Wertpapierhandelsrecht

Fuchs / Zimmermann

3. Auflage 2024
ISBN 978-3-406-74550-8
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.
beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Der Händler deckt sich seinerseits am Markt ein bzw. veräußert dort die vom Kunden erworbenen Finanzinstrumente, wobei er jeweils im eigenen Namen und auf eigene Rechnung handelt. Nicht erforderlich ist, dass bei zivilrechtlicher Betrachtung ein dienstvertragliches Rechtsverhältnis zwischen dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und dem Kunden besteht.[317] Bei **Eigengeschäften ohne Kundenauftrag** fehlt es demgegenüber an dieser Dienstleistungskomponente; sie stellen daher auch keine Wertpapierdienstleistung nach lit. c dar (vgl. auch § 1 Abs. 1a S. 3 KWG), werden aber teilweise von lit. a, lit. b und lit. d erfasst, bzw. von **Abs. 8 S. 6** einer solchen Wertpapierdienstleistung gleichgestellt (→ Rn. 114). Die **Abgrenzung zwischen** einem **Eigengeschäft** und einem **Eigenhandel für andere** iSd Abs. 8 S. 1 Nr. 2 lit. c entscheidet sich allein danach, ob ein Kundenauftrag vorliegt. Problematisch kann insofern in der Praxis die mangelnde Erkennbarkeit für Außenstehende sein.[318]

113 Den **Hauptanwendungsfall** des Abs. 8 S. 1 Nr. 2 lit. c stellen **Festpreisgeschäfte** nach Nr. 1.3 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte[319] dar.[320] Hier vereinbaren Bank und Kunde einen festen Preis, zu dem der Kaufvertrag über das Finanzinstrument zwischen diesen Parteien zustande kommt. Ob und zu welchen Konditionen der Bank am Markt ein Deckungs- oder Ausführungsgeschäft gelingt, liegt in ihrem Risikobereich. Im Gegensatz zum Kommissionsgeschäft, bei dem sie sich nur verpflichtet, sich um die Auftragsausführung zu bemühen und mit dem Kunden den im Ausführungsfall erzielten Preis abzurechnen, trägt sie beim Abschluss eines Festpreisgeschäftes daher insoweit das Preis- und Erfüllungsrisiko. Dafür besteht auch nicht die Notwendigkeit, den am Markt erzielten Preis an den Kunden weiterzugeben; der Preis kann hier unabhängig davon frei vereinbart werden.[321] Die **Reichweite der Definition nach lit. c,** die im Wortlaut mit der Begriffsbestimmung in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 lit. c KWG übereinstimmt, ist damit jedoch noch nicht ausgeschöpft. Nach der Intention des Gesetzgebers, dem WpHG einen möglichst weiten Anwendungsbereich zu eröffnen, sind vielmehr alle Handlungen als Wertpapierdienstleistungen im Sinne der lit. c einzustufen, die in der Sache zumindest auch als Dienstleistung für Dritte erbracht werden sollen.[322] Dabei kommt es für die Einordnung als Eigenhandelsgeschäft für andere nicht darauf an, ob tatsächlich ein Deckungs- oder Veräußerungsgeschäft vorgenommen wurde, vielmehr reicht die bloße Bereitschaft dazu aus.

114 Die Abgrenzung zwischen den einzelnen Tatbestandsalternativen bereitet gewisse Schwierigkeiten, da lit. a, lit. b und insbes. lit. d, die ausdrücklich normiert, dass „*auch* ohne Dienstleistung für andere" eine Form des Eigen-

[317] *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 117.

[318] Zu möglichen Abgrenzungskriterien s. *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 98.

[319] Abgedr. bei *Bunte/Zahrte,* 6. Aufl. 2023, 4. Teil, VIII.

[320] Vgl. *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 55; entgegen *Beck* in Schwark, 3. Aufl. 2004, WpHG § 2 Rn. 23 ist das Festpreisgeschäft nicht „deckungsgleich" mit dem Eigenhandel, sondern nur ein Anwendungsfall dieser Wertpapierdienstleistung, so wohl auch *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 117; *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 159; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 109.

[321] Zur Problematik der sog. IW-Orders (interessewahrenden Orders), bei denen die Kauf- oder Verkaufsaufträge in einzelnen Tranchen ausgeführt werden sollen, weil die Auftragsgröße andernfalls zu große preisbeeinflussende Wirkungen entfaltet, s. *Beck* in Schwark, 3. Aufl. 2004, WpHG § 2 Rn. 24; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 59.

[322] *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 62.

handels vorliegen könne, den Dienstleistungsbezug weder fordern noch ausschließen. Somit besteht die Möglichkeit, dass sich Überschneidungen mit lit. c ergeben. Diese als Auffangtatbestand zu sehen,[323] erscheint problematisch, da lit. c gegenüber den anderen Tatbestandsalternativen zwar weiter hinsichtlich der spezifischen Art des Betreibens des Handels ist, andererseits aber hinsichtlich des Dienstleistungsbezugs enger. Der Vorrang der lit. a, lit. b und lit. d gegenüber lit. c muss sich vielmehr aus der Erwägung ergeben, dass erstere Erweiterungen gegenüber dem Abs. 3 Nr. 2 WpHG aF darstellen, und Sonderfälle erfassen sollen, in denen der Dienstleistungscharakter irrelevant ist.

115 **ee) Hochfrequenzhandel (lit. d, Abs. 44). Lit. d** erfasst das Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung unter Nutzung einer hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik. Personell adressiert werden dabei unmittelbare oder mittelbare Teilnehmer eines organisierten Marktes iSv § 2 Abs. 11 WpHG oder multilateralen oder organisierten Handelssystems iSv Abs. 8 S. 1 Nr. 8 und Nr. 9, wobei dies wiederum räumlich auf das Inland beschränkt ist. Als bisher jüngste Erweiterung der Eigenhandelsdefinition wurde lit. d eingeführt, um den **Hochfrequenzhandel** vor dem Hintergrund des sog. *„Flash Crash",* der in den USA durch die Realisierung spezifischer Gefahren dieser Handelstechnik zumindest mitverursacht wurde, der Aufsicht der BaFin zu unterwerfen. Vor Einführung dieser Tatbestandsalternative schloss § 2a Abs. 1 Nr. 10 WpHG aF die Aufsicht aus. Die spezifischen Risiken des Hochfrequenzhandels hat der Gesetzgeber dabei einerseits in der Gefahr der Überlastung der Handelssysteme sowie eigendynamischer extremer Kursschwankungen ohne einen ersichtlichen Grund gesehen, andererseits in der Möglichkeit spezifischer computergestützter Manipulationstechniken.[324] Die Regelung orientierte sich schon am zur Zeit der Einführung aktuellen Stand des Ratsvorschlags zur MiFID II.[325] Die Art. 4 Abs. 1 Nr. 40 MiFID II umsetzende Definition der hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik wurde durch das 2. FiMaNoG in § 2 Abs. 44 WpHG verlagert.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

116 Im Kern der Regelung steht die Umschreibung der erfassten Tätigkeit als **Nutzung einer „hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik"** beim Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten. Der **Begriff des algorithmischen Handels** wird dabei in § 80 Abs. 2 S. 1 WpHG definiert (→ § 80 Rn. 266 ff.). Hiernach betreibt diesen, wer durch einen Computeralgorithmus die einzelnen Auftragsparameter automatisch bestimmen lässt, ohne dass es sich um ein System handelt, das nur zur Weiterleitung von Aufträgen zu einem oder mehreren Handelsplätzen, zur Bearbeitung von Aufträgen ohne die Bestimmung von Auftragsparametern, zur Bestätigung von Aufträgen oder zur Nachhandelsbearbeitung ausgeführter Aufträge verwendet wird. Der scheinbare Widerspruch zu Abs. 44, der ausdrücklich Systeme erfasst, die eigenständig über die Weiterleitung entscheiden, lässt sich dahingehend auflösen, dass § 80 Abs. 2 S. 1 WpHG lediglich solche Algorithmen ausschließt, die allein der *best execution* dienen, sofern es sich nicht um *smart order routing* Systeme handelt, die über die Verwirklichung der Anforderungen des § 82

---

[323] So *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 159.

[324] Begr. zum RegE, BT-Drs. 17/11631, 1.

[325] Begr. zum RegE, BT-Drs. 17/11631, 17; *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 159a.

WpHG hinausgehen.[326] In jedem Fall entscheidend ist der automatische Ablauf dergestalt, dass die Bestimmung der Auftragsparameter nach § 80 Abs. 2 S. 2 WpHG ohne eine konkrete menschliche Entscheidung erfolgt, sodass bspw. Systeme ausscheiden müssen, deren Algorithmus lediglich zur Ausgabe eines Signals führt, auf das dann mittels menschlicher Entscheidung reagiert wird.[327]

Als Eigenhandel ist dieser algorithmische Handel dann erfasst, wenn er **117**
hochfrequent erfolgt, also nach § 2 Abs. 44 WpHG durch die Nutzung technischer Infrastrukturen Latenzzeiten minimiert werden sollen, indem für eine extrem schnelle Erfassung, Analyse und Umwandlung der Information in eine Order gesorgt wird. Dies geschieht insbes. dadurch, dass ein äußerst leistungsfähiger Rechner räumlich möglichst nahe am Standort des Handelsplatzes untergebracht wird, um die durch physikalische Grenzen bedingte technische Übertragung von Informationen und Orders zu verkürzen.[328] § 2 Abs. 44 Nr. 1 WpHG erwähnt hier, in Umsetzung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 40 MiFID II, die Kriterien **Kollokation, Proximity Hosting** und einen direkten **elektronischen Hochgeschwindigkeitszugang.** Kollokation bedeutet, dass Marktteilnehmer ihre Computersysteme in unmittelbarer räumlicher Nähe zum Computer eines Handelsplatzes aufstellen, der die Aufträge miteinander abgleicht (Matching-Maschine), Proximity Hosting ist die Bereitstellung von Computersystemen in unmittelbarer räumlicher Nähe zur Matching-Maschine eines Handelsplatzes durch Dritte und direkte elektronische Hochgeschwindigkeitszugänge sind Verbindungen, die eine Übermittlung von Mitteilungen, inklusive Einleitung, Änderung oder Löschen von Aufträgen in Sekundenbruchteilen ermöglichen.[329] Weiteres Kennzeichen einer „hochfrequenten algorithmischen Handelstechnik" ist nach § 2 Abs. 44 Nr. 2 WpHG die Entscheidung des Systems über die Einleitung, das Erzeugen, das Weiterleiten oder die Ausführung eines Auftrags ohne menschliche Intervention iSv Art. 18 DelVO 2017/565 und damit erneut das qualitative **Merkmal des rechnergestützten Automatismus,** das schon in der Definition des algorithmischen Handels in § 80 Abs. 2 WpHG enthalten ist; die tautologische Nennung dieses Merkmals ist gesetzestechnisch überflüssig. Quantitativ dagegen ist das Kennzeichen gemäß § 2 Abs. 44 Nr. 3 WpHG zu verstehen, das der Gesetzgeber mit einem hohen untertägigen Mitteilungsaufkommen iSv Art. 19 DelVO 2017/565 in Form von Aufträgen, Kursangaben (Quoten) oder Stornierungen umschreibt. Nach Art. 19 Abs. 1 DelVO 2017/565 besteht ein hohes untertägiges Mitteilungsaufkommen aus der Übermittlung von durchschnittlich mindestens zwei Mitteilungen pro Sekunde in Bezug auf jedes einzelne Finanzinstrument, das an einem Handelsplatz gehandelt wird (lit. a) oder mindestens vier Mitteilungen pro Sekunde in Bezug auf alle Finanzinstrumente, die an einem Handelsplatz gehandelt werden (lit. b).[330]

[326] BaFin, FAQ zum algorithmischen Handel und zum Hochfrequenzhandel, Stand: 17.7.2019, Frage 18.

[327] BaFin, FAQ zum algorithmischen Handel und zum Hochfrequenzhandel, Stand: 17.7.2019, Frage 4.

[328] BaFin, FAQ zum algorithmischen Handel und zum Hochfrequenzhandel, Stand: 17.7.2019, Frage 13.

[329] BaFin, FAQ zum algorithmischen Handel und zum Hochfrequenzhandel, Stand: 17.7.2019, Frage 13.

[330] Zur Berechnung im Einzelnen BaFin, FAQ zum algorithmischen Handel und zum Hochfrequenzhandel, Stand: 17.7.2019, Frage 17; ESMA Q&A on MiFID II and MiFIR

118 Personelle adressiert sind **unmittelbaren und mittelbare Marktteilnehmer.** Insofern ist auf die Unterscheidung zwischen unmittelbaren und mittelbaren Handelsteilnehmern iSv § 2 Abs. 8 BörsG abzustellen.[331] Nach § 2 Abs. 8 S. 2 BörsG sind mittelbare Handelsteilnehmer Personen, die einem Handelsteilnehmer Aufträge elektronisch übermitteln, die unter eingeschränkter oder ohne menschliche Beteiligung von dem Handelsteilnehmer an die Börse weitergeleitet werden, oder die einen direkten elektronischen Zugang iSv § 2 Abs. 30 WpHG (→ Rn. 241 ff.) nutzen.

119 **c) Abschlussvermittlung (Nr. 3).** Erfolgt „die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten **im fremden Namen für fremde Rechnung**", kommt insoweit der Vertrag direkt zwischen Erwerber und Veräußerer zustande, während der Wertpapierdienstleister lediglich als Vertreter (einer Partei) auftritt. Diese Abschlussvermittlung stellt ebenfalls eine Wertpapierdienstleistung dar. Ihre Definition in Nr. 3 stimmt mit der entsprechenden Finanzdienstleistung nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 2 KWG überein. Erfasst sind sämtliche Fälle, in denen Kundenaufträge über Finanzinstrumente in **offener Stellvertretung** iSd § 164 Abs. 1 S. 1 BGB ausgeführt werden.[332] Erforderlich ist somit, dass der **Vermittler** über eine entsprechende **Abschlussvollmacht** verfügt; beschränkt sich seine Tätigkeit auf die Vermittlung von Geschäften, handelt es sich um eine Anlagevermittlung iSd Nr. 4. Unter Nr. 3 fallen an sich auch Vermögensverwalter, deren Tätigkeit sich in Deutschland üblicherweise auf im Eigentum des Kunden verbleibende Vermögensbestandteile bezieht und über den Abschluss von Rechtsgeschäften im Namen und für Rechnung des Kunden vollzieht.[333] Doch enthält insoweit Nr. 7 (Finanzportfolioverwaltung) eine speziellere Regelung, die eingreift, sofern dem Verwalter ein eigener Entscheidungsspielraum hinsichtlich der Verwaltung des in Finanzinstrumenten angelegten Vermögens zusteht.

120 Außerhalb der Vermögensverwaltung ist die Abwicklung von Wertpapiergeschäften in offener Stellvertretung **in Deutschland** allerdings **unüblich.** Die Einbeziehung dieser Geschäfte in den Kreis der Wertpapierdienstleistungen dient vor allem dem Zweck, dem Wertpapierhandelsgesetz einen möglichst umfassenden Anwendungsbereich zu verschaffen. Von Nr. 3 sollen ua die im **Warenterminbereich** von ausländischen Wertpapierdienstleistern zur Vermeidung einer aufsichtspflichtigen Tätigkeit erdachten Umgehungskonstruktionen erfasst werden.[334] Die Geschäftsführer oder Vorstandsmitglieder von **Investmentclubs,** die in der Rechtsform einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder eines nichtrechtsfähigen Vereins betrieben werden, können je nach Ausgestaltung im Einzelfall als Finanzportfolioverwalter (Nr. 7), Anlageverwalter (Abs. 8 S. 7) oder Abschlussvermittler (Nr. 3) eingestuft

beck-shop.de DIE RECHTSBUCHHANDLUNG

---

market structures topics unter „Direct Electronic Access (DEA) and algorithmic trading", abrufbar unter www.esma.europa.eu (letzter Abruf: 15.2.2023), Frage 30; siehe auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 244.

[331] So auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 112.

[332] Organschaftliche oder gesetzliche Vertretung sind nicht erfasst, *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 122; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 113.

[333] *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 63.

[334] Begr. zum RegE (Umsetzungsgesetz), BR-Drs. 963/96, 101; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 63; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 113; weiteres Bsp. für die Abschlussvermittlung bei *Zerwas/Hanten* ZBB 2000, 44 (48 f.).

werden.[335] Ebenfalls als Wertpapierdienstleistung nach Nr. 3 wurde früher eine Sonderform des Emissionsgeschäfts eingestuft, die mangels Übernahme der zu platzierenden Finanzinstrumente auf eigenes Risiko nicht von Nr. 5 erfasst wird: die Emission durch ein **Geschäftsbesorgungskonsortium,** das sich lediglich verpflichtet, die Finanzinstrumente im Namen und für Rechnung des Emittenten im Markt zu platzieren, ohne diese insgesamt oder den nicht verkauften Teil in seinen eigenen Bestand zu übernehmen. Diese Gestaltungen werden nunmehr allerdings als eigenständige Wertpapierdienstleistung in Nr. 6 **(Platzierungsgeschäft)** erfasst.

d) Anlagevermittlung (Nr. 4). Mit der bloßen „**Vermittlung** von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten" werden durch § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 4 WpHG auch Tätigkeiten als Wertpapierdienstleistung eingestuft, die im Vergleich zu Nr. 1–3 eine weniger direkte Beteiligung des Wertpapierdienstleisters am Abschluss der Transaktion erfordern. Die Definition entspricht derjenigen der Anlagevermittlung in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG.[336] Gegenüber der bisherigen Regelung hat das **FRUG** zu einer **Einschränkung des Anwendungsbereichs** geführt: Bis zum 1.11.2007 waren ausdrücklich sowohl die Vermittlung als auch der Nachweis von Abschlussmöglichkeiten erfasst. Bloße Nachweismakler wurden also ebenfalls als Wertpapierdienstleister eingestuft.[337] Das FRUG hat jedoch den bloßen Nachweis wieder aus dem Gesetzestext gestrichen und in der Gesetzesbegründung ausdrücklich klargestellt, dass die **reine Nachweistätigkeit** ohne sonstige Vermittlungstätigkeit oder Anlageberatung **nicht erfasst** wird.[338] Der Begriff der Anlagevermittlung im WpHG (und KWG) unterscheidet sich allerdings von demjenigen des bürgerlichen Rechts. Er ist weit zu verstehen und umfasst nach der Rspr. des BGH „jede final auf den Abschluss von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtete Tätigkeit.".[339] Daraus folgt weiter, dass eine Vermittlung, die nicht final auf den Abschluss von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtet ist, sondern auf bloße Zwischenschritte oder die Vermittlung eines Portfolioverwaltungsvertrags, keine Anlagevermittlung begründet.[340] **121**

Damit lebt das zu Zeiten der ursprünglichen Fassung des WpHG (§ 2 Abs. 3 Nr. 3 WpHG aF) bekannte Problem der **Abgrenzung zwischen Vermittlung und Nachweis** wieder auf, das seinerzeit durch das Umsetzungsgesetz (nach den Vorgaben aus Art. 1 Nr. 1 WpDRL iVm Abschn. A Nr. 1, Abschn. B Nr. 2, 5, 6 des Anhangs der WpDRL) durch die Aufnahme **122**

[335] *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 64; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 113; Merkblatt Investmentclubs v. 9.6.2011, geändert am 18.7.2013, abrufbar unter www.bafin.de (letzter Abruf: 15.2.2023).

[336] So auch ausdrücklich BGH Urt. v. 30.10.2014 – III ZR 493/13, BKR 2015, 250 (253); Urt. v. 5.12.2013 – III ZR 73/12, WM 2014, 121; vgl. näher zu beiden Urteilen *Schlick* WM 2015, 261 (263 ff.).

[337] Vgl. nur *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 65.

[338] Begr. zum RegE, BT-Drs. 16/4028, 56; vgl. zum damit erledigten Streit um die Europarechtswidrigkeit der Erlaubnispflichtigkeit der Nachweisvermittlung *Linker* ZBB 2007, 187 ff.

[339] BGH Urt. v. 30.10.2014 – III ZR 493/13, BKR 2015, 250 (253); Urt. v. 5.12.2013 – III ZR 73/12, WM 2014, 121.

[340] EuGH, Urt. v. 14.6.2017 – Rs C-678/15, ZIP 2017, 1362; BGH, Urt. v. 10.10.2017 – VI ZR 556/14, NJW 2018, 230; *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 128; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 116.

beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

der reinen Nachweistätigkeit gelöst worden war. Eine **Vermittlung** iSv § 93 HGB sowie § 652 BGB liegt dann vor, wenn der Vermittelnde mit beiden Parteien des geplanten Geschäfts in Verbindung tritt und dadurch zum Vertragsabschluss beiträgt oder zwei bereits zum Vertragsabschluss entschlossene Parteien zusammenführt, ohne jedoch, wie bei der Abschlussvermittlung, als Stellvertreter zu handeln. Die bloße Weiterleitung von Aufträgen oder eine reine Botentätigkeit zwischen den beiden Vertragspartnern reicht dafür jedoch nicht aus.[341] Der **Nachweis** (einer Gelegenheit zum Vertragsschluss) ist hingegen bereits dann erbracht, wenn der Auftraggeber von dem Makler Kenntnis von der Vertragsmöglichkeit erhält.[342] Zu eng ist im Übrigen die von der BaFin im Merkblatt „Anlagevermittlung"[343] zu § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG vertretene Auffassung, Vermittler sei, wer als Bote die Willenserklärung des Anlegers, die auf die Anschaffung oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtet ist, an denjenigen, mit dem der Anleger ein solches Geschäft abschließen will, weiterleitet.[344]

123 Auch sog. „Botenbanken" und „Introducing Broker" können als Anlagevermittler iSd Nr. 4 zu qualifizieren sein, da es für die Erfassung durch das WpHG nicht auf die Bezeichnung, sondern ausschließlich auf den materiellen Inhalt der Tätigkeit ankommt.[345] Als **Botenbanken** werden Kreditinstitute bezeichnet, die ihre Kundenaufträge nicht selbst ausführen, sondern an Dachinstitute in ihrer Institutsgruppe abgeben. Verbreitet ist dies vor allem im Sparkassensektor. Regelmäßig erschöpft sich die Tätigkeit der Botenbank dort aber nicht in der bloßen Weiterleitung der Kundenaufträge, vielmehr wird meist auch eine vorgelagerte Anlageberatung durchgeführt, die dann im Zusammenspiel mit der Weiterleitung die Einordnung (auch) als Anlagevermittlung erlaubt. Denn durch ihr Geschäftsgebaren hat die Botenbank einen besonderen Vertrauenstatbestand gegenüber dem Kunden geschaffen.[346] Das gleiche gilt für **Introducing Broker,** die Geschäfte mit deutschen Anlegern für ausländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen vermitteln.[347] Schließlich sind auch **Börsenmakler** als Anlagevermittler zu qualifizieren.[348]

124 Auf der anderen Seite ist die Anlagevermittlung von der reinen **Anlageberatung** zu unterscheiden, die eine eigenständige Wertpapierdienstleistung nach Nr. 10 darstellt. Bei ihr steht die Abgabe einer **persönlichen Empfehlung** in Bezug auf bestimmte Finanzinstrumente auf der Basis einer fachkundigen Bewertung und Beurteilung der Anlage und Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers im Vordergrund (→ Rn. 147 ff.). Bleibt es bei

---

[341] Begr. zum RegE, BT-Drs. 13/7142, 101; *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 129; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 67. Missverständlich dagegen *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 115.

[342] *Roth* in Baumbach/Hopt HGB § 93 Rn. 13.

[343] Merkblatt v. 17.5.2011, geändert am 13.7.2017, abrufbar unter www.bafin.de (letzter Abruf: 15.2.2023).

[344] Dazu auch *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 126; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 115.

[345] Begr. zum RegE, BT-Drs. 13/7142, 101.

[346] Vgl. *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 129 unter Hinweis auf BT-Drs. 13/7142, 101; *Jung* BB 1998, 649 (651); *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 67; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 117.

[347] BT-Drs. 13/7142, 101; vgl. auch *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 129; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 67; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 117.

[348] Siehe nur *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 127; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 117.

einer bloßen Empfehlung, ohne dass eine konkrete Tätigkeit im Hinblick auf die Zusammenführung von Kunde und Anbieter des Finanzinstruments entfaltet wird, liegt keine Anlagevermittlung vor. Dementsprechend begründen auch **Anlageempfehlungen in Börsenbriefen** und vergleichbaren Publikationen keine Anlagevermittlung.[349]

e) Emissionsgeschäft (Nr. 5). Als Emissionsgeschäft stellt „die Übernahme von Finanzinstrumenten **für eigenes Risiko** zur Platzierung oder die Übernahme gleichwertiger Garantien" eine Wertpapierdienstleistung dar. Diese Regelung in § 2 Abs. 3 Nr. 5 WpHG aF wurde durch das Umsetzungsgesetz 1997 eingefügt,[350] um den Vorgaben aus Art. 1 Nr. 1 WpDRL iVm Abschn. A Nr. 4, Abschn. B des Anhangs der WpDRL[351] nachzukommen. Die Definition entspricht derjenigen des Emissionsgeschäfts in § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 10 KWG und in § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpIG.[352] Durch die Einführung beider Regelungen wurde dieser in der Praxis besonders wichtige Bereich in das Normgefüge des Kapitalmarktrechts aufgenommen und unterliegt nun sowohl als Wertpapierdienstleistung (WpHG bzw. WpIG) als auch als Finanzdienstleistung (KWG) der Aufsicht durch die BaFin.[353] **125**

Das Emissionsgeschäft geht in Deutschland regelmäßig mit dem Konsortialgeschäft einher, da **Fremdemissionen** unter Mitwirkung von Emissionskonsortien den Regelfall darstellen. Das Emissions- und Konsortialgeschäft wird in Deutschland ganz überwiegend von Kreditinstituten betrieben. Dabei bilden mehrere Banken ein Konsortium, zumeist in der Form einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts. Die Wertpapierdienstleistung wird dabei nicht nur von dem Konsortium, sondern daneben auch von jedem Konsorten erbracht.[354] Das Emissions- und Konsortialgeschäft weist unterschiedliche Formen auf, die sich durch abweichende Risikoverteilungen unterscheiden.[355] Die meisten Formen stellen eine Übernahme für eigenes Risiko zur Platzierung dar (§ 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 5 Var. 1 WpHG). Dabei ist die Risikoübernahme durch das Konsortium (Underwriting) das entscheidende Abgrenzungskriterium.[356] **126**

Das **Übernahmekonsortium** übernimmt sämtliche Finanzinstrumente zu einem vereinbarten festen Preis in seinen Eigenbestand und versucht diese Finanzinstrumente dann auf eigene Rechnung bei den Anlegern zu platzieren. Das Übernahmekonsortium trägt das volle wirtschaftliche Risiko der Emission. Das **Geschäftsbesorgungskonsortium** verkauft hingegen die Finanzinstrumente im Namen und für Rechnung des Emittenten, übernimmt aber gleichzeitig die Verpflichtung, den nicht platzierbaren Rest in seinen eigenen Bestand zu übernehmen. Durch diese Verpflichtung über- **127**

[349] *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 131; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 117; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 70.

[350] BGBl. I S. 2518.

[351] ABl. 1993 L 141.

[352] Siehe dazu auch das Merkblatt Emissionsgeschäft der BaFin v. 7.1.2009, geändert am 24.7.2013, abrufbar unter www.bafin.de letzter Abruf: 15.2.2023).

[353] Krit. zur Einbeziehung in den Kreis der Wertpapierdienstleistungen *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 167.

[354] *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 138; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 123; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 77.

[355] *Bosch* in Hellner/Steuer BankR Rn. 10/26.

[356] *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 171; *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 122 f.; *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 73, aA noch *Beck* in Schwark, 3. Aufl. 2004, WpHG § 2 Rn. 30.

nimmt das Konsortium ein Absatzrisiko, das die Einstufung als Emissionsgeschäft rechtfertigt.[357] Ohne diese Verpflichtung liegt ein Platzierungsgeschäft nach Nr. 6 (→ Rn. 130) oder eine Abschlussvermittlung nach Nr. 3 vor (→ Rn. 119 f.). Ein **Begebungskonsortium,** das im eigenen Namen, aber für Rechnung des Emittenten handelt, trägt rechtlich und wirtschaftlich kein Absatzrisiko. Das Begebungskonsortium ist daher kein Emissionsgeschäft iSv § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 5 WpHG, sondern Platzierungsgeschäft nach Nr. 6.[358] Das **Optionskonsortium** übernimmt zunächst nur einen Teil der zu emittierenden Finanzinstrumente zur Platzierung auf eigenes Risiko. Hinzu tritt jedoch eine Option auf den Rest. Dieses wird auch als *Greenshoe-Verfahren* bezeichnet. Dabei handelt es sich um eine Option der konsortialführenden Bank, zusätzliche Aktien, regelmäßig zwischen 10 % und 15 % des Emissionsvolumens, nach erfolgreicher Erstplatzierung zum Emissionspreis zu übernehmen. Das **Garantiekonsortium** garantiert die Übernahme der Gesamt- oder der Restemission. Dies fällt nur dann unter § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 5 Var. 1 WpHG, wenn es sich dabei um eine Übernahme **zur Platzierung** handelt.

128 Ob der notwendige **Bezug „zur Platzierung"** besteht, richtet sich nicht nach den rein subjektiven Absichten des Erwerbers, sondern nach der objektiven **vertraglichen Zweckvereinbarung.**[359]

129 Nach § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 5 Var. 2 WpHG stellt auch die „Übernahme gleichwertiger Garantien" eine Wertpapierdienstleistung dar. Eine **gleichwertige Garantie** ist jede Verpflichtung zum Einstehen für den Erfolg einer Emission.[360] Es kommt darauf an, dass das Konsortium das wirtschaftliche Risiko der Emission trägt. Hier kommt zum einen der Auffangcharakter der Regelung zum Ausdruck, zum anderen wiederum das Bestreben des Gesetzgebers, den Anwendungsbereich des Gesetzes weit zu fassen. Ein Garantiekonsortium fällt unter diese Auffangnorm, wenn für die garantierte Übernahme der Gesamt- oder der Restemission lediglich eine Abnahmeverpflichtung ohne Platzierungsabsicht besteht.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

130 **f) Platzierungsgeschäft (Nr. 6).** Durch das FRUG zum 1.11.2007 **neu als Wertpapierdienstleistung aufgenommen** wurde „die Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung". Diese Regelung setzt Anh. I Abschn. A Nr. 7 der Finanzmarktrichtlinie um und führt zu einer materiellen Erweiterung des Wertpapierdienstleistungsbegriffs. Eine parallele Definition findet sich in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 lit. c KWG und § 2 Abs. 2 Nr. 8 WpIG.[361] Als Platzierungsgeschäft erfasst werden nunmehr insbes. reine Begebungskonsortien (→ Rn. 99, 127).

---

[357] Vgl. Begr. zum RegE, BT-Drs. 13/7142, 101; *Assmann* in Assmann/Schneider/Mülbert WpHG § 2 Rn. 135; *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 171.

[358] Vor Einführung der Nr. 6 war umstritten, ob das Begebungskonsortium als Kommissionsgeschäft nach § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 1 WpHG zu qualifizieren ist, dagegen *Versteegen* in Kölner Komm WpHG, 1. Aufl. 2007, WpHG § 2 Rn. 130, 147 aE mwN auch zur Gegenansicht.

[359] *Baum* in Kölner Komm WpHG § 2 Rn. 170; anders dürfte iErg auch *Schäfer* in Schäfer/Hamann WpHG § 2 Rn. 75 nicht zu verstehen sein, obwohl er von der „Absicht" des Instituts zur Platzierung der Wertpapiere spricht. Auf die tatsächliche Platzierung der Wertpapiere kommt es nach allgA nicht an, so auch *Kumpan* in Schwark/Zimmer WpHG § 2 Rn. 121.

[360] BT-Drs. 13/7142, 101.

[361] Siehe dazu auch das Merkblatt Platzierungsgeschäft der BaFin v. 10.12.2009, geändert am 25.7.2013, abrufbar unter www.bafin.de (letzter Abruf: 15.2.2023).