

Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e.V.  
Schillerstraße 20, 60313 Frankfurt/Main

### **European Commission**

Internal Market and Services DG  
Financial Services Policy and Financial Markets  
Securities markets

*per e-mail: markt-g3@ec.europa.eu*

*Der Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e.V. ist unter der Registernummer 1880407752-10 in die Liste der Interessenvertreter bei der Europäische Kommission eingetragen.*

## Directive 1997/9/EC on Investor-Compensation Schemes Call for Evidence

### **Sehr geehrte Damen und Herren,**

der Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e.V. (bwf) ist ein bundesweiter Berufsverband der in Deutschland tätigen Wertpapierhandelshäuser und Börsenmakler. Seine Mitglieder sind, soweit es sich nicht um natürliche Personen oder Fördermitglieder handelt, durchgängig Wertpapierfirmen im europarechtlichen Sinne. Einige Verbandsmitglieder haben in jüngerer Vergangenheit – nicht zuletzt vor dem Hintergrund einer verfehlten Umsetzung der Anlegerentschädigungsrichtlinie in Deutschland mit seiner hochgradig fragmentierten Entschädigungslandschaft – zudem die Erlaubnis zum betreiben des Einlagengeschäfts beantragt und sind heute, neben ihrer Eigenschaft als Wertpapierfirmen, auch Kreditinstitute im europarechtlichen Sinn. Hervorzuheben ist weiterhin, dass die bwf Mitgliedsfirmen praktisch durchgängig ausschließlich mit institutionellen und damit nicht entschädigungsberechtigten Kunden kontrahieren.

Dies vorausgeschickt begrüßt der bwf nachdrücklich die Gelegenheit zur Teilnahme am „Call for Evidence“ zur Sondierung eines möglichen Novellierungsbedarfs der geltenden Anlegerentschädigungsrichtlinie aus dem Jahre 1997. Vor dem Hintergrund der bisherigen, aus Sicht der (bankenunabhängigen) Wertpapierfirmen ganz überwiegend negativen Erfahrungen mit der hiesigen Umsetzung der Anlegerentschädigungsrichtlinie im Rahmen des am 1. August 1998 in Kraft getretenen „Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes“ erscheint uns eine Überprüfung der europarechtlichen Vorgaben dringend geboten. Aus unserer Sicht setzt der „Call for Evidence“ mit den dort identifizierten Themen zudem die richtigen Schwerpunkte. Zu den einzelnen dort aufgeworfenen Fragen erlauben wir uns wie folgt Stellung zu nehmen:

Ihr Zeichen

Ihre Nachricht vom

Ort\_Datum

**Frankfurt/Main, 08.04.2009**

**Bundesverband der Wertpapierfirmen  
an den deutschen Börsen e.V.**

#### **Sitz des Verbandes**

Fasanenstraße 3  
10623 Berlin

#### **Postanschrift & Geschäftsstelle**

Schillerstraße 20  
60313 Frankfurt/Main

Tel.: (069) 92 10 16 91  
Fax: (069) 92 10 16 92  
mail@bwf-verband.de  
www.bwf-verband.de

#### **Vorstand**

Prof. Dr. Jörg Franke (Vorsitzender)  
Dirk Freitag  
Kai Jordan  
Dr. Annette Kliffmüller-Frank  
Klaus Mathis  
Ralf Nachbauer  
Herbert Schuster  
Frank Ulbricht  
Michael Wilhelm

#### **Geschäftsführer**

Michael H. Sterzenbach  
m.sterzenbach@bwf-verband.de

#### **Justiziar**

Dr. Hans Mewes  
Herrengaben 31, 20459 Hamburg  
Tel.: (040) 36 80 5 - 132  
Fax: (040) 36 28 96  
h.mewes@bwf-verband.de

#### **Bankverbindung**

Deutsche Bank PGK Frankfurt  
**BLZ** 500 700 24, **Kto.** 0 18 32 10 00

**Frage 1): Should the operation of multilateral trading facilities be excluded from the scope of the ICSD?**

Ja! - Auch wenn die von der MiFID intendierte weitestgehende Gleichbehandlung von regulierten Märkten und MTFs nicht in jeder Hinsicht angemessen erscheint, so wäre es umgekehrt verfehlt, letztere in den Anwendungsbereich der Anlegerentschädigung einzubeziehen. Dies schon allein deswegen, weil der Betreiber eines MTFs in aller Regel überhaupt keine direkte vertragliche Beziehung und dementsprechend auch keine Verbindlichkeiten gegenüber potentiell entschädigungsberechtigten Anlegern hat. Soweit im Rahmen der Abwicklung von an einem MTF getätigten Wertpapiergeschäften aus Sicht des Anlegers Gegenpartei- risiken entstehen können, liegen diese ebenfalls nicht innerhalb des durch die Anlegerentschädigung sinnvoller Weise abzudeckenden Schutzbereichs.

Aus den genannten Gründen sollten Betreiber von MTFs, unabhängig davon, ob es sich hierbei um Marktbetreiber regulierter Märkte handelt oder nicht, auch zukünftig vom Anwendungsbereich der Anlegerentschädigung ausgenommen bleiben.

**Frage 2): Would it be appropriate to include in the scope of the ICSD all investment firms seeking authorization to the provision of investment services, although their authorization would not allow holding clients' assets?**

Nein! – Die bislang vielfach – so auch in Deutschland – praktizierte Einbeziehung von Wertpapierfirmen, die bei erlaubniskonformer Erbringung von Wertpapierdienstleistungen keinen Zugriff auf Vermögenswerte Ihrer Kunden besitzen und dementsprechend auch kein Entschädigungsrisiko begründen, führt dazu, dass die betroffenen Wertpapierfirmen eine – letztendlich willkürliche – Finanzierungslast zu tragen haben, ohne selber mit Blick auf die erbrachten Dienstleistungen von dem durch die Anlegerentschädigungsrichtlinie abgedeckten Schutzbereich profitieren zu können. Auch aus Sicht der Kunden der benannten Gruppe von Firmen, kann objektiv kein Interesse daran bestehen<sup>1</sup>, da seitens der Firma schlicht keine Rückzahlungs- oder Rückgabeverpflichtungen bestehen.

Umgekehrt stellt die Einbeziehung von Wertpapierfirmen, die regelmäßig keinen Zugriff auf Vermögenswerte Ihrer Kunden erlangen, aus Sicht der in soweit vom Schutzzweck der Anlegerentschädigung unmittelbar erfassten Wertpapierfirmen, bei denen potentiell entschädigungsberechtigte Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften gegenüber Ihren Kunden bestehen, eine Externalisierung von Kosten dar, die zudem geeignet ist, dem „*moral hazard*“ Vorschub zu leisten.

---

<sup>1</sup> Dies gilt zumindest so lange, wie die Mitgliedsstaaten bei der Umsetzung der Richtlinie die Vorgaben zur Schaffung eines tragfähigen Entschädigungssystems, dessen Finanzierungskapazität in einem angemessenen Verhältnis zu seinen Verbindlichkeiten steht (Erwägungsgrund 23), beachtet haben. Ist dies indes nicht der Fall, so liegt ein mitgliedstaatliches Umsetzungsdefizit vor, dem nicht dadurch begegnet werden sollte, dass die Finanzierungslast auf eine Gruppe von Firmen abgewälzt wird, die selber gar kein Entschädigungsrisiko darstellen.

Hinzu kommt Folgendes: Durch die verbindliche Zugehörigkeit zu einer Entschädigungseinrichtung werden die Wertpapierfirmen in weitreichendem Umfang verpflichtet, für Schäden einzustehen, die bei anderen Firmen auftreten, zu denen ein Wettbewerb besteht.<sup>2</sup> Nach dem Willen des Richtliniengebers umfasst diese Einstandspflicht selbst Schäden, die durch kriminelles Handeln verursacht werden (Erwägungsgrund 3). Eine solch weitreichende Haftung für fremdes Fehlverhalten, wäre grob unbillig, wenn die – von der Allgemeinheit abgegrenzte – Gruppe von Leistungspflichtigen nicht ihrerseits einen hinreichend konkreten Nutzen aus der Zugehörigkeit zu einem Entschädigungssystem erfahren würde. Ein solcher direkter Nutzen kommt jedoch nur den Wertpapierfirmen zu, die ihren Kunden gegenüber im Obligo stehen und daher selber potentiell einen Entschädigungsfall auslösen können. Für die Kunden der letztgenannten Wertpapierfirmen kommt das Anlegerschutzsystem in seiner Wirkung einer Ausfallbürgschaft gleich, von deren Sicherungswirkung auch die betroffenen Wertpapierfirmen in ihrem Marktauftritt profitieren. – Nur wenn Anleger einer Wertpapierfirma Gelder und/oder Instrumente anvertraut haben, bedarf es insofern überhaupt eines dem Regelungszweck entsprechenden Schutzes der Anleger und nur in diesem Fall ist das Anlegerentschädigungssystem geeignet zur Erhaltung des Vertrauens in das Finanzsystem beizutragen (Erwägungsgrund 4).

Gegen die hier vertretene Auffassung, dass Wertpapierfirmen ohne Zugriff auf Vermögenswerte Ihrer Kunden nicht zur Finanzierung der Anlegerentschädigungssysteme herangezogen werden sollten, werden zuweilen insbesondere zwei Gegenargumente ins Feld geführt, die aus unserer Sicht jedoch nicht überzeugen können:

Das erste Argument zielt darauf ab, dass durch die Existenz eines Anlegerentschädigungssystems ein allgemeiner Vertrauenstatbestand in das Finanzsystem und die Gesamtheit der dort agierenden Wertpapierfirmen geschaffen würde, von dem zumindest indirekt auch die Firmen profitieren würden, die selber gar keinen Entschädigungsfall auslösen können. Selbst wenn man gewillt ist, einen derart abstrakten indirekten Nutzen anzunehmen, so dürfte dieser kaum hinreichend sein, eine so weitreichende Solidarhaftung bis hin zum Einstehen für durch kriminelles Handeln verursachte Schäden zu begründen wie dies durch das durch die Anlegerentschädigungsrichtlinie vorgegebene Schutzniveau vorgesehen wird. Ausgeklammert wird zudem die Frage, ob es nicht andere Gruppen von Wirtschaftssubjekten gibt, die von den Finanzierungslasten der Anlegerentschädigung

---

<sup>2</sup> Dies gilt allerdings nur insofern die Entschädigungssysteme über Beiträge der ihnen zugeordneten Wertpapierfirmen erfolgt, wie es der Richtliniengeber intendiert hat (Erwägungsgrund 23). Wichtig erscheint an dieser Stelle jedoch der Hinweis, dass die Art und Weise der Finanzierung der Systeme durch die Richtlinie gleichwohl nicht verbindlich vorgeschrieben wird. Einer solchen zwingenden Vorgabe stünde zudem Art. 249 Satz 3 des EG-Vertrages entgegen, der die Verbindlichkeit europarechtlicher Richtlinien auf die Erreichung der hierin formulierten Ziele beschränkt und die Entscheidung über die hierfür geeigneten Mittel ausdrücklich dem Autonomiebereich der mitgliedstaatlichen Gesetzgebung überlässt.

unberührt bleiben, obgleich auch ihr Geschäftserfolg mittel- oder unmittelbar vom Vertrauen in das Finanzsystem, welchem dem Anlegerschutz Vorschub leisten soll, positiv beeinflusst wird? Es dürfte nicht zweifelhaft sein, dass dies zumindest für sämtliche Marktteilnehmer und „Zulieferer“ des Wertpapiermarktes auf der Dienstleistungs- und Angebotsseite (namentlich: Börsenbetreiber, Marktdaten- und Handelstechnologieanbieter, Betreiber von Rechenzentren, spezialisierte Beratungsunternehmen und Rechtsanwaltskanzleien etc.) zutreffend ist.

Darüber hinaus hat die sich aus der aktuellen Finanzkrise ergebende gesamtwirtschaftliche Bedrohung unmissverständlich deutlich gemacht, dass es sich beim Vertrauen in das Finanzsystem um ein öffentliches Gut handelt, dessen Bedeutung für die Allgemeinheit letztlich nicht geringer zu veranschlagen ist als der Nutzen für die direkt im Bereich der Finanzwirtschaft agierenden Unternehmen.<sup>3</sup>

Ein weiteres Argument, Wertpapierfirmen ohne Erlaubnis, sich Eigentum oder Besitz an Geldern und Instrumenten ihrer Kunden zu verschaffen, in die europarechtlich normierte Anlegerentschädigung einzubeziehen stellt darauf ab, dass auch solche Firmen unter gewissen Umständen Anleger dann schädigen könnten, wenn sie den durch die erteilte Erlaubnis gesetzten Rahmen überschreiten und sich in sofern rechtswidrig Zugriff auf Vermögenswerte ihrer Kunden verschaffen. In der Tat ist es nicht ausgeschlossen, dass derartige Fälle tatsächlich auftreten; unklar ist indes, wie sie im Rahmen des europarechtlich normierten Entschädigungssystems zu behandeln sind. Ob die Anlegerentschädigung überhaupt auch solche Fälle umfassen soll, in denen die gezielte Überschreitung des konkreten Erlaubnisrahmens ursächlich für die Schädigung von Anlegern ist, muss zumindest als fraglich gelten.

Für die Einbeziehung in die Leistungspflicht des Entschädigungssystems könnte zunächst sprechen, dass durch die Erteilung einer, wenngleich begrenzten, Erlaubnis zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen beim Publikum ein Grundvertrauenstatbestand entstehen könnte und der zu schützende Anleger insofern nicht zwischen regulierten Wertpapierfirmen mit unterschiedlichem Erlaubnisumfang differenziert.<sup>4</sup> Dem ist jedoch entgegen zu halten, dass der Richtliniengeber ganz offensichtlich *nicht* davon ausgegangen ist, dass eine Erlaubniserteilung *per se* seitens der Anleger bereits die Erwartungshaltung begründen würde, eine Kundenbeziehung mit dieser Firma würde damit notwendig

---

<sup>3</sup> So spricht auch der aktuelle Bericht der High-Level Group of Financial Supervision in the EU (de Larosière Report) vom „*public good of financial stability*“ (ebd. S. 21, Tz 79). Noch deutlicher brachte es Frau Bundeskanzlerin Angela Merkel in ihrer Regierungserklärung zur Lage auf den Finanzmärkten vom 7. Oktober 2008 auf den Punkt, wonach hinsichtlich der Stabilität der Finanzsystems, zu dessen Grundvoraussetzungen das Vertrauen der Bürger in dasselbe unzweifelhaft gehört, „*um nicht mehr und nicht weniger [gehe] als um das Vertrauen in unsere Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung*“ (Bundestags Drucksache BT16181, S. 21).

<sup>4</sup> In diese Richtung könnte man auch die im Rahmen des „Calls for Evidence“ unter dem Punkt 3.1.2 (a) Satz 2 angestellten Überlegungen interpretieren.

auch von der gesetzlichen Anlegerentschädigung erfasst werden. Anders wäre es vollkommen unverständlich, dass Wertpapierfirmen durch die Richtlinie dezidiert verpflichtet werden, ihren Kunden Aufschluss über die etwaige (sic!) Anwendung eines Entschädigungssystems geben müssen (Erwägungsgrund 20 i.V.m. Artikel 10 Anlegerentschädigungsrichtlinie). Sinn und Zweck der Anlegerentschädigung kann es zudem nicht sein, den schützenswerten (Klein)anleger *vollständig* aus der Sorgfaltspflicht hinsichtlich des grundsätzlich eigenverantwortlichen wirtschaftlichen Handelns zu entlassen.

Doch selbst wenn man einen Entschädigungsanspruch für erlaubniswidrig betriebene Wertpapierdienstleistungen befürworten wollte, so ergäbe sich daraus noch kein hinreichendes Argument, sämtliche Wertpapierfirmen gleichsam „vorsorglich“ der Anlegerentschädigung und damit der Finanzierung dort auftretender Entschädigungsfälle zu unterwerfen, wenn bei ihnen ein solcher Risikobereich bei erlaubnismäßig erbrachten Dienstleistungen gar nicht besteht. Zu bedenken ist weiterhin, dass auch Wertpapierfirmen mit eingeschränktem Erlaubnisumfang umfangreichen Berichtspflichten gegenüber der jeweiligen Aufsichtsbehörde unterliegen und diesen im Verdachtsfall zudem weitreichende Prüfungsbefugnisse zur Verfügung stehen. Setzt man ein den geltenden europarechtlichen Vorgaben entsprechendes angemessenes und wirksames Aufsichtsregime voraus, so folgt daraus, dass die Aufsichtsbehörden regelmäßig über hinreichende Informationen verfügen, sich einen Überblick über das tatsächlich Geschäftsprofil einer ihrer Aufsicht unterliegenden Wertpapierfirma zu verschaffen und bei Fehlleistungen, zu denen Überschreitungen des durch den Erlaubnisumfang gesetzten Rahmens in besonderem Maße gehören, frühzeitig einzuschreiten.<sup>5</sup>

Zusammengefasst erscheint die Einbeziehung von Wertpapierfirmen in den personellen Anwendungsbereich der Anlegerentschädigungsrichtlinie, die aufgrund ihres – im Erlaubnisumfang widerspiegelnden – Geschäftsprofils bei erlaubnismäßiger Tätigkeit überhaupt keine Entschädigungsfälle auslösen können, in höchstem Maße unsachgerecht und unbillig.

Der Vollständigkeit halber sei hier noch angemerkt, dass sich unsere Kritik dem Grunde nach nicht darauf richtet, Wertpapierfirmen ohne Zugriff auf Gelder oder Finanzinstrumente ihrer Kunden formal einer Entschädigungseinrichtung „zuzuordnen“. Dies wäre zumindest so lange unproblematisch, wie die Finanzierungsregeln der jeweiligen Entschädigungseinrichtungen eine proportionale Belastung der betroffenen Wertpapierfirmen nach Maßgabe eines, sich aufgrund der *tatsächlichen* Geschäftsstruktur ergebenden, hinreichend genau bestimmten potentiellen Entschädigungsrisikos bemisst. Dies hätte zur Folge, dass die genannte Gruppe von Wertpapierfirmen ohne faktisches Entschädigungsrisiko auch

---

<sup>5</sup> Unterlassen sie dies und ergibt sich hieraus ein Schaden, so liegt schlicht ein Aufsichtsversagen vor, das einen Staatshaftungsanspruch begründet. Hier wäre demnach die berechtigte Frage zu stellen, ob derartige Schäden – sofern sie überhaupt unter den Anwendungsbereich der Anlegerentschädigung fallen sollen – nicht grundsätzlich aus staatlichen Mitteln finanziert werden sollten.

keine, oder zumindest nur sehr geringe, durch den anteiligen Verwaltungsaufwand bestimmte Beiträge zur Finanzierung von Anlegerentschädigungsfällen zu entrichten hätte.

**Frage 3): Would it be appropriate to include in the scope of the ICSD all investment firms seeking authorization to the provision of investment services, although they provide their services only to non-retail clients?**

Nein! – Der hier diskutierte Fall beschreibt die Situation nahezu aller durch den bwf vertretenen Wertpapierfirmen, die praktisch ausschließlich mit institutionellen, nicht entschädigungsberechtigten Kunden kontrahieren. Die derzeitige nach dem hiesigen Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz erfolgte Zuordnung dieser Wertpapierfirmen zu einem Entschädigungssystem für (Klein)anleger erscheint daher in keiner Weise risikogerecht und völlig unbillig.

Die im Rahmen der Beantwortung der Frage 2 vorgebrachten Argumente gelten in diesem Fall entsprechend. Zumal es hier auch bereits an der geschäftspolitischen Berührung mit dem Kreis derjenigen Wirtschaftssubjekte fehlt, die durch den Schutzzweck der Richtlinie geschützt werden sollen.

**Frage 4a): Should investors be able to claim compensation in the case of default of the third party where their assets had been deposited?**

Nein! – Wie im Rahmen des *“Calls for Evidence”* dargestellt, handelt es sich hierbei um ein haftungsrechtliches Problem, mit dem sich die Anleger in Abhängigkeit von der Ausgestaltung des jeweils nationalen Rechtsrahmens konfrontiert sehen können. Dem Problem, welches im Übrigen den entschädigungsberechtigten Kleinanleger genau so trifft wie den professionellen Investor, ließe sich – sofern man dies für erforderlich hielte – in geeigneter Weise durch eine gemeinschaftsrechtliche Harmonisierung des Haftungsrechts begegnen.

Sofern den hier diskutierten Schäden, die auf das Fehlverhalten Dritter zurückgehen, Risiken zugrunde liegen, die sich im Rahmen der Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren ergeben, ist zudem darauf hinzuweisen, dass es sich hierbei nicht um Wertpapierhauptdienstleistungen im Sinne der MiFID handelt. Insofern wäre es auch systematisch verfehlt, diese Problematik im Rahmen der Anlegerentschädigung zu adressieren.

**Frage 4b): Should investors (such as UCITS or a UCITS unit holder) be able to claim compensation for loss of assets under the ISCD in those cases where the UCITS depository or the institution which has been mandated to safe keep the assets, fail to perform its duty?**

Nein! – Wie oben bereits dargestellt, sollte das Problem der Sicherung von Eigentumsrechten und die Haftungsproblematik die sich aus der Tätigkeit von Depotbanken oder der Existenz von Verwahrketten ergeben können – schon allein auf-

grund deren herausragender Bedeutung für die Finanzmarktstabilität – in der politischen Diskussion als eigenständiges Thema behandelt werden.

Darüber hinaus wurde für kollektive Anlagemodelle auf europäischer wie mitgliedstaatlicher Ebene ein eigener Regelungskreis geschaffen, der sich insofern bewährt hat. Am Ausnahmetatbestand des Artikel 4 Absatz 2 i.V.m. Anhang I Nr. 1 Spiegeltrich 5 der Anlegerentschädigungsrichtlinie, wonach Organismen für gemeinsame Anlage *nicht* dem Kreis der entschädigungsberechtigten Anleger zugehören, sollte daher auch in Zukunft festgehalten werden. Dies schon allein deshalb, weil sich ansonsten für sämtliche von der Anlegerentschädigung ausgenommene Investoren über den „Umweg“ des Investments in Organismen für gemeinsame Anlage ein entsprechender „Umgehungsstatbestand“ eröffnen würde.

**Frage 5): Should loss events include also any loss suffered by (retail) investors as a consequence of the violation of conduct of business rules?**

Nein! – Unserer Überzeugung nach sollte der Schutzbereich der Anlegerentschädigung als europarechtlich harmonisierter Mindestschutz klar auf solche Fälle beschränkt bleiben, in denen die Entschädigungsberechtigung dem Grunde nach durch die zuständige Aufsichtsbehörde festgestellt werden kann und die Leistung der Wertpapierfirma aus objektiven Gründen nicht möglich erscheint. Die Anlegerentschädigung sollte daher nicht als „Ersatz“ für die Durchsetzung zivilrechtlicher Schadenersatzansprüche, wie sie sich beispielsweise aus einer Fehlberatung ergeben können, umgedeutet werden.<sup>6</sup>

Dabei bleibt es den Mitgliedstaaten unbenommen eine entsprechende Erweiterung des Leistungsspektrums ihrer Anlegerentschädigungssysteme vorzusehen, sofern dies vor dem Hintergrund ihrer Rechtstradition und der spezifischen wirtschaftlichen Umstände für erforderlich gehalten wird.<sup>7</sup>

Zu bedenken geben möchten wir allerdings auch, dass eine solche Ausweitung des Anwendungsbereiches auf Fehlberatungen und ähnlich gelagerte Fälle unter Anreizgesichtspunkten höchst problematisch erscheint und sowohl auf Seiten der

---

<sup>6</sup> Neben der gerichtlichen Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen stehen den Anlegern in der Regel auch das seit 2001 auf Initiative der Kommission mit dem Netzwerk der Schlichtungsstellen für Finanzdienstleistungen (FIN-NET) grenzüberschreitend koordinierte und für den Anleger kostenfreie Ombudsmann-Verfahren zur Verfügung.

<sup>7</sup> Allerdings zeigen die Erfahrungen in Ländern wie dem Vereinigten Königreich, wo es einen Entschädigungsanspruch in Folge von Fehlberatung gibt, dass dieser Leistungsteil einen Umfang annehmen kann, der den Aufbau einer risikoadäquaten und verursachungsgerechten Finanzierungsstruktur des Entschädigungssystems zusätzlich erschwert. – Zum Anteil des Entschädigungsaufwands in Folge von Fehlberatung an der Gesamtleistung des Entschädigungssystems vgl. Oxera, Funding of the Financial Services Compensation Scheme, Report prepared for The Financial Services Authority, March 2006, S. 8.

Wertpapierfirmen wie auch der Anleger Anreize zu einem „*moral hazard*“ Verhalten schaffen dürfte.<sup>8</sup>

**Frage 6): Do you agree with the idea that the amount covered by the ICSD should be adapted following the updating of the DGSD?**

Nein! – Einerseits erscheint ein einheitliches Absicherungsniveau im Bereich der Einlagensicherung und der Anlegerentschädigung zwar insoweit wünschenswert, als hierdurch verzerrende Anreize im Hinblick auf die Kapitalallokation zwischen den Substitutionsgütern Bankeinlage und Wertpapieranlage weitgehend vermieden werden können. Andererseits kann aber nicht übersehen werden, dass im Falle einer gleichartigen Anhebung des Schutzniveaus im Bereich der Anlegerentschädigung auf zunächst 50, dann 100 Tsd. EUR, ein Gesamtsicherungsniveau von zusammen 200 Tsd. EUR erreicht würde, welches deutlich über dem durchschnittlichen pro Kopf Geldvermögen der europäischen Privathaushalte liegen würde.<sup>9</sup>

Unzweifelhaft würden von einer derartigen Anhebung des Schutzniveaus gerade die vermögendere Haushalte überdurchschnittlich profitieren, was mit der ursprünglichen Konzeption eines Mindestabsicherungsniveaus kaum mehr zur Deckung zu bringen sein dürfte. Für eine vergleichsweise höhere Absicherung im Bereich der Einlagensicherung spricht zudem, dass der Anteil der Spar- und Bankanlagen im Bereich der besonders schützenswerten kleineren Vermögen erfahrungsgemäß deutlich höher liegt. Auch insoweit erscheint eine „Vollharmonisierung“ im Lichte der beschlossenen Verfünfachung des Absicherungsniveaus im Bereich der Einlagensicherung weder notwendig noch erstrebenswert.

**Frage 7): The ICSD does not harmonize the funding system of the schemes. Should the ICSD provide for some general principles concerning the funding of the schemes?**

Ja! – Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der äußerst negativen Erfahrung, welche die bankenunabhängigen Wertpapierfirmen in Deutschland mit der hiesigen Umsetzung der Anlegerentschädigungsrichtlinie und der hierauf beruhenden Verwaltungspraxis gemacht haben, erscheint es begrüßenswert und notwendig, die bisherige weitgehende Unverbindlichkeit des Richtlinien textes hinsichtlich der Ausgestaltung der Finanzierung der Anlegerentschädigungssysteme präziser zu fassen.

---

<sup>8</sup> Während der Anlageberater das Vorhandensein einer Absicherung im Rahmen der gesetzlichen Anlegerentschädigung als zusätzliches Verkaufsargument verwenden würde, könnte die Möglichkeit der Entschädigung im Falle einer tatsächlichen oder zumindest glaubhaft gemachten Fehlberatung auf Seiten des Anlegers zu einer deutlichen Verschiebung seiner Risikotoleranz führen.

<sup>9</sup> Nach Angaben von Allianz Dresdner Economic Research lag das durchschnittliche Geldvermögen (Bankeinlagen, Wertpapiere, Versicherungen) pro Kopf in der EU (alt) im Jahre 2006 bei 61,1 Tsd EUR; vgl. Allianz Dresdner Economic Research, Autor: Dr. Renate Finke, Vermögensreport 2007, Working Paper Nr.: 89, 5.9.2007, S. 5 – Internet: <http://www.bpb.de/files/98X21R.pdf>

Dabei geht es nicht darum, ein bestimmtes einheitliches Finanzierungssystem bis ins letzte Detail verbindlich vorzuschreiben. Vielmehr geht es aus unserer Sicht darum, sicher zu stellen, dass bei der Ausgestaltung der Entschädigungssysteme unter angemessener Berücksichtigung der Interessen sämtlicher von der Anlegerentschädigungsrichtlinie erfassten Anleger und Wertpapierfirmen die Prinzipien

Tragfähigkeit,<sup>10</sup>

Verwaltungseffizienz,

Risikogerechtigkeit<sup>11</sup> sowie

Wettbewerbsneutralität und relative Belastungsgleichheit

unter den jeweils gegebenen Bedingungen bestmöglich Rechnung getragen wird. Demgegenüber sollte vermieden werden, dass dem Richtlinienzweck fremde oder mit diesem gar unvereinbare Gestaltungsmerkmale in den Vordergrund gerückt werden. Zwar ergibt sich diese Forderung dem Grunde nach bereits aus dem Prinzip des „*Effet Utile*“, wonach europäische Richtlinien bei ihrer Umsetzung so auszulegen sind, dass der mit der Richtlinie verfolgte Zweck am wirkungsvollsten erreicht werden kann. Dass dies in der Praxis indes durchaus nicht immer erfolgt ist, mag die nachstehende Skizzierung der Situation in Deutschland beleuchten.

### **Erfahrungen mit der Umsetzung der Anlegerentschädigungsrichtlinie in Deutschland aus Sicht der bankenunabhängigen Wertpapierfirmen**

Im Zuge des „Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes“ (EAEG) vom 16.07.1998<sup>12</sup> wurde die Anlegerentschädigungsrichtlinie (97/9/EG) vom 03.03.1997 gemeinsam mit der Einlagensicherungsrichtlinie (94/19/EWG) vom 30.05.1994 in deutsches Recht überführt. Deutschland befand sich seinerzeit mit Blick auf die Einlagensicherungsrichtlinie, die bis zum 1. Juli 1995 in nationales Recht hätte überführt werden müssen im Umsetzungsverzug. Ursächlich hierfür war eine Klage vor dem EuGH gegen die Einlagensicherungsrichtlinie, der man – wie auch der späteren Anlegerentschädigungsrichtlinie – aufgrund der Interessen der hiesigen Kreditwirtschaft dem Grunde nach ablehnend gegenüber stand. Nachdem der EuGH die Klage am 13. Mai 1997 abwies, ließ man auch den ursprünglich ins Auge gefassten Plan einer Klage gegen die Anlegerentschädigungsrichtlinie fallen.

Die Bundesrepublik stand damit vor der Aufgabe, beide Richtlinienvorgaben unter nicht unerheblichem Zeitdruck in Folge der nicht fristgerechten Umsetzung der Einlagensicherungsrichtlinie, der ablaufenden

---

<sup>10</sup> Bereits heute in Erwägungsgrund 23 angesprochen, wonach die Finanzierungskapazität der Systeme in einem angemessenen Verhältnis zu ihren Verbindlichkeiten stehen muss.

<sup>11</sup> Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Ausgestaltung der Beitragsstruktur.

<sup>12</sup> Welches bereits zwei Wochen später am 01.08.1998 in Kraft getreten ist.

Frist zur Umsetzung der Anlegerentschädigungsrichtlinie sowie unter Berücksichtigung des sich aus dem nahenden Ablauf der Legislaturperiode zusätzlich ergebenden Handlungsdrucks in hiesiges Recht zu transformieren.<sup>13</sup>

Insofern verwundert auch nicht, dass sich Deutschland bei der Umsetzung der als „aufoktruiert“ empfundenen europarechtlichen Vorgaben erklärter Maßen strikt an den Mindestanforderungen der Richtlinie orientieren wollte, wobei die in der Einlagensicherung bestehenden (freiwilligen) Strukturen weitestmögliche Berücksichtigung finden sollten.<sup>14</sup>

Dabei lässt die seinerzeit gewählte Struktur der deutschen Entschädigungs- und Sicherungssysteme deutlich erkennen, dass bei der Ausgestaltung des EAEG einer politisch gewollten, dem eigentlichen Regelungszweck zur Förderung des Anlegerschutzes und des Vertrauens in das Finanzsystem jedoch letztendlich nicht förderlichen Fragmentierung der deutschen Entschädigungslandschaft – in Kongruenz zur sektoralen Struktur des hiesigen Kreditgewerbes – ganz offensichtlich der Vorzug gegenüber dem Gestaltungsprinzip einer möglichst hohen Risikotragfähigkeit eingeräumt wurde.

In Folge dessen wurden unter Inanspruchnahme der – von Deutschland initiierten – Ausnahmeregelung des Artikels 2 Absatz 1 Anlegerentschädigungsrichtlinie i.V.m. Artikel 3 Absatz 1 der Einlagensicherungsrichtlinie zunächst einmal ca. 2/3 der in Deutschland tätigen, grundsätzlich in den Anwendungsbereich Wertpapierfirmen in Form der sog. Institutssichernden Einrichtungen angehörenden öffentlich-rechtlichen Sparkassen und Genossenschaftsbanken<sup>15</sup> aus dem Anwendungsbereich der Anlegerentschädigung (wie auch der Einlagensicherung) ausgenommen. Die dermaßen dezimierte Grundgesamtheit wurde sodann, wiederum aus rein politischen, ganz offensichtlichen wiederum den jeweiligen Partikularinteressen der einzelnen Sektoren der Kreditwirtschaft folgend, in drei völlig ungleiche Teilgruppen unterteilt, die wiederum mittels Rechtsverordnungen einzelnen zu diesem Zweck gegründeten Entschädigungseinrichtungen, jeweils zum Zweck der Einlagensiche-

---

<sup>13</sup> Vgl. Sethe, Rolf, Einlagensicherung und Anlegerentschädigung nach europäischem und deutschem Recht, in ZBB 5/98, S. 305-329, hier S. 308.

<sup>14</sup> Vgl. Deutscher Bundestag, 13. Wahlperiode, Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und F.D.P., Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der EG-Einlagensicherungsrichtlinie und der EG-Anlegerentschädigungsrichtlinie, Drucksache 13/10188 vom 24.03.98, S. 2

<sup>15</sup> Beide Institutgruppen erbringen als Universalbanken regelmäßig auch Wertpapierdienstleistungen und sind daher auch „Wertpapierfirmen“ im Sinne der Anlegerentschädigungsrichtlinie (vgl. Erwägungsgrund 9).

rung und/oder Anlegerentschädigung zugeordnet wurden. Namentlich sind dies

- die Entschädigungseinrichtung deutscher Banken GmbH (202 Mitglieder, Stand 2007),
- die Entschädigungseinrichtung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschland GmbH (18 – sic! – Mitglieder<sup>16</sup>, Stand 2007) sowie die *Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen*, (750 zumeist kleine und mittelständische Mitglieder, Stand 2007).

Während die beiden erstgenannten Entschädigungseinrichtungen durch Tochterunternehmen der jeweiligen Bankenverbände betrieben werden, handelt es sich bei der letztgenannten Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) um ein nicht rechtsfähiges Sondervermögen bei der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW). Die EdW hat dabei ganz offensichtlich den Charakter eines „Auffangbeckens“ für all die Wertpapierfirmen, die – was aus der Perspektive der Anlegerentschädigung schlicht irrelevant ist – nicht gleichzeitig Kreditinstitut im europarechtlichen Sinne („Einlagenkreditinstitut“ in der Diktion des deutschen Kreditwesengesetzes) sind. Entsprechend heterogen ist die Mitgliederstruktur. Unter Ihnen finden sich insbesondere freie Vermögensverwalter, Börsenmakler, aber auch Kapitalanlagegesellschaften, soweit sie die (Individual)dienstleistung der Portfolioverwaltung erbringen. Entscheidend ist neben der Heterogenität hinsichtlich der Geschäftstätigkeit jedoch, dass es sich ganz überwiegend um mittelständische, kleinere oder kleinste Unternehmen bis hin zur Ein-Mann-Gesellschaft mit entsprechend vergleichsweise geringer Finanzierungskraft handelt. Hinzu kommt, dass der EdW eben auch eine ganze Reihe „schlechter Risiken“ (Kriterien: Privatanleger als Kunden und

---

<sup>16</sup> So kam die Deutsche Bundesbank bereits im Jahre 2000 zu dem Schluss, dass angesichts der geringen Zahl, der der Entschädigungseinrichtung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschland GmbH zugeordneten Institute eine angemessene Risikodiversifizierung „*erschwert*“ sei. - Eine Aussage, die unter Berücksichtigung der Notenbanken im Allgemeinen eigenen, äußerst zurückhaltenden Diktion, kaum anders denn als eine deutliche Kritik an den bei der EAEG Umsetzung gewählten ökonomischen Parametern zu verstehen sein dürfte; vgl. Bundesbank, 2000, a.a.O., S. 38. Hinzu kommt, dass es sich bei der geringen Zahl von Instituten keineswegs um Risiken gleicher „Granularität“ handelt, sondern ein Großteil der Beitragseinnahmen (und der Risiken) auf ein einzelnes Institut entfallen. Vgl. J. Bigus, P.C. Leyens, Reform der Anlegerentschädigungseinrichtungen und Einlagensicherungssysteme in Deutschland, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen (unveröffentlicht), März 2008, S. 52 – Die sehr geringe Zahl der der Entschädigungseinrichtung angehörenden Institute erklärt sich indes daraus, dass die meisten öffentl.-rechtl. Institute als Angehörige sog. „institutssichernder Einrichtungen“, wie oben bereits dargestellt, aus dem Anwendungskreis des Gesetzes ausgeschlossen wurden.

Zugriff auf Kundenvermögen) in Form von zuvor auf dem „Grauen Kapitalmarkt“ tätiger Firmen zugeordnet wurden.

Empirisch lässt sich dies nicht nur am besonders eklatanten Entschädigungsfall „*Phoenix-Kapitaldienst*“ aus dem Jahre 2005 mit einem geschätzten Gesamtentschädigungsbedarf von rund 200 Mio EUR belegen, sondern auch daran, dass sich die EdW seit ihrer Gründung 1998 mit einer in Relation zur Anzahl ihrer Institute hohen Zahl von insgesamt 17 Entschädigungsfällen konfrontiert sah. Dabei gibt es weder ökonomisch noch rechtlich belastbare Gründe, warum derartige Risiken ausschließlich von Wertpapierfirmen getragen werden sollen, die zu unseriösen Firmen wie Phoenix, welche durch doloses Verhalten Entschädigungsfälle auslösen, genau so wenig geschäftspolitische oder branchenspezifische Berührungspunkte aufweisen wie die Mitglieder anderer Entschädigungseinrichtungen oder die von vornherein ausgenommen Sparkassen und Genossenschaftsbanken.

Hinzu kommt, dass die EdW Mitglieder, obgleich die meisten von Ihnen faktisch gar kein Entschädigungsrisiko aufweisen, relativ gesehen von Anfang an überproportional stark mit jährlichen Finanzierungsbeträgen bis hin zu 10% der Jahresüberschüsse belastet wurden. In der Summe machte das Mittelaufkommen freilich im Schnitt nicht mehr als 3-4 Mio EUR aus, wovon jeweils rund die Hälfte und mehr allein für die Verwaltung der Entschädigungseinrichtung aufzuwenden waren. Es kann daher nicht überraschen, dass es der ökonomisch bereits unter normalen Bedingungen, trotz vergleichsweise hoher Belastung vieler ihrer Mitglieder, höchst ineffizienten EdW nie gelungen ist, einen Deckungsstock aufzubauen, der zumindest einen mittleren Entschädigungsfall hätte bewältigen können.

Umso bemerkenswerter war es, dass man auch nach dem Eintreten des Entschädigungsfalles „Phoenix“ weiterhin die Augen vor den grundlegenden Strukturproblemen der hochfragmentierten gesetzlichen Anlegerentschädigung verschlossen hat. Stattdessen versuchte man durch einen „Gewaltakt“ Ende 2008 mittels der Erhebung von Sonderbeiträgen bei den EdW-Mitgliedern zusätzlich 30 Mio EUR einzuwerben. Eine Summe, die zwar zur Bewältigung des „Phoenix“-Schadens völlig unzureichend war, die aber gleichzeitig etwa der Gesamthöhe aller durch die Entschädigungseinrichtung seit ihrem Bestehen vereinnahmten Beiträge entsprochen hätte.

Erst nachdem so gut wie alle EdW-Mitglieder – letztlich erfolgreich – Rechtsmittel gegen die Vollziehung der Bescheide eingelegt hatten und das Verwaltungsgericht Berlin die Vollziehung derselben aufgrund schwerwiegender verfassungsrechtlicher Bedenken zwischenzeitlich gestoppt hatte, wurde der offensichtlich kurz vor der Zahlungsunfähigkeit stehenden EdW, wohl auch, weil man entsprechende z.T. schon ge-

richtsanhängige Staatshaftungsklagen fürchtete, ein Bundeskredit in Höhe von 128 Mio EUR eingeräumt. – Zwischenzeitlich hatten zudem aufgrund der hohen und nicht risikoadäquaten Belastung eine Reihe der größten Beitragszahler durch Erweiterung ihrer Erlaubnis zum (Einlagen)kreditinstitut der EdW den Rücken gekehrt. Gegenüber den für diese Institute zuvor bis zu sechstelligen Jahresbeiträgen und dem „Dammoklesschwert“ des „Phoenix“-Falles mit einer zu erwartenden rechnerischen Gesamtbelastung in Höhe des rund 60-fachen Jahresbeitrags, wurden diese Institute nunmehr der Entschädigungseinrichtung deutscher Banken zugeordnet und müssen dort in der Regel lediglich einen Beitrag in Höhe oder nahe des Mindestbeitrags von 1.000 EUR pro Jahr aufbringen.

Umgekehrt liegt auf der Hand, dass auch der „Phoenix“-Fall vergleichsweise leicht zu bewältigen gewesen wäre, hätte Deutschland nicht aus letztendlich willkürlichen bzw. sachfremden Motiven heraus eine Tragfähigkeit der Entschädigungsstruktur signifikant schwächende Fragmentierung vorgenommen und die tatsächlich im Bereich der Anlegerentschädigung bestehende Entschädigungsgemeinschaft aller Wertpapierfirmen in Anspruch genommen.<sup>17</sup> Auch der sich aus dem formalen Anlass der Umsetzung der europäischen Neuregelungen im Bereich der Einlagensicherung aktuell im Gesetzgebungsverfahren befindliche Entwurf eines novellierten EAEG lässt den politischen Willen zur Schaffung eines nach ökonomischen statt ideologischen Kriterien strukturierten tragfähigen Anlegerentschädigungssystems noch nicht einmal ansatzweise erkennen.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Auf das Problem der stabilitätsgefährdenden Fragmentierung der deutschen Sicherungssysteme hat, allerdings mit Blick auf die Einlagensicherung, jüngst auch das Exekutivdirektorium des Internationalen Währungsfonds hingewiesen und Deutschland in diesem Zusammenhang zu einem Umbau seiner Systeme aufgefordert: „*Directors called for strengthened deposit insurance, a critical element of the financial safety net, given the risks associated with the existing multiple protection schemes that have typically relied on ex post burden-sharing. A base layer of mandatory deposit insurance-ex ante funded by contributions from all banks-would provide unified terms of protection for depositors and reduce incentives to shift deposits among the existing schemes. The evolving European Union rules should provide guidance on coverage limits.*“, IMF Executive Board 2008 Article IV Consultation with Germany Public Information Notice (PIN) No. 09/05, January 22, 2009.

<sup>18</sup> Zumindest haben sich der Rechtsaus- und der Wirtschaftsausschuss des Deutschen Bundesrates in eine Beschlussempfehlung dafür ausgesprochen „*im weiteren Gesetzgebungsverfahren eine grundlegende Reform des bestehenden Systems der Einlagensicherung und Anlegerentschädigung mit dem Ziel zu prüfen, für Entschädigungsfälle, die derzeit durch die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) auszugleichen sind, eine Finanzierungsgrundlage zu schaffen, die gegebenenfalls erforderliche Entschädigungszahlungen an die Anleger umfassend gewährleistet, ohne die den Entschädigungseinrichtungen zugeordneten Institute unvertretbar zu belasten*“, Bundesrat Drucksache 170/1/09 vom 23.03.2009.

### **Grundsätzliche Überlegungen zu einer europarechtlichen Konkretisierung der Finanzierungsstruktur der Anlegerentschädigungssysteme**

Angesichts dieser konkreten Erfahrungen sollte im Rahmen einer Überarbeitung der Anlegerentschädigungsrichtlinie vor allem deutlich gemacht werden, dass eine Fragmentierung der mitgliedstaatlichen Anlegerentschädigungssysteme aufgrund der damit notwendig einhergehenden Schwächung der Tragfähigkeit nicht aus sachfremden Gründen vorgenommen werden darf, sondern vielmehr einer Rechtfertigung im Lichte des Regelungszweckes bedarf.

Weiterhin sollte mit Nachdruck darauf geachtet werden, dass Wettbewerbsverzerrungen in Folge relativer Belastungsungleichheiten für Erbringer ein und derselben Dienstleistung vermieden werden. Wie in anderen Bereichen auch, muss an dieser Stelle der Grundgedanke eines „*Level Playing Fields*“ bzw. des „*Same Business same Rules*“ Verwirklichung finden. Wer beispielsweise die Finanzportfolioverwaltung oder das Kommissionsgeschäft mit Wertpapieren gegenüber entschädigungsberechtigten Kunden betreibt, sollte in Abhängigkeit von seinem Geschäftsumfang in gleicher Weise zur Finanzierung der Anlegerentschädigung herangezogen werden. Dabei kann es nicht darauf ankommen, ob es sich beim Erbringer von entschädigungsberechtigten Wertpapierdienstleistungen um eine Universalbank oder ein ausschließlich mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen befasstes Unternehmen handelt; beide Institutsarten stellen „Wertpapierfirmen“ nach Maßgabe des Gemeinschaftsrechts (ISD und MiFID) dar. Erst recht sollten hierbei nicht völlig sachfremde Kriterien, wie etwa Differenzierungsmerkmale hinsichtlich der Eigentümerstruktur (privatwirtschaftlich vs. öffentlich-rechtlich) eine Rolle spielen.

Ein solcher Haftungsverbund sämtlicher insoweit materiell-rechtlich als Wertpapierfirmen betroffener Institute (also Universalbanken und bankenunabhängiger Wertpapierfirmen) setzt dabei jedoch nicht zwingend voraus, dass sämtliche Firmen verwaltungstechnisch ein und der selben Entschädigungseinrichtung angehören<sup>19</sup>, solange zwischen verschiedenen Entschädigungseinrichtungen ein finanzieller Lastenausgleich etabliert wäre, wonach sich an der Finanzierung eines im Verwaltungsbereich einer Entschädigungseinrichtung aufgetretenen Entschädigungsfalls die übrigen Entschädigungseinrichtungen *pro rata* auf Grundlage eines geeigneten Kriteriums<sup>20</sup> beteiligen müssten.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> Obgleich dies unter verwaltungsökonomischen Aspekten sicherlich die effizienteste Lösung wäre.

<sup>20</sup> Beispielsweise nach Maßgabe des repräsentierten Anteils an potentiell entschädigungsberechtigten Verbindlichkeiten gegenüber Kunden.

### **Ex-ante vs. Ex-post-Financing**

Ausgehend von einer risikoadäquaten und insofern beitragsgerechten Finanzierung „über“ sämtliche vom Anwendungsbereich der Richtlinie materiell erfassten Wertpapierfirmen hinweg, bietet der Aufbau eines hinreichenden Deckungsstocks sicherlich den Vorzug, dass das Entschädigungssystem im Hinblick auf mögliche Entschädigungsleistungen ohne zeitliche Verzögerung „handlungsfähig“ wäre. Da Anlegerentschädigungsverfahren hinsichtlich der Feststellung der materiellen Grundlage und der Höhe des Entschädigungsanspruches regelmäßig komplexer und damit auch zeitintensiver als etwa im Bereich der Einlagensicherung sein dürften, erscheint die Bedeutung des Arguments der raschen zeitlichen Verfügbarkeit isoliert betrachtet jedoch von begrenztem Gewicht.

Gleichwohl gibt es noch eine Reihe anderer Überlegungen, die für eine *ex-ante*-Finanzierung der Anlegerentschädigungssysteme auf der Grundlage eines periodenbezogen erwarteten Entschädigungsbedarfs sprechen:<sup>22</sup>

- Zu nennen wäre hier zunächst der Umstand, dass nur bei *ex-ante*-finanzierten Systemen auch die einen Entschädigungsfall auslösende Wertpapierfirma überhaupt nur mit ihren in der Vergangenheit geleisteten Beiträgen zur Finanzierung des Deckungsstocks an der zu leistenden Entschädigungslast zumindest mit beteiligt wird.
- Hinzu kommt, dass in Situationen, in denen es aufgrund allgemeiner Marktkrisen zu einer erhöhten Anzahl von Anlegerentschädigungsfällen kommen kann, der nachträglichen Erhebung der Finanzierungsbeiträge ein insofern unerwünschter prozyklischer Effekt zukäme, zumal die betroffenen Wertpapierfirmen in einer Phase tendenziell fallender Erträge verstärkt zusätzliche, ihre Profitabilität gefährdende, Finanzierungslasten zu tragen hätten. Im Extremfall könnte sich hierdurch die Gefahr des Eintritts weiterer Entschädigungsfälle erhöhen.
- Zu bedenken ist auch, dass in einem nachhaltig von Universalbanken geprägten Umfeld mit weitgehender Identität zwischen den für die Regelungsbereiche Anlegerentschädigung und Einlagensicherung herangezogenen Institute bei als gegeben unterstellter finanzieller Belastbarkeit der Beitragszahler letztlich eine Finanzierungskonkurrenz zwischen Anlegerentschädigung und Einlagensicherung besteht. Da jedes Soli-

---

<sup>21</sup> Hierzu vgl. auch J. Bigus, P.C. Leyens, Reform der Anlegerentschädigungseinrichtungen und Einlagensicherungssysteme in Deutschland, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen (unveröffentlicht), März 2008, S. 94ff. („Überlauf“ bzw. „wechselseitige Einstandspflicht“).

<sup>22</sup> Umgekehrt dürfte klar sein, dass kein *ex ante* finanziertes System sämtliche denkbaren „Worst-Case“-Szenarien abdecken kann.

darhaftungssystem – und dies umso mehr in Krisenzeiten – Grenzen der Belastbarkeit aufweist und zudem der Sicherungsumfang im Bereich der Einlagensicherung ein sehr viel höheres Gesamtvolumen als das der Anlegerentschädigung aufweist, besteht ein gewisses „Crowding-Out“-Risiko der Einlagensicherung gegenüber der Anlegerentschädigung. Mit anderen Worten, das Auftreten eines oder mehrerer signifikanter Einlagensicherungsfälle könnte dazu führen, dass die Gruppe der Universalbanken objektiv an die Grenze ihrer Belastbarkeit käme, so dass in der Folge auftretende Anlegerentschädigungsfälle nicht mehr oder nur unter deutlich höherer Belastung der bankenunabhängigen Wertpapierfirmen reguliert werden könnten. – Zu ganz ähnlichen, das Grundproblem verschärfenden, Verdrängungs- bzw. Auszehrungseffekten kann es zudem kommen, wenn neben der europarechtlich harmonisierten Mindestsicherung auf mitgliedstaatlicher Ebene zusätzliche gesetzliche oder freiwillige Sicherungszusagen im Rahmen der Einlagensicherung und/oder der Anlegerentschädigung abgegeben werden.<sup>23</sup>

Zusammenfassend halten wir daher eine *ex-ante*-(basis-)finanzierte der Anlegerentschädigung für vorzugswürdig. Dabei sollte jedoch darauf geachtet werden, dass für entsprechende Systemumstellungen hinreichend Zeit zur Verfügung steht und solche Umstellungen sich insbesondere angesichts der gegenwärtigen Krisensituation nicht durch zusätzliche Belastungen der betroffenen Wertpapierfirmen prozyklisch auswirken.

### **Management of the schemes**

An die fachliche Eignung und persönliche Zuverlässigkeit der mit der Verwaltung der Entschädigungseinrichtungen betrauten Personen sollten schon aufgrund der systemtechnischen Bedeutung der Anlegerentschädigung hohe und bereits auf europäischer Ebene konkretisierte Anforderungen gestellt werden. Dies um so mehr, sofern eine *ex-ante*-Finanzierung zukünftig der Vorzug gegeben werden sollte. Eine Anlehnung an die bereits heute für Wertpapierfirmen und Kreditinstitute geltenden Regelungen im Bereich des Solvenzrechts bietet sich hierfür an.

---

<sup>23</sup> Als markantes Beispiel mag hier die Entschädigung der Kunden der deutschen Tochtergesellschaft von Lehmann Brothers durch den der gesetzlichen Entschädigungseinrichtung deutscher Banken nachgelagerten (freiwilligen) Einlagensicherungsfonds gelten. Die hierbei geleistete Gesamtsumme in Höhe von, Presseberichten zu folge, über 6 Mrd. EUR und bis zu 260 Mio. EUR je Bankkunde (sic!), hätte der Fonds (bzw. dessen Mitglieder) ohne die gewählte Finanzierungsstruktur über eine vom Bund verbürgte und daher über die Bundesbank refinanzierbare Anleihe ganz offensichtlich nicht bewältigen können. Hinzu kommt, dass es sich bei den in den Genuss der Sicherungsleistungen gekommenen Lehmann-Kunden durchgängig um institutionelle Investoren oder öffentliche Körperschaften gehandelt hat, die nach Maßgabe der gesetzlichen Einlagensicherung und Anlegerentschädigung ganz überwiegend überhaupt keine Kompensationsansprüche gehabt hätten.

Darüber hinaus sollte nicht nur eine fachliche Kontrolle durch die jeweilige Aufsichtsbehörde sichergestellt, sondern – ebenfalls europarechtlich normiert – entsprechende Beirats-Strukturen zur Kontrolle der Entschädigungseinrichtungen eingerichtet werden, in denen insbesondere auch die die Einrichtung tragenden Wertpapierfirmen angemessen repräsentiert sind.

### **Pooling of funds across participating firms**

Da die Problematik eines zu etablierenden Finanzierungsausgleichs zwischen einzelnen Teilsystemen sachlogisch nur bei einer Untergliederung des Anlegerentschädigungssystems auftreten kann und wie bei jedem Solidarhaftungssystem auch hier der simple Grundsatz gilt, dass „breite Schultern“ belastbarer sind als „schmale“, ist auch noch einmal zu betonen, dass Systemfragmentierungen nur dann zugelassen werden sollten, wenn sie aus dem Regelungszweck der Richtlinie heraus legitimierbar sind.

Eine gewisse Mindestgröße der Teilsysteme vorausgesetzt, wäre aus unserer Sicht grundsätzlich nicht zu beanstanden, wenn man die Anlegerentschädigung – wie in einigen Mitgliedsstaaten praktiziert – in Abhängigkeit von den zu erbringenden Dienstleistungen untergliedert. In einem solchen System würden Entschädigungsfälle, die beispielsweise im Bereich der Portfolioverwaltung (mit Zugriff auf Kundenvermögen) auftreten, zunächst auch nur innerhalb dieses „Finanzierungsclusters“ reguliert.<sup>24</sup> Für den Fall, dass das Mittelaufkommen bzw. der Deckungsstock in dem entsprechenden Teilbereich nicht ausreichend sein sollte, wären in diesem Fall die übrigen Teilsysteme nach einem geeigneten, ihrer jeweiligen Finanzierungskraft Rechnung tragenden Schlüssel an der Finanzierung des „fremden“ Entschädigungsfalls mit zu beteiligen.

Allerdings sollte der höhere Grad der Anreizkompatibilität im Sinne eines marktdisziplinierenden Verhaltens derart funktional untergliederter Entschädigungssysteme nicht überbewertet werden. Ihnen steht nicht nur ein deutlich höherer Verwaltungsaufwand gegenüber, sondern auf die Erfahrung, dass Anlegerentschädigungsfälle nicht selten durch betrügerisches bzw. kriminelles Verhalten einzelner Firmen verursacht werden. Sofern zu zahlenden Entschädigungsleistungen aber faktisch kein durch originär ökonomische Faktoren begründetes marktwirtschaftliches Insolvenzrisiko absichern, sondern schlicht eine Form der *Opferentschädigung* darstellen, erscheint auch eine Untergliederung

---

<sup>24</sup> Hierbei wäre wie oben bereits dargestellt nicht zwingend erforderlich, dass sämtliche erfassten Wertpapierfirmen auch verwaltungstechnisch ein und der selben Entschädigungseinrichtung angehören, wohl aber, dass sämtliche Erbringer der selben Wertpapierdienstleistung in gleicher Weise zur Finanzierung herangezogen würden und zwar unabhängig davon, ob es sich hierbei um Wertpapierfirmen in Form von Universalbanken oder bankenunabhängige Wertpapierfirmen handelt.

nach Branchensegmenten weniger plausibel. Es dürfte jedenfalls mit rechtstaatlichen Prinzipien nur schwer vereinbar sein, einer Gruppe von rechtschaffenden Wertpapierfirmen per se eine größere Nähe und damit Finanzierungsverantwortung zu kriminellen Handlungen anderer zu unterstellen, nur weil diese zufällig die Erlaubnis zur Erbringung derselben Dienstleistung(en) besitzen. Vor diesem Hintergrund besitzt ein grundsätzlich einheitliches und damit maximal tragfähiges Anlegerentschädigungssystem, zu dessen Finanzierung sämtliche materiell betroffenen Wertpapierfirmen nach Maßgabe des durch sie repräsentierten tatsächlichen Entschädigungsrisikos herangezogen würden, nach wie vor eine hohe Attraktivität.

Umgekehrt sollten für den Fall der gewählten Systemfragmentierung entsprechende finanzierungstechnische „Überlaufregelungen“ zwischen den jeweiligen Teilsystemen zwingend vorgeschrieben werden (Stichwort „kommunizierende Röhren“).

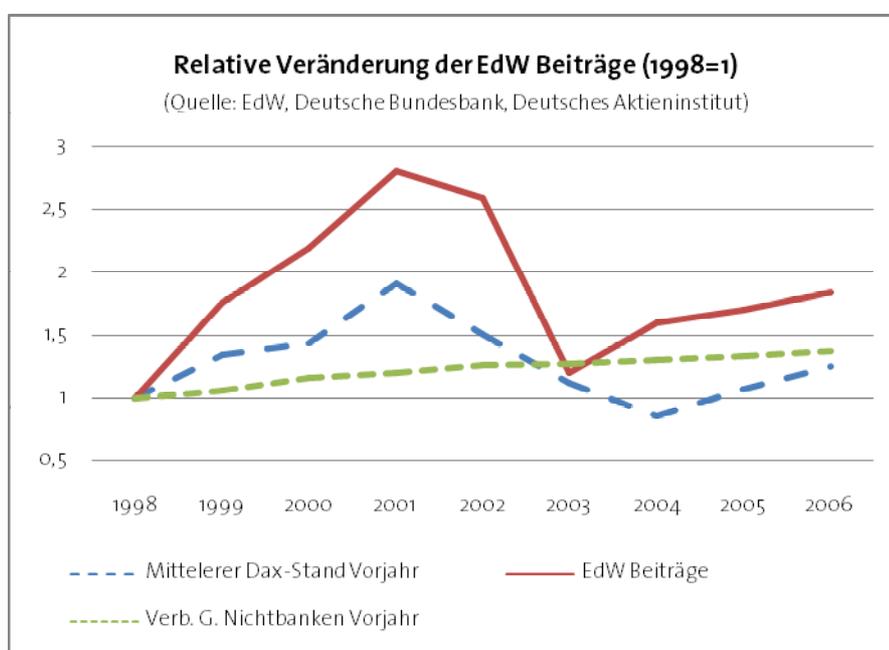
### **Calculation of Contributions**

Wie bereits ausgeführt, sollte die Berechnung der zu leistenden Finanzierungslast in jedem Fall den Prinzipien der Risikoadäquanz und der relativen Belastungsgleichheit folgen. Nur so lässt sich einerseits ein angemessenes Finanzierungsniveau sicherstellen und andererseits die Entstehung von Wettbewerbsverzerrungen vermeiden. Die Bemessungsgrundlage der Beiträge sollte daher in erster Linie auf den prinzipiell entschädigungsberechtigten Verbindlichkeiten gegenüber Kunden bestehen. Ob man hierauf nun einen einheitlichen oder nach Art der erbrachten Dienstleistung differenzierten Beitragssatz – ggf. ergänzt durch Zu- und Abschläge z.B. in Abhängigkeit von Prüfungen des Risikomanagements, der Einhaltung von „Conduct of Business Rules“ sowie allgemein einer „Sound Governance“ – zur Anwendung bringt, sollte sodann in Abhängigkeit von den Ergebnissen einer entsprechenden Sachdiskussion auf politischer Ebene entschieden werden.

Das derzeitige Fehlen verbindlicher Vorgaben zur Ausgestaltung der Finanzierung der Entschädigungseinrichtungen führt indes dazu, dass aus politischer Opportunität heraus entstandene strukturelle „Webfehler“ mitgliedstaatlicher Entschädigungssysteme durch eine wettbewerbsverzerrende unverhältnismäßig stärkere Inanspruchnahme einzelner Teilgruppen kompensiert werden. Auch hierzu liefert die fragmentierte deutsche Entschädigungslandschaft signifikantes Anschauungsmaterial:

Wie erwähnt existieren in der Bundesrepublik nebeneinander drei Entschädigungseinrichtungen ganz unterschiedlicher Größe und Finanzstärke ihrer Mitgliedsfirmen. Hinsichtlich deren Finanzierungsstruktur ist auffällig, dass die beiden durch den privaten und den öffentlich-

rechtlichen Bankenverband getragenen gesetzlichen Entschädigungseinrichtungen (welche die Bereiche Einlagensicherung und Anlegerentschädigung gleichermaßen abdecken sollen) über eine nahezu vollständig harmonisierte Beitragsberechnung verfügen. Beide Einrichtungen, obgleich von ganz unterschiedlicher Größe, erheben einen festen jährlichen Beitrag in Höhe von 0,008% der Bilanzposition „Verbindlichkeiten gegenüber Kunden“ ihrer Mitglieder. Damit weist die Bemessungsgrundlage der Beitragslast eine vergleichsweise hohe Korrelation zu den tatsächlich repräsentierten potentiellen Entschädigungsrisiken auf. In sofern hätte nichts dagegen gesprochen, diese durchaus sachgerechte und wettbewerbsneutrale Beitragsbemessung auch auf die EdW zugeordneten Wertpapierfirmen anzuwenden.<sup>25</sup> Dies hätte aufgrund der Bilanzstruktur und Größe der der EdW zugeordneten Wertpapierfirmen jedoch dazu geführt, dass diese kaum nennenswerte Beitragseinnahmen zu verzeichnen gehabt hätte. Anders ist kaum zu erklären, dass die an die wenig risikosensitiven Bemessungsgrundlagen „Bruttoprovisionserlöse“ und „Bruttoerträge aus Finanzgeschäften“ orientierte Beitragserhebung der EdW grundlegend von der Beitragsberechnung der beiden übrigen Entschädigungseinrichtungen abweicht. Im Ergebnis führt dies nicht nur zu einer exorbitant höheren Belastung der betroffenen Firmen, sondern – wie die nachstehende Grafik zeigt – zudem zu einer sehr starken Prozyklizität des Beitragsaufkommens, welches im Lichte des Regelungszwecks nicht gewollt gewesen sein kann.



<sup>25</sup> Diese hätten schon allein deswegen risikoadäquat und mehr als angemessen sein müssen, als im Fall der EdW-Mitglieder keine Risiken aus der Einlagensicherung zu berücksichtigen sind und bei der Mehrzahl der zugeordneten Wertpapierfirmen aufgrund des Erlaubnisumfangs und/oder des Kundenkreises objektiv auch kein Anlegerentschädigungsrisiko gegeben ist.

### **Contribution Limits**

Es ist unmittelbar einleuchtend, dass jedes branchenbasierte, beitragsfinanzierte Solidarhaftungssystem bestimmte Grenzen der Belastbarkeit aufweist. Werden diese überschritten, so besteht die Gefahr, dass das prinzipiell auf Stabilisierung ausgelegte System selber zum „Systemrisiko“ wird, indem die unangemessen hohe Belastung – unmittelbar oder schleichend – geeignet ist, die Stabilität der von der Beitragslast erfassten Firmen selber zu gefährden und damit entsprechende „Dominoeffekte“ auszulösen.

Die in den augenblicklich geltenden europarechtlichen Vorgaben zur Anlegerentschädigung fehlende hinreichend präzise Normierung einer Belastungsobergrenze für die erfassten Wertpapierfirmen stellt daher ein aus dem Bereich der Einlagensicherung mit übernommenes Hauptproblem des derzeitigen rechtlichen Rahmens dar, der dringend einer Korrektur bedarf.<sup>26</sup>

### **Different Funding Arrangements (Borrowing Power & State Contributions)**

Aus den vorstehenden Ausführungen zum vorangegangenen Punkt ergibt sich unmittelbar die Anforderung, dass Entschädigungssysteme alternative Finanzierungsarten vorzusehen haben, wenn die Grenze der zumutbaren Zahllast der Beitragszahler erreicht ist.<sup>27</sup> Dabei greifen die aufgeführten Instrumente der Kreditaufnahme und der staatlichen (Co-)Finanzierung ineinander. Dies schon deshalb, weil die Ermächtigung zur Kreditaufnahme durch eine Entschädigungseinrichtung, sofern deren beitragsfinanzierte Mittel zur Regulierung eines Entschädigungsfalles in der Praxis nicht ausreichen, leer zu laufen drohen,<sup>28</sup> sofern nicht zumindest eine entsprechende staatliche Bürgschaftserklärung abgegeben wird. Dies ist auch nur allzu einleuchtend, da die Bonität eines Wirtschaftssubjektes immer dann negativ zu beurteilen ist,

---

<sup>26</sup> So war die fehlende Konkretisierung einer Belastungsobergrenze mit der Grund dafür, dass das Verwaltungsgericht Berlin in seinen Beschlüssen vom 17. September 2008 (VG 1 A 74.08 u.a.) die Erhebung von Sonderbeiträgen durch die EdW zur Finanzierung des Entschädigungsfalles „Phoenix“ aufgrund schwerwiegender verfassungsrechtlicher Bedenken vorerst gestoppt hat.

<sup>27</sup> Auch darauf, dass aufgrund der Restriktionen des Art. 249 Satz 3 des EG-Vertrages eine Beitragsfinanzierung der Entschädigungssysteme ohnehin nicht verbindlich vorgeschrieben werden kann und es insofern durchaus denkbar und nach mitgliedstaatlichem Recht sogar geboten sein kann, die Finanzierung der Anlegerentschädigung vollständig aus öffentlichen Mitteln zu bestreiten, sei an dieser Stelle noch einmal hingewiesen.

<sup>28</sup> So auch die Erfahrungen in Deutschland bei der Bewältigung des Entschädigungsfalles „Phoenix“.

wenn die Höhe der Einnahmen mittel- bis langfristig in einem erkennbaren Missverhältnis zur Höhe seiner Zahlungsverpflichtungen steht – genau dies dürfte jedoch bei einer auf eine Kreditfinanzierung angewiesene Entschädigungseinrichtung regelmäßig der Fall sein.

Darüber hinaus ist das Instrument der Kreditaufnahme immer dann ungeeignet, wenn das Missverhältnis zwischen Einnahmen und Zahlungsverpflichtungen einer Entschädigungseinrichtung struktureller Natur ist; sei es, dass diese von Anfang an keine tragfähige Struktur aufwies, sei es, dass sich die zugrundeliegenden Bedingungen im Zeitverlauf deutlich verändert haben.

In einem solchen Fall, aber auch bei Auftreten unerwartet großer Verlustereignisse, wie sie etwa im Rahmen systemischer Marktkrisen zweifellos auftreten können, erscheint es notwendig und sinnvoll, auch bei grundsätzlich beitragsfinanzierten Systemen die Möglichkeit staatlicher Darlehen und/oder Zuschüsse vorzusehen. Auch diesem Umstand sollte im Rahmen einer Novellierung der geltenden Richtlinie angemessen Rechnung getragen werden.

**Frage 8a): Does the legislation of the Member State you know the best provide mechanisms aimed at limiting compensation schemes' obligations over Time? If yes, how many clients saw their compensation unpaid as a result of such mechanisms?**

Nein! - Dem hiesigen Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz sind derartige zeitliche Beschränkungen, abgesehen von der regelmäßigen gesetzlichen Verjährung von Ansprüchen fremd.

**Frage 8b): Should this kind of mechanisms be prohibited?**

Aufgrund mangelnder Erfahrung mit derartigen Vorschriften, können wir hierzu keine Hinweise geben.

**Frage 9a): Should the process of recognizing the eligibility of the claim be regulated for the purpose of the ICSD?**

Nein! – Die Ursache für die zu beobachtenden erheblichen zeitlichen Verzögerungen liegen sowohl in der Komplexität der zu beurteilenden Fälle als auch in den Besonderheiten der insofern häufig heterogenen mitgliedstaatlichen Rechtsrahmen begründet.

**Frage 9b): Should, at least, a mechanism be introduced providing for provisional partial compensation based on summary assessment of clients' positions?**

Ja! – Unter der Voraussetzung, dass das Vorliegen eines Entschädigungsanspruchs der Sache nach festgestellt wurde und lediglich dessen Höhe bislang nur

näherungsweise bekannt bzw. bereits ich mit hinreichender Plausibilität bestimmbar ist, sollte zukünftig die Möglichkeit einer abschlagsweisen Teilentschädigung Berücksichtigung finden.

Es ist den geschädigten Anlegern in der Tat nicht zuzumuten und liefe dem Regelungszweck der Richtlinie zuwider, wenn man – sofern der Entschädigungsanspruch in der Sache unstreitig ist – ungebührlich lange, möglicherweise über Jahre hinweg auf die Auszahlung von Entschädigungsleistungen warten müsste. Allerdings sollten an die Auszahlungsfristen nicht dieselben engen Maßstäbe angelegt werden, wie sie nunmehr für im Bereich der Einlagensicherung vorgesehen sind. Sachverhaltlich besteht insofern ein Unterschied, ob es um den Zugang zu Zahlungsmitteln zum Zweck der Regulierung von Zahlungsverpflichtungen des täglichen Lebens oder um die Abwicklung einer Geldanlage geht, bei der eine gewisse Kapitalbindungsdauer durch den Anleger von vornherein antizipiert wurde.

Wichtig erscheint in diesem Zusammenhang auch, dass im Falle der Normierung von abschlagsmäßigen Teilentschädigung auch eine klare bzw. rechtssichere Rückzahlungspflicht für den Fall geregelt wird, dass sich die geleistete Entschädigungszahlung im Nachhinein als zu hoch herausgestellt hat.

**Frage 9c): Irrespective of the harmonization of their funding systems, should compensation schemes ensure that they have minimum reserve funds in order to comply rapidly with any immediate needs?**

Siehe Antwort zu Frage 7, Unterpunkt „*Ex-ante- vs. Ex-post-Financing*“.

**Frage 10): Do you think special attention should be given to money market funds?**

Nein! – Zum einen erscheint uns die Situation in Europa mit der in den USA an dieser Stelle nicht vergleichbar. Unabhängig davon sollten Geldmarktfonds, sofern im Hinblick auf Ihren Substitutionscharakter zu Bankeinlagen eine Einbeziehung in die Sicherungssysteme dennoch beabsichtigt ist, im Rahmen der Einlagensicherung behandelt werden.

In diesem Zusammenhang erachten wir es für wünschenswert und notwendig, dass im Rahmen einer Richtliniennovellierung auf den Unterschied und die Abgrenzung der Regulierungskreise Anlegerentschädigung und Einlagensicherung noch einmal dezidiert hingewiesen wird. Der Umstand, dass in einem von Universalbanken geprägten Marktumfeld viele Wertpapierfirmen gleichzeitig Kreditinstitute sind, darf nicht zu einer „Verwischung“ der Regelungskreise führen. Anders ausgedrückt: Der Umstand dass Universalbanken unter beide Regelungskreise fallen, darf nicht dazu führen, dass bankenunabhängige Wertpapierfirmen Gefahr laufen, allein für Schäden im Bereich der Einlagensicherung in Anspruch genommen zu werden.

**Frage 11): Based on the concrete application of the ICSD do you see further issues other than the ones mentioned in the present document that might be of relevance for this analysis??**

Ja! – Der für sich genommen bereits nicht unproblematische Ansatz, dass die vom Regelungskreis der Anlegerentschädigung erfassten Firmen selbst für solche Schadensfälle einstehen sollen, die durch kriminelles Verhalten Anderer verursacht werden, erhält eine zusätzliche Brisanz, wenn man diesen vor dem Hintergrund möglichen aufsichtsrechtlichen Fehlverhaltens betrachtet.

Als Beispiel für einen Fall, bei dem es zumindest nahe liegt, dass bestehende Lücken im Aufsichtsregime das Entstehen eines signifikanten Entschädigungsfalls wenn nicht erst ermöglicht, so doch zumindest mit begünstigt haben, soll hier erneut der bereits mehrfach benannte Entschädigungsfall „Phoenix“ mit einem für die gesetzliche Anlegerentschädigung in Deutschland bisher einzigartigem geschätzten erwarteten Gesamtentschädigungsvolumen von mindestens 180 Mio EUR herangezogen werden.

Ähnlich dem augenblicklich weltweit Schlagzeilen machenden Madoff-Skandal, handelte es sich bei dem seitens der Wertpapierfirma *Phoenix Kapitaldienst GmbH* seit Ende der 90er Jahre intensiv beworbenen „Phoenix Managed Account“ (PMA) um ein „Schneeballsystem“ bzw. ein sog. „Ponzi-Scheme“, bei dem Anleger mit hohen Gewinnversprechen zur Beteiligung an einer Kollektivanlage<sup>29</sup> gedrängt wurden, die jedoch nie reale Erträge erwirtschaftet hat. Vielmehr wurden vermeintliche Renditen durch „Luftbuchungen“ und gefälschte Kontoauszüge vorgetäuscht und Auszahlung an Anlegern aus neu angeworbenen Kundengeldern beglichen. Der Skandal kam nur zufällig ans Licht, nachdem der Firmengründer und Geschäftsführer Dieter Breitkreuz im April 2004 durch einen Flugzeugabsturz ums Leben kam.

Besondere Aufmerksamkeit verdient hierbei der Umstand, dass Phoenix den „PMA“ als Sammelkonto (sog. „Omnibusaccount“) geführt hat, der einerseits klar gegen deutsches wie europäisches Recht zur getrennten Kontenführung verstieß und andererseits die beschriebenen langjährigen Manipulationen und Verschleierungen zumindest erheblich erleichtert haben dürfte. Das Pikante dabei ist nun, dass der deutschen Aufsichtsbehörde das rechtswidrige Verhalten der Phoenix nicht nur bereits seit langem bekannt war und das damalige *Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel* (BaWe) der Phoenix bereits mit Bescheid vom März 2000 aufgegeben hatte das Betreiben des Omnibuskontos einzustellen, den eigenen Bescheid aber selbst nach dem Vorliegen eines letztinstanzlichen Urteils des Bundesverwaltungsgerichts (BVG) vom April 2002 nie vollzogen hat. Und selbst nachdem ein bei Phoenix durchgeführte Sonderprüfung schwerwiegende

---

<sup>29</sup> Auf die bis heute nicht befriedigend geklärte Frage, ob es sich aufgrund des Kollektivcharakters der Anlage überhaupt um eine prinzipiell entschädigungsberechtigte Wertpapierdienstleistung gehandelt hat, soll an dieser Stelle nicht vertiefend eingegangen werden.

organisatorische Mängel zu Tage förderte, wurde seitens der Aufsichtsbehörde nicht eingeschritten.

In Zahlen ausgedrückt bedeutet dies, dass von den rund 468 Mio EUR Gesamteinzahlungen in den „*Managed Account*“ über 90% (sic!) eingeworben werden konnten, *nachdem* das BaWe den Betrieb des Omnibuskontos per Unterlassungsbescheid bereits untersagt hatte und immerhin noch 75% der vereinnahmten Anlegergelder auf einen Zeitpunkt entfiel, *nachdem* das BVG letztinstanzlich die Rechtmäßigkeit des Bescheides zur Kontentrennung bestätigt hatte. - Insofern verwundert nicht, dass der zuständige Richter im Strafverfahren gegen zwei maßgeblich an dem Betrug beteiligte Mitarbeiter von Phoenix in seiner Urteilsbegründung vom Juli 2006 der Aufsichtsbehörde ein objektives Kontrollversagen bescheinigte.<sup>30</sup>

Es steht somit außer Frage, dass der Entschädigungsfall „*Phoenix*“ bereits sehr viel früher hätte auffallen müssen bzw. nie die außerordentlichen Dimensionen eines dreistelligen Millionenschadens - der nunmehr alleine von den Zwangsmitgliedern der EdW getragen werden soll - hätte erreichen können, wenn die Zuständige Aufsichtsbehörde nicht die Vollziehung ihres Unterlassungsbescheides aus dem Jahr 2000 praktisch *ad infinitum* herausgezögert hätte.

Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen und der sich daraus ergebenden erheblichen negativen Auswirkungen auf die mit der Finanzierungslast des Entschädigungsfalles konfrontierten Wertpapierfirmen regen wir nachhaltig an, dass im Rahmen einer Novellierung der Anlegerentschädigungsrichtlinie auch die Frage des Umgangs mit einem möglichen Fehlverhalten von Aufsichtsbehörden mit geregelt werden sollte. Denkbar wäre beispielsweise, dass den Anlegerentschädigungssystemen bzw. den sie tragenden Wertpapierfirmen ein gerichtliches Überprüfungsrecht dergestalt eingeräumt wird, wonach im Falle einer nachgewiesenen Verletzung der Sorgfalts- und Schadensabwehrpflichten der staatlichen Aufsichtsbehörden die Finanzierungslast des jeweiligen Entschädigungsfalles auch ganz oder zumindest teilweise durch den Staat zu tragen wäre.

Mit freundlichen Grüßen

Michael H. Sterzenbach  
Geschäftsführer

Dr. Hans Mewes  
Justiziar

---

<sup>30</sup> Vgl. Urteil des Landgerichts Frankfurt am Main vom 11.07.2006, Az 5/26 KLS 7570 Js 210600/05 WI <26/05>, S. 40