

Festschrift 25 Jahre WpHG

Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts

herausgegeben von
Lars Klöhn und Sebastian Mock

DE GRUYTER

Prof. Dr. Lars Klöhn, Humboldt Universität zu Berlin
Prof. Dr. Sebastian Mock, Wirtschaftsuniversität Wien

ISBN 978-3-11-062738-1
e-ISBN (PDF) 978-3-11-063232-3
e-ISBN (EPUB) 978-3-11-062881-4

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2019 Walter de Gruyter GmbH, Berlin/Boston
Druck und Bindung: CPI books GmbH, Leck

www.degruyter.com

Rolf Sethe

25 Jahre Wertpapierhandelsgesetz – ein Anlass zum Feiern?

I. Ziel und Perspektive des Beitrags

Die Herausgeber dieser Festschrift haben mich gebeten, einen Blick aus dem Ausland auf das WpHG zu werfen und seine grundlegende Konzeption und Bedeutung mit dem neuen schweizerischen Aufsichtsrecht zu vergleichen. Eine solche rechtsvergleichende Betrachtungsweise bietet die Chance auf Erkenntnisse, die eine rein deutsche Binnensicht nicht leisten kann. Dabei muss sich der nachfolgende Rechtsvergleich zum schweizerischen Recht auf die durch das WpHG gesetzten allgemeinen Rahmenbedingungen beschränken. Für einen Detailvergleich einzelner Rechtsinstitute oder Regelungsansätze fehlt hier der Platz.

II. Analyse der Konzeption des WpHG

1. Sektorübergreifendes Markt- und Vertriebsrecht

Das markt- und vertriebsbezogene WpHG stellte zum Zeitpunkt seines Inkrafttretens einen Meilenstein kapitalmarktrechtlicher Regulierung in Deutschland dar,¹ denn das deutsche Kapitalmarktrecht war zuvor nahezu 100 Jahre lang durch eine sektorspezifische Regelung geprägt.² Sofern man überhaupt schon von

Prof. Dr. iur., LL.M., Ordinarius für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht und Leiter des Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung an der Universität Zürich. Der Verfasser dankt Prof. Matthias Lehmann, Bonn, sowie Dr. Lukas Fahrländer und MLaw Meltem Cetinkaya für wertvolle Hinweise.

¹ Assmann in Assmann/Schneider, WpHG, 1. Aufl. 1995, Einl. Rn. 11, weist dem WpHG für die Entwicklung des modernen marktbezogenen Kapitalmarktrechts die Stellung und Bedeutung zu, die dem BörsG von 1896 für die rechtsform- und institutionenbezogene Ordnung des organisierten Kapitalmarkts zukam.

² Zum Folgenden vgl. Assmann (Fn. 1), Einl. Rn. 1 ff.; Assmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 1 Rn. 5 ff. (in der Folgeaufgabe leider nicht mehr beschrieben); Oechsler, Der kapitalmarkt- und börsenrechtliche Regelungsrahmen, in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. 1, S. 150 ff.; Sethe, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005, S. 208 ff., 343 ff.

einem Kapitalmarktrecht sprechen will, knüpfte der Gesetzgeber dieses an Rechtsformen oder Institutionen an, wie die Aktiengesellschaft,³ die Börse,⁴ die Kreditinstitute⁵ und die Kapitalanlagegesellschaften.⁶ Das deutsche Recht unterschied sich damit von anderen Rechtsordnungen, die schon sehr früh eine markt- oder vertriebsbezogene Regelung kannten, wie etwa die USA⁷ und Großbritannien.⁸

Wegen der Inflation und der Zerstörungen in zwei Weltkriegen war anlagefähiges Kapital in größerem Umfang erst ab den 1960er-Jahren vorhanden.⁹ Aufgrund eines zu eng gefassten Begriffs der kollektiven Kapitalanlage in § 1 KAGG, des weitgehenden Fehlens¹⁰ anderer Schutzmechanismen und steuerlicher Anreize kam es zur Entstehung des grauen Kapitalmarkts. Das nichtvorhandene Vertriebsrecht führte zu zahlreichen Missständen, wie etwa der massenhaften Schädigung deutscher Anleger beim Zusammenbruch von Bernie Cornfelds International Overseas Services (IOS) und anderen Anlagevehikeln des grauen Kapitalmarkts.¹¹ Zudem bedingte das Nebeneinander von ungeregeltem grauen Kapitalmarkt und geregelter organisierter Kapitalmarkt massive Wettbewerbsverzerrungen.

Trotz dieser erkannten Defizite kam es – von geringfügigen punktuellen Korrekturen in den 1970er und 80er-Jahren abgesehen – zu einem regulatorischen Stillstand im Kapitalmarktrecht. Dies zeigte sich insbesondere daran, dass der

3 Die erste einheitliche Kodifizierung des Aktienrechts in Deutschland findet sich im ADHGB von 1861. Dieses wurde zunächst in den meisten deutschen Staaten jeweils als Einzelgesetz erlassen. Durch Gesetz vom 5. 6. 1869, BGBl. Norddt. Bund, 379, übernahm es der Norddeutsche Bund, durch die Reichsgesetze vom 16./22. 4. 1871, RGBl. 63, 87, wurde es in der Fassung der 1. Aktienrechtsnovelle im ganzen Reichsgebiet formell einheitliches Recht.

4 Börsengesetz vom 22. 6. 1896, RGBl. 157.

5 Reichsgesetz über das Kreditwesen vom 5. 12. 1934, RGBl. I 1203, abgelöst durch das Gesetz über das Kreditwesen vom 10. 7. 1961, BGBl. I 881.

6 Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. 4. 1957, BGBl. I 378.

7 Securities Act 1933, Securities Exchange Act 1934, Investment Company Act 1940, Investment Advisers Act 1940.

8 Die marktbezogene Regulierung beruhte noch auf informellen „guidelines“ oder „codes of conduct“ der London Stock Exchange und der Bank of England. 1986 wurde die Zulassung und Beaufsichtigung durch den Financial Services Act umfassend gesetzlich geregelt, zu Einzelheiten vgl. *Barnard*, *The United Kingdom Financial Services Act, 1986: A New Regulatory Framework*, *The International Lawyer*, 21/2 (1987), 343 ff.; *Sethe* (Fn. 2), S. 400 f. m. w. N.

9 *Sethe* (Fn. 2), S. 344.

10 Der durch Art. 1 Nr. 1 des Gesetzes zur Reform der Gewerbeordnung vom 16. 8. 1972, BGBl. I 1465, eingefügte § 34c GewO entpuppte sich als weitgehend wirkungslos.

11 *Sethe* (Fn. 2), S. 366 f.

1977 eingebrachte Entwurf eines Vermögensanlagegesetzes¹² im Parlament scheiterte. Vorgesehen waren ein an den Vertrieb von Vermögensanlagen geknüpfter Prospektzwang und eine Pflicht zur laufenden Publizität. Erfasst werden sollten alle Personen, die Anteile an einem Unternehmen im Wege des öffentlichen Anbietens, der öffentlichen Werbung oder in ähnlicher Weise vertrieben. Gleiches galt für den Vertrieb von Anteilen an einem Vermögen, das ein Unternehmen treuhänderisch für fremde Rechnung verwaltete. Mangels einer gesetzlichen Regelung war es dann die Rechtsprechung, die eine Inhaltskontrolle von Gesellschaftsverträgen vornahm sowie Standards für den Vertrieb von Produkten des grauen Kapitalmarkts festschrieb und so den notwendigen Anlegerschutz verwirklichte.

Die Untätigkeit des Gesetzgebers in Bezug auf den Vertrieb am organisierten Kapitalmarkt fand erst mit dem VerkProspG von 1991¹³ und dem WpHG von 1994 ein Ende, wobei der Anlass beider Regelungen jeweils EU-Richtlinien waren.¹⁴ Mit dem WpHG wurde der bisherige Regelungsansatz zugunsten einer sektorübergreifenden¹⁵ Regelung überwunden. Dabei ist hervorzuheben, dass das WpHG sowohl die Verhaltenspflichten am Kapitalmarkt als auch solche gegenüber Kunden enthielt.

In den Bereichen, in denen die EU nicht den Takt vorgab, d. h. beim grauen Kapitalmarkt, wurde der Stillstand erst geraume Zeit später und nur schrittweise überwunden: 2004 erfolgte eine Änderung des VerkProspG,¹⁶ die einen Prospektzwang für Anlagen auf dem grauen Kapitalmarkt einführt (§§ 8 f ff. VerkProspG). 2011 wurde diese Regelung in ein neues Vermögensanlagegesetz überführt und um eine Bewilligungspflicht für Anlageberater und Anlagevermittler von Produkten des grauen Kapitalmarkts ergänzt (§§ 34 f und 34 g GewO).¹⁷ Ob die regional organisierte Gewerbeaufsicht personell und strukturell in der Lage ist, den bundesweiten grauen Kapitalmarkt wirksam zu überwachen, lässt sich

12 RegE, BT-Drucks. 8/1405, inhaltsgleich mit BR-Drucks. 407/77.

13 Wertpapierverkaufsprospektgesetz vom 3.12.1990, BGBl. I 2749, dazu *Assmann* NJW 1991, 528 ff.

14 Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist (89/298/EWG), ABl. EG Nr. L 124 vom 5.5.1989, 8 ff.; Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. EG Nr. L 141 vom 11.6.1993, 27 ff.

15 Die ebenfalls sektorübergreifenden Vorschriften zur Geldwäschebekämpfung bleiben nachfolgend außer Betracht.

16 Vgl. Art. 2 des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes vom 28.10.2004, BGBl. I 2630.

17 Art. 1 und Art. 5 Nr. 9 des Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts vom 6.12.2011, BGBl. I 2481.

ernstlich bezweifeln.¹⁸ Eine den gesamten Kapitalmarkt erfassende sektorübergreifende Regelung fehlt somit bis heute.¹⁹

Die Schweiz hielt deutlich länger als Deutschland an einer sektorspezifischen Regelung fest und regelte die Aufsicht über Banken,²⁰ Börsen und Effektenhändler²¹ sowie kollektive Kapitalanlagen²² in eigenständigen Gesetzen. Für den Vertrieb von Effekten findet sich eine rudimentäre Regelung in Art. 11 BEHG,²³ die sich inhaltlich an Art. 11 der EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie anlehnte. Die Schweiz ließ den autonomen Nachvollzug von MiFID I aus und konzentrierte sich zunächst auf die Schaffung moderner aufsichtsrechtlicher Strukturen, indem man vier neue Gesetze schuf (sog. Kleeblatt-Reform): 2009 erfolgte die Errichtung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), in der die drei Vorgängerbehörden Eidgenössische Bankenkommission (EBK), Bundesamt für Privatversicherungen (BPV) und Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei (Kst GwG) aufgingen. 2015 wurde mit dem Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) die Reform der Handelsplätze und übrigen Finanzmarktinfrastrukturen sowie des Marktverhaltens verabschiedet, womit man zugleich die europäische Regelung von EMIR²⁴ und Teilen von MiFID II²⁵ nachvollzog. Mit dem 2018 verabschiedeten Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG)²⁶ wird unter anderem nun die Aufsicht über den Vertrieb von Finanzinstrumenten (Art. 6 ff. FIDLEG) und damit auch die Verhaltenspflichten gegenüber Kunden in Anlehnung an die MiFID II geregelt. Mit dem parallel verabschiedeten Finanzinstitutsgesetz (FINIG)²⁷ hat man die Be-

18 Vgl. statt vieler etwa *Heisterhagen/Conreder* DStR 2015, 1929, 1933 ff.; *Martin* Kriminalistik 2016, 723 ff.

19 Die von *Assmann* (Fn. 1), Einl. Rn. 11, geäußerte Hoffnung, das WpHG werde auch auf den grauen Kapitalmarkt ausgedehnt, hat sich damit leider nicht erfüllt, da zwar die Produkte des grauen Kapitalmarkts auch Finanzinstrumente gemäß § 2 Abs. 4 Nr. 7 WpHG sind, aber der vor allem durch Anlageberater und -vermittler vorgenommene Vertrieb nicht unter das WpHG fällt, sondern unter die GewO (vgl. § 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 lit. e WpHG).

20 Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (BankG) vom 8.11.1934, AS 51, 117.

21 Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) vom 24.3.1995, AS 1997, 68.

22 Bundesgesetz über die Anlagefonds (AFG) vom 1.7.1966, AS 1967, 115; inzwischen abgelöst durch das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) vom 23.6.2006, AS 2006, 5379.

23 Diese Norm wird mit dem Inkrafttreten des FIDLEG aufgehoben.

24 Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 4.7.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU L 201 vom 27.7.2012, 1 ff.

25 Richtlinie 2014/65/EU vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU L 173 vom 12.6.2014, 349 ff.

26 Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) vom 15.6.2018 (voraussichtliches Inkrafttreten am 1.1.2020).

27 Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG) vom 15.6.2018 (voraussichtliches Inkrafttreten am 1.1.2020).

willigungsvoraussetzungen für Finanzintermediäre²⁸ in einem Gesetz konzentriert und das Verfahren vereinheitlicht.

Bemerkenswert ist der Rechtsvergleich im Hinblick auf den grauen Kapitalmarkt. Die Schweiz regelte bereits 1966 das Investmentrecht. Art. 2 Abs. 1 AFG bestimmte, dass der Anlagefonds ein Vermögen ist, das aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zum Zwecke gemeinschaftlicher Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird. Die weite Definition verhinderte das Entstehen eines unregulierten (grauen) Marktsegments. Öffentlich vertriebene Kapitalanlagen unterfielen entweder dem Begriff der Effekte des BEHG oder dem der kollektiven Kapitalanlage nach dem AFG (heute KAG). Es lässt sich damit festhalten, dass in der Schweiz der Prozess einer sektorübergreifenden Regelung des Vertriebes von Kapitalmarktprodukten zwar später als in Deutschland begann, dafür aber einheitlich erfolgt ist, so dass die Schweiz nun über ein klarer strukturiertes Aufsichtsrecht verfügen wird.

2. Gesetzesbezeichnung

Der deutsche Gesetzgeber verfolgte die Idee, alle Finanzmarktgesetze nach einem einheitlichen Muster zu benennen, indem jede Gesetzesbezeichnung mit dem Begriff „Wertpapier...“ begann (WpHG, WpPG, WpÜG etc.). Die Idee eines solchen „Schlüsselreizes“ für Juristen – so charmant sie auf den ersten Blick auch war – erwies sich von Anfang an als veraltet. Der Begriff des *Wertpapiers* hatte im Zeitalter der Immobilisierung (Sammelverwahrung und Globalurkunden) und der Entmaterialisierung (Wertrechte) bereits seine Bedeutung eingebüßt (bezeichnend der damalige § 2 Abs. 1 WpHG: „Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind, ...“) und war daher als Anknüpfungspunkt wenig tauglich.²⁹ Des Weiteren unterscheiden sich die Teilrechtsgebiete Wertpapierrecht und Kapitalmarktrecht; die Verwendung des Begriffs „Wertpapier“ erweckt die falsche Assoziation, dass es sich beim WpHG um Wertpapierrecht handelt. Schließlich machte der Begriff das WpHG wenig zukunftstauglich, denn heute sind dort auch andere Produkte, wie Waren, Energien, Referenzwerte (vgl. § 2 Abs. 5–7 WpHG), geregelt. Der Gesetzgeber hat an der

²⁸ Mit Ausnahme der Banken und Versicherungen.

²⁹ So bereits *Lehmann*, Finanzinstrumente – Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände, 2009, S. 508, 510.

Bezeichnung WpHG festgehalten, obwohl ihm die Neufassung³⁰ anlässlich der Umsetzung der MiFID II eine gute Gelegenheit für einen Wechsel geboten hätte.

Der schweizerische Gesetzgeber hat ebenfalls alle seit 2009 erlassenen Gesetze, soweit diese sektorübergreifend waren und Bezug zum Kapitalmarkt hatten, nach einem einheitlichen Muster benannt. Dabei griff man auf den Begriff „Finanz“ bzw. „Finanzmarkt“ zurück (FINMAG, FinfraG, FINIG, FIDLEG). Der Begriff „Kapitalmarkt“ wurde bewusst vermieden, da dieser den Versicherungsbereich ausgeschlossen hätte, der auch unter die Aufsicht der FINMA fällt. Zudem ist die Grenzziehung zwischen Kapitalmarkt und Versicherungsmarkt im Zeitalter der Allfinanz und der in Versicherungen gekleideten Anlageprodukte zufällig.

3. Gesetzssystematik und Regelungsmaterien

Das WpHG war zunächst sehr klar strukturiert und enthielt fünf Regelungskomplexe. Neben der Errichtung des damaligen Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel (§§ 3–11 WpHG a. F.) wurden eine Meldepflicht zu Geschäften mit Wertpapieren und Derivaten eingeführt (§ 9 WpHG a. F.) sowie der Insiderhandel und die Ad-hoc-Publizität (§§ 12–20, 38 WpHG a. F.), die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht von bedeutenden Beteiligungen an einer börsennotierten Gesellschaft (§§ 21–30 WpHG a. F.) und die Verhaltens- und Organisationspflichten (§§ 31–37 WpHG a. F.) normiert.

Es fällt auf, dass man im WpHG Börsenfolgepflichten regelte (Meldepflicht, Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität und Stimmrechtsmitteilungen), das BörsG neben dem WpHG aber in Kraft ließ für die Regelung der Institution Börse und der Börsenzulassung.³¹ Diese auf zwei Gesetze aufgeteilte Regelung besteht bis heute fort und wurde noch dadurch verschärft, dass man nun auch die hinzugekommenen Regeln über multilaterale und organisierte Handelssysteme auf beide Gesetze „verteilt“ hat. Der alte institutionenbezogene Regelungsansatz besteht neben dem neuen marktbezogenen also teilweise fort.

Im WpHG finden sich auch Vertriebsregeln gegenüber Kunden. Diese waren im Regierungsentwurf noch nicht enthalten³² und wurden erst vom Finanzausschuss in das Gesetz aufgenommen.³³ Mit dieser Einfügung erhielt das WpHG seine zweite Stoßrichtung, nämlich den vertriebsbezogenen Ansatz, den es bis heute hat. Dieser Ansatz wird aber, wie oben gezeigt, nicht vollständig durchge-

³⁰ Art. 3 des 2. Finanzmarktnovellierungsgesetzes vom 23.7.2017, BGBl. I 1693.

³¹ Ebenfalls kritisch dazu *Lehmann* (Fn. 29), S. 511.

³² RegE zum 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BR-Drucks. 793/93.

³³ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, 3, 28 ff.

halten, wird doch der Vertrieb von Produkten des grauen Kapitalmarkts weiterhin separat in der GewO geregelt.

Das WpHG wurde in der Folge durch 78 Gesetzesänderungen fortlaufend modernisiert und an aktuelle Entwicklungen angepasst. Auch bei diesen Reformen beruhte der Anpassungsbedarf zumeist auf Vorgaben aus Brüssel.³⁴

Im WpHG finden sich bis heute zahlreiche Vorschriften zur Organisation, zu den Aufgaben und Kompetenzen der Aufsicht und zur Zusammenarbeit mit anderen Behörden im In- und Ausland. Dies war in den Anfängen des WpHG verständlich, weil es damals noch zwei Aufsichtsämter, eines für das Kreditwesen und eines für den Wertpapierhandel, gab. Deren im FinDAG³⁵ erfolgte Fusion zu einer Aufsichtsbehörde (BaFin) nutzte man nicht, um Organisation, Aufgaben und Kompetenzen der Aufsicht zentral zu regeln. Dieses Versäumnis führt dazu, dass man in den Einzelgesetzen jeweils parallele Regelungen über die Tätigkeit und die Befugnisse der Aufsicht findet (vgl. etwa §§ 5 ff. KWG, §§ 6 ff. WpHG, §§ 5 ff. KAGB). Man hat zwar nun *eine* Kapitalmarktaufsicht, aber verstreute Kompetenzen mit zahlreichen gesetzlichen Doppelspurigkeiten. Auch hier lebt also der institutionenbezogene Regelungsansatz noch fort.

Betrachtet man die heutige schweizerische Gesetzgebung, fällt die moderne Systematik auf. Im FINMAG werden die Errichtung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA und ihre Aufgaben und Kompetenzen geregelt. Dieses Gesetz stellt den vor die Klammer gezogenen Allgemeinen Teil des Finanzmarktrechts dar, wie dessen Art. 1 verdeutlicht. Im FinfraG werden die Finanzmarktinfrastrukturen und alle marktbezogenen Pflichten (also auch die Börsenfolgepflichten und das Übernahmerecht) geregelt. Das FINIG und das BankG enthalten die Vorschriften zur prudentiellen Aufsicht über die Finanzinstitute. Das FIDLEG schließlich regelt die Finanzdienstleistungen, also die Verhaltenspflichten gegenüber Kunden, die Organisationspflichten von Finanzdienstleistern sowie die Prospektspflicht, das Basisinformationsblatt und die Streitbeilegung über Ombudsstellen. Spezialgesetze, wie etwa das KAG und das PFG³⁶, enthalten nur noch die produktbezogenen Regeln, während die dort bisher enthaltenen Vertriebsregeln in das FIDLEG und die Regeln zur prudentiellen Aufsicht in das FINIG übernommen werden.

³⁴ Vgl. die Auflistung bei Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Einl. Rn. 12 ff.

³⁵ Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz vom 22.4.2002, BGBl. I 1310.

³⁶ Pfandbriefgesetz vom 25.6.1930, AS 47, 109.

4. Anwendungsbereich

Das deutsche Aufsichtsrecht umschreibt den Anwendungsbereich der einzelnen Gesetze jeweils im Wege eines eng formulierten, enumerativen Katalogs von Tatbeständen, die eine Zulassungspflicht auslösen. Dieses Vorgehen lädt dazu ein, nach Lücken zu suchen (und diese auch regelmäßig zu finden). So konnte der graue Kapitalmarkt, wie oben gezeigt, nur deshalb entstehen, weil der Begriff des Kapitalanlagegeschäfts in § 1 Abs. 1 KAGG eng definiert war. Der Erfolg des Vertriebskonzepts der Göttinger Gruppe³⁷ beruhte nicht zuletzt auf dem Umstand, dass die als „SecuRente“ massenhaft verkauften stillen Beteiligungen seinerzeit weder unter das KWG noch unter das WpHG oder das damalige KAGG fielen. Der Tatbestand der Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG, § 2 Abs. 8 Satz 7 WpHG) wurde geschaffen, um Schutzlücken durch die zu enge Definition der Finanzportfolioverwaltung zu schließen.³⁸

Grund für die Notwendigkeit ständiger Nachbesserungen ist eine fehlende wirtschaftliche (funktionale) Betrachtungsweise. Eine Regelung, die einen zunächst weiten Anwendungsbereich hat und dann im Wege von (auch auf Verordnungsstufe möglichen) Ausnahmetatbeständen vorgeht, würde den Anreiz beenden, Gesetzeslücken für Vertriebsmodelle zu nutzen. Das Bundesverwaltungsgericht hat eine wirtschaftliche Betrachtungsweise in seiner GAMAG-Entscheidung nur deshalb abgelehnt, weil der Gesetzgeber sich für einen enumerativen Katalog von bewilligungspflichtigen Tatbeständen entschieden hatte.³⁹ Unter rechtsstaatlichen Gesichtspunkten spricht nichts dagegen, anders vorzugehen und einen an den wirtschaftlichen Realitäten ausgerichteten Tatbestand zu formulieren.

Für ein solches Vorgehen hat sich die Schweiz entschieden. Der weite Anwendungsbereich des AFG (heute KAG) wurde bereits erwähnt. Aber auch das BankG sowie das FIDLEG und FINIG folgen diesem Modell. So werden etwa in Art. 3 lit. c FIDLEG die Finanzdienstleistungen wie folgt definiert: „für Kundinnen und Kunden erbrachte Tätigkeiten: Erwerb oder Veräußerung von Finanzinstru-

³⁷ Vgl. den Sachverhalt der BGH-Entscheidung II ZR 314/03 vom 26.9.2005.

³⁸ Kritisch zu diesem Vorgehen bereits *Sethe* FS Schneider, 2011, S. 1239 ff.

³⁹ BVerwG, WM 2008, 1359 Rn. 31: „Hätte der Gesetzgeber die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten, soweit sich diese bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise als Dienstleistung für andere darstellt, umfassend einer Erlaubnispflicht unterwerfen wollen, so hätte es nahegelegen, dieses Geschäft in einem umfassend formulierten Tatbestand zusammenzufassen. Stattdessen hat der Gesetzgeber die verschiedenen Formen des Effektengeschäfts mit drei getrennten Tatbeständen erfasst. Dies spricht ebenfalls für eine enge Auslegung der einzelnen Tatbestände und gegen die weite Auslegung eines dieser Tatbestände als Auffangtatbestand“.

menten, Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, Verwaltung von Finanzinstrumenten ...“. Auf Verordnungsebene werden dann einzelne Fallgestaltungen wieder ausgenommen, bei denen die Notwendigkeit der Beaufsichtigung fehlt (vgl. Art. 3 E-FIDLEV⁴⁰).

5. Definition des Anlegers

Die ursprüngliche Fassung des WpHG enthielt keine gesetzliche Definition des „Kunden“ oder „Anlegers“. Aus den Gesetzesmaterialien⁴¹ ergibt sich jedoch der klare Hinweis, dass auf das im Einzelfall nötige Schutzbedürfnis des Kunden abzustellen ist.⁴² Durch die Einführung der drei Kundenkategorien im Zuge der Umsetzung von MiFID I in § 31a WpHG a.F. enthielt das Gesetz später eine präzisere Definition, die nun in der aktuellen Gesetzesfassung in § 67 WpHG zu finden ist. Gleichwohl ist offen, ob sich der Schutz des WpHG nur auf rational handelnde Anleger bezieht oder ob der Gesetzgeber auch irrational handelnde Anleger schützen wollte, um die Erkenntnisse der *Behavioral Finance* zu berücksichtigen.⁴³ Auch ist noch nicht abschließend geklärt, in welchem Verhältnis die §§ 63 ff. WpHG zum Verbraucherschutz stehen.⁴⁴

Auch in der Schweiz hat sich das Anlegerleitbild gewandelt.⁴⁵ Die bereits erwähnte, für den Vertrieb geltende Vorschrift des Art. 11 BEHG stellt noch auf „die Geschäftserfahrung und die fachlichen Kenntnisse der Kunden“ ab und ist daher mit der Ursprungsfassung von § 31 WpHG vergleichbar. In Art. 10 KAG wurde dann eine erste Kundensegmentierung eingeführt (qualifizierte Anleger und nichtqualifizierte Anleger). Mit dem FIDLEG übernimmt die Schweiz nun eine der MiFID II vergleichbare Kundensegmentierung in drei Kundengruppen (Art. 4 ff. FIDLEG), wobei Detailunterschiede bei der Hochstufung zum gekorenen

⁴⁰ Die noch in der Entstehung befindliche Verordnung zum FIDLEG wird voraussichtlich ebenfalls am 1.1.2020 in Kraft treten.

⁴¹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/7918, 3, 103f.

⁴² Ebenso *Koller* in Assmann/Schneider, WpHG, 1. Aufl. 1995, § 31 Rn. 81.

⁴³ Zum Stand der Diskussion *Koller* in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 63 Rn. 3 ff.

⁴⁴ Herrschend dürfte die Ansicht sein, dass Anleger- und Konsumentenschutz jeweils eigenständige Schutzkonzepte darstellen, die sich jedoch überschneiden, vgl. etwa *Buck-Heeb* ZHR 2012, 66, 75 f.; *Mülbert* ZHR 2013, 160, 180 f.; *Riesenhuber* ZBB 2014, 134, 147 ff.; *Vogel*, Vom Anlegerschutz zum Verbraucherschutz, 2005, S. 278 ff. (der eine Konvergenz beider Gebiete beobachtet).

⁴⁵ Umfassend *Contratto*, Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten, in Sethe et al., Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, 2013, S. 47 ff.

professionellen Kunden bestehen.⁴⁶ Auch in der Schweiz ist die Frage virulent, ob man nicht mit dem zunehmenden Anlegerschutz das Konzept des mündigen Anlegers aufgibt⁴⁷ oder gar den Anleger vor sich selbst schützt. Allerdings weist das Schrifttum auf die Erkenntnisse der *Behavioral-Finance*-Forschung hin⁴⁸ und fordert, das Leitbild zu überdenken.⁴⁹ Wenn man vom mündigen Anleger ausgeht, darf man nicht unterstellen, dass dieser dem längst überholten Ideal eines *homo oeconomicus* entspricht. Vielmehr kann es Situationen geben, in denen der Finanzintermediär den Anleger erst durch Informationen, Aufklärung und Warnung in die Lage versetzt, eigenverantwortlich zu entscheiden. Wenn er dann auf Basis zutreffender und verständlicher Information eine objektiv unvernünftige Entscheidung trifft, muss dies selbstverständlich erlaubt bleiben. Schließlich ist auch in der Schweiz die Beziehung zwischen Anleger- und Konsumentenschutz nicht vollständig geklärt.⁵⁰

6. Verhältnis des Aufsichtsrechts zum Zivilrecht

Der deutsche Gesetzgeber hat sich in den Gesetzesmaterialien nicht ausdrücklich zum Verhältnis des WpHG zum Zivilrecht geäußert. Diese Problematik wurde vor allem deshalb akut, weil das Aufsichtsrecht Verhaltenspflichten gegenüber dem Kunden enthält, die weitgehend, aber nicht vollständig parallel zu denen des Vertragsrechts ausgestaltet sind. Zudem tauchte die Frage der Schutzgesetzgleichheit des WpHG auf. Seit der Umsetzung der MiFID I gewinnt die Frage an Brisanz, weil die Durchführungsrichtlinie zur MiFID I⁵¹ in ihrem Art. 4 eine

⁴⁶ Vgl. *Sethe*, MiFIR/MiFID II – Drittstaatenzugang für die Schweiz und Äquivalenz von FINIG/FIDLEG, in Gericke, *Private Equity* VI, 2018, S. 135, 161.

⁴⁷ Bezeichnend etwa der Titel von *Eggen/Staub*, *Kundensegmentierung – Panacea oder Abschied vom mündigen Anleger?*, *GesKR* 2012, 55 ff.

⁴⁸ Vgl. etwa *Hens/Sethe* FS von der Crone, 2017, S. 589 ff.; *Sethe* *SZW* 2018, 605, 614.

⁴⁹ *Sethe* *SJZ* 2014, 477, 479 f.

⁵⁰ Auch in der Schweiz wird grundsätzlich von jeweils eigenständigen Schutzkonzepten ausgegangen, wobei es (zunehmend) zu Überschneidungen kommt; vgl. etwa *Nobel* *SZW* 2014, 589, 591: „Finanzgeschäfte sind Konsumgeschäfte geworden“. Dazu auch *Sethe*, *Konsumentenschutz beim Vermögensaufbau in Heiss/Loacker*, *Grundfragen des Konsumentenrechts*, § 8 (im Erscheinen).

⁵¹ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. 8. 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, *ABl. EU* Nr. L 241 vom 2. 9. 2006, 26 ff.

Maximalharmonisierung der Wohlverhaltensregeln vorschrieb. Auf diese Weise wollte man sicherstellen, dass im grenzüberschreitenden Geschäft einheitliche Standards gelten und Institute vor der Belastung durch unterschiedliche aufsichtsrechtliche Vorgaben der Mitgliedstaaten für das Kundengeschäft geschützt werden. Die Mitgliedstaaten durften keine strengeren, über die Vorgaben der Richtlinie hinausgehenden Vorschriften erlassen. Dabei unterschied die Durchführungsrichtlinie nicht zwischen Aufsichtsrecht und Zivilrecht. Die im deutschen Recht bekannte Unterscheidung zwischen öffentlich-rechtlichen Pflichten der Institute einerseits und vertraglichen Pflichten gegenüber Kunden andererseits scheint damit keine Rolle zu spielen, was konsequent ist, da eine solche Unterscheidung auch nicht in allen Mitgliedstaaten bekannt ist.

Da das WpHG die Pflichten gegenüber dem Kunden sehr detailliert regelt, war das Konfliktpotential zwischen Zivil- und Aufsichtsrecht nun höher als zuvor, was den Streit um die Rechtsnatur der Verhaltenspflichten im WpHG befeuerte: (1) Ein Teil des Schrifttums hält an der bislang herrschenden Ausstrahlungstheorie fest und verlangt, dass Aufsichtsrecht und Zivilrecht wechselseitig zur Auslegung der einschlägigen Normen herangezogen werden können.⁵² Innerhalb dieser Ansicht betrachten einige das Aufsichtsrecht als Konkretisierung des Zivilrechts; gehe es weiter als das Zivilrecht, sei dies bei der Auslegung des Zivilrechts zu berücksichtigen,⁵³ die Vertragsfreiheit bleibe aber unangetastet.⁵⁴ (2) Ein anderer Teil des Schrifttums sieht in § 31 WpHG eine Doppelnorm, die auch das Zivilrecht regelt.⁵⁵ (3) Eine dritte Ansicht meint, das Vertragsrecht sei durch die Vorgaben der Richtlinie auch harmonisiert, so dass es einen absoluten Gleichlauf von Aufsichtsrecht und Vertragsrecht gebe.⁵⁶ (4) Schließlich wird die These vertreten, das

52 Köndgen FS Canaris, Band II, 2007, S. 183, 204 ff.; Koch in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 31a WpHG Rn. 58 ff.; Koller (Fn. 43), § 63 Rn. 9; Seyfried in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 3.90.

53 Ekkenga in Münchener Kommentar zum HGB, Band V, Effektengeschäft, 3. Aufl. 2014, Rn. 75 f.; Rothenhöfer in Baum/Hellgardt/Fleckner/Roth, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, 2008, S. 55, 70 ff., 73 ff., 83; Schwark in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, Vor §§ 31 ff. WpHG Rn. 16 f.

54 Einsele JZ 2008, 477, 481; Koller (Fn. 52), § 63 Rn. 11; s. a. Ekkenga (Fn. 53), Rn. 75 f.; Rothenhöfer (Fn. 53), S. 55, 75; wohl auch Kumpan in Baum/Hellgardt/Fleckner/Roth, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, 2008, S. 33, 51 f.

55 Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 457 ff., 486; Lang ZBB 2004, 289, 294; Möllers in Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014, § 31 Rn. 15.

56 Mülbart WM 2007, 1149, 1157; Mülbart ZHR 2008, 170, 183 f.; vor Umsetzung der MiFID in der Sache ebenso bereits Balzer, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, 1999, S. 100; Kümpel WM 1993, 2025, 2026 f.

Zivilrecht setze sich immer gegenüber dem Aufsichtsrecht durch.⁵⁷ (5) Der BGH hat zunächst jeden Einfluss des Aufsichtsrechts auf das Zivilrecht abgelehnt.⁵⁸ 2014 hat er sich dann in der Sache, nicht aber in der Wortwahl für die Theorie der Ausstrahlungswirkung entschieden, indem er die zahlreichen aufsichtsrechtlichen Regelungen zu Rückvergütungen als Wertentscheidung des Gesetzgebers einordnete, die auch im Zivilrecht zu beachten sei. Der Kunde könne damit rechnen, dass der Finanzintermediär die tragenden Prinzipien des Aufsichtsrechts beachte. Der BGH stützte sich dabei auf die Vertragsauslegung (§§ 133, 157 BGB).⁵⁹ Hinsichtlich der Frage, ob die Verhaltenspflichten im WpHG Schutzgesetze i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB darstellen, herrscht ebenfalls Uneinigkeit. Der BGH lehnt dies ab,⁶⁰ weil die Normen des WpHG keinen eigenständigen, über den Vertrag hinausgehenden Schutz beinhalteten, während die Auffassungen in der Lehre gespalten sind.⁶¹

Der schweizerische Gesetzgeber hat, um einen ähnlichen Meinungsstreit wie in Deutschland zu verhindern, in den Gesetzesmaterialien ausdrücklich Stellung bezogen. Er sieht in den Verhaltenspflichten des FIDLEG – entgegen der bisherigen herrschenden Meinung zu Art. 11 BEHG⁶² – keine Doppelnormen, sondern geht von der Theorie der Ausstrahlungswirkung aus.⁶³ Im Parlament ist man dem im Ergebnis gefolgt. Zur Schutznormqualität der Normen des FIDLEG hat der Gesetzgeber sich dagegen nicht geäußert, weshalb diese Frage noch ungeklärt ist.⁶⁴

⁵⁷ Assmann FS Schneider, 2011, S. 37, 53.

⁵⁸ BGH WM 2011, 2261 Rn. 50.

⁵⁹ BGH WM 2014, 1382 Rn. 32ff.

⁶⁰ BGH WM 2007, 487 Rn. 18; WM 2010, 1393 Rn. 24 ff.; WM 2013, 789 Rn. 26; WM 2013, 1983 Rn. 23.

⁶¹ Vgl. den Überblick bei Sethe in Schäfer/Sethe/Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, § 5 Rn. 309 ff.

⁶² BGE 133 III 97, E. 5.2; BGer 4 A_213/2010, E. 4.; Bahar/Stupp in Basler Kommentar zum BEHG, 2. Aufl. 2011, Art. 11 Rn. 11 f. m.w.N.

⁶³ Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4.11.2015, BBl 2015, 8921; dazu zuletzt Jutzi/Eisenberger AJP 2019, 6 ff.; Kuert AJP 2018, 1352 ff. jeweils m.w.N. Abweichend Amadò AJP 2018, 990 ff., der an der Theorie der Doppelnorm festhalten will.

⁶⁴ Vgl. den Meinungsüberblick bei Kuert AJP 2018, 1352, 1360 ff.; Maurenbrecher FS von der Crone, 2017, S. 583 ff.; Weber SJZ 2013, 405, 416 ff.

7. Gesetzessprache

Die sprachliche und redaktionelle Qualität deutscher Aufsichtsgesetze ist leider schlecht⁶⁵ und eine Besserung ist nicht in Sicht, denn der Gesetzgeber des 1. und 2. FiMaNoG⁶⁶ hat das Lesen des WpHG – einmal mehr – um einiges schwerer gemacht. Normen mit einer zweistelligen Anzahl an Absätzen, Bandwurmsätzen, Verschachtelungen und Querverweisen in andere Rechtsakte erschweren die Rechtsanwendung ganz erheblich. Nimmt man als Beispiel § 63 Abs. 7 WpHG, fällt es selbst einem in Gesetzestexten geübten Leser schwer, rein optisch den Überblick zu behalten. Die Informationspflicht ist dort in insgesamt elf Sätzen geregelt, wobei Satz 3 dann nochmals untergliedert ist in zwei Ziffern und diese ihrerseits nochmals in Buchstaben (ein Zitat würde etwa lauten: § 63 Abs. 7 Satz 3 Nr. 2 lit. c WpHG). Zudem enthält der Normtext seinerseits noch Querverweise auf andere Gesetze und EU-Vorschriften, so dass manche der elf Sätze aus sich heraus gar nicht verständlich sind. Noch unverständlicher sind freilich Normen, die fast eine DIN-A4-Seite lang sind und aus nur einem einzigen Satz bestehen, wie beispielsweise § 3 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 WpHG. Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass der Gesetzgeber selber Opfer seiner eigenen Unfähigkeit wird und Querverweise im WpHG anbringt, die ins Leere führen. So verweist § 120 Abs. 27 WpHG auf § 2 Abs. 13 Satz 3 WpHG, den es gar nicht gibt. Gemeint war wohl § 2 Abs. 8 Satz 7 WpHG.⁶⁷

Lästig sind auch wenig einprägsame Gesetzes- und Verordnungsbezeichnungen und schwer auszusprechende Abkürzungen, die leider ebenfalls keine Seltenheit sind. Wie will man im Gespräch mit einem Mandanten z. B. die „Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ aussprechen? Auch die Aussprache der Abkürzung „WpDVerOV“ geht einem nicht gerade flüssig über die Lippen. Deutsche Gesetzgebungstechnik verfolgt das Ziel, bereits im Namen eines Gesetzes dessen kompletten Regelungszweck unterzubringen, obwohl dies eigentlich in das Gesetz (am besten in dessen erste Norm) hineingehört. Der Wiedererkennungswert, die Zugehörigkeit von Gesetzen zueinander und die Möglichkeit, den Namen des Gesetzes ohne Verrenkung auszusprechen, müssten die ausschlaggebenden Kriterien sein. Hinzu kommen mehrere hundert Blankett-Straftatbestände in § 120 WpHG, die auf nationale oder auf EU-Vorschriften ver-

⁶⁵ Dazu bereits *Sethe* FS Höland, 2015, S. 345, 362f.

⁶⁶ Die kryptische Abkürzung steht für „Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte“.

⁶⁷ Ebenso *Spoerr* in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, § 120 Rn. 359.

weisen und ein Ausmaß an Unübersichtlichkeit erreichen, das seines Gleichen sucht. Um die Strafbarkeit der Marktmanipulation zu ermitteln, sind die §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 2 Nr. 3 i.V.m. § 25 WpHG und Art. 15 der VO Nr. 596/2014 bzw. die §§ 119 Abs. 1, 120 Abs. 15 Nr. 2 i.V.m. Art. 15 der VO Nr. 596/2014 heranzuziehen. Die konkrete Prüfung der Strafbarkeit erfordert dann fünf aufwändige Prüfungsschritte.⁶⁸ Rechtsstaatlichkeit setzt Rechtsklarheit voraus, die meines Erachtens längst nicht mehr gewährleistet ist.

Erschwert wird die Lage nun noch durch das Mehrebenensystem mit den Vorschriften der EU, das zu Recht als „überaus verschachtelt“, „im Umfang ausladend“, mit „hypertechnischer Terminologie“ versehen, „schwer verständlich“, „komplex“ und „kompliziert“ gebrandmarkt wird.⁶⁹ Dieser Befund beruht auf dem Nebeneinander von unmittelbar geltender EU-Verordnung und nationalem Gesetz, die dann jeweils noch durch im Rang niedrigere Verordnungen und Richtlinien ergänzt werden.⁷⁰ Auch bei den EU-Vorschriften ist eine sehr schlechte Sprachqualität („verquast“⁷¹) zu beobachten. Diese wird nicht zuletzt durch den Zwang zu Kompromissen unter den derzeit 28 Mitgliedstaaten und die zahlreichen Übersetzungsprobleme verursacht, aber auch durch mangelnden Willen zu klarer Gliederung und Beschränkung auf das Notwendige.

Dem stehen Schweizer Regeln gegenüber, die erfrischend kurz und verständlich sind, ohne dadurch weniger gehaltvoll zu sein. Bezeichnungen und Abkürzungen von Gesetzen und Verordnungen sind regelmäßig klar und lassen sich aussprechen. Ein Beispiel dafür ist der Kurztitel „Finanzmarktinfrastukturgesetz“, welcher den Regelungsinhalt des FinfraG nur teilweise wiedergibt; der Gesetzgeber hat bewusst der sprachlichen Benutzerfreundlichkeit Vorrang vor der Vollständigkeit des Kurztitels gegeben.⁷² Das Bundesamt für Justiz in Bern beschäftigt Sprachwissenschaftler, die auf die Lesbarkeit der Gesetze achten und dabei zu einem pragmatischen Vorgehen angehalten sind; die deutsche Rechtsförmlichkeitsprüfung ist dagegen vom genauen Gegenteil beseelt.⁷³

⁶⁸ *Spoerr* (Fn. 67), § 119 Rn. 23 ff.

⁶⁹ Alle Zitate stammen von *Assmann* (Fn. 34), Einl. Rn. 9. Kritisch auch *Hemeling* ZHR 2017, 595, 596.

⁷⁰ Allein das ABl. EU Nr. L 87 vom 31.3.2017 enthält 29 delegierte Richtlinien und Verordnungen zur Umsetzung von MiFIR und MiFID II mit 528 Seiten Text.

⁷¹ Sehr anschaulich dazu *Schröder*, *Europa in der Finanzfalle – Irrwege internationaler Regulierung*, 2012, S. 75 ff.

⁷² Vgl. *Sethe* in *Sethe et al.*, *Kommentar zum FinfraG*, 2017, Einl. Rn. 10.

⁷³ Im *Handbuch der Rechtsförmlichkeit*, hrsg. vom Bundesministerium der Justiz, 3. Aufl. 2008, <http://hdr.bmj.de/vorwort.html>, findet sich das Stichwort „Pragmatik“ nicht; anders die Weisungen der Schweizer Bundeskanzlei zur Schreibung und zu Formulierungen in den deutschsprachigen amtlichen Texten des Bundes, 2. Aufl. 2013, Rn. 105: „Gehen Sie dort, wo die

III. Fazit

Das gerne als Grundgesetz des Kapitalmarktrechts bezeichnete WpHG⁷⁴ bildet den Kern dieses Rechtsgebiets und hat seine zentrale Position nicht nur behauptet, sondern stets weiter ausgebaut. Der – aus Platzgründen auf grobe Linien beschränkte – Vergleich der deutschen und der schweizerischen Aufsichtsregulierung hat einige Gemeinsamkeiten zutage gefördert:

- Beide Rechtsordnungen haben sich schwer getan, den Wechsel vom rechtsform- und institutionenbezogenen Ansatz hin zu einem funktionalen Regelungsansatz, d. h. zu einer markt- und vertriebsbezogenen Regulierung, zu vollziehen. Während dies Deutschland, getrieben durch den Motor der Brüsseler Gesetzgebungsmaschinerie, bereits 1994 gelang (wenn auch bis heute unvollständig), ist in der Schweiz die neue Regelungsperspektive erst in jüngster Zeit vorgenommen worden. Das WpHG ist ein fortlaufend modernisiertes und sämtliche wesentlichen Ordnungsaufgaben des Kapitalmarktrechts erfassendes Gesetz.⁷⁵ Das Schweizer Aufsichtsrecht wurde im Vergleich seltener reformiert, ist aber durch die ab 2009 erfolgten Reformen wieder zeitgemäß.
- Im Detail werden einige rechtspolitische Fragestellungen vergleichbar erörtert, nämlich welcher Maßstab bei der Definition des Anlegers zugrunde gelegt werden soll, wie man mit den durch die *Behavioral-Finance*-Forschung aufgeworfenen Fragen umgeht oder in welcher Beziehung Anleger- und Konsumentenschutz stehen. Auch das Verhältnis von zivil- und aufsichtsrechtlichen Pflichten wirft vergleichbare Probleme auf.

Es finden sich aber auch zahlreiche Unterschiede zwischen den beiden Rechtsordnungen:

- Der schweizerische Gesetzgeber ist konsequenter bei der Umsetzung einer einheitlichen Aufsichtsrechtsarchitektur. Das FINMAG ist zu einem Allgemeinen Teil des Finanzmarktrechts ausgebaut worden, während das deutsche

Schreibweisungen keine verbindlichen Regeln formulieren, pragmatisch vor: Suchen Sie die Lösung, die sich in der konkreten Verwendungssituation am besten eignet“.

⁷⁴ So etwa Assmann (Fn. 34), Einl. Rn. 5. Zu Ursprung und Verwendung dieses Begriffs *Grundmann* in Grosskommentar HGB, Bankvertragsrecht, Investmentbanking II, Band 11/2, 5. Aufl. 2018, Rn. 5 Fn. 8. Auf europäischer Ebene wird inzwischen die MiFID II als „*constitution*“ des europäischen Finanzdienstleistungsmarkts bezeichnet, vgl. Lehmann in Lehmann/Kumpan, European Financial Services Law, 2019, Introduction to MiFID II and MiFIR Rn. 1.

⁷⁵ Bemerkenswert ist allerdings, dass die deutsche Politik nicht in der Lage war und ist, die Probleme des grauen Kapitalmarkts wirksam zu bekämpfen.

Pendant FinDAG nur die Funktion hat, die BaFin als solche zu regeln. Das FinfraG regelt den Markt und das Marktverhalten, das FIDLEG das Verhalten gegenüber Kunden.

- Der Anwendungsbereich des Aufsichtsrechts wird in der Schweiz pragmatisch auf Stufe 1 mit einer *Catch-all-Provision* bestimmt, die auf Stufe 2 durch Ausnahmetatbestände eingegrenzt wird. Deutschland beschreitet den umgekehrten Weg und versucht, bereits auf Stufe 1 möglichst genau die Einzelfälle zu erfassen. Dieses Vorgehen hat allerdings einen ständigen Reparaturbetrieb zur Folge.
- Sprache, Regelungstechnik und -systematik des schweizerischen Rechts sind im Vergleich zum deutschen und europäischen Recht klarer, verständlicher und anwenderfreundlicher, ohne dadurch an Substanz einzubüßen. Das legislatorische Vorgehen in Deutschland und der EU erreicht hingegen ein Maß an Unübersichtlichkeit, das man ernstlich an der Rechtsstaatlichkeit zweifeln kann.

Es steht an dieser Stelle leider kein Raum zur Verfügung, um zu untersuchen, wie es künftig mit dem Aufsichtsrecht im Allgemeinen und dem WpHG im Speziellen weitergehen wird. In beiden Rechtsordnungen wären moderne Aufsichtsinstrumente (wie *Whistleblowing* und *Mystery Shopping*) und die Stärkung der privaten Rechtsdurchsetzung ebenso zu beleuchten wie außerrechtliche Fragen, nämlich *Financial Literacy* und weitere Erkenntnisse der *Behavioral-Finance-Forschung*.⁷⁶ Das Aufsichtsrecht stellt nur einen Baustein zur Verwirklichung von Anleger- und Funktionenschutz dar. Stärkung der Eigenvorsorge von Instituten und Anlegern, Stärkung von Marktmechanismen und privater Rechtsdurchsetzung sowie Reduktion von Komplexität sind Fragen, die bis zum 50. Geburtstag des WpHG (das dann hoffentlich einen besseren Namen trägt⁷⁷) gelöst sein sollten.

Der hier vorgenommene kritische Vergleich soll nicht den Blick darauf verstellen, wie viel in den vergangenen 25 Jahren bereits erreicht wurde, und dies ist – um die im Titel dieses Aufsatzes gestellte Frage zu beantworten – ein Anlass zum Feiern. Herzlichen Glückwunsch!

⁷⁶ Zur schweizerischen Diskussion vgl. Sethe SZW 2018, 605, 613 ff.

⁷⁷ Wenn nicht bis dahin das nationale Kapitalmarktrecht komplett durch EU-Verordnungen ersetzt sein wird.