleiben müsse. Aus diesem Grunde wurde auch eine explizite Regelung in Artikel 2 Absatz 2 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG geschaffen.

Der Alternativvorschlag sieht deshalb zum einen zur Klarstellung die Streichung des Wortes „nur“ und eine Ergänzung durch das Wort „jedenfalls“ vor.

Des Weiteren wird zum anderen die Schaffung eines Rechtfertigungsgrundes durch Ergänzung des Absatzes 2 durch einen Satz 3 vorgeschlagen. Damit bleiben Handlungen, welchen eine Anerkennung der BaFin als Voraussetzung der „zulässigen Marktpraxis“ (noch) fehlt, verbotswidrig. Jedoch entfällt die Rechtswidrigkeit, wenn der Handelnde Umstände darlegen kann, aus denen sich ex ante die materielle Anerkennungsfähigkeit des Handelns als „zulässige Marktpraxis“ ergibt.

## **§ 34 b Analyse von Finanzinstrumenten**

### **Regierungsentwurf (§ 34 b Abs. 1):**

(1) Personen, die im Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten erstellen, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll (Finanzanalyse), sind zu der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit verpflichtet. Die Finanzanalyse darf nur weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn sie sachgerecht erstellt und dargeboten wird und

1. die Identität der Person, die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortlich ist und
2. Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern, den für die Erstellung verantwortlichen juristischen Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können,

zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

**Alternativentwurf (§ 34 b Abs. 1):**

(1) Personen, die im Rahmen ihrer nicht abhängigen Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten erstellen, die direkt oder indirekt eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll (Finanzanalyse), sind zu der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit verpflichtet. Die Finanzanalyse darf nur weitergegeben oder öffentlich verbreitet werden, wenn sie sachgerecht ~~erstellt und~~ dargeboten wird und

1. die Identität der Person, die für die Weitergabe oder die Verbreitung der Finanzanalyse verantwortlich ist und
2. Umstände oder Beziehungen, die bei den Erstellern oder bei den an der inhaltlichen Gestaltung der Finanzanalysen mitwirkenden natürlichen ~~für die Erstellung verantwortlichen juristischen~~ Personen oder mit diesen verbundenen Unternehmen Interessenkonflikte begründen können,

zusammen mit der Finanzanalyse offen gelegt werden.

**Begründung:**

Mit dem von § 34 b Abs. 1 Satz 1 umschriebenen Personenkreis wird an die Definition der „relevanten Personen“ des Art. 1 Nr. 5 der Richtlinie 2003/125/EG angeknüpft. Nach dem Wortlaut des § 34 b Abs. 1 Satz 1 werden jedoch nicht nur die für die Analyse verantwortlichen Unternehmen und selbständigen Analysten, sondern **auch angestellte Analysten erfasst**. Dies entspricht nicht der Intention des europäischen Gesetzgebers, wonach die für Finanzanalysten geltenden Pflichten *im Außenverhältnis* nur denjenigen treffen sollten, der die rechtliche Verantwortung für die Erstellung bzw. Weitergabe der Analyse trägt. Das machen die verschiedenen Vorschriften der Durchführungs-Richtlinie 2003/125/EG der Kommission (vgl. Art. 4 Abs. 1, 5 Abs. 1 Unterabs. 1, 6 Abs. 3) deutlich, die von den Mitgliedstaaten verlangen sicherzustellen, dass die für „relevante Personen“ tätigen natürlichen Personen entsprechend den für ihre Arbeitgeber geltenden Vorgaben handeln und - etwa bezogen auf persönliche Interessenkonflikte - ihren Mitwirkungspflichten nachkommen. Die Formulierung des Regierungsentwurfs würde es dagegen nahe legen, dass auch angestellte Analysten im Außenverhältnis für die von ihnen erstellten Analysen voll verantwortlich sind. Das ist insbesondere vor dem Hintergrund der Diskussion um eine mögliche Haftung für Finanzanalysen inakzeptabel.

Es bedarf daher einer entsprechenden **Klarstellung**, dass die Pflichten des § 34 b Abs. 1 S. 1 WpHG-E im Außenverhältnis nur denjenigen treffen sollen, der für die Erstellung der Analyse verantwortlich zeichnet. Das wird dadurch gewährleistet, **dass bei einer Erstellung oder Verbreitung durch juristische Personen vom Gesetz stets diese als verantwortliche Ersteller bzw.**



**Verbreitende angesehen werden.** Klargestellt wird dies durch das vorgeschlagene Merkmal der „nicht abhängigen Berufs- oder Geschäftstätigkeit“, das juristische Personen und einzelne, unabhängige Analysten gleichermaßen erfüllen. Dass auch angestellte Analysten im Innenverhältnis die ihren Arbeitgebern obliegenden Pflichten zu erfüllen und letztere umgekehrt diese Erfüllung sicherzustellen haben, ist demgegenüber selbstverständlich. Die vom europäischen Recht vorgegebene Offenlegungspflicht von Interessenkonflikten auch angestellter Analysten wird durch die vorgeschlagene Änderung des § 34 b Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG-E gewährleistet.

§ 34 b Abs. 1 Satz 2 WpHG-E bindet die Weitergabe oder öffentliche Verbreitung einer Finanzanalyse an die Voraussetzung einer sachgerechten Erstellung. Das erscheint konsequent, soweit die Weitergabe durch den jeweiligen Ersteller erfolgt. **Erhebliche Probleme** birgt diese Voraussetzung jedoch für die **Situation eines Analysen Dritter lediglich Weitergebenden**. Denn vom Wortlaut der Vorschrift des Regierungsentwurfs wäre auch die Annahme einer inhaltlichen Prüfungspflicht des Weitergebenden gedeckt. Ein so weit reichender Ansatz ist nach den europäischen Vorgaben jedoch nicht vorgesehen und wäre auch nicht sachgerecht. Für die sachgerechte Erstellung trägt vielmehr der - aus der Analyse ersichtliche - Ersteller allein die Verantwortung. Hierdurch entstehen auch keine dem Anlegerschutz zuwiderlaufenden Lücken: Denn der Regierungsentwurf fasst, was vom ZKA ausdrücklich begrüßt wird, ausweislich der Begründung (S. 28) den Begriff der „Erstellung“ weit und ordnet hier nicht lediglich die Erarbeitung, sondern auch die wesentliche Veränderung einer Analyse und deren Darbietung ein. Dadurch werden Abgrenzungsprobleme zwischen der Erstellung einerseits und der „wesentlichen Veränderung“ i. S. d. Richtlinie 2003/125/EG insbesondere bei sog. Sekundäranalysen vermieden.

**Abgrenzungsprobleme** ergeben sich nunmehr jedoch zwischen der **Erstellung** einer eigenen Analyse durch wesentliche Änderung einer fremden Analyse einerseits und der **Zusammenfassung** einer von einem Dritten erstellten Finanzanalyse (§ 34 b Abs. 2 WpHG-E) andererseits. Als taugliches Abgrenzungskriterium kommt auch hier in Betracht, ob der Handelnde sich die betreffende Analyse zu Eigen macht (dann Erstellung einer Analyse) oder nicht (dann Zusammenfassung). Dies sollte jedenfalls in der Gesetzesbegründung klar gestellt werden.

#### **Regierungsentwurf (§ 34 b Abs. 6):**

(6) Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die andere Empfehlungen für bestimmte Anlageentscheidungen über den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments ihren Kunden zugänglich machen, haben diese Empfehlungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit darzubieten und mögliche Interessenkonflikte offen zu legen. Die Organisationspflichten des Absatzes 5 gelten entsprechend.

**Alternativentwurf (§ 34 b Abs. 6):**

(6) Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die von Dritten erstellte Finanzanalysen weitergeben oder öffentlich verbreiten, haben diese sachgerecht andere Empfehlungen für bestimmte Anlageentscheidungen über den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments ihren Kunden zugänglich machen, haben diese Empfehlungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit darzubieten und mögliche Interessenkonflikte offen zu legen. Die Organisationspflichten des Absatzes 5 gelten entsprechend.

**Begründung:**

Die gegenüber dem Diskussionsentwurf im Gesetzentwurf der Bundesregierung neu eingefügte Vorschrift des § 34 b Abs. 6 WpHG-E stellt objektiv keine Umsetzung der europäischen Vorgaben dar, da sie ihrem Wortlaut nach „andere Empfehlungen“ umfasst, was sich nach dem Kontext nur als Gegenbegriff zur „Finanzanalyse“ lesen lässt. Andererseits enthält die Vorschrift eine Sonderregelung zur Offenlegung von Interessenkonflikten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, so dass sie auch als - wenig geglückte - Umsetzung von Art. 9 der Richtlinie 2003/125/EG der Kommission verstanden werden könnte, wonach Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, die Analysen Dritter lediglich weitergeben, ihre eigenen Interessenkonflikte offen zu legen haben, wenn die Empfehlung nicht bereits vom Ersteller über einen sog. Informationsverbreitungskanal weitergegeben wurde. Bedauerlicherweise gibt die Begründung der Vorschrift darüber keinen hinreichenden Aufschluss. Sie verweist - offenbar irrtümlich - auf § 15 Abs. 1 a. F. und deutet eher darauf hin, dass die Schaffung einer Sonderregel für die Anlageberatung bezweckt ist. Die nachfolgenden Anmerkungen müssen sich deshalb am Wortlaut der betreffenden Vorschrift orientieren:

Der sachliche Anwendungsbereich des Absatz 6 erfasst nach seinem Wortlaut und Kontext sämtliche Formen von „anderen Empfehlungen“ jenseits von Finanzanalysen und erstreckt sich somit auf den **Bereich der individuellen Anlageberatung**. Dieser Bereich soll jedoch nach dem Willen des europäischen Gesetzgebers gerade nicht den Regeln für Finanzanalysten unterliegen (vgl. Erwägungsgrund 3 der Richtlinie 2003/125/EG der Kommission). Er ist des Weiteren bereits umfassend durch die Verhaltenspflichten nach §§ 31, 32 WpHG reglementiert (§ 2 Abs. 3a Nr. 3 WpHG), welche die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Erbringung ihrer Dienstleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit und zur Vermeidung von Interessenkonflikten verpflichten. Eine zusätzliche Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten auch im Bereich jenseits der Finanzanalyse wäre nicht nur mit einem erheblichen organisatorischen Mehraufwand in den Instituten verbunden. Es würde auch das bestehende System der Chinese Walls, mit denen hausinterne Interessenkonflikte durch räumliche und organisatorische Trennung der jeweiligen Geschäftsbereiche vermieden werden sollen, ad absurdum führen. Insgesamt hätte die vorgesehene Regelung eine erhebliche Benachteiligung der deutschen Kreditwirtschaft im Vergleich zu den anderen europäischen Mitgliedstaaten zur Folge. Dagegen sprechen wir uns mit Nachdruck aus.

Erhebliche Probleme sehen wir des Weiteren hinsichtlich des von der Bundesregierung gewählten Ansatzes, auch an das bloße Zugänglichmachen von Empfehlungen, die durch Dritte erstellt wurden, dieselben Voraussetzungen (Sachkenntnis) zu stellen, die für den Ersteller gelten. Dies läuft auf eine Pflicht zur inhaltlichen Prüfung der jeweiligen, von Dritten verfassten Analyse hinaus, die von der Richtlinie nicht gefordert ist und insbesondere von kleineren Kreditinstituten nicht zu leisten wäre. Ebenso wie im Rahmen des § 34 b Abs. 1 S. 2 WpHG-E sprechen wir uns daher gegen eine solche Regelung aus. Der Gesetzgeber sollte sich vielmehr darauf beschränken, im Einklang mit dem europäischen Recht die Vorgaben für die bloße Weitergabe von Empfehlungen auf Finanzanalysen einerseits sowie auf die Offenlegung von Interessenkonflikten andererseits zu beschränken.

#### **Regierungsentwurf (§ 34 b Abs. 8):**

(8) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrats bedarf, nähere Bestimmungen über die sachgerechte Erstellung und Darbietung von Finanzanalysen, über Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, über deren Offenlegung sowie über die angemessene Organisation nach Absatz 5 erlassen. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung, die der Zustimmung des Bundesrates bedarf, auf die Bundesanstalt übertragen.

#### **Alternativentwurf (§ 34 b Abs. 8):**

(8) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrats bedarf, nähere Bestimmungen über die sachgerechte Erstellung und Darbietung von Finanzanalysen, über Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, sowie über deren Offenlegung sowie über die angemessene Organisation nach Absatz 5 erlassen. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung, die der Zustimmung des Bundesrates bedarf, auf die Bundesanstalt übertragen.

#### **Begründung:**

Die Vorschrift des § 34 b Abs. 8 WpHG-E ist, soweit sie das BMF bzw. die BaFin ermächtigt, durch **Rechtsverordnung** nähere Bestimmungen über **die angemessene Organisation** von Unternehmen zu erlassen, die Finanzanalysen erstellen, **ein zu weitgehender Eingriff in die Gewerbefreiheit**. Es erscheint **sachgerechter**, die organisatorischen Anforderungen wie bereits im geltenden Recht **durch Richtlinien zu konkretisieren**, nach denen für den Regelfall beurteilt wird, ob die Anforderungen des Gesetzes erfüllt sind. Damit ist zugleich ein angesichts der höchst unterschiedlichen Organisationsstrukturen im Einzelfall gegebener Spielraum gewahrt, der im Wege einer Regulierung durch Rechtsverordnung entfallen würde. Auf diese Weise ließe sich auch ein Wertungswiderspruch zu § 35 Abs. 6 WpHG bzw. § 35 Abs. 4 WpHG-E vermeiden, die für die

Konkretisierung der Organisationspflichten des § 33 WpHG zutreffend lediglich eine Richtlinienkompetenz („Beurteilung für den Regelfall“) der Bundesanstalt vorsehen.

Im Übrigen erscheint es **nicht sachgerecht**, der Aufsicht die Möglichkeit zu einer Verordnungsgebung in einem Bereich einzuräumen, der durch die Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie gerade nicht gefordert ist: Organisatorische Vorgaben für Finanzanalysten sind hier nicht vorgesehen. Hintergrund der von der Bundesregierung vorgeschlagenen Regelung ist die von der BaFin angestrebte **Implementierung der Grundsätze des „IOSCO-Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest“** vom 25. September 2003. Zwar enthält die Gesetzesbegründung, anders noch als im Diskussionsentwurf, hierauf keinen expliziten Hinweis mehr. Dies ändert freilich nichts an der nach wie vor unbeschränkten Verordnungsermächtigung, die auch eine von den Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie abweichende Ausübung ermöglicht. Um die Harmonisierungsbestrebungen auf europäischer Ebene nicht zu gefährden, ist eine Umsetzung auf europäischer Ebene unabdingbar.

## **§ 37b**

### **Schadensersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen**

#### **Regierungsentwurf (§ 37 b Abs. 2):**

(2) Nach Absatz 1 kann nicht in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass die Unterlassung nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht.

#### **Alternativentwurf (§ 37 b Abs. 2):**

(2) Nach Absatz 1 kann nicht in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass die Unterlassung nicht auf Vorsatz ~~oder grober Fahrlässigkeit~~ beruht.

#### **Begründung:**

Die Verpflichtung zur Ad-hoc Publizität soll sich entsprechend den Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie nach § 15 Abs. 1 künftig nicht nur auf die bisher ad-hoc-pflichtigen Tatsachen, sondern auf alle Insiderinformationen beziehen. Dies kann dazu führen, dass ein Emittent auch Tatsachen, die nicht in seinem Tätigkeitsbereich eintreten, veröffentlichen muss. Dies geht deutlich über den bisherigen Anwendungsbereich des § 15 hinaus. Daher müssen auch die einen Schadensersatzanspruch Dritter gewährenden Normen (§§ 37 b und c WpHG-E) sowie die Bußgeldvorschrift (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 a WpHG-E) diesem neuen Umstand angepasst werden. Denn gerade bei Tatsachen außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten befindet sich dieser in einem Dilemma. Kommen ihm etwa Gerüchte über eine solche Tatsache zu Ohren, so kann es sein, dass er seiner

Pflicht zur Veröffentlichung nachkommt, sich diese aber im Nachhinein als falsch herausstellt. Zieht er es vor, mit der Veröffentlichung zu warten, etwa um die Richtigkeit dieser Nachricht überprüfen zu können, besteht die Gefahr, für eine unterlassene Veröffentlichung verantwortlich gemacht zu werden. Eine Abgrenzung von grober oder leichter Fahrlässigkeit dürfte zudem in diesem Feld besonders schwierig sein. Durch die Einbeziehung sämtlicher Insiderinformationen hat sich die Haftungslage für den Emittenten deutlich verschärft. Daher ist es notwendig, die Folgen eines Schadensersatzes oder eines Bußgeldes an das Bestehen eines Vorsatzes zu knüpfen. Die Möglichkeit der Inanspruchnahme beziehungsweise Sanktionierung aufgrund grob fahrlässigen Handelns sollte daher gestrichen werden.

### **§ 37c**

#### **Schadensersatz wegen Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen**

##### **Regierungsentwurf (§ 37 c Abs. 2):**

(2) Nach Absatz 1 kann nicht in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass er die Unrichtigkeit der Insiderinformation nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht.

##### **Alternativentwurf (§ 37 c Abs. 2):**

(2) Nach Absatz 1 kann nicht in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass er die Unrichtigkeit der Insiderinformation nicht gekannt hat ~~und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht.~~

##### **Begründung:**

Wir dürfen auf die Begründung oben zu § 37 b WpHG-E verweisen.

### **§ 39 Bußgeldvorschriften**

##### **Regierungsentwurf (§ 39 Abs. 2):**

(2) Ordnungswidrig handelt, wer vorsätzlich oder leichtfertig

(...)

2. entgegen

b) § 15 Abs. 1 Satz 1, 3 oder 4 Abs. 2 Satz 2, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Abs. 7 Satz 1 Nr. 2

(...)

eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt,

**Alternativentwurf (§ 39 Abs. 2 und Abs. 2a):**

(2) Ordnungswidrig handelt, wer vorsätzlich oder leichtfertig

(...)

2. entgegen

- b) § 15 ~~Abs. 1 Satz 1, 3 oder 4~~ Abs. 2 Satz 2, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Abs. 7 Satz 1 Nr. 2

...

eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt,

(...)

(2a) Ordnungswidrig handelt, wer entgegen § 15 Abs. 1 Satz 1, 3 oder 4, jeweils auch in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Abs. 7 eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt.

**Begründung zu § 39 Abs. 2 und Abs. 2a:**

Wir dürfen auf die Begründung oben zu § 37 b WpHG-E verweisen.

## **§ 40 b Bekanntmachung von Maßnahmen**

**Regierungsentwurf (§ 40 b):**

Die Bundesanstalt kann unanfechtbare Maßnahmen, die sie wegen Verstößen gegen Verbote oder Gebote nach den Vorschriften dieses Gesetzes getroffen hat, unter ihrer Internetadresse öffentlich bekannt geben, soweit dies zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach § 4 Abs. 1 Satz 2 geeignet und erforderlich ist, es sei denn, diese Veröffentlichung würde die Finanzmärkte erheblich gefährden oder zu einem unverhältnismäßigen Schaden bei den Beteiligten führen.

**Alternativentwurf (§ 40 b):**

Die Bundesanstalt kann unanfechtbare Maßnahmen, die sie wegen Verstößen gegen Verbote oder Gebote nach dem dritten und vierten Abschnitt dieses Gesetzes sowie nach § 34 b und c ~~den Vorschriften dieses Gesetzes~~ getroffen hat, unter ihrer Internetadresse öffentlich bekannt geben, soweit dies zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach § 4 Abs. 1 Satz 2 geeignet und erforderlich ist, es sei denn, diese Veröffentlichung würde die Finanzmärkte erheblich gefährden oder zu einem unverhältnismäßigen Schaden bei den Beteiligten führen.

**Begründung:**

§ 40 b WpHG-E soll Artikel 14 Abs. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie umsetzen, erfasst jedoch darüber hinaus sämtliche Gebote und Verbote des Gesetzes. Für diese Ausweitung gibt es keine Ermächtigungsgrundlage. Da die Aufsicht unter anderem die Pflicht hat einen Reputationsschaden von betroffenen Häusern fernzuhalten, wird vorgeschlagen, die neue Vorschrift auf das europarechtlich Erforderliche zu beschränken.

**Übergangsregelung**

Insiderlisten, Anzeige von Verdachtsfällen, Neuregelung zur Wertpapieranalyse, Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen erfordern neben einer Aufklärung und Schulung der Mitarbeiter organisatorische Maßnahmen, die nicht mit dem Tag der Verkündung des Gesetzes umgesetzt werden können. Daher sind angemessene Übergangsfristen erforderlich.

## C. Alternativvorschläge zu Art. 2 - Änderung des VerkaufsprospektG

### § 8 f Anwendungsbereich

#### **Regierungsentwurf (§ 8 f Abs. 2 VerkProspG):**

(2) Ausgenommen von der Prospektpflicht sind:

1. Anteile an einer Erwerbs- oder Wirtschaftsgenossenschaft im Sinne des § 1 des Gesetzes betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften,
2. Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die von Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds im Sinne der §§ 1 und 112 des Versicherungsaufsichtsgesetzes angeboten werden,
3. Angebote, bei denen von derselben Vermögensanlage im Sinne des Absatzes 1 nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden oder bei denen der Verkaufspreis der im Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Anteile insgesamt 100.000 Euro nicht übersteigt oder bei denen der Preis jedes angebotenen Anteils mindestens 50.000 Euro je Anleger beträgt,
4. Angebote nur an Personen, die beruflich oder gewerblich für eigene oder fremde Rechnung Wertpapiere oder die in Absatz 1 genannten Vermögensanlagen erwerben oder veräußern,
5. Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die Teil eines Angebots sind, für das bereits im Inland ein Verkaufsprospekt veröffentlicht worden ist,
6. Angebote, die die Voraussetzungen des § 2 Nr. 2 oder Nr. 3 erfüllen,
7. Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die die Voraussetzungen des § 3 Nr. 1, Nr. 2 oder Nr. 4 erfüllen; in den Fällen des § 3 Nr. 2 muss die Ausgabe von Namensschuldverschreibungen nicht dauerhaft oder wiederholt erfolgen,
8. Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die die Voraussetzungen des § 4 Nr. 7 oder Nr. 9 erfüllen.

#### **Alternativentwurf (§ 8 f Abs. 2 VerkProspG):**

(2) Ausgenommen von der Prospektpflicht sind:

1. Anteile an einer Erwerbs- oder Wirtschaftsgenossenschaft im Sinne des § 1 des Gesetzes betreffend die Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften,
2. (neu) Vermögensanlagen bei Kreditinstituten im Sinne des § 1 Abs. 1 des Gesetzes über das Kreditwesen.
- ~~2.~~ 3. Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die von Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds im Sinne der §§ 1 und 112 des Versicherungsaufsichtsgesetzes angeboten werden,
- ~~3.~~ 4. Angebote, bei denen von derselben Vermögensanlage im Sinne des Absatzes 1 nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden oder bei denen der Verkaufspreis der im Zeitraum



- von zwölf Monaten angebotenen Anteile insgesamt 100.000 Euro nicht übersteigt oder bei denen der Preis jedes angebotenen Anteils mindestens 50.000 Euro je Anleger beträgt,
4. 5. Angebote nur an Personen, die beruflich oder gewerblich für eigene oder fremde Rechnung Wertpapiere oder die in Absatz 1 genannten Vermögensanlagen erwerben oder veräußern,
  5. 6. Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die Teil eines Angebots sind, für das bereits im Inland ein Verkaufsprospekt veröffentlicht worden ist,
  6. 7. Angebote, die die Voraussetzungen des § 2 Nr. 2 oder Nr. 3 erfüllen,
  7. 8. Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die die Voraussetzungen des § 3 Nr. 1, ~~Nr. 2~~ oder Nr. 4 erfüllen; ~~in den Fällen des § 3 Nr. 2 muss die Ausgabe von Namensschuldverschreibungen nicht dauerhaft oder wiederholt erfolgen,~~
  8. 9. Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1, die die Voraussetzungen des § 4 Nr. 7 oder Nr. 9 erfüllen.

### **Begründung:**

Der Regierungsentwurf sieht in Artikel 2 eine Prospektpflicht für nicht wertpapiermäßig verbrieft Anlageprodukte vor. Durch diese Prospektpflicht soll erklärtermaßen der graue Kapitalmarkt an eine stärkere aufsichtsrechtliche Regulierung herangeführt werden. Bei der Verfolgung dieses begrüßenswerten Ziels sollte vermieden werden, bewährte Refinanzierungsinstrumente der Kreditinstitute, die bislang prospektfrei angeboten werden konnten, nunmehr einer Prospektpflicht zu unterwerfen. Der Gesetzentwurf sieht jedoch eben dies vor. So müsste beispielsweise der Vertrieb folgender Anlageprodukte von Banken und Sparkassen zukünftig mit einem Verkaufsprospekt unterlegt werden:

- stille Beteiligungen gemäß § 10 KWG und
- Genussrechtskapital in Vertragsform gemäß § 10 KWG.

Die Einführung einer Prospektpflicht für diese Anlageformen ist von dem mit der Novellierung des VerkProspG verfolgten rechtspolitischen Ziel nicht gedeckt. Sie ist zudem weder europarechtlich vorgegeben, noch steht sie im Einklang mit Bestrebungen der Bundesregierung nach einem weitreichenden Bürokratieabbau:

Banken und Sparkassen gehören nicht dem grauen Kapitalmarkt an.

In der Begründung des Gesetzentwurfes wird der graue Kapitalmarkt als bislang ungeregelter Teil des Kapitalmarktes für nicht in Wertpapieren verbrieft Anlageformen definiert. Die neue Prospektpflicht soll diese bislang bestehende Regelungslücke für Unternehmensbeteiligungen und Anteile an Treuhandvermögen schließen, die den Schwerpunkt des grauen Kapitalmarktes bilden und

für die sich in der Vergangenheit anhand von erlittenen Anlegerschäden bis hin zu Totalverlusten ein besonderer Regelungsbedarf gezeigt hat.

Auf nicht wertpapiermäßig verbriefte Anlageformen von Kreditinstituten passt dieses Regelungsziel nicht. Banken und Sparkassen unterliegen bereits einer laufenden Liquiditäts-, Solvenz- und Verhaltenskontrolle durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Dieses ohnehin hohe Aufsichtsniveau wird sich durch die neue europäische Finanzmarktregulierung weiter erhöhen. So werden die Kreditinstitute in naher Zukunft eine Vielzahl neuer bankaufsichtsrechtlicher und kapitalmarktrechtlicher Regelwerke umsetzen müssen. Zu nennen sind hier neben Basel II und der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie die speziell für das Emissionsgeschäft relevante Prospektrichtlinie sowie die Transparenzrichtlinie. Der aufsichtsrechtliche Anlegerschutz wird ergänzt durch die Einlagensicherungssysteme von Banken und Sparkassen.

Dementsprechend ist in der Vergangenheit kein Fall bekannt geworden, in dem ein Anleger durch den Kauf eines der vorgenannten Anlageprodukte einen Vermögensschaden erlitten hat.

Ferner wird der hier diskutierte Bereich der wertpapiermäßig nicht verbrieften Bankprodukte aus dem Anwendungsbereich der Prospektrichtlinie vollständig ausgeklammert. Vor diesem Hintergrund passt es schlecht ins Bild, wenn nunmehr die deutsche Kreditwirtschaft einer Prospektpflicht unterworfen werden soll, für die es weder eine europäische Vorgabe noch eine zwingende sachliche Notwendigkeit gibt.

Es ist in diesem Zusammenhang auch nicht zutreffend, dass das AnSVG keine Kostenbelastung für die Kreditwirtschaft bewirkt. Was Artikel 2 betrifft, so würde eine Verkaufsprospektpflicht für die betroffenen Häuser eine erhebliche Fixkostenbelastung mit sich bringen, die sich vor allem auf die eher geringvolumige Refinanzierung der kleinen und mittleren Kreditinstitute negativ auswirken würde. Aus unserer Sicht steht dies im Widerspruch zu der Initiative der Bundesregierung, die deutsche Wirtschaft durch einen breit angelegten Bürokratieabbau zu entlasten.

Konsequenterweise sollten deshalb die Vorschriften über den grauen Kapitalmarkt auf Kreditinstitute nicht anwendbar sein - entsprechend den Ausnahmen, die auch für andere Institute in Absatz 2 des § 8 f VerkProspG-Disk-E vorgesehen sind. Bei Übernahme einer derartigen Bereichsausnahme in Zi. 2 (neu) kann auf die Befreiung bestimmter Namensschuldverschreibungen in Zi. 8 (neu) 2. Halbsatz verzichtet werden.

## **§ 8 g** **Prospektinhalt**

### **Regierungsentwurf:**

(1) Der Verkaufsprospekt muss alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben enthalten, die notwendig sind, um dem Publikum eine zutreffende Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 zu ermöglichen. Bestehen die Anteile an einem Treuhandvermögen im Sinne des § 8f Abs. 1 und besteht dieses ganz oder teilweise aus einem Anteil an einer Gesellschaft, so muss der Prospekt auch hinsichtlich dieser Gesellschaft die entsprechenden Angaben enthalten. Ferner ist in den Prospekt an herausgehobener Stelle ausdrücklich ein Hinweis aufzunehmen, dass die inhaltliche Richtigkeit der im Prospekt gemachten Angaben nicht Gegenstand der Prüfung des Prospekts durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) ist.

(2) Die Bundesregierung wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung die zum Schutz des Publikums erforderlichen Vorschriften über die Sprache, den Inhalt und den Aufbau des Verkaufsprospekts zu erlassen, insbesondere über

1. die erforderlichen Angaben zu den Personen oder Gesellschaften, die für den Inhalt des Verkaufsprospekts insgesamt oder für bestimmte Angaben die Verantwortung übernehmen,
2. die Beschreibung der angebotenen Vermögensanlagen und ihre Hauptmerkmale sowie die verfolgten Anlageziele der Vermögensanlage einschließlich der finanziellen Ziele und der Anlagepolitik,
3. die erforderlichen Angaben über die Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Satz 2,
4. die erforderlichen Angaben zu dem Emittenten der Vermögensanlage, zu seinem Kapital und seiner Geschäftstätigkeit, seiner Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, einschließlich des Jahresabschlusses und des Lageberichts,
5. die erforderlichen Angaben zu den Geschäftsaussichten des Emittenten und über seine Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane.

(3) In der Rechtsverordnung nach Absatz 2 können auch Ausnahmen bestimmt werden, in denen von der Aufnahme einzelner Angaben in den Verkaufsprospekt abgesehen werden kann,

1. wenn beim Emittenten, bei den angebotenen Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 oder bei dem Kreis der mit dem Angebot angesprochenen Anleger besondere Umstände vorliegen und den Interessen des Publikums durch eine anderweitige Unterrichtung ausreichend Rechnung getragen ist oder
2. mit Rücksicht auf die geringe Bedeutung einzelner Angaben oder einen beim Emittenten zu befürchtenden erheblichen Schaden.

**Alternativentwurf:**

(1) Der Verkaufsprospekt muss alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben enthalten, die notwendig sind, um dem Publikum eine zutreffende Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 zu ermöglichen. ~~Bestehen die Anteile an einem Treuhandvermögen im Sinne des § 8f Abs. 1 und besteht dieses ganz oder teilweise aus einem Anteil an einer Gesellschaft, so muss der Prospekt auch hinsichtlich dieser Gesellschaft die entsprechenden Angaben enthalten.~~ Ferner ist in den Prospekt an herausgehobener Stelle ausdrücklich ein Hinweis aufzunehmen, dass die inhaltliche Richtigkeit der im Prospekt gemachten Angaben nicht Gegenstand der Prüfung des Prospekts durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) ist.

(2) Die Bundesregierung wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung die zum Schutz des Publikums erforderlichen Vorschriften über die Sprache, den Inhalt und den Aufbau des Verkaufsprospekts zu erlassen, insbesondere über

1. die erforderlichen Angaben zu den Personen oder Gesellschaften, die für den Inhalt des Verkaufsprospekts insgesamt oder für bestimmte Angaben die Verantwortung übernehmen,
2. die Beschreibung der angebotenen Vermögensanlagen und ihre Hauptmerkmale sowie gegebenenfalls die verfolgten Anlageziele der Vermögensanlage einschließlich der finanziellen Ziele und der Anlagepolitik,
3. die erforderlichen Angaben über die Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Satz 2,
4. die erforderlichen Angaben zu dem Emittenten der Vermögensanlage, zu seinem Kapital und seiner Geschäftstätigkeit, seiner Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, einschließlich des Jahresabschlusses und des Lageberichts,
5. die erforderlichen Angaben zu den Geschäftsaussichten des Emittenten und über seine Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane.
6. Angaben zu Anteilen an einer Gesellschaft, die Teil eines Treuhandvermögens sind.

**Begründung:**

Analog zu § 12 Abs. 2 Verkaufsprospektverordnung sollte bezüglich der Prospektinformationen zu Anteilen an einem Treuhandvermögen differenziert werden, ob die Wertpapiere an einem inländischen Markt zugelassen sind. Außerdem sollten die Angaben dann entfallen können, wenn der Anbieter über die Angaben regelmäßig nicht verfügt. Diese Differenzierung sollte Eingang in die Verkaufsprospektverordnung finden; dem dient eine neue Nummer 6 in Absatz 2.

Die Anlageziele dürften nicht generell von Bedeutung sein; lediglich bei bestimmten Vermögensanlagen wie Treuhandvermögen sind diese für den Anleger wichtig. Daher sollte es ausreichen, dass nur in diesen Fällen die Anlageziele in den Prospekt aufgenommen werden.

## **§ 13 a** **Haftung bei fehlendem Prospekt**

### **Regierungsentwurf:**

(1) Der Erwerber von Wertpapieren, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, oder von Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 kann, wenn ein Verkaufsprospekt entgegen § 1 oder § 8f nicht veröffentlicht wurde, von dem Emittenten und dem Anbieter als Gesamtschuldern die Übernahme der Wertpapiere oder Vermögensanlagen gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen, sofern das Erwerbsgeschäft vor Veröffentlichung eines Prospekts und innerhalb von sechs Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot im Inland abgeschlossen wurde.

### **Alternativentwurf:**

(1) Der Erwerber von Wertpapieren, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, oder von Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 kann, wenn ein Verkaufsprospekt entgegen § 1 oder § 8f nicht veröffentlicht wurde, von dem Emittenten ~~und~~ oder dem Anbieter – gegebenenfalls als Gesamtschuldern - die Übernahme der Wertpapiere oder Vermögensanlagen gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Erwerbspreis nicht überschreitet, und der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen, sofern das Erwerbsgeschäft vor Veröffentlichung eines Prospekts und innerhalb von sechs Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot im Inland abgeschlossen wurde.

### **Begründung:**

Die Regelung der Haftung beim fehlenden Prospekt wird begrüßt. Lediglich die vorgeschlagene gesamtschuldnerische Haftung von Emittent und Anbieter überzeugt dann nicht, wenn seitens des Emittenten nicht die gesetzliche Verpflichtung zur Erstellung eines Verkaufsprospektes bestand und lediglich ein mit dem Emittenten nicht identischer Anbieter der Vermögensanlagen die Prospektpflicht herbeigeführt hat. Daher sollte die Haftung für den fehlenden Prospekt wie vorgeschlagen alternativ ausgestaltet werden.

## **Sondervotum BVR/DSGV/VÖB**

In den „Allgemeinen Bemerkungen“ (oben A.) kritisiert der Zentrale Kreditausschuss die durch die zahlreichen zusätzlichen **Verordnungsermächtigungen** für das BMF mit Delegationsbefugnis zugunsten der BaFin für die Aufsichtsbehörde geschaffene Möglichkeit, über die europäischen Vorgaben hinaus aufsichtsrechtliche Anforderungen an die Marktteilnehmer zu implementieren. Der ZKA spricht sich ferner nachdrücklich dagegen aus, die Richtlinie auf Ebene einer nationalen Rechtsverordnung durch Regelwerke internationaler Aufsichtsorganisationen zu „überspielen“, an deren Zustandekommen demokratisch legitimierte Gesetzgebungsorgane ebenso wenig beteiligt gewesen sind wie die Marktteilnehmer.

Der Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, der Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken und der Deutsche Sparkassen- und Giroverband plädieren vor diesem Hintergrund für eine gesetzliche Beschränkung der Möglichkeit einer Verordnungsgebung durch die Bundesanstalt auf die Fälle, in denen die Delegation der Verordnungsermächtigung auf die BaFin zur Umsetzung von Rechtsakten erforderlich ist, die auf Entscheidungen des europäischen Gesetzgebers beruhen. Dies stellt zum einen sicher, dass deutsche Unternehmen nicht weitergehenden Anforderungen unterworfen werden als Unternehmen in anderen EU-Mitgliedstaaten. Zum anderen wird mit Blick auf die straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung der Tatbestände gewährleistet, dass diese Tatbestände nur auf der Grundlage von Regelungen durch die Verwaltung konkretisiert werden, die Ergebnis eines Rechtsetzungsverfahrens sind und deshalb einem Mindestmaß an erforderlicher demokratischer Kontrolle unterliegen. Schließlich trägt eine entsprechende Beschränkung auch dazu bei, Inhalt, Zweck und Ausmaß der Ermächtigung - den Vorgaben von Art. 80 Abs. 1 S. 2 GG genügend - zu konkretisieren.

Wir schlagen deshalb vor, die Übertragung der Verordnungsermächtigung auf die Bundesanstalt jeweils unter den wie folgt formulierten Vorbehalt zu stellen: **„soweit dies zur Umsetzung von Rechtsakten erforderlich ist, die auf Entscheidungen europäischer Gesetzgebungsorgane beruhen“**. Vergleichbare Beschränkungen finden sich in vielen anderen Rechtsbereichen. Wir dürfen insoweit exemplarisch auf § 26 Abs. 1 Außenwirtschaftsgesetz verweisen, dessen Verordnungsermächtigung eine Beschränkung ausdrücklich auf europäische Vorgaben enthält.

### **Beispiel:**

#### **Regierungsentwurf (§ 10 Abs. 4):**

(4) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über die Form und den Inhalt einer Anzeige nach Absatz 1. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, auf die Bundesanstalt übertragen.

**Alternativentwurf (§ 10 Abs. 4):**

(4) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über die Form und den Inhalt einer Anzeige nach Absatz 1. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, auf die Bundesanstalt übertragen, soweit dies zur Umsetzung von Rechtsakten erforderlich ist, die auf Entscheidungen europäischer Gesetzgebungsorgane beruhen.

**Begründung:**

Der Alternativvorschlag begrenzt die Delegationsbefugnis auf die Fälle der Umsetzung europäischer Vorgaben und beschränkt damit die Rechtssetzungsbefugnis der Bundesanstalt auf den durch die Legislative hinreichend konkret vorgegebenen Bereich.

Entsprechend sollten **folgende Vorschriften** um die Einschränkung „soweit dies zur Umsetzung von Rechtsakten erforderlich ist, die auf Entscheidungen europäischer Gesetzgebungsorgane beruhen.“ **ergänzt werden:**

- § 10 Abs. 4 S. 2 WpHG-E
- § 15 Abs. 7 S. 2 WpHG-E,
- § 15 a Abs. 5 S. 2 WpHG-E,
- § 15 b Abs. 2 S. 2 WpHG-E,
- § 20 a Abs. 5 S. 2 WpHG-E.
- § 34 b Abs. 8 S. 2 WpHG-E.

---

Berlin/Frankfurt a.M., 13. Mai 2004