



## **Petitum 1:**

### **1. In den Begründungen zu § 4 Abs. 8 E-WpHG sollte wie folgt formuliert werden:**

**„Die Weitergabe von Informationen innerhalb eines von der Maßnahme betroffenen Unternehmens Konzerns, wie etwa die Benachrichtigung der so genannten „Compliance-Stellen“ über eine entsprechende Maßnahme der Bundesanstalt, wird von der Vorschrift nicht umfasst, sofern ~~das~~ ein Unternehmen selbst Adressat der Maßnahme ist, was in der Praxis den Regelfall bildet.“**

### **2. In der Begründung zu § 10 Abs. 1 E-WpHG sollte eine gleich lautende Formulierung aufgenommen werden wie unter 1. genannt.**

## **Begründung:**

Aufgrund der Vorschläge der Verbände, so auch des Verbandes der Auslandsbanken, wurde die ursprüngliche Fassung des § 4 Abs. 8 E-WpHG bereits überarbeitet. So wurde auch ein Hinweis darauf in die Begründung aufgenommen, dass die in § 4 Abs. 8 E-WpHG aufgeführten Maßnahmen für die Unternehmen Compliance-relevant sind und deshalb innerhalb der zuständigen Compliance-Organisation weitergegeben werden müssen, um auch unternehmensintern notwendige eigene Maßnahmen treffen zu können.

Noch nicht berücksichtigt wurde, dass Compliance in heutigen Zeiten in der Regel konzernweit arbeitet und organisiert ist. Für deren effizientes Funktionieren wäre es demgemäß erforderlich, Informationen über Maßnahmen der Bundesanstalt ggf. auch innerhalb von Konzernen zwischen zuständigen Compliance-Abteilungen der in den Konzern eingebundenen Unternehmen, weitergeben zu können. Beispiel für die Notwendigkeit einer solchen Informationsweitergabe ist das legitime Interesse anderer Konzernunternehmen, nachzuprüfen, ob ein dem einen Unternehmen wegen einer verdächtigen Transaktion aufgefallener Kunde bei einem anderen Konzernunternehmen ebenfalls Transaktionen hat vornehmen lassen, die überprüft werden sollten.

Da die betreffenden Mitarbeiter der Compliance hausintern einer Schweigepflicht unterliegen, ist eine solche Weitergabe ähnlich unbedenklich wie in den im Gesetzestext genannten Fällen einer gesetzlichen Schweigepflicht.

Dies gilt spiegelbildlich auch im Bereich des § 10 Abs. 1 Satz 1 E-WpHG.



## Petitum 2:

### § 10 Abs. 3 E-WpHG sollte wie folgt formuliert werden:

**Wer eine Anzeige nach Absatz 1 erstattet, darf wegen dieser Anzeige oder wegen der Ausführung oder der Nichtausführung des betroffenen Geschäfts nicht verantwortlich gemacht werden, es sei denn, die Anzeige ist vorsätzlich oder grob fahrlässig unwahr erstattet worden oder der Anzeigenerstatter nutzt das betroffene Geschäft entgegen § 14 zum eigenen Vorteil aus.**

### Begründung:

Die Lage eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens, das einen Kundenauftrag erhält, bei dem Verdachtsmomente für Insiderhandel oder Marktmissbrauch bestehen, ist durch folgenden Konflikt gekennzeichnet:

Einerseits will kein Unternehmen sehenden Auges eine illegale Order ausführen und sich auf diese Weise an illegalen Machenschaften beteiligen, und zwar aus ethischen und rechtlichen Gründen und aus Gründen der Reputation. Andererseits ist ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, eintreffende Kundenorders ohne Zeitverlust auszuführen. Ansonsten macht es sich ggf. gegenüber dem Kunden schadensersatzpflichtig.

Für die Abwägung, ob eine Ausführung der Order durchgeführt wird, bleibt in der Praxis nur eine sehr kurze Zeit. Es ist also eine Entscheidung unter Zeitdruck und mit unzureichenden Informationen nötig, der eine erhebliche Unsicherheit und ein großes wirtschaftliches Risiko anhaftet.

### I. Europäische Vorgaben

Der europäische Richtliniengeber hat diesen Konflikt gesehen und so gelöst, dass er unterstellt, dass nur Transaktionen, die **bereits ausgeführt worden sind**, den Aufsichtsbehörden gemeldet werden. Er hat es als normal betrachtet, selbst zweifelhafte Orders zunächst auszuführen. Dies ergibt sich sowohl aus der deutschen wie auch aus der englischen Fassung der Richtlinien.

- In Art. 1 (2) a) und b) der Marktmissbrauchsrichtlinie wird zwischen einem „Geschäft“ (engl.: „transaction“) und einem „Kauf- oder Verkaufsauftrag“ (engl.: „orders to trade“) sowie zwischen „Geschäfte abschließen“ (englisch: „entering into transactions“) und „Aufträge erteilen“ (engl.: „issuing orders“) unterschieden.
- In Art. 6 (9) der Marktmissbrauchsrichtlinie, welcher der Anzeigepflicht nach § 10 E-WpHG zugrunde liegt, wird das Vokabular aus dem Definitionsteil genau beachtet und wie folgt formuliert: „Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass Personen, die beruflich Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, unverzüglich die zuständige Behörde informieren, wenn sie den begründeten Verdacht haben, dass eine **Transaktion** (engl.: „transaction“) ein Insider-Geschäft oder eine Marktmanipulation darstellen könnte.“



- Die einschlägige Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie in Bezug auf die Meldung verdächtiger Transaktionen (2004/72/EG) knüpft daran wie folgt an:
  - Art. 7 ist überschrieben mit den Worten „Meldepflicht bei verdächtigen **Geschäften** (engl.: „transactions“). Auch in seinem Wortlaut wird das Wort „Transaktion“ gebraucht.
  - In Art. 9 wird der notwendige Inhalt einer Meldung beschrieben. Dort heißt es in Buchstabe c): „Personalien der Personen, in deren Auftrag die Geschäfte **ausgeführt wurden**“. In der englischen Fassung heißt es an gleicher Stelle: „persons on behalf of whom the transactions **have been carried out**“.
  - Auch in Artikel 11 (Haftung und Berufsgeheimnis) sind die „Personen, in deren Auftrag die Transaktionen **ausgeführt wurden**“, angesprochen (engl.: „persons on behalf of whom the transactions **have been carried out**“).
- Den Meldepflichtigen das Ausführen verdächtiger Transaktionen zu gestatten, war seitens des europäischen Richtliniengebers in hohem Maße sachlich gerechtfertigt. Eine Verweigerung der Ausführung durch den Meldepflichtigen würde den Auftraggeber zwangsläufig darüber in Kenntnis setzen, dass er aufgefallen ist. Die Nichtausführung ist hierfür Indiz genug, wenn der Meldepflichtige auf Nachfrage angeben muss, dass er über die Gründe seines Nichthandelns keine Auskunft geben darf (Schweigepflicht, s. § 10 Abs. 1 Satz 2 E-WpHG). Damit wird aber gerade der Sinn der Schweigepflicht ausgehöhlt, weil der Auftraggeber trotzdem Gelegenheit bekommt, sich auf Ermittlungen der Behörden einzustellen.

Die europäischen Vorgaben sind aus unserer Sicht begrüßenswert und sollten EU-weit einheitlich umgesetzt werden. Auf keinen Fall darf der deutsche Gesetzgeber deshalb von diesen eindeutigen Vorgaben abweichen und eine Regelung treffen, die es den Anzeigepflichtigen erschwert, verdächtige Transaktionen zunächst einmal auszuführen. Denn die Regelung wäre dann in internationalen Konzernen nicht mehr handhabbar (man müsste ggf. sogar Orders je nach Herkunftsland unterschiedlich behandeln).

## II. Haftungsrisiken der Anzeigepflichtigen

Die Anzeigepflichtigen treffen zweierlei verschiedene Haftungsrisiken, je nachdem, ob sie sich für die Ausführung oder die Nichtausführung einer Order entscheiden:

- Haftung für die Ausführung einer verdächtigen Order (ggf. Beihilfe zu einer Straftat, zivilrechtliche Haftung nach §§ 823, 826 BGB)
- Haftung für die Nichtausführung einer verdächtigen Order wegen Verletzung vertraglicher Erfüllungspflichten für Schäden des Kunden. Hierfür haftet der Anzeigepflichtige dem Auftraggeber auf Basis des zwischen ihnen existierenden vertraglichen Verhältnisses schon bei einfacher Fahrlässigkeit, wenn nämlich der Verdacht sich nachträglich als unbegründet herausstellt.

Aufgrund der umfangreichen Haftungsrisiken des Anzeigepflichtigen besteht Anpassungsbedarf in § 10 Abs. 3 E-WpHG. Denn dessen bisheriger Wortlaut setzt die Anzeigepflichtigen einem unkalkulierbaren Haftungsrisiko aus. Etwaige Haftungsrisiken für die Ausführung oder



Nichtausführung verdächtiger Aufträge sind nämlich bislang vom Gesetzentwurf nicht adressiert.

### **III. Lösungsvorschlag**

Aufgrund der europäischen Vorgaben muss es den Anzeigepflichtigen gestattet werden, verdächtige Transaktionen trotz bereits vorliegender Verdachtsmomente auszuführen, wenn die Lage nicht ganz eindeutig ist. Zweifel dürfen nicht zulasten des Anzeigepflichtigen gehen. Deshalb muss er auch von einer Belangung wegen Beihilfe freigestellt werden, es sei denn, er nutzt den gesamten Vorgang in verwerflicher Weise für sich aus (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 E-WpHG). Nur diese Lösung gewährleistet eine Orientierung an den europäischen Standards.

Aufgrund der ethischen Problematik muss ein Anzeigepflichtiger aber auch die Möglichkeit haben, eine ganz offensichtlich verdächtige Order im Einzelfall **nicht** auszuführen. Auch hier bedarf es einer zusätzlichen gesetzlichen Haftungsfreistellung. Wird keine gesetzliche Klarstellung herbeigeführt, so müssten die Anzeigepflichtigen auf eine Gestaltung ihrer AGB ausweichen und versuchen, sich das vertragliche Recht einer Nichtausführung von Orders einräumen zu lassen. Das Problem ist, dass sie sich dieses Recht schon aufgrund eines nicht von vornherein qualifizierbaren „Verdachtsgrades“ einräumen lassen müssten. Vor dem Hintergrund, dass AGB weder eine unangemessene Benachteiligung noch überraschende Klauseln beinhalten dürfen, ist fraglich, ob eine solche Klausel gerichtsfest wäre. Rechtssicherheit könnte so nicht hergestellt werden.



### **Petitum 3:**

**Der Wortlaut von § 14 Abs. 1 Nr. 1 E-WpHG sollte sich am Wortlaut derselben Vorschrift in der heutigen Fassung orientieren und wie folgt gefasst werden:**

**„(1) Es ist verboten,**

- 1. unter ~~Verwendung~~ Ausnutzung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern,“**

### **Begründung:**

Die jetzige Entwurfsfassung würde den Bereich des Verbots der Insidergeschäfte entgegen den Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie, die weiterhin den Begriff des „Ausnutzens“ verwendet, weit in Bereiche hinein ausdehnen, die nicht verbots- bzw. strafwürdig sind. Von dieser Frage betroffen sind Geschäfte, die der Insider sowieso und auch ohne Betrachtung des Insiderwissens vorgenommen hätte (hier „Sowieso-Geschäfte“ genannt).

Wir plädieren deshalb dafür, den hergebrachten Wortlaut und Inhalt des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a. F. beizubehalten.

Im Einzelnen:

#### **1. Reichweite des Verbots der „Sowieso-Geschäfte“ nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 E-WpHG**

Ausweislich der Gesetzesbegründung zu § 14 E-WpHG soll die Strafbarkeit ausdrücklich ausgeweitet werden. Der Begriff „Verwendung“ solle deutlich machen, dass kein subjektiv ausgerichtetes Handeln mehr verlangt werde. Der Handlungszweck sei deshalb nicht mehr im Tatbestand zu berücksichtigen, sondern nur in der Strafzumessung. **Dadurch werden sämtliche „Sowieso-Geschäfte“ grundsätzlich verboten und strafbar.**

Einzige Ausnahme vom Verbot des Insidergeschäfts ist laut Begründung zu § 14 Abs. 1 E-WpHG die reine Erfüllung einer Verbindlichkeit, welche in gleicher Weise auch ohne Kenntnis der Insidertatsache erfolgt wäre. Das ist aber ein äußerst seltener Fall. Er tritt nur ein, wenn Grund des Handelns eine Verbindlichkeit ist und die Verbindlichkeit begründet wurde, bevor die Insidertatsache dem Handelnden bekannt wurde. Viel häufiger sind aber Fälle, in denen die Begründung der Verbindlichkeit selbst die Insidertatsache ist (z. B. Eintreffen einer großen, potentiell den Markt bewegenden Kundenorder) oder in denen nicht eine Verbindlichkeit gegenüber Dritten, sondern ein anderweitiges berechtigtes Interesse das Handeln am Markt hervorruft.

#### **2. Europäische Vorgaben**

Dem europäischen Richtliniengeber hat Vorkehrungen dagegen getroffen, dass es nicht zu einer Kriminalisierung redlicher Marktteilnehmer kommt. Die Entwurfsfassung des § 14 Abs.



1 Nr. 1 E-WpHG nebst Begründung berücksichtigt diese noch nicht. Die Vorgaben aus der Marktmissbrauchsrichtlinie lauten wie folgt:

- Erwägungsgrund 18: „Der Umstand, dass **Market-Maker** oder Stellen, die befugt sind, als **Gegenpartei** aufzutreten, oder **Personen, die an der Börse Kundengeschäfte ausführen**, zwar über Insider-Informationen verfügen, jedoch in den ersten zwei Fällen lediglich ihr legitimes Geschäft des Ankaufs oder Verkaufs von Finanzinstrumenten ausüben oder im letztgenannten Fall pflichtgemäß Aufträge ausführen, sollte als solcher nicht als Ausnutzung von Insider-Informationen gewertet werden.“
- Erwägungsgrund 30: „Da dem Erwerb oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten notwendigerweise eine entsprechende **Entscheidung der Person** vorausgehen muss, die erwirbt bzw. veräußert, sollte die Tatsache dieses Erwerbs oder dieser Veräußerung als solche nicht als Verwendung von Insider-Information gelten“. Ohne diese Klarstellung wäre das Wissen um die eigene Absicht, eine große Position kaufen oder verkaufen zu wollen, das Wissen um eine potentiell marktbewegende Tatsache, die nicht öffentlich bekannt ist – also grundsätzlich Insidertatsache im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 4 Nr. 1 E-WpHG.

### 3. Folgerungen für den Wortlaut des § 14 Abs. 1 Nr. 1 E-WpHG

Die Vorgaben aus der Marktmissbrauchsrichtlinie würden von der Bundesrepublik erfüllt, wenn man die bisherige Rechtslage schlicht unverändert belassen würde. Denn nach bisheriger Rechtslage gilt, dass „Sowieso-Geschäfte“ nicht verboten bzw. strafbar sind. Dies folgt aus der Fassung des § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG a. F., weil von einem „Ausnutzen“ von Insiderwissen nur gesprochen werden kann, wenn man durch darauf abgestimmtes Verhalten besondere finanzielle Vorteile zu ziehen sucht.

Wir plädieren deshalb dafür, den bisherigen Gesetzeswortlaut unverändert beizubehalten. Nach wie vor ist nicht das bloße Verfügen über Insiderwissen als solches schon verwerflich, sondern nur dessen Ausnutzen zum Nachteil der anderen Marktteilnehmer. Dies ist, anders als die Begründung des Gesetzentwurfs nahe zu legen versucht, keine Frage der Beweisbarkeit, sondern Wesensmerkmal des Unwerttatbestands der Verbote der Insidergeschäfte. Erst die Ausnutzung des Insiderwissens zum Nachteil anderer und zum eigenen Vorteil ist verbots- und strafwürdig. Es kommt ja auch niemand auf die Idee, jemanden bereits aufgrund des Besitzes einer Sache als Dieb zu verurteilen, nur weil er auf unredliche Weise in den Besitz *gelangt sein könnte* und der Nachweis der Wegnahme manchmal schwierig ist.



#### **Petitum 4:**

#### **§ 20a Abs. 2 E-WpHG sollte wie folgt umformuliert werden:**

**„Das Verbot nach 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~~ ; die Bundesanstalt kann Richtlinien über die Zulässigkeit einer Marktpraxis aufstellen.“**

#### **Begründung:**

Die jetzige Fassung des § 20a Abs. 2 und Abs. 5 E-WpHG wäre wegen eines Verstoßes gegen Art. 103 Absatz 2 GG (fehlende gesetzliche Bestimmung der Strafbarkeit) verfassungswidrig.

Nach Art. 103 Abs. 2 GG muss sich die Strafbarkeit einer Handlung aus dem Gesetz ergeben. Dies ist nach § 20a Abs. 2 Satz 2 und Abs. 5 E-WpHG gerade nicht der Fall. Denn ob eine Handlung zulässig ist oder nicht, ergibt sich hiernach nicht aus dem Gesetz, sondern aus einer Rechtsverordnung (s. § 20a Abs. 5 Satz 1 Nr. 5 E-WpHG), oder, vom verfassungsrechtlichen Standpunkt aus gesehen noch problematischer, aus der Meinung einer Verwaltungsbehörde über die Auslegung eines unbestimmten Rechtsbegriffs. Blicke es bei der jetzigen Formulierung, so wird es keine strafgerichtlichen Verurteilungen wegen Marktmanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 E-WpHG in Deutschland geben. Das gesetzgeberische Ziel, entsprechende Handlungen unter Strafe zu stellen, würde nicht erreicht.

Wir plädieren dafür, wie folgt vorzugehen:

- § 20a Abs. 2 WpHG erhält die von uns im Petitum vorgeschlagene Fassung. Dadurch ist der Begriff „akzeptierte Marktpraxis“ der Auslegungspraxis der Strafgerichte im Einzelfall überantwortet. Es handelt sich zwar um einen unbestimmten Rechtsbegriff, der aber durch Tatsachenerhebungen über die Gepflogenheiten auf dem betreffenden Markt und die Orientierung am Sinn und Zweck der Norm in den Griff zu bekommen ist. Er dürfte deshalb dem Bestimmtheitsgrundsatz aus Art. 103 Abs. 2 GG genügen.
- Die Bundesanstalt erhält die Möglichkeit, ihre Auffassung über einzelne Marktpraktiken jederzeit öffentlich per Richtlinien den Marktteilnehmern zur Kenntnis zu bringen. Dabei kann sie weitere europäische Vorgaben aus dem Lamfalussy-Verfahren einbeziehen.
- Hervorzuheben ist, dass die Bundesanstalt auch ohne ausdrücklich eingeräumte „Anerkennungs-Kompetenz“ durch unseren Vorschlag den maßgeblichen Einfluss auf die Auslegung erhält, welche Handlungen Marktmanipulationen sind. Denn die Marktteilnehmer werden sich aus freien Stücken an der Meinung der Bundesanstalt orientieren, so dass schlussendlich das, was die Aufsicht vorgibt, und das, was die Marktteilnehmer gegenseitig untereinander akzeptieren, in Einklang kommen werden.



Anlage 1 zum Schreiben vom 18. Mai 2004: Petiten des Verbandes der Auslandsbanken zum AnSVG

Auch und gerade deshalb werden die Gerichte die Auslegung der Bundesanstalt als Grundlage ihrer eigenen Auslegung der Norm verwenden.



## **Petition 5:**

### **§ 34b Abs. 5 E-WpHG sollte wie folgt formuliert werden:**

**„Wertpapierdienstleistungsunternehmen sowie sonstige Unternehmen mit Sitz oder ständigem Aufenthalt im Inland, die Finanzanalysen nach Absatz 1 Satz 1 erstellen oder weitergeben, müssen so organisiert sein, dass Interessenkonflikte im Sinne von Absatz 1 Satz 2 möglichst gering sind.“**

### **Begründung:**

§ 34b Abs. 5 E-WpHG bedarf der Eingrenzung des persönlichen Anwendungsbereichs auf Unternehmen, die im Inland ansässig sind.

Folgende Gründe sprechen für eine solche Einschränkung des Anwendungsbereichs des § 34b Abs. 5 E-WpHG:

- Aus der Ausdehnung der Organisationspflichten nach § 34b Abs. 5 E-WpHG auf ausländische Unternehmen folgt deren doppelte Beaufsichtigung und damit eine Diskriminierung. Denn ausländische Unternehmen unterliegen sowieso schon den Regelungen ihres Herkunftsstaats. Würden sie zusätzlich noch deutsche Regelungen hinsichtlich ihrer inneren Organisation beachten müssen, so wären sie gegenüber deutschen Unternehmen, die solche doppelten Anforderungen nicht erfüllen müssen, benachteiligt.
- Wir erlauben uns auch den Hinweis, dass an deutschen Börsen Aktien aus aller Herren Länder, z. B. aus Papua-Neuguinea, gehandelt werden, und stellen die Frage, ob der Bundesanstalt wirklich aufgetragen werden soll, ihre persönlichen und sachlichen Ressourcen darauf zu verwenden, weltweit alle Analyse zu in Deutschland börsennotierten Wertpapieren erzeugenden Unternehmen zu ermitteln und insoweit eine weltweite Durchsetzung des § 34b Abs. 5 E-WpHG gegenüber im Ausland ansässigen Unternehmen zu versuchen. Wir hielten eine solche Regelung für praxisfremd, insbesondere auch vor dem Hintergrund, dass die in Deutschland ansässigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Kosten der Aufsicht zu tragen haben.
- Zur Durchsetzung etwaiger Organisationspflichten für ausländische Unternehmen fehlen der Bundesanstalt gemäß § 35 Abs. 2 E-WpHG die Überwachungskompetenzen.



## **Petitum 6:**

**§ 34b Absatz 6 E-WpHG sollte gestrichen werden. Er lautet bisher: „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.“**

**Stattdessen sollte es weiterhin bei der Anwendung des § 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG auf Interessenkonflikte bleiben. Nach dieser Vorschrift hat sich ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen so zu organisieren, dass einschlägige Interessenkonflikte möglichst gering sind. Die weitere Regelung dieser Rechtsmaterie sollte in Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG) geschehen.**

## **Begründung:**

Der § 34b Abs. 6 E-WpHG regelt Empfehlungen durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Kunden, die keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b Abs. 1 E-WpHG sind. Namentlich kommen als Anwendungsfälle in Betracht:

- Anlageberatung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen,
- Informelle kurzfristige Anlageempfehlungen, die aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierhauses oder eines Kreditinstituts stammen und an die Kunden weitergegeben werden.

Vor dem Hintergrund der neuen europäischen Rechtslage aus der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG und der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente 2004/39/EG wäre die Einfügung des § 34b Abs. 6 E-WpHG eine Regelung zur falschen Zeit und mit den falschen Inhalten.

Der europäischen Rechtslage würde es eher entsprechen, es bei der Regelung in § 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG zu belassen, nach der Interessenkonflikte durch organisatorische Maßnahmen möglichst gering zu halten sind.

## **1. Europäische Vorgaben**

### **a) Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG**

§ 34b Abs. 6 E-WpHG verstößt gegen die Richtlinie 2003/125/EG.

In Erwägungsgrund 3 dieser Richtlinie heißt es: „Eine Anlageberatung im Wege einer persönlichen Empfehlung eines oder mehrerer Geschäfte in Verbindung mit Finanzinstrumenten (insbesondere informelle kurzfristige Anlageempfehlungen, die aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierhauses oder eines Kreditinstituts stammen und an die Kunden weitergegeben werden) gegenüber einem Kunden, die der Öffentlichkeit wahrschein-



lich nicht zugänglich gemacht wird, ist nicht als solche als Empfehlung im Sinne dieser Richtlinie anzusehen.“

Damit wird die Thematik der Interessenkonflikte bei personalisierten Empfehlungen im Rahmen von Anlageberatung nicht als Fall der Finanzanalyse angesehen und ist auch nicht so zu behandeln.

## **b) Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG)**

§ 34b Abs. 6 verstößt gegen die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG).

Die Interessenkonflikte im Rahmen der Anlageberatung sind auch Gegenstand dieser neuen Richtlinie. Die Inhalte des § 34b Abs. 6 E-WpHG müssen sich deshalb an deren Vorgaben für die Behandlung solcher Interessenkonflikte messen lassen. Dabei zeigt sich, dass § 34b Abs. 6 E-WpHG mit diesen Vorgaben in folgenden Punkten nicht vereinbar ist:

- **Organisationspflichten:** Hinsichtlich der Organisationspflichten der Wertpapierfirmen im Zusammenhang mit Interessenkonflikten haben § 34b Abs. 6 E-WpHG und die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente komplett andere Regelungsansätze:
  - **Richtlinie:** Wertpapierfirmen müssen nach Art. 18 (1) der Richtlinie Vorkehrungen treffen, die ihnen erlauben, Interessenkonflikte zwischen ihnen und den Kunden zu erkennen. Außerdem müssen sie nach Art. 13 (3) in einer Art und Weise organisiert sein, die verhindert, dass Interessenkonflikte zwischen Unternehmen und Kunden den Kundeninteressen schaden. Das Regelungsprinzip lautet also: **1. Interessenkonflikte erkennen und 2. Schaden verhindern.**
  - **§ 34b Abs. 6 E-WpHG:** Nach § 34b E-WpHG müssen Maßnahmen zur Verhinderung von Interessenkonflikten getroffen werden. Das Regelungsprinzip lautet: **Interessenkonflikte verhindern.** Das geht weiter als die Richtlinie.
- **Offenlegungspflichten:** Nach Art. 18 (2) der Richtlinie sind Interessenkonflikte ausschließlich dann offen zu legen, wenn organisatorische Maßnahmen im Sinne der Art. 13 (3) und 18 (1) „nach vernünftigem Ermessen“ nicht mehr ausreichen, um Benachteiligungen des Kunden generell zu vermeiden. Das eröffnet Spielräume z. B. im Umgang mit professionellen Kunden oder nach Installierung einer effizienten Chinese Wall. Nach § 34b Abs. 6 E-WpHG ist dagegen jeder Interessenkonflikt im Einzelfall offen zu legen.
- **Aufsicht:** Nach Art. 13 (9) der Richtlinie ist nicht der Aufnahmemitgliedstaat, sondern ausschließlich der Herkunftsmitgliedstaat für die Überwachung der Organisationspflichten zuständig. Nach § 34b Abs. 6 E-WpHG wäre jedoch der Aufnahmemitgliedstaat (Deutschland) für die Beaufsichtigung von Zweigniederlassungen zuständig, weil Zweigniederlassungen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen behandelt werden (s. § 2 Abs. 4 E-WpHG).



- **Lamfalussy-Verfahren:** Die EU-Kommission wird im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens ausführliche Durchführungsvorschriften zu den Vorschriften der Richtlinie über Management und Offenlegung der Interessenkonflikte erlassen, die von den Mitgliedstaaten umzusetzen sind, Art. 13 (10). Eine Regelung in § 34b Abs. 6 E-WpHG würde dem vorgreifen. Damit würde erneut das Risiko geschaffen, dass an deutsche Wertpapierdienstleistungsunternehmen Anforderungen gestellt werden, die zu einem großen Umsetzungsaufwand führen, der später durch fortschreitende europäische Rechtsentwicklung entwertet wird.

## **2. Praktische Auswirkungen des § 34b Abs. 6 E-WpHG**

### **a) Anlageberatung**

Soweit die Anlageberatung allgemein betroffen wäre, kommt es durch § 34b Abs. 6 E-WpHG zu einer Überregulierung. Denn der eigentliche Schutzzweck des § 34b E-WpHG ist gar nicht einschlägig. § 34b E-WpHG soll dem Marktmissbrauch vorbeugen, der durch eine gezielte öffentliche Lancierung von tendenziöser Finanzanalyse mit markt bewegenden Inhalten möglich wäre (sog. „Pushen“ von Wertpapieren). So ergibt es sich auch aus Art. 6 (5) der Marktmissbrauchsrichtlinie. Die Gefährlichkeit von Interessenkonflikten ergibt sich hierbei aus der weiten Verbreitung der Analyse, die dazu geeignet ist, breite Kauf- oder Verkaufsbereitschaft auszulösen. Dies ist bei einer individualisierten Anlageberatung gerade nicht der Fall. Hier wird nur ein individueller Kauf- oder Verkaufsentschluss beeinflusst. Dies fällt eher in den Regelungsbereich des § 14 E-WpHG: Der Anleger wird dadurch geschützt, dass die Kenntnis über eine bevorstehende kursbewegende Order als Insiderwissen eingestuft wird, das nicht ausgenutzt werden darf. Deshalb ist auch die europäische Rechtssystematik plausibel, die Anlageberatung in der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zu regeln und nicht in der Marktmissbrauchsrichtlinie.

### **b) Insbesondere: Die „informelle“ kurze Empfehlung aus Sales- oder Handelsabteilungen**

Die nach § 34b Abs. 6 E-WpHG vorgesehene Regulierung von informellen kurzfristigen Anlageempfehlungen, die aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierhauses oder eines Kreditinstituts stammen, geht an den praktischen Bedürfnissen der Kunden von Wertpapierdienstleistungsunternehmen vorbei.

Solche „informellen“ Empfehlungen werden in der Regel nur gegenüber professionellen Kunden, speziell institutionellen Anlegern, ausgesprochen. Kleinanleger haben den direkten Kontakt in die Sales- oder Handelsabteilungen nicht. Zum Beispiel kommt es häufig vor, dass Emittenten kurz vor Börseneröffnung wichtige Zahlen veröffentlichen. Dann rufen institutionelle Anleger ihre Kundenbetreuer in den Sales- und Handelsabteilungen der großen Wertpapierdienstleistungsunternehmen an, um eine telefonische Schnelleinschätzung der Zahlen zu erfahren. Wenn § 34b Abs. 6 E-WpHG auf diese Schnelleinschätzung, die bilateral geäußert wird, Anwendung findet, müssten die Berater ihren Kunden die Auskunft verweigern, bis in einem zeitraubenden Verfahren sämtliche Interessenkonflikte des Instituts und seines Konzerns recherchiert worden sind.



Anlage 1 zum Schreiben vom 18. Mai 2004: Petiten des Verbandes der Auslandsbanken zum AnSVG

Den Kunden gegenüber ist ein solches Vorgehen völlig unzumutbar, und es würde auch nicht akzeptiert. Institutionelle Kunden gehen mit Recht davon aus, dass man ihnen zutrauen kann, mögliche Interessenkonflikte von sich aus bei der Beurteilung der Verlässlichkeit einer Empfehlung berücksichtigen zu können. § 34b WpHG wurde seinerzeit eingeführt, um Formen des „Pushens“ einer Aktie zu unterbinden. Institutionelle Kunden sind aufgeklärt genug, sich nicht „pushen“ zu lassen.

Wir haben Sorge, dass sich die Kunden, sobald man ihnen aufgrund des § 34b Abs. 6 E-WpHG kurzfristige Auskünfte und Empfehlungen verweigern müsste, an Sales-Abteilungen in anderen europäischen Standorten wenden, um die entsprechenden Kurzeinschätzungen zu erfahren. Der Kunde ist dann für das in Deutschland ansässige Wertpapierdienstleistungsunternehmen verloren.

Wir beobachten im Bereich der Kundenberater und der Sales-Aktivitäten ausländischer Institute im Moment den Trend, dass einst nach London verlagerte Aktivitäten durch Wiederansiedlung von Sales-Einheiten in Frankfurt zum Teil rückgängig gemacht werden. Diese begrüßenswerte Entwicklung sollte man nicht behindern.

### **3. Widersprüche zwischen § 34b Abs. 6 und § 14 Abs. 1 Nr. 2 E-WpHG**

§ 34b Abs. 6 E-WpHG würde darüber hinaus die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu Verstößen gegen das Verbot von Insidergeschäften im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 E-WpHG anhalten. Denn wenn ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinsichtlich eines Wertpapiers eigene Interessen hat, so kann dies eine Insiderinformation im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 1 E-WpHG sein. Wenn zum Beispiel eine große Bank offen legen muss, dass sie einen Handelsbestand in dem betreffenden Wertpapier hat, so würde ein verständiger Anleger dies in seiner Anlageentscheidung berücksichtigen. Die Weitergabe an einen bestimmten Kunden im Rahmen der Anlageberatung schafft auch keine Öffentlichkeit der offen gelegten Tatsachen. Damit sind alle Tatbestandsmerkmale der verbotenen Weitergabe von Insiderinformationen erfüllt.

Anders dagegen bei der Offenlegung im Rahmen echter Finanzanalyse: Eine Offenlegung nach § 34b Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 E-WpHG ist nicht derart problematisch, weil Finanzanalyse auf Kanälen verbreitet wird, die die offen gelegten Interessenkonflikte öffentlich macht, so dass keine Insidertatsachen mehr vorliegen.

Der genannte Widerspruch sollte dadurch aufgelöst werden, dass dem europäischen Ansatz zur Behandlung von Interessenkonflikten bei Anlageberatung gefolgt wird.

### **4. Folgerungen für das AnSVG**

Wir plädieren für eine praxisgerechte Lösung anhand der Vorgaben der europäischen Richtlinien und empfehlen, dem weiteren Fortschreiten der europäischen Rechtslage nicht mit einer Regelung in § 34b Abs. 6 E-WpHG vorzugreifen, die mit den europäischen Vorgaben nicht kompatibel ist.

Stattdessen sollte die Materie zunächst durch die Regelung in § 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ausreichend adressiert sein. Neue Entwicklungen können im Zuge der Umsetzung der Richtlinie



Anlage 1 zum Schreiben vom 18. Mai 2004: Petiten des Verbandes der Auslandsbanken zum AnSVG

über Märkte für Finanzinstrumente berücksichtigt werden; dann auch in Kenntnis der Ergebnisse des Level II des Lamfalussy-Verfahrens hierzu und in zeitlicher Abstimmung mit den diesbezüglichen Änderungen des Aufsichtsrechts in allen anderen EU-Staaten. Ansonsten bestünde die Gefahr, deutsche Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit einem „Sonderopfer“ zu belasten, das im Vergleich zu anderen Jurisdiktionen eine Überregulierung darstellt und als Wettbewerbsnachteil für die hiesige Finanzindustrie wirkt.



**Petitum 7:**

**§ 34c Satz 1 E-WpHG sollte wie folgt durch einen neuen Satz 2 ergänzt werden:**

**„Andere Personen als Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die in Ausübung ihres Berufes oder im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit für die Erstellung von Finanzanalysen oder deren Weitergabe verantwortlich sind, haben dies gemäß Satz 3 4 der Bundesanstalt unverzüglich anzuzeigen. Satz 1 gilt unter den in § 31 Abs. 3 bestimmten Voraussetzungen auch für Unternehmen im Ausland. [...]**“

**Begründung:**

Eine Anwendung auf ausländische Unternehmen sollte sinnvoll begrenzt werden. Es wäre überzogen, ein ausländisches Unternehmen einer Anzeigepflicht in Deutschland zu unterwerfen, wenn es Analysen ausschließlich im Ausland und für seinen Heimatmarkt anfertigt.

Durch die Bezugnahme auf § 31 Abs. 3 WpHG würde § 34c Satz 1 E-WpHG nur für solche Unternehmen mit Sitz im Ausland gelten, die Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen gegenüber Kunden erbringen, die ihren gewöhnlichen Aufenthalt oder ihre Geschäftsleitung im Inland haben, sofern nicht die Wertpapierdienstleistung oder Wertpapiernebenleistung einschließlich der damit im Zusammenhang stehenden Nebenleistungen ausschließlich im Ausland erbracht wird.

Wir weisen auch in diesem Zusammenhang darauf hin, dass an deutschen Börsen Aktien z. B. aus Papua-Neuguinea gehandelt werden, und stellen die Frage, ob der Bundesanstalt wirklich aufgetragen werden soll, weltweit alle Analyse erzeugenden Unternehmen zu ermitteln und insoweit eine weltweite Durchsetzung des § 34c E-WpHG gegenüber im Ausland ansässigen Unternehmen und Analysten zu versuchen.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie ist hinsichtlich Anzeigepflichten deutlich: Eine Anzeigepflicht für Personen, die geschäftlich Finanzanalyse erstellen und veröffentlichen, wird nämlich von der Richtlinie überhaupt nicht vorgesehen. Wir haben deshalb Zweifel, ob die Anwendung des § 34c E-WpHG auf Unternehmen mit Sitz im EWR europarechtskonform wäre.