

KWG, CRR

Fischer / Schäfer / Schulte-Mattler / Schulte-Mattler

7. Auflage 2026
ISBN 978-3-406-81806-6
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.

Aufnahme der Geschäfte nach **Nr. 5 (Drittstaateneinlagenvermittlung)** und **7 (Sortengeschäft)** in den Katalog der Finanzdienstleistungen ging gleichfalls nicht auf EU-Recht zurück. Mit der Maßnahme sollte die **Bekämpfung des grauen Kapitalmarktes** und der **Geldwäsche** verbessert werden. Diese Institute bedürfen einer Zulassung durch die BaFin und unterliegen hinsichtlich der KWG-Vorgaben deren Aufsicht. Das gilt auch für die Einhaltung der Bestimmungen aus dem Geldwäschegesetz. Hier sind insbesondere die Rundschriften und Verlautbarungen zur Bekämpfung der Geldwäsche zu beachten.⁵⁰¹ Die inzwischen wieder entfallene **Nr. 8** (Kreditkartengeschäft) wurde mit dem 4. FMFG eingefügt. Die Überführung der Kreditkartenunternehmen von einem Finanzunternehmen nach dem früheren § 1 Abs. 3 S. 1 Nr. 4 in ein Finanzdienstleistungsinstitut folgte ebenfalls dem Ziel einer verbesserten Geldwäschebekämpfung. Nach den Feststellungen der Financial Action Task Force on Money Laundering und der BaFin wurde diese Geschäftsform verstärkt für Geldwäschezwecke über die Nutzung von Kreditkartenkonten missbraucht. **Nr. 9** (Factoring) und **Nr. 10** (Finanzierungsleasing) werden als nationale Eigenheit⁵⁰² durch das Jahressteuergesetz 2009 zum 25.12.2008 eingefügt; gleichfalls als nationale Eigenheit die **Nr. 11** (Anlageverwaltung) zum 26.3.2009 und **Nr. 12** (eingeschränktes Verwahrgeschäft) durch das AIFM-UmsG zum 22.7.2013.

II. Anlagevermittlung (Nr. 1)

Nach Nr. 1 ist **Anlagevermittlung** die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten (iSv § 1 Abs. 11), wobei es grundsätzlich unerheblich ist, ob die Vermittlung im Auftrage des Anbieters von Anlagen oder des Anlegers erfolgt.⁵⁰³ Anlagevermittlung ist somit jede final auf den Abschluss von Geschäften über die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten gerichtete Tätigkeit.⁵⁰⁴ Dies ist bereits dadurch erfüllt, dass ein Kunde einen Auftrag unterschreibt und der Vermittler diesen weiterleitet.⁵⁰⁵ Unerheblich ist, ob dem Anlagevermittler zivilrechtlich ein Provisionsanspruch zusteht. Als eine über den bloßen Nachweis der Gelegenheit zum Abschluss eines Geschäftes hinausgehende Tätigkeit genügt, dass **Aufträge Dritter** übermittelt werden,⁵⁰⁶ was bei Aufträgen eines Alleinvorstandes an „seine“ Aktiengesellschaft nicht gegeben ist.⁵⁰⁷

Anlagenvermittler sind zB **Börsen-** und **Freimakler**,⁵⁰⁸ darüber hinaus nach hL auch die Börsen selbst, **proprietäre Handelssysteme** und der **Freiverkehr** bzw. seine Träger als Anlagevermittler⁵⁰⁹ sowie Vermittler von Aktienpaketen, nicht aber **Introducing-Broker** im Day-Trading-Center, soweit sie nur Kontaktmöglichkeiten bieten. Soweit jedoch ein Handeln wie bei **Botenbanken** (also zB Weiterleitung von Aufträgen von Kunden durch Kreditinstitute an Dachkreditinstitute oder Servicebanken wie die dwpBank) unter Inanspruchnahme einer Vertrauensstellung gegenüber dem Kunden vorliegt, die sich nicht nur auf die bloße Weiterleitung von Aufträgen beschränken (zB auch Introducing Broker an Finanzdienstleister in den USA), dürfte regelmäßig eine Vermittlungstätigkeit vorliegen.⁵¹⁰ Das sollte auch für die Bereitstellung von Softwarelösungen zur Abwicklung der Geschäfte über den eigenen Computer des Day-Traders⁵¹¹ gelten, soweit der Dienstleister über die Zurverfügungstellung des Programms auf dieses weiterhin Einfluss nehmen kann. Zum Betreiben von Kreditvermittlungsplattformen für ein **Peer-to-Peer Lending** bzw. **Crowdinvesting** oder **Crowdfunding** vgl. → Rn. 43 und → Rn. 139 ff. Auch ein automatisierter Anlageberater (Robo-Advisor) kann grds. Anlagevermittlung begründen, wenn das Computerprogramm die Abschlussbereitschaft des Anlegers

⁵⁰¹ Abgedr. in: Conbruch/Fischer KWG sub C. 40.

⁵⁰² Vgl. FinAusschub, BT-Drs. 16/11108, 54 f.

⁵⁰³ Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 527 f., 528; von Bedeutung ist die Frage nur für die Ausnahmeregelung von § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 (Fondsvermittlung für „Anbieter“), vgl. → § 2 Rn. 79 sowie VG Frankfurt a. M. 25.2.2013 – 9 K 3960/12.F – juris.

⁵⁰⁴ BGH WM 2014, 2310 = ZIP 2015, 225; Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 527 mwN.

⁵⁰⁵ BGH WM 2014, 121 Rn. 14; 2014, 2310 Rn. 36 = ZIP 2015, 225; VGH Kassel NJW 2003, 3578 (3579).

⁵⁰⁶ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2023, WpHG § 2 Rn. 126 mwN.

⁵⁰⁷ BGH WM 2011, 17 Rn. 20 = ZIP 2010, 2491 = BKR 2011, 65.

⁵⁰⁸ Vgl. VG Frankfurt a. M. 25.2.2013 – 9 K 3960/12.F – juris; Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 116; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2023, WpHG § 2 Rn. 127; Kölner Komm WpHG/Baum § 2 Rn. 161 ff.; Schäfer/Hamann/Schäfer, Stand: 2006, WpHG § 2 Rn. 65 ff.; Jung BB 1998, 649 (651); Hammen WM 2001, 929 (932).

⁵⁰⁹ Für die hL Cohn ZBB 2002, 365 (371); Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2023, WpHG § 2 Rn. 127; aA Schwennicke/Auerbach/Schwennicke § 1 Rn. 85; Kölner Komm WpHG/Baum, 2. Aufl. 2014, § 2 Rn. 165; Hammen WM 2001, 929 (932); aA Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 116.

⁵¹⁰ RegBegr. eines Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtlicher Vorschriften, BT-Drs. 13/7142, 101 li. Sp.; Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 117; weitergehend BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 7/2017, S. 1, für Boten, die erkennen können, dass sie Willenserklärungen weiterleiten; wie hier die hL – vgl. vorvorangehende Fn.

⁵¹¹ Zervas/Hanten ZBB 2000, 44 (46 f.) mit Hinweis auf eine abweichende (inzwischen wohl aufgegebene) Ansicht der Aufsichtsbehörde; Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 536.

zielgerichtet fördert oder nach einer Entscheidung des Anlegers dessen Willenserklärung weitergeleitet wird.⁵¹²

- 136 Der Vermittlung gleichgestellt *war* der Nachweis derartiger Geschäfte. Damit sollte die Tätigkeit des **Nachweismaklers** iSd § 34c GewO aF gemeint sein. Der Tatbestand beruhte ursprünglich auf Anhang 1 Abschnitt A Nr. 1 lit. a der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Da die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie jedoch den Nachweismakler nicht erfasste, wurde die Einbeziehung der Nachweistätigkeit als EU-rechtswidrig bezeichnet⁵¹³ und mit Wirkung ab dem 1.11.2007 durch das FRUG⁵¹⁴ gestrichen. Die Nachweistätigkeit begründet daher keine Finanzdienstleistung (mehr).⁵¹⁵ Dementsprechend ist nunmehr auch die „**Vermittlung von Vermittlern**“ unstrittig keine Anlagevermittlung⁵¹⁶, doch erfüllt bereits die Weiterleitung von Willenserklärungen des *Anlegers* innerhalb einer Vermittlungskette den Tatbestand.⁵¹⁷ § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 ist wörtlich identisch mit § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 4 WpHG und § 2 Abs. 2 Nr. 3 WpIG als Definition der Wertpapierdienstleistung „Anlagevermittlung“.
- 137 Die Anlagevermittlung ist abzugrenzen von einer bloßen Übermittlungstätigkeit als Bote eines Auftraggebers.⁵¹⁸ Nach der vom BGH⁵¹⁹ bestätigten Auffassung der BaFin genügt es für eine Anlagevermittlung, wenn nach einer Anlageberatung die von dem Kunden unterschriebenen Orderbelege von dem Unternehmen weitergeleitet werden, da es sich dann nicht mehr um eine reine Botentätigkeit im Rahmen der Anlageberatung handeln soll (vgl. dazu → Rn. 134). Bei der Anlageberatung müsse sich der Kunde die Finanzinstrumente stets selbst beschaffen. Eine Anlagevermittlung soll sogar schon dann vorliegen, wenn ohne Beratung der Abschluss eines konkreten Geschäftes bereits so umfassend vorbereitet und abgewickelt ist, dass der Kunde den Auftrag nur noch unterschreiben und absenden muss.⁵²⁰ Die Rechtsprechung hat diese Auffassung bestätigt unter deutlicher Differenzierung zwischen dem zivil- und dem aufsichtsrechtlichen Begriff der Anlagevermittlung.⁵²¹ Diese Auffassung erscheint jedoch zumindest dann als zu weitgehend, wenn der Kunde zunächst noch entscheiden muss, an welches von mehreren Kreditinstituten, mit denen der Anleger zusammenarbeitet, der Auftrag weitergeleitet werden soll. Durch diese Entscheidung wird der Anlageberatungsvorgang vollständig abgeschlossen und eine bloße Weiterleitung der Order des Kunden durch das beauftragte Unternehmen vorgenommen, das insofern lediglich wie ein Postbote fungiert.
- 138 Eine entsprechende Fragestellung im Bereich der Wertpapierdienstleistungen stellt sich für die Tätigkeit der Botenbanken im Sparkassen- und Genossenschaftsbereich. Hier leitet ein die Kundenbeziehung unterhaltendes Kreditinstitut einen Auftrag eines Kunden an ein Dachinstitut oder ein zentrales Abwicklungsinstitut wie die dwpBank weiter, welches seinerseits den Auftrag – meist an einer Börse – ausführt.⁵²² Gleichfalls keine Anlagevermittlung stellt die Vermittlung eines Beitritts zu einer Kapitalanlage-GbR dar, wenn die Gesellschafter erst noch einen Finanzportfoliowalter (der seinerseits Finanzdienstleistungsunternehmen ist, vgl. → Rn. 159) wählen müssen.⁵²³
- 139 Die Weiterleitung einer Willenserklärung, die auf den Abschluss eines Vermögensverwaltungsvertrages gerichtet ist, sowie das Einwirken auf einen Anleger, dass dieser einen Vermögensverwaltungsvertrag abschließt, zB durch die Organisation eines sog. „**beauty contest**“ durch ein **Family Office**, war nach Auffassung der BaFin⁵²⁴ eine Anlagevermittlung, da der Vermögensverwaltungsvertrag ein

⁵¹² Vgl. BaFin, Robo-Advice und Auto-Trading-Plattformen zur automatisierten Anlageberatung und automatisierten Trading, Stand: 7.4.2016; ausführlich: Linardatos Robo Advice-HdB/Linardatos, 2020, § 4 Rn. 56 ff. mwN.

⁵¹³ Vgl. VGH Kassel ZIP 2006, 701 = ZBB 2006, 296; ZBB 2006, 297; aA Linker ZBB 2007, 187; Stüsser ZBB 2006, 298.

⁵¹⁴ RegBegr. FRUG, BT-Drs. 16/4028, 56.

⁵¹⁵ Der VGH Kassel hat jedoch seine Auffassung, die Einbeziehung des Nachweismaklers sei europarechtswidrig, aufgegeben und erachtet nunmehr den Nachweismakler als bis 31.10.2007 dem Tatbestand unterfallend, VGH Kassel ZIP 2010, 1841 (1843 ff.); ausführlich Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2023, WpHG § 2 Rn. 125 mwN.

⁵¹⁶ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2023, WpHG § 2 Rn. 127 mwN.

⁵¹⁷ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2023, WpHG § 2 Rn. 127; Beck/Samm/Kokemoor/Reschke Stand: 3/2021, § 1 Rn. 537c.

⁵¹⁸ Vgl. Begr. BR-Drs. 963/96, 111.

⁵¹⁹ WM 2014, 121 Rn. 14; 2014, 2310.

⁵²⁰ So auch VGH Kassel NJW 2003, 3578 = BKR 2004, 457; ebenso Schwennicke/Auerbach/Schwennicke § 1 Rn. 83; krit. hierzu Schlick WM 2015, 261 (264 mit Fn. 16).

⁵²¹ BGH WM 2014, 121 (122) = ZIP 2014, 880; BGH WM 2014, 2310 = ZIP 2015, 225 mAnm Mikulic RdF 2015, 71 (in dieser Entscheidung zugleich Abgrenzung zum zivilrechtlichen Begriff der Anlagevermittlung in Rn. 35 ff.); ausführlich zu beiden Entscheidungen Schlick WM 2015, 261 (263 ff.); VGH Kassel NJW 2003, 3578 (3579).

⁵²² Vgl. dazu ausführlich Schäfer/Hamann/Schäfer § 2 Rn. 67 mwN; Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2023, WpHG § 2 Rn. 129; Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 117; Kölner Komm WpHG/Baum, 2. Aufl. 2014, § 2 Rn. 164 sowie → Rn. 134.

⁵²³ VG Frankfurt a. M. BKR 2006, 171 mwN; BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 12/2009, S. 3 – nicht mehr enthalten im Merkblatt 7/2017.

⁵²⁴ Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 7/2013, S. 3; ebenso VG Frankfurt a. M. WM 2005, 1028, 1030 f.; vgl. auch Zetzsche ZIP 2017, 945 (948 ff.).

Geschäft über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten darstellen soll. Dies war unzutreffend, da der Vermögensverwaltungsvertrag ein gesonderter Dienstleistungsvertrag und kein Finanzinstrument ist.⁵²⁵ Auf Vorlage durch den BGH⁵²⁶ entschied der EuGH,⁵²⁷ dass die Vermittlung einer Vermögensverwaltung keine Anlagevermittlung begründet, weil eine Vermögensverwaltung kein Finanzinstrument, sondern eine Finanz- bzw. Wertpapierdienstleistung darstellt. Der BGH entschied entsprechend⁵²⁸ und die BaFin folgt der Rechtsprechung.⁵²⁹

Die Organisation eines „**Crowdfunding**“ oder **Crowdfunding** bzw. des **Peer-to-Peer Lending**⁵³⁰, also die Finanzierung eines konkreten Projekts eines Dritten durch einen „Schwarm“ von Anlegern, stellt nur dann eine Anlagevermittlung dar, wenn Beteiligungen oder andere Finanzinstrumente iSv Abs. 11 und nicht – wie meist – Kredite vermittelt werden.⁵³¹ Durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015⁵³² ist durch den Verweis von § 1 Abs. 11 auf die Vermögensanlagen iSv § 1 Abs. 2 VermAnlG und die Erweiterung des Begriffs der Vermögensanlagen in § 1 Abs. 2 VermAnlG auf partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen bei der Vermittlung dieser Kreditformen regelmäßig die Anlagevermittlung durch Zurverfügungstellung einer entsprechenden Plattform gegeben.⁵³³ Erfolgt die Vermittlung dieser Arten von Darlehen jedoch für ein inländisches Institut oder ein Institut aus dem EWR gemäß § 53b oder dem Anbieter oder Emittent von erstmals öffentlich angebotenen Vermögensanlagen iSv § 1 Abs. 2 VermAnlG, so ist weiterhin – weil durch das Kleinanlegerschutzgesetz nicht geändert – § 2 Abs. 6 Nr. 8 einschlägig und der Vermittler gilt nicht als Finanzdienstleistungsinstitut. Diese Ausnahme erscheint rechtspolitisch als verfehlt.⁵³⁴

Erhebliche Veränderungen für das Aufsichtsrecht des Crowdfunding haben mit sich gebracht die ab dem 10.11.2021 anzuwendende VO (EU) 2020/1503⁵³⁵ (European Crowdfunding Service Providers Regulation = ECSP-VO), die jedoch einen Übergangszeitraum für die parallele Anwendung des nationalen Rechts bis 10. November 2023 vorsah⁵³⁶, sowie die Richtlinie (EU) 2020/1504,⁵³⁷ die bis 10.5.2021 in deutsches Recht umzusetzen und welches ab 10.11.2021 und zT auch erst später⁵³⁸ anzuwenden ist. Der deutsche Gesetzgeber hat hierzu das „Gesetz zur begleitenden Ausführung der VO (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie (EU) 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften“⁵³⁹ (Schwarmfinanzierungs-Begleitgesetz) veröffentlicht, das im Wesentlichen parallel zu der ECSP-VO in Kraft trat. In den Anwendungsbereich der EU-VO fallen insbes. die Vermittlung und das individuelle Portfoliomanagement von Krediten und die Anlagevermittlung und das Platzierungsgeschäft in Bezug auf übertragbare Wertpapiere iSd MiFID II auf Schwarmfinanzierungsplattformen ohne Prospekt bis zu einem Betrag von 5 Mio. EUR pro Projekt. Nach Art. 1 Abs. 3 ECSP-VO haben die nationalen Gesetzgeber sicherzustellen, dass bei der Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen weder der Projektträger mit Blick auf ihm vermittelte Kredite noch Anleger mit Blick auf ihre Kreditgewährungen als Kreditinstitut gelten. Eine dementsprechende Regelung ist in § 2 Abs. 1 Nr. 8 bzw. Abs. 6 Satz 1 Nr. 9 eingefügt worden^{540,541}. Die Regelung trat nach Art. 30 Abs. 3 Schwarmfinanzierungs-Begleitgesetz am 10.11.2023 in Kraft. Die ECSP-VO führt damit eine europäische Erlaubnis für eine Finanzanlagenvermittlung ein, die weit über die von der MiFID II vorgesehene Finanzanlagenvermittlung hinaus-

⁵²⁵ KG BKR 2014, 390 Rn. 68; LG Flensburg 12.3.2014 – 2 O 261/12 – juris.

⁵²⁶ BGH WM 2016, 32 = ZIP 2016, 359.

⁵²⁷ EuGH BKR 2017, 475 = ZIP 2017, 1362; dazu Bernau EWiR 2017, 517.

⁵²⁸ BGH WM 2017, 2356 Rn. 9 = ZIP 2017, 2347.

⁵²⁹ BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand 7/2017, sub 1.b).

⁵³⁰ Dazu allg. und zu Zahlen für 2019: Börsen-Zeitung Nr. 15 vom 23.1.2020, S. 6; zu Zahlen für 2020: Börsen-Zeitung Nr. 35 vom 20.2.2021, S. 6.

⁵³¹ Vgl. Follak ÖBA 2016, 890; Müller-Schmale BaFin-Journal 6/2014, 10 ff.; Jansen/Pfeifle ZIP 2012, 1842 (1850 f.); Klöhn/Hornuf ZBB 2012, 237 ff.; Nietsch/Eberle DB 2014, 1788 ff. (mit Marktüberblick); Herr/Bantleon DStR 2015, 532; vgl. auch BaFin, Auslegungsschreiben zum Crowdfunding vom 9.10.2015, sub 2.2.2. und 3.2.1.; Aschenbeck-Florange/Drefke RdF 2015, 284 ff.; Meschkowski/Wilhelmi BB 2013, 1411 ff. (zivilrechtlich); zur Situation in den USA Thomas Harvard Business Law Review online Vol. 4 (2014), 62 ff.; zur Situation in Frankreich Clasen RIW 2015, 344.

⁵³² BGBl. 2015 I 1114.

⁵³³ Nietsch/Eberle ZVglRWiss 116 (2017), 205 (214); Nietsch/Eberle DB 2014, 2575 (2577); Nietsch/Eberle DB 2014, 1788 (1790 f.); vgl. auch Danwerth ZBB 2016, 20 (23 ff.).

⁵³⁴ Zum Reformbedarf beim Crowdfunding außerhalb des KWG vgl. Bader WM 2014, 2249.

⁵³⁵ VO (EU) 2020/1503 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen (sog. ECSP-VO), ABl. EU Nr. L 347, 1.

⁵³⁶ Dazu Delegierte VO (EU) 2022/1988, ABl. EU Nr. L 273, S. 3 vom 21.10.2022.

⁵³⁷ RL (EU) 2020/1504 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente, ABl. EU Nr. L 347, 50.

⁵³⁸ Vgl. Art. 30 Schwarmfinanzierungs-Begleitgesetz, BGBl. 2021 I 1568.

⁵³⁹ BGBl. 2021 I S. 1568.

⁵⁴⁰ Vgl. Schwarmfinanzierungs-Begleitgesetz, Art. 14 Nr. 2, BGBl. 2021 I 1568 (1585).

⁵⁴¹ Vgl. im übrigen Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB/Eckhold/Schäfer, 6. Aufl. 2024, § 16 Rn. 22 ff. mwN; Majcen ÖBA 2020, 868; Rusch ZBB 2020, 217; Will/Quarch WM 2018, 1481.

geht.⁵⁴² Der deutsche Gesetzgeber reflektiert dies durch eine Erweiterung des Begriffs der Finanzinstrumente in § 1 Abs. 11 Satz 1 um eine neue Nr. 11 mit „Schwarmfinanzierungsinstrumenten“.⁵⁴³ Die ESMA soll ein öffentliches Register führen über die Plattformen, denen eine EU-Erlaubnis erteilt wurde.

- 140 Die BaFin nimmt für die Anlagevermittlung einen in **kaufmännischer Weise** eingerichteten und damit erlaubnispflichtigen **Geschäftsbetrieb** bei 25 Transaktionen pro Monatsdurchschnitt innerhalb eines Sechsmonatszeitraums an.⁵⁴⁴ Dies dürfte allerdings mit Blick darauf, dass bis zu der Anwendungsgrenze von § 32 Abs. 1 S. 2 von mindestens 30 Milliarden EUR zukünftig das WpIG Anwendung findet, kaum Relevanz haben. Offen ist, ob die BaFin die Grenzwerte auch für die Geltung des WpIG anwenden wird. Die Anlagevermittlung ist abzugrenzen von der **Anlageberatung**, die seit 1.11.2007 Finanzdienstleistung gemäß Abs. 1a S. 2 Nr. 1a ist. Bei der Anlageberatung besteht ein Rechtsverhältnis des Beraters nur zum Kunden. Der Berater erhält seine Provision anders als bei der Vermittlung nicht vom Verkäufer der Finanzinstrumente, sondern in der Regel vom Kunden, direkt oder als Quersubvention durch andere Geschäfte des Kunden mit dem Berater.⁵⁴⁵ (Zu den Ausnahmebestimmungen nach § 2 Abs. 6 dort → § 2 Rn. 78 ff.)

III. Anlageberatung (Nr. 1a)

- 141 Durch das FRUG wurde Abs. 1a S. 2 Nr. 1a in das KWG eingefügt und die Anlageberatung eine Finanzdienstleistung. Die Einfügung erfolgte in Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, Anhang I Abschnitt A Nr. 5 und Art. 4 Abs. 1 Nr. 4, die die Anlageberatung von dem Status einer Nebenleistung in den in der Hauptdienstleistung erhob. Der Wortlaut entspricht § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 10 WpHG und § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG.
- 142 Die Anlageberatung ist definiert als die Abgabe von persönlichen Empfehlungen iSd Art. 9 Delegierte VO (EU) 2017/565 an Kunden (oder deren Vertreter), die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und die Empfehlung nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird. Die Anlageberatung weist damit **vier Tatbestandselemente** auf.
- 143 **1. Persönliche Empfehlung von Geschäften in Finanzinstrumenten.** Zunächst muss es sich um eine Empfehlung handeln, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten bezieht. Eine **Empfehlung** liegt vor, wenn eine Handlung des Anlegers als in seinem Interesse liegend bezeichnet wird. Die Empfehlung unterscheidet sich von der Information, zB die über Parameter eines bestimmten Finanzinstrumentes, die Märkte, auf denen dieses gehandelt wird, oder die auf diesen geltenden Handelsbedingungen. **Geschäfte in Finanzinstrumenten** können alle Arten von Rechtsgeschäften sein, insbesondere Kauf-, Tausch- oder Zeichnungsverträge, Sachdarlehensverträge (Wertpapierleihe), Repos, Swaps oder sonstige Finanztermingeschäfte, die Ausübung von Rechten aus Finanzinstrumenten (zB Optionsscheinen oder Wandelanleihen) oder eine Andienung im Rahmen eines Übernahmeangebots. Nicht zu den Rechtsgeschäften zählen Empfehlungen hinsichtlich der Ausübung von Stimmrechten, da es sich insoweit nicht um ein Rechtsgeschäft handelt, oder die Werbung um Stimmrechte im Falle eines sog. proxy fights. Erfasst werden sowohl Empfehlungen zum aktiven Handeln wie auch zu einem Unterlassen („Halten“ von Finanzinstrumenten oder Abstandnahme von Erwerben von Finanzinstrumenten oder die Unterlassung der Ausübung von Bezugsrechten⁵⁴⁶). „**Persönlich**“ ist die Empfehlung immer dann, wenn sie sich an einen einzelnen oder eine kleine Gruppe (zB Familie) von Anlegern wendet und nicht an eine mehr oder weniger unbestimmte Vielzahl von Anlegern und sich – zumindest vorgeblich – an der persönlichen Situation des Anlegers orientiert.⁵⁴⁷ Art. 9 UAbs. 3 Delegierte VO (EU) 2017/565 stellt ausdrücklich klar, dass eine Empfehlung nicht als persönlich gilt, wenn sie ausschließlich gegenüber der Öffentlichkeit abgegeben wird. Auch bei automatisierter Beratung (**Robo-Advice**) können und müssen persönliche Umstände berücksichtigt

⁵⁴² Vgl. Rusch ZBB 2020, 217 (219).

⁵⁴³ Vgl. Art. 14 Nr. 1c Schwarmfinanzierungs-Begleitgesetz (siehe auch → Rn. 300e).

⁵⁴⁴ BAKred, Schreiben ohne Datum – VII 4–71.50.01, abgedr. in: Reischauer/Kleinhaus Kza 281 Nr. 42; diese Einschränkung ist nicht mehr enthalten bei BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Anlagevermittlung, Stand: 7/2013, S. 3 f. (sie wird jedoch in dem Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand der Abschlussvermittlung, S. 4, wiederholt).

⁵⁴⁵ Jung/Schleicher S. 45 ff.; s. auch Deutsche Bundesbank, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen, Stand: 11/2020, sub 1.2.

⁵⁴⁶ So ausdrücklich Art. 52 RL 2006/73/EG zur Durchführung der RL 2004/39/EG (=MiFID Durchführungsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 241, 26, auch wenn eine Halteempfehlung gerade die zum Unterlassen eines Geschäftes ist; ebenso Art. 9 Delegierte VO (EU) 2017/565.

⁵⁴⁷ Unstr., vgl. Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 541 ff.; Schwennicke/Auerbach/Schwennicke § 1 Rn. 90.

werden, damit die Empfehlungen des Computerprogramms als Anlageberatung gewertet werden können.⁵⁴⁸

Die Empfehlung muss sich auf **Finanzinstrumente** iSv § 1 Abs. 11 beziehen. Eine Beratung zu einem Zins-Swap-Geschäft unterfällt nicht der Anlageberatung, da das Zins-Swap-Geschäft als solches, zwar ein Finanzinstrument nach § 1 Abs. 11 Satz 1 Nr. 9, Satz 5 Nr. 1c darstellt – auf Grund des Kontextes handelt es sich jedoch um einen Finanzierungsberatungsvertrag.⁵⁴⁹ Entscheidend ist, dass sich die Empfehlung auf bestimmte Finanzinstrumente bezieht im Gegensatz zu bloß generischen Empfehlungen zu Kategorien von Finanzinstrumenten (wie zB Aktien, festverzinsliche Anleihen, Genussscheine oä).⁵⁵⁰ Dies ist von Bedeutung zB bei der typischen Tätigkeit von Family Offices, bei denen die Empfehlung abgegeben wird, „die Aktienquote zu erhöhen“ oder „Genussscheine zu kaufen“.⁵⁵¹ Der Übergang von einem bestimmten Finanzinstrument zu einer generischen Empfehlung ist fließend. Eine Empfehlung, Aktien von sog. Small Caps zu erwerben, dürfte noch als generisch anzusehen sein ebenso wie die Empfehlung, die Aktien des Dax verstärkt zu berücksichtigen. Problematisch wird es jedoch bereits, wenn nicht die Gruppe der Dax-zugehörigen Aktien als Gruppe empfohlen wird, sondern der Dax als Index. Ein Index ist zwar seinerseits noch kein Finanzinstrument, doch sind Finanzinstrumente, die den Index repräsentieren, ihrerseits bereits bestimmte Finanzinstrumente. Insofern wird präzise zu unterscheiden sein zwischen der Empfehlung des Index ohne Nennung eines bestimmten, den Index repräsentierenden Finanzinstrumentes und diesem Finanzinstrument. Auch **M&A-Berater** sollen Anlageberater sein, wenn sie den Erwerb oder die Veräußerung von Anteilen an Unternehmen empfehlen, wenn diese Anteile Finanzinstrumente darstellen.⁵⁵² Die ESMA⁵⁵³ hat hierzu eine sehr differenzierte und abgewogene Stellungnahme abgegeben, der die BaFin wohl folgen dürfte. Die **Empfehlung eines Instituts** oder Finanzdienstleisters, zB Vermögensverwalters, begründet keine Anlageberatung.⁵⁵⁴ Nach der Streichung der Nachweismakler aus der Anlagevermittlung (vgl. → Rn. 134 ff.) ist die Empfehlung eines Kreditinstitutes oder Finanzdienstleisters grundsätzlich erlaubnisfrei.⁵⁵⁵

2. Kunden oder deren Vertreter. Die Empfehlung ist nach dem Wortlaut des Gesetzes gegenüber **145** „Kunden oder deren Vertreter“ abzugeben. „Kunde“ dürfte nicht im Rechtssinne als Vertragspartner eines Anlageberatungsvertrages zu verstehen sein, vielmehr sollten erfasst werden auch prospektive Kunden, denen gegenüber eine Anlageberatung zB zum Zweck seiner Gewinnung als Kunden abgegeben wird.⁵⁵⁶ Der Vertreter eines Kunden dürfte demgegenüber nur den rechtsgeschäftlichen Vertreter meinen und nicht jegliche „im Lager des Kunden“ stehende Personen.⁵⁵⁷ Rechtsgeschäftliche Vertreter sind jedoch auch solche, die zumindest Duldungs- oder Anscheinsvollmacht für sich in Anspruch nehmen, also typischerweise Ehepartner oder volljährige, häufig studierende Kinder, wenn sie regelmäßig geschäftliche Angelegenheiten des Kunden wahrnehmen. Die **Beratung einer KVG** oder eines **Vermögensverwalters**, durch einen Anlageberater erfolgt aus Sicht des Anlageberaters gegenüber einem „Kunden“, der keine Geschäfte für sich vornimmt, sondern seinerseits Kundengelder (= Sondervermögen oder Depots) disponiert. Die Beratung ist somit *nicht auf die persönlichen Umstände* des Anlegers abgestellt noch als für *ihn* geeignet dargestellt. Vielmehr erfolgt sie lediglich im Rahmen von bestimmten objektiv vorgegebenen Anlageparametern (Anlagerichtlinien), die nicht persönlich, sondern fondsbezogen sind. Die KVG ist auch kein Vertreter der Anleger des Sondervermögens, sondern erfüllt diesen gegenüber eigene Pflichten und lässt sich hinsichtlich der Erfüllung dieser Pflichten beraten. Die Beratung einer KVG oder eines Vermögensverwalters ist daher

⁵⁴⁸ Ausführlich: Linardatos, Rechtshandbuch Robo Advice-HdB/Linardatos, 2020, § 4 Rn. 17 ff.; Möslin/Lordt ZIP 2017, 793 (795 f.); Baumanns BKR 2016, 366 (370); BaFin, Jahresbericht 2017, S. 57; Theis ZBB 2022, 130, 132 (zum Robo-Advice nach WpIG).

⁵⁴⁹ OLG Frankfurt WM 2022, 1171, 1172 Rn. 71 f.

⁵⁵⁰ FRUG, Begr. BT-Drs. 16/4028, 12.

⁵⁵¹ Dazu Kühne/Eberhardt BKR 2008, 133 (135 f.); Schwennicke/Auerbach/Schwennicke § 1 Rn. 84; Balzer ZBB 2007, 333 (335); Zetzsche ZIP 2017, 945 ff.; BaFin, Merkblatt Hinweise zur Erlaubnispflicht gemäß KWG und KAGB von Family Offices, Stand: 7/2018, sub. 2.

⁵⁵² Vgl. Schreiben des BaFin vom 15.11.2007 – Q 31–71.51 (28 876) – St., jedoch unter Hinweis auf die Ausnahmeregel von § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 15 (vgl. dort sowie bei → § 2 Rn. 56); **and**ers jed. BaFin/BBank, Gemeinsames Informationsblatt zum Tatbestand der Anlageberatung, Stand: 2/2019, sub. 2 aE („corporate finance advice“ nicht erfasst – auf § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 15 kommt es dann nicht an).

⁵⁵³ ESMA35–43–3861 vom 11. Juli 2023, Rn. 95–106 (insb. 102).

⁵⁵⁴ Balzer ZBB 2007, 333 (335); Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 546; von Livonius EWiR 2018, 163.

⁵⁵⁵ Ebenso gemeinsames Informationsblatt der BaFin und der Deutschen Bundesbank zur Anlageberatung, Stand: 2/2019, Ziffer 2 Abs. 5; Assmann/Schneider/Müllbert/Assmann, 8. Aufl. 2022, WpHG § 2 Rn. 168 f.

⁵⁵⁶ So auch die BaFin in Zusammenhang mit der Erstellung von Beratungsprotokollen gemäß § 34 Abs. 2a WpHG aF, Schreiben vom 1.11.2010, sub I; Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 158; ebenso auch Art. 9 Delegierte VO (EU) 2017/565 „Anleger oder potenzieller Anleger“.

⁵⁵⁷ **AA** ggf. gemeinsames Informationsblatt BaFin/BBank, Ziffer 3.

keine Anlageberatung iSd S. 2 Nr. 1a.⁵⁵⁸ Die BaFin schränkt ihre zu weitgehende Auffassung nur hinsichtlich der **Beratung von Anlageberatern** dadurch wieder ein, dass eine **Empfehlung zu empfehlen** nicht tatbestandsmäßig sein soll. Dies ist zutreffend, da sich hier die Empfehlung nicht auf ein „Geschäft in Finanzinstrumenten“, sondern auf eine Empfehlung bezieht.

- 146 3. Prüfung der persönlichen Umstände.** Die Empfehlung muss auf eine **Prüfung der persönlichen Umstände** des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt werden. Durch dieses Merkmal wird die Anlageberatung abgegrenzt von dem bloßen Anpreisen eines bestimmten Finanzinstrumentes. Als auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt ist jede Empfehlung anzusehen, die den Anschein erweckt, dass der Anlageberater eine zumindest allgemeine Exploration des Kunden vorgenommen hat und dem Kunden deshalb das bestimmte Finanzinstrument empfiehlt. **Börsenbriefe** und **Börseninformationsdienste** sowie **Finanzanalysen** fallen daher nicht unter den Tatbestand der Anlageberatung.⁵⁵⁹ Ebenso wenig wird eine Empfehlung von sog. „**Influencern**“ in sozialen Medien erfasst, wie die BaFin in ihrer neuesten Fassung des Merkblattes zur Anlageberatung zutreffend feststellt.⁵⁶⁰ Ob die Exploration des Kunden den Anforderungen der Zivilrechtsprechung zur anleger- und objektgerechten Beratung oder des § 64 WpHG entspricht, ist dabei unerheblich. Entscheidend ist, dass die Empfehlung einen entsprechenden Anschein erweckt. Ist überhaupt keine Exploration erfolgt, erweckt die Empfehlung jedoch den Anschein, dass sie die persönlichen Umstände des Kunden berücksichtigt, so ist die Tatbestandsvariante der „Darstellung als für den Anleger geeignet“ verwirklicht. Ohne jeglichen persönlichen Bezug ist die Empfehlung lediglich eine Anpreisung des Finanzinstrumentes, so dass es auch an der „persönlichen“ Empfehlung fehlt.
- 147 Eine Verbreitung einer „Empfehlung über Informationsverbreitungskanäle oder Bekanntgabe für die Öffentlichkeit“** ist keine Empfehlung im Sinne einer Anlageberatung, da bei einer derartigen Mitteilung dasselbe persönliche Element fehlt, was vorstehend als die Empfehlung von einer Anpreisung unterscheidend dargestellt wurde.⁵⁶¹ Dies stellt nunmehr auch Art. 9 UAbs. 3 Delegierte VO (EU) 2017/565 fest. Es fehlt jegliche Individualisierung und damit das persönliche Element. Dies gilt etwa für Börsengurus, wenn diese im Fernsehen bestimmte Finanzinstrumente anpreisen. Werden jedoch Individuen angedredet, kann eine Empfehlung gemäß den vorstehenden Ausführungen vorliegen. **Finanzanalysen** fallen regelmäßig aufgrund dieses Tatbestandsmerkmals aus dem Bereich der Anlageberatung heraus.⁵⁶² § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 8 enthält eine Ausnahmeregelung für **Empfehlungen ausschließlich von Investmentanteilen oder Vermögensanlagen iSv § 1 Abs. 2 VermAnlG**.
- 148 § 64i Abs. 1** sieht als **Übergangsvorschrift** vor, dass Unternehmen, die am 1.11.2007 eine Erlaubnis für eines oder mehrere Bankgeschäfte oder eine der Finanzdienstleistungen iSd Abs. 1a S. 2 Nr. 1–4 besaßen, die Erlaubnis als auch die Anlageberatung umfassend gilt. Für alle übrigen Finanzdienstleistungsinstitute nach Abs. 1a S. 2, die die Anlageberatung erbrachten, sowie für Anlageberater, die ansonsten keine Finanzdienstleistungen erbrachten, sieht § 64i Abs. 1 S. 2 eine Sonderregelung vor. Beantragte diese Gruppe eine Erlaubnis für das Betreiben der Anlageberatung bis zum 31.1.2008 mittels eines vollständigen Erlaubnisansatzes, galt die Erlaubnis als vorläufig erteilt bis zu einer Entscheidung der BaFin. Anlageberater werden der **Rechtschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW)** zugeordnet.⁵⁶³

IV. Betrieb eines multilateralen Handelssystems (Nr. 1b)

- 149** Durch Nr. 1b wurde Anhang I Abschnitt A Nr. 8 iVm Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente in deutsches Recht mit Wirkung zum 1.11.2007 umgesetzt. Der Wortlaut entspricht § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 8 WpHG und § 2 Abs. 2 Nr. 6 WpIG. Diese Finanzdienstleistung löste die Regelung der §§ 58–60 BörsG mit den Bestimmungen über elektronische Handelssysteme und über börsenähnliche Einrichtungen ab, die im BörsG ersatzlos entfallen sind, und stellt einen Sonderfall der Anlagevermittlung dar.⁵⁶⁴ Um ein multilaterales Handelssystem (engl.: Multilateral Trading Facility,

⁵⁵⁸ AA BaFin/BBank, Gemeinsames Informationsblatt zum Tatbestand der Anlageberatung, Stand: 2/2019, sub 4 („persönliche Empfehlung“, wenn die bisherige Vermögenszusammensetzung oder die verfolgte Anlagestrategie berücksichtigt wird); Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 550 ff.

⁵⁵⁹ Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 157; Fuchs/Zimmermann/Fuchs/Zimmermann, 3. Aufl. 2024, WpHG § 2 Rn. 147 mwN; Balzer ZBB 2007, 333 (335).

⁵⁶⁰ Vgl. BaFin, Merkbl. Anlageberatung, Stand: 2/2025, sub 4 (beruht nicht auf der Prüfung der persönlichen Umstände und wird ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben. – Zustimmend Buck-Heeb BKR 2025, 317; aA für Österreich Hammerschmid, ÖBA 2025, 405, 408 unter Berufung auf ESMA, Supervisory Briefing, 35–43–3861, S. 23, 36 f.; allgemein zu den die Influencer betreffenden Regeln vgl. Möslin/Jetzen ZBB 2024, 236 ff.

⁵⁶¹ Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2022, WpHG § 2 Rn. 174.

⁵⁶² Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2022, WpHG § 2 Rn. 176; Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 560.

⁵⁶³ Vgl. dazu Thonfeld ZIP 2007, 2302.

⁵⁶⁴ Subsidiär ist daher bei Verneinung des Vorliegens eines MTF immer noch der Tatbestand der Anlagevermittlung zu prüfen.

MTF) handelt es sich, wenn „die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems⁵⁶⁵ und nach festgelegten⁵⁶⁶ Bestimmungen in einer Weise zusammengebracht werden, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt“. Erfasst werden durch diese Definitionen sowohl börsliche als auch außerbörsliche Handelssysteme.⁵⁶⁷ Letztlich ist jede Börse ein spezialgesetzlich geregelter Sonderfall einer MTF.⁵⁶⁸ Nach Erwägungsgrund (5) der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente soll hierdurch einer aufkommenden neuen Generation von Systemen des organisierten Handels neben den geregelten Märkten Rechnung getragen und diese Pflichten unterworfen werden, die auch weiterhin ein wirksames und ordnungsgemäßes Funktionieren der Finanzmärkte gewährleisten. Dabei soll nach Erwägungsgrund (6) der Tatsache Rechnung getragen werden, dass beide die Funktion eines organisierten Handels erfüllen. Ausgeschlossen sind daher bilaterale Systeme, bei denen ein Finanzdienstleister jedes Geschäft für eigene Rechnung tätigt und nicht als zentraler Kontrahent iSv Abs. 1 S. 2 Nr. 12 tätig wird. Dabei soll der Begriff des Systems sowohl Märkte umfassen, die aus einem Regelwerk und einer Handelsplattform bestehen, wie auch solche, die ausschließlich auf der Grundlage eines Regelwerkes funktionieren. Dabei stellt die Richtlinie in Erwägungsgrund (6) klar, dass „technische Systeme“ für das Zusammenführen von Aufträgen nicht erforderlich sind, also ein physisches Zusammentreffen der potentiellen Parteien der Verträge ausreicht. Aufgrund dieser Vorgaben dürften die multilateralen Handelssysteme fließend in geregelte Märkte übergehen, so dass eine Abgrenzung der multilateralen Handelssysteme insbesondere gegenüber bilateralen Handelssystemen erforderlich ist.⁵⁶⁹ Die MiFID II⁵⁷⁰ hat neben die multilateralen Handelssysteme die „organisierten Handelssysteme“ (OTF, organised trading facilities) gestellt, vgl. Anh. I Abschnitt A Nr. 9 iVm Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II, die durch § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1d in deutsches Recht umgesetzt wurden (vgl. → Rn. 156a).

Voraussetzung für ein System iSv Nr. 1b ist, dass das System zumindest ein **Regelwerk** über die Mitgliedschaft, die Handelsaufnahme von Finanzinstrumenten, den Handel zwischen den Mitgliedern, Meldungen über abgeschlossene Geschäfte und Transparenzpflichten besitzt, wobei eine Handelsplattform im technischen Sinne nicht erforderlich ist.⁵⁷¹ Dies ergibt sich bereits aus den Vorgaben der Art. 4 Abs. 1 Nr. 15, Art. 14 der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente.

Der Begriff des „**Interesses am Kauf und Verkauf**“ ist in einem weiten Sinne zu verstehen und schließt Aufträge, Kursofferten und Interessenbekundungen ein. Nicht erforderlich ist, dass die Preise Folge des Zusammenspiels von Angebot und Nachfrage sind, weil etwa im Rahmen eines MTF für Fonds zum Nettoinventarwert abgewickelt wird.⁵⁷² Die Zusammenführung der Interessen nach festgelegten Regeln bedeutet, dass jede Zusammenführung nach den Regeln des Systems oder mit Hilfe der Protokolle oder internen Betriebsverfahren des Systems (einschließlich etwaiger in Computersoftware enthaltener Verfahren) erfolgt. Dabei muss die Zusammenführung der Interessen nach **nichtdiskretionären** Regeln erfolgen, also nach festgelegten Bestimmungen. Dies bedeutet, dass diese Regeln dem ein multilaterales Handelssystem betreibenden Finanzdienstleister keinerlei Ermessensspielraum im Hinblick auf die möglichen Wechselwirkungen zwischen den Interessen einräumen. Hierin liegt der wesentliche Unterschied zu organisierten Handelssystemen (OTF) (dazu → Rn. 156a f.). Die Zusammenführung der Interessen musste nach früher hM zu einem **Vertragsabschluss** innerhalb des Systems führen,⁵⁷³ doch soll nach Auffassung der BaFin, die sich der Auffassung der ESMA angeschlossen hat, auch eine Kommunikation über Preis und Mengen auf der Plattform mit anschließendem bilateralem Vertragsabschluss außerhalb der Plattform genügen.⁵⁷⁴ Daher zählen nunmehr zu den multilateralen Handelssystemen auch solche Systeme, bei denen kein Vertragsabschluss erfolgt, sondern die nur als **Kommunikationsforen** (Bulletin Board) wirken und der Vertragsabschluss außerhalb des Systems zwischen den Vertragsparteien vorgenommen wird.⁵⁷⁵ In einem solchen Fall kann zudem eine Anlagevermittlung nach S. 2 Nr. 1 vorliegen. Ein System, das lediglich der **Abwicklung** der zwischen den Vertragsparteien bereits außerhalb des Systems geschlossenen Verträge dient, fällt jedoch nicht unter den Begriff des multilateralen Handelssystems, da keine Interessen am Kauf

⁵⁶⁵ Vgl. hierzu Kumpan, Die Regulierung außerbörslicher Handelssysteme, S. 269; Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 136 ff. mwN.

⁵⁶⁶ Der Wortlaut von § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 8 WpHG und von § 2 Abs. 2 Nr. 6 WpIG verwendet statt des Terminus „festgelegt“ den Terminus „nichtdiskretionär“, ohne dass dies zu einem Unterschied führt.

⁵⁶⁷ Grieser/Heemann, BankaufsichtsR/Moericke S. 913 (917 f.).

⁵⁶⁸ So zu Recht Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 566 (MTF ist börsenähnliche Handelsplattform).

⁵⁶⁹ Vgl. zum Ganzen Kumpan ECFR 2006, 383 (397 ff.).

⁵⁷⁰ ABl. EU 2014 Nr. L 173, 349.

⁵⁷¹ Vgl. FRUG Begr., BT-Drs. 12/4028, 12; RegEntw. MiFID – UmsG, BT-Drs. 16/4928, 56, 90; BaFin, Merkblatt – Tatbestand des Betriebens eines multilateralen Handelssystems, Stand: 4/2023, sub 1. a).

⁵⁷² EuGH RIW 2018, 53 Rn. 38 f.

⁵⁷³ Kumpan, Die Regulierung außerbörslicher Handelssysteme, S. 223 ff., 270 ff.

⁵⁷⁴ BaFin – Merkblatt – Tatbestand des Betriebens eines MTF (Stand: 4/2023), sub 2 mwN zur Stellungnahme der ESMA.

⁵⁷⁵ Vgl. zur bisherigen Auffassung der BaFin Beck/Samm/Kokemoor/Reschke, Stand: 3/2021, § 1 Rn. 573 ff.

und Verkauf zusammengeführt werden. Ein **multilaterales System** liegt nicht vor bei rein bilateralen Handelssystemen (sog. Kontrahentensysteme).⁵⁷⁶ Das Bestehen eines zentralen Kontrahenten iSv § 1 Abs. 1 S. 2 Nr. 12 lässt das Merkmal der Multilateralität jedoch nicht entfallen. Hiervon zu unterscheiden sind systematische Internalisierer, die wiederum ein **bilaterales System** begründen.⁵⁷⁷

152 Unklar ist, wann eine „**Vielzahl von Personen**“ vorliegt. Ein Anknüpfen an den Ausschluss eines öffentlichen Angebotes iSd WpPG aF wäre unangebracht, wenn eine Anzahl von 150 Personen schon bei kleineren Börsen nicht erreicht würde.⁵⁷⁸ Die BaFin⁵⁷⁹ interpretiert dieses Merkmal dahingehend, dass dadurch in erster Linie sichergestellt werden soll, dass Privatanlegern kein Zugang zu dem MTF gewährt werden soll. Eine Ausnahme von der grundsätzlichen Erlaubnispflicht sieht § 2 Abs. 6 Nr. 16 vor für den Betreiber organisierter Märkte, wenn keine weitere Finanzdienstleistung als der Betrieb eines MTF oder OTF erbracht wird. Da der Betrieb eines multilateralen Handelssystems jedoch regelmäßig auch eine Anlagevermittlung begründet, ist diese Ausnahmegvorschrift insoweit erweiternd auszulegen.⁵⁸⁰

153 Die **Übergangsvorschrift** des § 64i Abs. 4 sieht – anders als die Übergangsvorschrift für die Anlageberatung – vor, dass für Unternehmen, die am 1.11.2007 eine Erlaubnis für die Anlagevermittlung besaßen, eine solche für den Betrieb eines multilateralen Handelssystems als erteilt galt, wenn diese bis zum 31.1.2008 einen vollständigen Erlaubnisantrag stellten und die BaFin dem nicht binnen drei Monaten nach Eingang des vollständigen Erlaubnisantrages widersprach. Die BaFin kann widersprechen, wenn sie im Falle eines regulären Erlaubnisantrages das Recht hätte, die Erteilung der Erlaubnis nach § 33 zu versagen. Diese Übergangsvorschrift reflektiert, dass der Betrieb eines multilateralen Handelssystems regelmäßig auch eine Anlagevermittlung darstellt.

V. Platzierungsgeschäft (Nr. 1c)

154 Durch Abs. 1a S. 2 Nr. 1c wird Anhang I Abschnitt A Nr. 7 der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente umgesetzt. Die Regelung ist wörtlich identisch mit § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 6 WpHG und § 2 Abs. 2 Nr. 8 WpIG. Die Ausführungen des Gesetzes bzw. der Gesetzesbegründung zu dem Platzierungsgeschäft sind kryptisch. In der Gesetzesbegründung⁵⁸¹ heißt es lediglich, dass die Platzierung von Finanzinstrumenten bislang unter die Abschlussvermittlung fiel. Diese in Abs. 1a S. 2 Nr. 2 geregelte Finanzdienstleistung erfasst die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten im fremden Namen für fremde Rechnung. Daraus lässt sich immerhin rückschließen, dass ein **Teilbereich der Abschlussvermittlung** als Platzierungsgeschäft erfasst werden soll. Anhang I Abschnitt A Nr. 7 der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente formuliert als Wertpapierdienstleistung die „**Platzierung von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung**“. Daraus und aus der im Anhang I vorangehenden Nr. 6 („Übernahme der Emission von Finanzinstrumenten und/oder Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung“) lässt sich entnehmen, dass mit dem Platzierungsgeschäft eine **Ergänzung des Emissionsgeschäftes** beabsichtigt ist. Erfasst werden sollen offensichtlich die Fälle, in denen mangels einer Übernahme der Finanzinstrumente für eigenes Risiko bzw. der Übernahme einer gleichwertigen Garantie kein Emissionsgeschäft iSv Abs. 1 S. 2 Nr. 10 als Bankgeschäft betrieben wird, der Platzeur also kein Risiko trägt. Schleierhaft bleibt, warum der Gesetzgeber die Tätigkeit von Konsortien auf einer best-efforts-basis (dazu → Rn. 115) gesondert regeln wollte, da doch diese Tätigkeit bisher völlig unbestritten eine Abschlussvermittlung oder einen Eigenhandel darstellte. Die Formulierung der Gesetzesbegründung, dass die Platzierung bisher unter die Abschlussvermittlung fiel, dürfte jedoch nicht dahingehend zu verstehen sein, dass lediglich bei einer Tätigkeit im fremden Namen auf fremde Rechnung (= offene Stellvertretung) ein Platzierungsgeschäft gegeben ist.⁵⁸² Auch wenn ein Platzierungskonsortium oder platzierendes Unternehmen die Finanzinstrumente im eigenen Namen für fremde Rechnung platziert (dann zudem Finanzkommissionsgeschäft) oder zunächst zu Eigentum übernimmt und eine Platzierung versucht, jedoch berechtigt ist, eine Rücküberreignung vorzunehmen, wenn die Platzierung nicht gelingt, sollte ein Platzierungsgeschäft anzunehmen sein (das allerdings durch das Bankgeschäft des Finanzkommissionsgeschäftes verdrängt wird, soweit dieses vorliegt). Die bisher in Ziffer 4 und nunmehr in Ziffer 4c bestehende Form des Eigenhandels als Dienstleistung für andere sollte gleichermaßen erfasst sein. – Naheliegender erscheint als

⁵⁷⁶ Schwennicke/Auerbach/Schwennicke § 1 Rn. 100.

⁵⁷⁷ Vgl. Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2022, WpHG § 2 Rn. 164; Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 142.

⁵⁷⁸ Vgl. auch Grieser/Heemann, BankaufsichtsR/Moericke S. 913 (923), der darauf verweist, dass an den deutschen Wertpapierbörsen im Durchschnitt 116 Unternehmen zugelassen sind.

⁵⁷⁹ BaFin, Merkblatt – Tatbestand des Betriebens eines multilateralen Handelssystems gem. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1b KWG, Stand: 4/2023, sub 1. c).

⁵⁸⁰ Vgl. → § 2 Rn. 100.

⁵⁸¹ BT-Drs. 16/4028, 109.

⁵⁸² So aber die BaFin, Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Platzierungsgeschäftes, Stand: 7/2013, S. 1; wie hier Assmann/Schneider/Mülbert/Assmann, 8. Aufl. 2022, WpHG § 2 Rn. 145; Schwark/Zimmer/Kumpan, 5. Aufl. 2020, WpHG § 2 Rn. 126.