

Alexander Weinhold

Die Vergütung der Anlageberatung zu Kapitalanlagen

Das Transparenzgebot hinsichtlich der Zuwendungen
Dritter und der daraus resultierende Anlegerschutz



Nomos

Studien zum
Bank-, Börsen- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Immenga
Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M.
Prof. Dr. Daniel Zimmer, LL.M.

Band 71

Alexander Weinhold

Die Vergütung der Anlageberatung zu Kapitalanlagen

Das Transparenzgebot hinsichtlich der Zuwendungen
Dritter und der daraus resultierende Anlegerschutz



Nomos

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

Zugl.: Kiel, Univ., Diss., 2017

ISBN 978-3-8487-4446-6 (Print)

ISBN 978-3-8452-8695-2 (ePDF)

1. Auflage 2017

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2017. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2017 von der Juristischen Fakultät der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel als Dissertation angenommen. Rechtsprechung und Literatur wurden bis einschließlich Juli 2017 berücksichtigt.

Sehr herzlich bedanke ich mich bei Frau Prof. Dr. Dorothee Einsele für die Betreuung dieser Arbeit während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an ihrem Lehrstuhl. Mein Dank gilt ebenfalls dem gesamten Lehrstuhlteam für die vergangenen Jahre.

Herrn Prof. Dr. Joachim Jickeli danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Zudem danke ich Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Immenga, Herrn Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. und Herrn Prof. Dr. Daniel Zimmer, LL.M. für die Aufnahme des Titels in die Reihe „Studien zum Bank-, Börsen- und Kapitalmarktrecht“.

Ganz persönlich bedanken möchte ich mich bei Herrn Dr. Ole Sachtler und Frau Mareen Katt für ihre Unterstützung, die jeweils maßgeblich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen hat.

Mein größter Dank gebührt meinen Eltern, Großeltern und meinem Bruder für ihre umfassende Unterstützung und ihren ständigen Zuspruch. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Kiel, im August 2017

Alexander Weinhold

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
Teil 1: Einführung	29
A. Transparenz bezüglich der Vergütung der Anlageberatung	32
I. Allgemeiner Transparenzbegriff	32
II. Allgemeine Funktion von Transparenz im Kapitalmarktrecht	33
III. Transparenz als Regulierungsgegenstand und -ziel der Anlageberatung	35
IV. Abgrenzung zu alternativen Beratungs- und Vertriebsituationen	36
B. Gang der Untersuchung	40
Teil 2: Anlageberatung zu Kapitalanlagen und ihre Vergütung	42
A. Begriff der Anlageberatung	42
I. Allgemeine Begriffsbestimmung	42
II. Gesetzliche Definition im WpHG	43
III. Gesetzliche Definition in der MiFID/MiFID II	44
IV. Unabhängigkeit vom anschließenden Ausführungsgeschäft	45
B. An der Anlageberatung Beteiligte	48
I. Beratungskunde	48
II. Anbieter der Anlageberatung	50
1. Wertpapierdienstleister	50
2. Anlageberater	51
III. Anbieter oder Emittenten von Kapitalanlagen	52
C. Vergütungsarten der Beratung zu Kapitalanlagen	53
I. Mittelbare Beratungsvergütung	54
1. Vergütung innerhalb eines Drei- oder Zwei-Personen-Verhältnisses	55
2. Zuwendungen in Form von Geldleistungen oder als geldwerter Vorteil	57

3. Mittelbare Vergütungsformen im Einzelnen	58
a) Vergütung des Produktvertriebs bzw. -absatzes	58
aa) Vertriebsprovisionen	58
bb) Durch den Vertrieb erzielbare (Gewinn-)Margen bzw. Handelsspannen	59
b) Vertriebsfolgeprovisionen	62
c) Weitere Provisionsformen	63
aa) Ausschließlich volumenbezogene Provisionselemente	63
bb) Provisionen für die Vermittlung eines Kundenkontakts	64
II. Unmittelbare Vergütung durch ein Honorar des Kunden	64
D. Typische Erwartungen und Interessen der an der Anlageberatung Beteiligten	66
I. Bedürfnisse und Interessen des Beratungskunden	66
1. Bedürfnis nach der Beratung zu Kapitalanlagen	67
2. Interessen in Bezug auf die Empfehlung einer individuell geeigneten Kapitalanlage	68
3. Interessen bezüglich der Vergütung der Anlageberatung	69
a) Anlageberatung als Kostenaspekt der Kapitalanlage	69
b) Ausschließlich im eigenen Interesse erfolgende Beratung	72
II. Interessen des Wertpapierdienstleisters und des einzelnen Anlageberaters	72
1. Interessen des Wertpapierdienstleisters	73
a) Interessen in Bezug auf das Angebot an Kapitalanlagen	73
b) Vergütungsbezogene Interessen an der Beratungsleistung	75
aa) Im Falle der mittelbar vergüteten Anlageberatung	75
bb) Bei der unmittelbar vergüteten Honorar- Anlageberatung	75
c) Vergütungsbezogene Interessen bei der Anlageempfehlung	76
aa) Im Falle der mittelbar vergüteten Anlageberatung	76

bb) Bei der unmittelbar vergüteten Honorar-Anlageberatung	78
2. Interessen des einzelnen Anlageberaters	79
III. Interessen des Produktanbieters oder Emittenten	80
IV. Zusammenfassung der typischen Interessen der Beteiligten	81
E. Vergütungsbezogene Schutzbedürftigkeit des Beratungskunden	82
I. Allgemeine Informationsasymmetrie zulasten des Beratungskunden	82
II. Kosten- und Preisgesichtspunkte im Zusammenhang mit der Kapitalanlage	84
1. Im Falle der mittelbar vergüteten Anlageberatung	85
2. Bei der unmittelbar vergüteten Honorar-Anlageberatung	86
III. Eigeninteressen des beratenden Wertpapierdienstleisters	88
1. Im Falle der mittelbar vergüteten Anlageberatung	89
2. Bei der unmittelbar vergüteten Honorar-Anlageberatung	90
IV. Zusammenfassung der vergütungsbezogenen Schutzbedürftigkeit des Beratungskunden	91
Teil 3: Umfang der mit den gesetzlichen Regelungen erzielten Vergütungstransparenz bei der Anlageberatung	93
A. Erforderlichkeit und allgemeine Voraussetzungen der Vergütungstransparenz	95
I. Erforderlichkeit der Regelung der Beratungsvergütung	95
1. Pflicht zur Empfehlung ausschließlich für den Kunden geeigneter Kapitalanlagen	96
2. Unzureichender Anlegerschutz vor den vergütungsbezogenen Kundenrisiken	97
II. Anforderungen an eine vergütungsbezogene Transparenz bei der Anlageberatung	98
1. Allgemeine Voraussetzungen transparenter Informationen	100
a) Inhalt und Erteilung der Information	101
b) Zeitpunkt der Informationserteilung	104

2. Spezielle Aspekte der Vergütungstransparenz bei der Anlageberatung	105
a) Vergütungsbezogene Transparenz unter Kosten- und Preisgesichtspunkten	105
aa) Inhaltliche Anforderungen	105
bb) Art der Informationsdarstellung und -erteilung	107
cc) Zeitpunkt der Informationserteilung	109
b) Transparenz der Vergütungsinteressen der Beraterseite	109
aa) Inhaltliche Anforderungen	110
bb) Art der Informationsdarstellung und -erteilung	110
cc) Zeitpunkt der Informationserteilung	111
B. Entwicklung der gesetzlich normierten Pflichten mit Bezug zur Anlageberatungsvergütung	112
I. Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie	112
II. Umsetzung der MiFID	114
III. Erweiterung der gesetzlich normierten Pflichten und deren Anwendungsbereich	116
IV. Das Honoraranlageberatungsgesetz	118
1. Regelungsbedarf und Gesetzgebungsverfahren	119
2. Ziele des Honoraranlageberatungsgesetzes	121
3. Abweichung von den Vorgaben der MiFID II	122
V. Umsetzung der MiFID II	124
C. Anwendungsbereiche der Pflichten der §§ 31 ff. WpHG und §§ 34ff. GewO i.V.m. der FinVermV	127
I. Anwendungsbereich der §§ 31 ff. WpHG	128
1. Personeller Anwendungsbereich	128
a) Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Normadressaten	128
b) Geltung für die Anlageberatung durch externe Kapitalverwaltungsgesellschaften	128
c) Ausnahmen vom personellen Anwendungsbereich	130
aa) Anlageberatung durch Angehörige freier Berufe	130
bb) Anlageberatung im Rahmen einer anderen beruflichen Tätigkeit	130
cc) Vertraglich gebundene Vermittler gemäß § 2a Abs. 2 WpHG i.V.m. § 2 Abs. 10 S. 1 KWG	131
2. Sachlicher Anwendungsbereich	132

3. Ausweitung durch die Vorgaben der MiFID II	133
II. Anwendungsbereich der §§ 34f ff. GewO i.V.m. FinVermV	135
1. Finanzanlagenvermittler i.S.v. § 34f GewO	136
2. Honorar-Finanzanlagenberater i.S.v. § 34h GewO	137
3. Festlegung der bei der Beratung einzuhaltenden Pflichten	137
4. Veränderung der Bereichsausnahme durch die MiFID II	139
III. Daraus resultierender personeller und sachlicher Umfang eines vergütungsbezogenen Transparenzgebots	140
D. Umfang eines aus den §§ 31 ff. WpHG ableitbaren vergütungsbezogenen Transparenzgebots	142
I. Allgemeine Informationspflichten zur Herstellung vergütungsbezogener Kosten- und Preistransparenz	143
1. Allgemeine Informationspflicht über Kosten und Nebenkosten gemäß § 31 Abs. 3 WpHG	143
a) Inhalt der Information über Kosten und Nebenkosten	144
b) Standardisierte Erteilung der allgemeinen Informationen	145
c) Zeitpunkt der Informationserteilung	147
2. Kundeninformation mittels Produktinformationsblatt gemäß § 31 Abs. 3a WpHG	148
a) Zweck des Produktinformationsblatts	149
b) Der kostenbezogene Inhalt des Produktinformationsblatts	150
c) Keine Pflicht zur gesonderten Angabe der Beratungs- und Vertriebsvergütung	151
d) Die Zurverfügungstellung des Informationsblatts	153
e) Weitere Formen der produktbezogenen Kurzinformation	153
aa) Wesentliche Anlegerinformationen	154
bb) Vermögensanlagen-Informationsblatt	155
f) Basisinformationsblätter i.S.d. PRIIPs-Verordnung	156
3. Berücksichtigung der Kosten bei Wertentwicklungsangaben	158
a) Pflicht zur Angabe der Netto-Wertentwicklung	159
b) Konkretisierung durch die BaFin	159

4. Umfang der erzielten vergütungsbezogenen Kosten- und Preistransparenz	160
5. Veränderungen der vergütungsbezogenen Kosten- und Preistransparenz durch die Vorgaben der MiFID II	163
II. Allgemeine gesetzliche Regulierung der Vergütungsinteressen und deren Transparenz für den Kunden	168
1. Allgemeine Interessenwahrungspflicht gemäß § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	169
2. Allgemeine Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten gemäß § 31 Abs. 1 Nr. 2 Hs. 1 WpHG	170
3. Organisatorische Pflichten zum Schutz der Kundeninteressen gemäß § 33 WpHG	171
a) Allgemeine Organisationspflichten zum internen Interessenkonfliktmanagement	172
b) Spezielle Organisationspflicht zu Vertriebsvorgaben und zur Einrichtung von Vergütungssystemen	174
4. Offenlegungspflicht bei unvermeidbaren Interessenkonflikten gemäß § 31 Abs. 1 Nr. 2 Hs. 2 WpHG	175
a) Unvermeidbarkeit des vergütungsbedingten Interessenkonflikts	176
b) Inhalt der Offenlegung	176
c) Art und Weise sowie Zeitpunkt der allgemeinen interessenbezogenen Offenlegung	178
5. Pflicht zur Erstellung und Aushändigung eines Beratungsprotokolls gemäß § 34 Abs. 2a und 2b WpHG	179
a) Vergütungsbezogener Inhalt des Beratungsprotokolls	180
b) Kritik an dem aus der Protokollierung resultierenden Schutz der Kundeninteressen	183
6. Umfang der erzielten Transparenz bezüglich der Vergütungsinteressen der Beraterseite	183
7. Veränderungen der allgemeinen Regulierung von Interessenkonflikten durch die Vorgaben der MiFID II	184

III. Spezielle gesetzliche Regulierung der Vergütung der Anlageberatung und dadurch erzielte Transparenz	187
1. Differenzierung zwischen zuwendungs- und honorarvergüteter Anlageberatung	187
a) Vorabinformation über die Art der Beratungsvergütung gemäß § 31 Abs. 4b S. 1 WpHG	188
aa) Inhalt der Vorabinformationspflicht über die Art der Beratungsvergütung	188
bb) Anforderungen an die Informationsdarstellung und -erteilung	190
cc) Wiederholende oder einmalige Kundeninformation über die Art der Vergütung	193
b) Vorabinformation über Zuwendungen bei der Provisionsberatung gemäß § 31 Abs. 4b S. 2 WpHG	194
c) Mit den Vorabinformationen gemäß § 31 Abs. 4b WpHG hergestellte Vergütungstransparenz	197
d) Veränderungen der Vorabinformationspflichten durch die Vorgaben der MiFID II	198
2. Vergütungstransparenz bei der mittelbar vergüteten Anlageberatung aufgrund von § 31d WpHG	200
a) Grundsätzliches Verbot von Zuwendungen gemäß § 31d Abs. 1 S. 1 WpHG	201
b) Durch die vorgegebene Zuwendungsoffenlegung bestimmter Regelungszweck von § 31d WpHG	202
c) Von § 31d WpHG erfasste Vergütungsformen	204
aa) Zuwendungen i.S.v. § 31d Abs. 2 WpHG	204
(1) Im Zusammenhang mit dem Produktvertrieb stehende Provisionen	206
(2) Vergütung durch eine in den Produktpreis einkalkulierte (Gewinn-)Marge bzw. Handelsspanne	207
bb) Im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapier(neben)dienstleistungen	209
cc) Drittbezogenheit der Zuwendungen	211
(1) Zuwendungen innerhalb einer Unternehmensgruppe oder eines Konzerns	211
(2) Unternehmensinterne Zuwendungen an Organmitglieder oder Mitarbeiter	212

(3) Drittbezogenheit des (Einkaufs-)Rabatts zur Erzielung einer entsprechenden (Gewinn-)Marge	212
dd) Keine Beauftragung zur Leistung der Zuwendung durch den Kunden	213
(1) Vertragliche Gestaltung eines Zahlungsauftrags des Kunden	213
(2) Einrichtung eines sog. Zuwendungskontos des Kunden	216
ee) Ausnahme vom Zuwendungsverbot für notwendige Gebühren und Entgelte	216
ff) Zusammenfassung der von § 31d WpHG erfassten Vergütungsformen	217
d) Voraussetzungen für die Zulässigkeit von Zuwendungen nach § 31d Abs. 1 S. 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG	218
aa) Qualitätsverbesserung für den Kunden	219
(1) Keine Erforderlichkeit der tatsächlichen Qualitätsverbesserung für den einzelnen Kunden	220
(2) Erforderliche Merkmale der Eignung zur Qualitätsverbesserung	221
bb) Kein Entgegenstehen einer ordnungsgemäßen Dienstleistung im Kundeninteresse	223
cc) Offenlegung der Zuwendung gegenüber dem Kunden	224
(1) Zuwendungsoffenlegung gegenüber dem Kunden nach § 31d Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG	225
(a) Offenlegung der Existenz und Art der Zuwendung	225
(b) Offenlegung des Umfangs bzw. der Höhe der Zuwendung	226
(c) Art und Weise der Informationserteilung	227
(2) Zweistufigkeit der Offenlegung durch § 31d Abs. 3 WpHG	228
(a) Auswirkungen auf die Offenlegung der Existenz, der Art und des Umfangs der Zuwendung	229

(aa) Zusammenfassende Offenlegung der Existenz und der Art der Zuwendung	229
(bb) Zusammenfassende Offenlegung des Umfangs bzw. der Höhe der Zuwendung	230
(b) Positive Aspekte der zusammenfassenden Offenlegung	232
(c) Bewertung von § 31d Abs. 3 WpHG unter Transparenzgesichtspunkten	233
(3) Zeitpunkt der Zuwendungs-offenlegung	234
(a) Abstand der Offenlegung zum Geschäftsabschluss	235
(b) Wiederholende oder einmalige Zuwendungs-offenlegung	236
(4) Anknüpfen an die vergütungsbezogene Vorabinformationspflicht aus § 31 Abs. 4b S. 2 WpHG	237
(5) Subsidiäre Offenlegungspflicht der mittelbaren Vergütung nach § 31 Abs. 1 Nr. 2 Hs. 2 WpHG	238
e) Umfang der durch § 31d WpHG erzielten Transparenz bezüglich Zuwendungen Dritter	240
f) Veränderungen der Pflichten bei der zuwendungsvergüteten Anlageberatung durch die MiFID II	241
3. Vergütungstransparenz bei der Honorar- Anlageberatung i.S.d. WpHG	244
a) Pflichten in Bezug auf die Vergütung der Beratungsleistung gemäß § 31 Abs. 4c S. 1 Nr. 2 WpHG	245
aa) Ausschließliche Vergütung durch den Kunden	245
bb) Pflichten bezüglich der Annahme von Zuwendungen Dritter	246
(1) Zulässigkeit monetärer Zuwendungen	247
(2) Aufrechnung des Vergütungsanspruchs gegen den Auskehranspruch des Kunden	250
(3) Unzulässigkeit nicht-monetärer Zuwendungen	251

(4) Abweichung zu den Vorgaben in Art. 24 Abs. 7 lit. b) MiFID II	251
cc) Beschränkte Zulässigkeit von Festpreisgeschäften gemäß § 31 Abs. 4d S. 2 und 3 WpHG	253
(1) Grundsätzliches Verbot von Festpreisgeschäften	253
(2) Eingeschränkte Zulässigkeit von Festpreisgeschäften	255
b) Informationspflicht über Interessenkonflikte bei einzelnen Produkten	255
c) Bei der Honorar-Anlageberatung zu berücksichtigendes Produktspektrum	257
d) Organisatorische Pflichten bei der Honorar- Anlageberatung gemäß § 33 Abs. 3a WpHG	258
aa) Organisatorische Trennung von der übrigen Beratung	259
bb) Ausgestaltung innerbetrieblicher Vertriebsvorgaben	260
e) Umfang der bei der Honorar-Anlageberatung i.S.d. WpHG erzielten Vergütungstransparenz	261
f) Kritik an der gesetzlichen Regelung der Honorar- Anlageberatung im WpHG	263
E. Umfang eines aus den gesetzlich normierten Pflichten von gewerblichen Anlageberatern ableitbaren vergütungsbezogenen Transparenzgebots	267
I. Differenzierung zwischen Finanzanlagenvermittlern und Honorar-Finanzanlagenberatern	268
II. Allgemeine Informationspflichten zur Herstellung vergütungsbezogener Kosten- und Preistransparenz	269
1. Allgemeine Informationspflicht über Kosten und Nebenkosten gemäß § 13 Abs. 1 und 3 FinVermV	269
2. Anlegerinformation durch Produktinformationsblätter	270
3. Berücksichtigung der Kosten bei Wertentwicklungsangaben	270
4. Umfang der erzielten vergütungsbezogenen Kosten- und Preistransparenz	271

III. Allgemeine gesetzliche Regulierung der Vergütungsinteressen und ihre Transparenz für den Anleger	271
1. Allgemeine Verhaltens- und Interessenwahrungspflicht gemäß § 11 FinVermV	272
2. Allgemeine Informationspflicht über Interessenkonflikte gemäß § 13 Abs. 5 FinVermV	272
3. Pflicht zur Anfertigung und Aushändigung eines Beratungsprotokolls gemäß § 18 FinVermV	273
4. Umfang der erzielten Transparenz bezüglich der Vergütungsinteressen der Beraterseite	274
IV. Spezielle gesetzliche Regulierung der Vergütung der Anlageberatung	275
1. Informationen über die unterschiedlichen Vergütungsarten der Anlageberatung	275
a) Allgemeine Informationspflicht über den (Vergütungs-)Status gemäß § 12 FinVermV	275
b) Vorabinformation über die Art der Beratungsvergütung gemäß § 12a FinVermV	276
aa) Information über eine vom Anleger zu leistende Vergütung	277
bb) Information über Annahme und Behaltendürfen von Zuwendungen	278
cc) Gesetzliche Anforderungen an die Art und den Zeitpunkt der Anlegerinformation	279
2. Offenlegung von Zuwendungen durch Finanzanlagenvermittler i.S.v. § 34f GewO	279
a) Grundsätzliches Verbot von Zuwendungen gemäß § 17 Abs. 1 FinVermV	280
aa) Von § 17 FinVermV erfasste Zuwendungen	280
bb) Ausnahme vom Zuwendungsverbot für notwendige Gebühren und Entgelte	282
cc) Voraussetzungen für die Zulässigkeit von Zuwendungen gemäß § 17 Abs. 1 Nr. 1 und 2 FinVermV	283
(1) Kein Entgegenstehen einer im Anlegerinteresse liegenden Beratung	283

(2) Offenlegung von Existenz, Art und Umfang der Zuwendung	284
(a) Allgemeine Offenlegungspflicht von Existenz, Art und Umfang der Zuwendungen	284
(b) Keine zweistufige Zuwendungsoffenlegung	285
dd) Umfang der durch § 17 FinVermV erzielten Transparenz der mittelbaren Beratungsvergütung	286
3. Spezielle Pflichten des Honorar-Finanzanlagenberaters i.S.v. § 34h GewO	287
a) Pflichten in Bezug auf die Vergütung der Beratungsleistung	288
aa) Ausschließliche Vergütung durch den Anleger gemäß § 34h Abs. 3 S. 1 GewO	289
bb) Offenlegung und Auskehr erhaltener Zuwendungen gemäß § 34h GewO i.V.m. § 17a FinVermV	289
(1) Offenlegung der Zuwendungen	290
(2) Auskehr der Zuwendungen	290
b) Zugrundelegen eines breiten Produktspektrums	291
c) Umfang der bei der Honorar-Finanzanlagenberatung erzielten Vergütungstransparenz	292
V. Anpassung der Pflichten für gewerbliche Anlageberater an die Vorgaben der MiFID II	293
F. Zusammenfassung des aus den gesetzlich normierten Pflichten ableitbaren Transparenzgebots hinsichtlich der Zuwendungen Dritter	294
I. Umfang des Transparenzgebots hinsichtlich der Zuwendungen Dritter	294
II. Begründung der zeitlichen Geltung des Transparenzgebots	296
III. Erhöhung der Vergütungstransparenz durch die Vorgaben der MiFID II	297

Teil 4: Aus der vergütungsbezogenen Transparenz resultierender Anlegerschutz	299
A. Aus der vergütungsbezogenen Transparenz resultierender überindividueller Anlegerschutz	301
I. Überwachung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen und aufsichtsrechtliche Folgen von Pflichtverstößen	302
1. Interne Aufsicht durch die Compliance-Funktion des Wertpapierdienstleistungsunternehmens	302
2. Aufsicht durch die BaFin	303
a) Aufzeichnungs- und Aufbewahrungspflichten	304
aa) Zuwendungsverzeichnis	305
bb) Aufzeichnungen über Vertriebsvorgaben	306
b) Anzeigepflichten gegenüber der BaFin gemäß § 34d WpHG	306
3. Aufsichtsrechtliche Befugnisse der BaFin bei Pflichtverstößen	307
4. Veränderungen der aufsichtsrechtlichen Überwachung und Sanktionierung durch die MiFID II	310
II. Überwachung der gewerblichen Anlageberater und aufsichtsrechtliche Folgen von Pflichtverstößen	313
1. Aufsicht durch die jeweils zuständigen Gewerbebehörden	313
2. Aufsichtsrechtliche Befugnisse der Gewerbebehörden bei Pflichtverstößen	314
III. Unzureichender Anlegerschutz durch eine ausschließlich aufsichtsrechtliche Regulierung	316
1. Aufgrund der geteilten Aufsicht durch BaFin und Gewerbebehörden	316
2. Generelle Kritik an der Effektivität eines ausschließlich überindividuellen Anlegerschutzes	318
B. Aus der vergütungsbezogenen Transparenz resultierender individueller Anlegerschutz	320
I. Der Anlageberatungsvertrag als Grundlage der zivilrechtlichen Haftung des Wertpapierdienstleisters	324
1. „Allgemeiner“ Anlageberatungsvertrag	326
2. Honorar-Anlageberatungsvertrag	327
II. Zustandekommen des Anlageberatungsvertrags	328
1. Abschluss des „allgemeinen“ Anlageberatungsvertrags	330

2. Abschluss des Honorar-Anlageberatungsvertrags	331
III. Vertragliche Pflichten des Wertpapierdienstleisters bei der „allgemeinen“ Anlageberatung	332
1. Pflicht zur anlegergerechten Beratung	333
2. Pflicht zur objektgerechten Beratung	334
a) Allgemeiner Inhalt der objektgerechten Beratung	334
b) Vergütungsoffenlegung zur Information über die Werthaltigkeit und Rentabilität der Kapitalanlage	335
3. Offenlegungspflichten zur Herstellung von Transparenz bezüglich der Beratungs- und Vertriebsvergütung	337
a) Aufklärungspflicht einer beratenden Bank über sämtliche Provisionen von Seiten Dritter	339
aa) Aufklärungspflicht über Rückvergütungen bei bis zum 1.8.2014 geschlossenen Beratungsverträgen	340
bb) Aufklärungspflicht über eine „doppelte Vergütung“ bis zum 1.8.2014	343
cc) Auswirkungen des Transparenzgebots auf die Aufklärungspflicht über Innenprovisionen	344
(1) Keine interessenbezogene Aufklärungspflicht über Innenprovisionen bis zum 1.8.2014	344
(2) Interessenbezogene Aufklärungspflicht über Innenprovisionen ab dem 1.8.2014	346
dd) Art und Zeitpunkt der Kundenaufklärung	348
ee) Zusammenfassung der Aufklärungspflicht einer beratenden Bank über Provisionen Dritter	351
b) Aufklärungspflichten einer beratenden Bank über die Gewinnerzielung im Zwei-Personen-Verhältnis	352
aa) Aufklärungspflicht über den „anfänglichen negativen Marktwert“ eines Swap-Vertrags	353
bb) Keine Pflicht zur Offenlegung eingepreister (Gewinn-)Margen	356
c) Keine Pflicht zur Provisionsaufklärung des vom Kunden nicht vergüteten Einkaufskommissionärs	359

d) Provisionsaufklärung bei der Beratung durch freie, nicht bankmäßig gebundene Anlageberater	360
aa) Keine Aufklärungspflicht über Provisionen Dritter nach der bisherigen BGH- Rechtsprechung	361
bb) Meinungsstand zur Aufklärung über Provisionen Dritter ab der Geltung des Transparenzgebots	363
4. Zusammenfassung der vergütungsbezogenen Aufklärungspflichten bei der „allgemeinen“ Anlageberatung	364
IV. Vertraglicher Pflichtenumfang des Wertpapierdienstleisters bei der Honorar-Anlageberatung	372
V. Unterschiede der vom BGH ausgestalteten zu den gesetzlich normierten Aufklärungspflichten	373
VI. Einwirkung der gesetzlich normierten Pflichten auf den Inhalt des Anlageberatungsvertrags	379
1. Uneinheitlichkeit der BGH-Rechtsprechung	379
2. Aus dem Transparenzgebot hinsichtlich Zuwendungen Dritter abgeleitetes allgemeines Rechtsprinzip	381
a) Einwirkung auf den zivilrechtlichen Pflichtenumfang durch Vertragsauslegung	385
b) Weitgehende Übereinstimmung mit der Einwirkung durch eine sog. Ausstrahlungswirkung	387
c) Kritik an der Einwirkung durch eine sog. Ausstrahlungswirkung	392
3. Unmittelbare privatrechtliche Wirkung der kundenbezogenen Pflichten der §§ 31 ff. WpHG	396
a) Ablehnung einer sog. Doppelnatur	396
b) Vorzugswürdigkeit einer ausschließlich privatrechtlichen Einordnung der kundenbezogenen Pflichten	398
aa) Vereinbarkeit mit den europarechtlichen Vorgaben der Finanzmarkt-Richtlinien	402
(1) Fehlende Gesetzgebungskompetenz des europäischen Gesetzgebers?	402
(2) Auswirkungen fehlender ausdrücklicher Vorgaben zur Einführung vertraglicher Pflichten?	405

Inhaltsverzeichnis

bb) Vereinbarkeit der privatrechtlichen Einordnung mit nationalem Recht	409
(1) Auswirkungen der angeführten Gesetzgebungskompetenz?	410
(2) Fehlende Ausrichtung auf einen individuellen Anlegerschutz?	411
cc) Ergebnis der ausschließlich privatrechtlichen Einordnung der kundenbezogenen Pflichten	412
C. Insgesamt aus dem vergütungsbezogenen Transparenzgebot resultierender Anlegerschutz	414
Teil 5: Gesamtergebnis	417
Literaturverzeichnis	421

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.F.	alte(r) Fassung
AbgG	Abgeordnetengesetz
ABl. EG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM-UmsG	AIFM-Umsetzungsgesetz
Alt.	Alternative
Anm.	Anmerkung
AnsFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAnz.	Bundesanzeiger
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater. Zeitschrift für Recht, Steuern und Wirtschaft
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechungsservice
Begr.	Begründer; Begründung
Bek.	Bekanntgabe
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz

Abkürzungsverzeichnis

BR	Bundesrat
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
bspw.	beispielsweise
BT	Besonderer Teil; Bundestag
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BvR	Verfassungsbeschwerdeverfahren
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	The Committee of European Securities Regulators
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
Die Bank	Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis
dies.	dieselbe
DIHK	Deutscher Industrie- und Handelskammertag
Diss.	Dissertation
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DStR	Deutsches Steuerrecht
e.V.	eingetragener Verein
EBA	European Banking Authority
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
endg.	endgültig
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
f., ff.	folgende
FG	Festgabe
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
FinVermAnlG	Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts
FinVermV	Finanzanlagenvermittlungsverordnung
Fn.	Fußnote
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
gem.	gemäß
GewArch	Gewerbearchiv. Zeitschrift für Gewerbe- und Wirtschaftsverwaltungsrecht
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland

ggf.	gegebenenfalls
GWR	Gesellschaft- und Wirtschaftsrecht
h.M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hinweisbeschl.	Hinweisbeschluss
Hrsg., hrsg.	Herausgeber, herausgegeben
Hs.	Halbsatz
i.d.F.	in der Fassung
i.E.	im Ergebnis
i.S.d.	im Sinne der, des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IHK	Industrie- und Handelskammer
InvG	Investmentgesetz
jm	juris - Die Monatszeitschrift
jurisPR-BKR	juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristen Zeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KID	Key Information Document
KIID	Key Investor Information Document
KOM	Dokumente der Kommission der Europäischen Gemeinschaft
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LG	Landgericht
lit.	litera
LMK	Lindenmaier-Möhring. Kommentierte BGH-Rechtsprechung mit weiteren Nachweisen
m.w.N.	Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die wei- teren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
MaComp	Monatsschrift für Deutsches Recht
MDR	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID	MiFID-Durchführungsrichtlinie
MiFID-DRL	MiFID-Durchführungsverordnung
MiFID-DVO	Markets in Financial Instruments Regulation
MiFIR	neue(r) Fassung
n.F.	Neue Justiz
NJ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJOZ	Neue Juristische Wochenschrift
NJW	NJW Rechtsprechungs-Report
NJW-RR	Nummer
Nr.	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZA	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZG	

Abkürzungsverzeichnis

ÖBA	Österreichisches Bank-Archiv
o.g.	oben genannt
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
p.a.	per annum
PangV	Preisangabenverordnung
PIB	Produktinformationsblatt
PRIIPS	Packaged Retail and insurance-based Investment Products
PRIPS	Packaged Retail Investor Products
Prospekt-DVO	Prospektdurchführungsverordnung
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n); Randzeichen; Randziffer(n)
Rs.	Rechtssache
S.	Satz; Seite
SoBedWp	Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte
sog.	sogenannt
Sonderbeil.	Sonderbeilage
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
u.	und
u.a.	unter anderem
Urt.	Urteil
u.U.	unter Umständen
UAbs.	Unterabsatz
UKlaG	Unterlassungsklagengesetz
v.	vom; von
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VermVerkProspV	Vermögensanlagen-Verkaufprospektverordnung
vgl.	vergleiche
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VermittlerRL	Vermittlerrichtlinie
VersWissStud	Versicherungswissenschaftliche Studien
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
VO	Verordnung
Vor, Vorbem.	Vorbemerkung(en)
VuR	Verbraucher und Recht
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
VW	Versicherungswirtschaft
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VwVG	Verwaltungsvollstreckungsgesetz

WM	Wertpapiermitteilungen. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpDRL	Wertpapierdienstleistungsrichtlinie
WpDPV	Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHG-E	Entwurf des Wertpapierhandelsgesetzes
WpHGMaAnzV	WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

Teil 1: Einführung

Die Thematik der Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistern im Zusammenhang mit der Vergütung der von ihnen erbrachten Anlageberatung sowie dem darauf folgenden Vertrieb von Kapitalanlagen wird zu Recht sowohl als „Klassiker“¹ als auch als „Dauerbrenner“² bezeichnet. Der BGH befasst sich im Wesentlichen seit der sog. Kick-Back-II-Entscheidung vom 19.12.2006³ und nochmals verstärkt im Zuge der Folgen der sog. Finanzmarktkrise in einer mittlerweile umfangreichen Rechtsprechung, die fallgruppenartig zwischen bestimmten Vergütungsformen und der Beratungsleistung durch verschiedene Beratertypen unterscheidet, mit der Festlegung der aus dem Anlageberatungsvertrag resultierenden vergütungsbezogenen Aufklärungspflichten.⁴ Neben den durch die Rechtsprechung begründeten Pflichten wurde auch die gesetzliche Regulierung der Anlageberatung zur Steigerung des Anlegerschutzes immer detaillierter ausgestaltet.⁵ Im Zuge dessen wurden zusätzlich zu den allgemein bei der

1 Siehe *H. Schäfer*, WM 2012, 1157; *Günther*, BKR 2013, 9.

2 So die Bezeichnung von *Wiechers*, WM 2011, 145, 152. Nach Ansicht von *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 219 haben vergütungsbezogene Aspekte „die eigentlichen Hauptthemen einer möglicherweise fehlerhaften Anlageberatung [...] de facto weitgehend in den Hintergrund gedrängt“. Vgl. auch *Einsiedler*, WM 2013, 1109 nach dem „kaum ein Thema [...] das Bankrecht in den letzten Jahren so in Atem gehalten [hat] und so kontrovers diskutiert worden“ ist.

3 BGH v. 19.12.2006 - XI ZR 56/05, BGHZ 170, 226 = NJW 2007, 1876.

4 Vgl. *Regenfus*, WM 2015, 169. *Buck-Heeb*, WM 2014, 1601 spricht von einem „verminten Gebiet“. *Hopt*, WM 2009, 1873, 1878 bezeichnet den Bereich als ein „weit ausgedehntes Schlachtfeld“. *Zoller*, BB 2013, 520 geht von einem „Schreckgespenst der Aufklärungspflicht über Vergütungen der Banken“ aus. *Veil*, in: *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, § 25 Rn. 17 bezeichnet es als „ein bislang noch nicht gelöstes Problem [...], dass Banken bei der Anlageberatung eigene monetäre Interessen verfolgen“. *Grundmann*, WM 2012, 1745, 1748 geht von der „intensivste[n] Rechtsprechungsentwicklung der letzten Dekade im Bereich der Wohlverhaltenspflichten“ aus. Nach Ansicht von *Winter*, WM 2014, 1606 scheint die Thematik der Beratungsvergütung „unerschöpflich“.

5 Nach Ansicht von *Koch*, BKR 2012, 485 besteht im Hinblick auf die Informationsanforderungen in der Beratungssituation ein „hyperaktives Gesetzgebungsgespann in Deutschland und Europa“. *Röh*, BB 2008, 398, 405 geht davon aus, dass die Provisionen im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Finanzinstrumenten durch die

Anlageberatung einzuhaltenden Pflichten zunehmend Normen speziell zur Regulierung der Beratungs- und Vertriebsvergütung in das WpHG und die GewO i.V.m. der FinVermV eingeführt. Seit dem 1.8.2014 wird darin jeweils zwischen den gesetzlich ausgestalteten Varianten der mittelbaren Beratungsvergütung durch Zuwendungen Dritter und der unmittelbar durch den Kunden zu vergütenden Honorar-Anlageberatung differenziert.

Der XI. Zivilsenat des BGH geht aufgrund der bis dahin erfolgten gesetzlichen Regulierung des provisionsbasierten Vertriebs von Kapitalanlagen und entscheidend auf die Einführung der Vorschriften zur Honorar-Anlageberatung Bezug nehmend, in der Entscheidung vom 3.6.2014, von dem Bestehen eines „das Kapitalanlagerecht nunmehr prägenden Transparenzgebots“⁶ hinsichtlich der Zuwendungen Dritter ab dem 1.8.2014 aus. Eine weitere Steigerung der Vergütungstransparenz bei der Anlageberatung erfolgt durch die Vorgaben der neugefassten Finanzmarkt-Richtlinie MiFID II⁷, die durch das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz in deutsches Recht umgesetzt werden und ab dem 3.1.2018 anzuwenden sind.⁸ Damit folgen weder der europäische noch der deutsche Gesetzgeber dem zum Teil in der Literatur angenommenen oder präferierten „Trend“ hin zu einem angeblich zu erwartenden generellen gesetzlichen Verbot bestimmter Vergütungsformen der Anlageberatung.⁹ Stattdessen führen sie die gesetzlichen Neuregelungen der unmittelbar durch den Kunden zu vergüten-

MiFID und das Urteil des BGH v. 19.12.2006 zu einem „heißen Eisen in der bankrechtlichen Diskussion avanciert“ sind.

6 BGH v. 3.6.2014 - XI ZR 147/12, BGHZ 201, 310 = NJW 2014, 2947, Rn. 32, 38.

7 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349 (Markets in Financial Instruments Directive II - MiFID II), geändert durch die Richtlinie (EU) 2016/1034 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 23.6.2016 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente, ABl. EU Nr. L 175 v. 30.6.2016, S. 8.

8 Einzelne EU-Mitgliedsstaaten haben ab 2013 auf nationaler Ebene über die Vorgaben der MiFID II hinausgehende Verbote der Beratungsvergütung in Form von Zuwendungen Dritter erlassen; vgl. *Balzer*, Bankrechtstag 2013, S. 157, 160. Zum Zuwendungsverbot bei Investmentprodukten in Großbritannien nach der RDR (Retail Distribution Review) siehe *Schelling*, Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, 2013, S. 322 ff.; *Loidl/Burgin*, RdF 2012, 232, 233 ff.; *Voigt*, BB 2011, 451, 452 f. Auch in den Niederlanden besteht seit 2013 ein umfassendes Provisionsverbot; vgl. *Ullrich*, VW 2011, 1496.

9 So die Annahme von *Decker*, Aufklärungspflichten über Innenprovisionen, 2010, S. 477; vgl. ebenfalls *Schelling*, Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der

den Honorar-Anlageberatung als Alternative zur provisionsvergüteten Anlageberatung ein.¹⁰ Den mit dieser Regulierung verfolgten „nunmehr im Bereich des - aufsichtsrechtlichen - Kapitalanlagerechts nahezu flächendeckend vom Gesetzgeber verwirklichten Transparenzgedanken hinsichtlich der Zuwendungen Dritter“¹¹ berücksichtigt der BGH auch bei der Bestimmung des Inhalts des Beratungsvertrags und hat damit seine Rechtsprechung zu der höchst umstrittenen Frage der Einwirkung der gesetzlich normierten Pflichten auf die bei der Anlageberatung gegenüber dem Kunden zu beachtenden zivilrechtlichen Pflichten geändert.

Diese Ausgestaltung und gleichzeitige Verfestigung der auf Transparenz ausgerichteten gesetzlichen Regelungen der Anlageberatungsvergütung gibt Anlass, das Vorliegen des vom BGH angenommenen Transparenzgebots hinsichtlich der Vergütung in Form von Zuwendungen Dritter zu untersuchen. Darüber hinaus stellt sich die Frage, inwieweit mit einem solchen Transparenzgebot ein effektiver Anlegerschutz erzielt werden kann.

Anlageberatung, 2013, S. 333 ff. Ein allgemeines gesetzliches Verbot der provisions- bzw. zuwendungsfinanzierten Anlageberatung wird u.a. bevorzugt von *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 465, 475, 478, 481; *Heese*, Beratungspflichten, 2015, S. 409; *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053, 2059; *Reifner*, VuR 2011, 83, 84 ff.; *Sethe*, Festschrift Nobbe, 2009, S. 769, 773 ff., 788; *Assmann*, ÖBA 2007, 40, 49; *Assmann*, ZBB 2008, 21, 24; *Elixmann*, BB 2007, 904, 905; *Graf*, VuR 2007, 113, 114.

10 Die transparente Offenlegung der an den Anlageberater fließenden Provisionen wird überwiegend als „milderes und dennoch wirksames Mittel“ und daher vorzugswürdig gegenüber der „ganz großen Keule“ eines gesetzlich vorgegebenen vollständigen Provisionsverbots angesehen; so *Schwintowski*, VuR 2010, 41, 42, der in diesem Zusammenhang das Motto vorgibt: „(Vertriebs-)Vielfalt bei (Kosten-)Transparenz statt Verbote und Bevormundung.“ Die auf Transparenz basierende eigenverantwortliche Entscheidung des Kunden in Bezug auf dessen Wahlmöglichkeit über die Beratungsvergütung präferieren ebenfalls *Klein*, WM 2011, 2117, 2120; *Veil/Lerch*, WM 2012, 1605, 1610; *Franke/Funke/Gebken/Johanning*, Provisions- und Honorarberatung, S. 5; *Assmann*, ZIP 2009, 2125, 2136. *Nobbe/Zahrte*, in: MünchKommHGB, Anlageberatung, Rn. 19 sehen es nicht als die Aufgabe des Rechts an, einzelne Vergütungsmodelle zu unterbinden. *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 342 warnt sogar vor „einer Ausdehnung paternalistischer Tendenzen bei der Rechtssetzung“.

11 BGH v. 3.6.2014 - XI ZR 147/12, BGHZ 201, 310 = NJW 2014, 2947, Rn. 36.

A. Transparenz bezüglich der Vergütung der Anlageberatung

Zur Analyse des mangels feststehender Kriterien nicht allgemeingültig definierten Transparenzbegriffs¹² sind als Grundlage für die weitere Bearbeitung zunächst dessen allgemeine Bedeutung und darauf aufbauend die Funktionen von Transparenz im Kapitalmarktrecht sowie speziell im Hinblick auf die Vergütung der Anlageberatung und des Vertriebs von Kapitalanlagen festzulegen und zu erläutern.

I. Allgemeiner Transparenzbegriff

Unter dem Begriff bzw. Stichwort „Transparenz“ (von lat. *transparens* ‚durchscheinend‘) werden in Lexika¹³ und allgemeinen Nachschlagewerken¹⁴ im Rahmen der allgemeinen Bedeutung u.a. die Begriffe „Deutlichkeit“, „Verstehbarkeit“, „Durchschaubarkeit“ und „Nachvollziehbarkeit“ aufgeführt.¹⁵ Transparenz ist somit nicht mit der „Information“¹⁶ als solcher, die einen ungleichen Kenntnis- bzw. Wissensstand ausgleichen will, oder der „Publizität“ als Information eines unbestimmten Adressatenkreises gleichzusetzen, sondern geht in bestimmter Hinsicht über beide Begriffe hinaus.¹⁷ Denn neben dem „Ob“ der Informationserteilung bezieht sich der Begriff der Transparenz ebenfalls auf das „Wie“, also die Voraussetzungen für eine verständliche Informationsdarstellung, und erfasst darüber hinaus auch den anzustrebenden Zustand bzw. Erfolg der „Durchschaubarkeit“ und „Nachvollziehbarkeit“ der Information.¹⁸ Die Erteilung und das Vorliegen transparenter, also verständlicher Informationen können

12 Vgl. *Schwintowski*, NJW 2003, 632, 636; *Loddenkemper*, Transparenz im öffentlichen und privaten Wirtschaftsrecht, 1998, S. 21.

13 Siehe Brockhaus, Enzyklopädie in 30 Bänden, Band 27, 21. Aufl., 2006, S. 677.

14 Siehe Duden, Das große Fremdwörterbuch, 4. Aufl., 2007, S. 1368.

15 Ebenso wird der allgemeine Transparenzbegriff grundlegend bestimmt von *Kalss*, Festschrift Doralt, 2004, S. 275, 277; *Loddenkemper*, Transparenz im öffentlichen und privaten Wirtschaftsrecht, 1998, S. 21.

16 Ausführlich zum Begriff der „Information“ *Druey*, Information als Gegenstand des Rechts, 1995, S. 3 ff., der die Information in Inhaltselemente, Vorgangselemente und Zustandselemente einteilt.

17 *Kalss*, Festschrift Doralt, 2004, S. 275, 276; *Druey*, Information als Gegenstand des Rechts, 1995, S. 20.

18 *Kalss*, Festschrift Doralt, 2004, S. 275, 276 ff., 280, 287 f., die „Transparenz als Verfeinerung der Information“ bezeichnet; *Druey*, Information als Gegenstand des

sich auf bestimmte Einzelaspekte oder durch deren Gesamtschau auch auf einen gesamten Vorgang beziehen.¹⁹

II. Allgemeine Funktion von Transparenz im Kapitalmarktrecht

Die rechtliche Funktion von Transparenz ist abhängig von ihrer jeweiligen spezifischen Regelungsmaterie,²⁰ sodass für die Funktion der kapitalmarktrechtlichen Transparenz auf die Funktionen des Kapitalmarkts abzustellen ist. Diese bestehen darin, den Anbietern finanzieller Mittel an ihren Wünschen orientierte Anlagemöglichkeiten und den Nachfragern ihrem Finanzbedarf entsprechende Finanzierungsformen bereitzustellen, sodass Anlage- und Finanzierungsbedarf effizient zusammengeführt werden können.²¹ Da insbesondere am Kapitalmarkt eine ungleiche Informationsverteilung zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern vorliegt,²² soll kapitalmarktrechtliche Transparenz durch die Gewährung der relevanten Informationen die allokativen, institutionelle und operative Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts fördern,²³ sodass auf der einen Seite Anlageentscheidungen auf informierter Grundlage getroffen werden können und auf der anderen Seite der Finanzierungsbedarf adäquat befriedigt werden kann.²⁴ Das Herstellen von Transparenz ist daher die maßgebliche Aufgabe des Kapitalmarktrechts und soll sowohl der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts insgesamt zugutekommen als auch die einzelnen Marktteilneh-

Rechts, 1995, S. 20, 22 führt den Begriff der Transparenz hingegen lediglich unter dem Aspekt der Erhältlichkeit von Informationen an.

19 *Kalss*, Festschrift Doralt, 2004, S. 275, 276.

20 *Loddenkemper*, Transparenz im öffentlichen und privaten Wirtschaftsrecht, 1998, S. 22.

21 *Otto*, WM 2010, 2013, 2014.

22 *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 548, bezeichnet die Informationsasymmetrie als „Kernproblem des Kapitalmarktrechts“; vgl. ebenfalls *Caspari*, NZG 2005, 98, 99.

23 *Kohlert*, Anlageberatung und Qualität - ein Widerspruch?, 2009, S. 48, 149; vgl. ebenfalls RegE AnsFuG, BT-Drucks. 17/3628, S. 1; siehe auch *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 220, die darauf verweisen, dass insbesondere zur Sicherung der allokativen Funktionsfähigkeit transparente Märkte und informierte Marktteilnehmer erforderlich sind.

24 *Otto*, WM 2010, 2013, 2014, der Kapitalmarktrecht in dem Umfang als modern ansieht, wie es u.a. größtmögliche Transparenz herstellt; vgl. ebenfalls *Hopt*, WM 2013, 101, 111.

mer, insbesondere die Anleger, schützen.²⁵ Für letztere stellen zeitnahe und zutreffende Informationen Voraussetzungen des für das Handeln am Kapitalmarkt erforderlichen Vertrauens in dessen Integrität dar.²⁶ Kapitalmarktrechtliche Transparenz über den Markt und die auf ihm gehandelten Produkte wird auf vielfältige und umfangreiche Weise durch diverse Veröffentlichungs-, Mitteilungs- und Publizitätspflichten hergestellt, die sich an alle Beteiligten des Marktgeschehens, also Produkthanbieter oder Emittenten²⁷, Handelsplattformen²⁸, Intermediäre²⁹ und Anleger bzw. Investoren³⁰, richten.³¹ Vollkommene Markttransparenz besteht, wenn alle relevanten Informationen für alle Marktteilnehmer immer und sofort zugänglich sind.³²

25 *Otto*, WM 2010, 2013, 2014; siehe ebenfalls Erwägungsgrund 44 MiFID sowie Erwägungsgrund 4 MiFID II; auf die Risiken übermäßiger Transparenz für die Marktteilnehmer hinweisend *Kumpan*, WM 2006, 797, 798 f.

26 *Hopt*, WM 2013, S. 101, 102; *Kumpan*, WM 2006, 797, 798 f.; *Caspari*, NZG 2005, 98, 99.

27 Wie z.B. die durch die prospektrechtlichen Vorgaben herzustellende Produkttransparenz gem. §§ 3, 5 ff. WpPG, §§ 6 ff. VermAnlG sowie den Vorschriften des KAGB, die Pflicht zur Transparenz des Leistungsversprechens in den Anleihebedingungen gem. § 3 SchVG, die Ad-hoc-Publizitätspflichten gem. § 15 WpHG i.V.m. Art. 17 MarktmissbrauchsVO und § 11a Abs. 1 VermAnlG, die Pflicht aus § 15 WpHG i.V.m. Art. 19 MarktmissbrauchsVO zur Mitteilung sog. directors' dealings, die Finanzberichtserstattungspflichten gem. §§ 37v-37z WpHG sowie die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten aus §§ 21 ff., 26, 26a WpHG.

28 Die verschiedenen Handelsplattformen unterliegen den Vor- und Nachhandels-transparenzverpflichtungen aus §§ 31g, 31h, 32a WpHG und §§ 30 f. BörsG; vgl. Erwägungsgrund 44 MiFID; siehe zu diesen Markttransparenzvorschriften, die effektive Kursbildungsprozesse gewährleisten und die bestmögliche Auftragsausführung für den Kunden sicherstellen sollen *Klein*, Beratungsprotokollpflicht, 2015, S. 68 ff.; *Kumpan*, WM 2006, 797 ff.; *Gomber/Jäger*, ZBB 2014, 40, 42.

29 Wie z.B. das AGB-rechtliche Transparenzgebot aus den § 307 Abs. 1 S. 2 BGB bei der Ausgestaltung vertraglicher Beziehungen.

30 Wie die mit den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der §§ 21 ff. WpHG intendierte Beteiligungstransparenz für Anleger und Gesellschaften im Wertpapierhandel über die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur und die Veränderungen maßgeblicher Stimmrechtsanteile, die ebenfalls dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegenwirken soll; siehe Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 52. Für Markttransparenz soll ebenfalls die Pflicht des Bieters zur Veröffentlichung seiner Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 WpÜG sowie die Pflicht zur Veröffentlichung des Kontrollerwerbs an einer Zielgesellschaft nach § 35 Abs. 1 WpÜG sorgen.

31 Vgl. *Otto*, WM 2010, 2013, 2014.

32 *Kohlert*, Anlageberatung und Qualität - ein Widerspruch?, 2009, S. 49.

III. Transparenz als Regulierungsgegenstand und -ziel der Anlageberatung

Ebenso wie in Bezug auf den Kapitalmarkt ist das Vorliegen von Transparenz Grundvoraussetzung für einen funktionierenden Beratungsmarkt, da nur in diesem Fall ein effizienter Qualitätswettbewerb durch die Beurteilbarkeit und Vergleichbarkeit der angebotenen Leistungen stattfinden kann.³³ Neben der grundlegenden Transparenz, die sich allgemein auf den gesamten Kapitalmarkt und die Investitionstätigkeit der Anleger bezieht, ist somit ebenfalls Transparenz speziell im Bereich der Anlageberatung erforderlich, die durch die abschließende Anlageempfehlung entscheidenden Einfluss auf die jeweilige Anlageentscheidung hat.³⁴ Entsprechend dem allgemeinen Transparenzbegriff ist die auf Transparenz zielende gesetzliche Regulierung der Beratung sowohl auf die Verständlichkeit der Gesamtsituation als auch auf deren Teilaspekte ausgerichtet und bezweckt damit die effiziente Umsetzung des informationsbasierten Anlegerschutzes.³⁵ Der transparenzbezogene Ansatz bewirkt als Teil des Informationsmodells somit keine streng vorgegebene Schutzregulierung vor bestimmten Geschäften und Geschäftspartnern durch gesetzlich normierte Verbote.³⁶ Der wesentliche inhaltliche Aspekt der Transparenz der Anlageberatung besteht vielmehr in der produktbezogenen Aufklärung des Kunden.³⁷ Insbesondere in der Beratungssituation ist jedoch darüber hinaus erforderlich, dass der Anleger als informationsbezogen (typischerweise) unterlegene Partei auch über die ihn beratende Person und deren Interessen aufgeklärt wird.³⁸ Denn insbesondere der Anlegerschutz vor den vergütungsbe-

33 Vgl. *Oehler/Kohlert/Jungermann*, Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern, S. 19, welche die Bedeutung der Ermittlung eines Preis-Leistungs-Verhältnisses hervorheben, das den Kunden den Vergleich von Anbietern und Angeboten ermöglicht; vgl. ebenfalls *Kalss*, Festschrift Doralt, 2004, S. 275, 280; *Otto*, WM 2010, 2013, 2016 f.; *Köndgen*, JZ 2012, 260, 262.

34 Vgl. *Loddenkemper*, Transparenz im öffentlichen und privaten Wirtschaftsrecht, 1998, S. 107.

35 *Rehberg*, WM 2005, 1011, 1013 mit Fn. 22.

36 *Kalss*, Festschrift Doralt, 2004, S. 275, 276 f., 280.

37 *Loddenkemper*, Transparenz im öffentlichen und privaten Wirtschaftsrecht, 1998, S. 109 f.; ebenso im Hinblick auf die gesetzlich normierten Pflichten der §§ 31 ff. WpHG *Veil*, ZBB 2008, 34, 36 ff.

38 *Rehberg*, WM 2005, 1011, 1012 ff., der statt einer Erhöhung der produktbezogenen Informationen die Transparenz bezüglich der beratenden Person fordert und dies mit dem ökonomischen Gedanken der Arbeitsteilung begründet. Demnach sei

zogenen Interessen der Beraterseite kann durch produktbezogene Informationspflichten allein nicht gewährleistet werden.³⁹ Die speziell auf die Transparenz der Beratungs- und Vertriebsvergütung abzielende gesetzliche Regulierung zur Stärkung des Anlegerschutzes hat sich daher nicht nur auf das Anlageprodukt, sondern ebenfalls auf die Rahmenbedingungen der Anlageberatung und die davon umfasste Interessenlage des Beraters zur Herstellung bzw. Erhöhung der Transparenz für den Anleger in der gesamten Beratungssituation zu beziehen.⁴⁰

IV. Abgrenzung zu alternativen Beratungs- und Vertriebsituationen

Als Argument von Seiten der Anlageberater gegen die spezielle Transparenz ihrer Vergütung bei der Beratung und dem Vertrieb von Kapitalanlagen wird geradezu reflexartig der Vergleich mit dem Vertrieb bzw. Verkauf von Produkten anderer Wirtschaftsbranchen herangezogen und darauf verwiesen, dass deren Verkäufer ihren jeweiligen Verdienst bzw. ihre jeweilige (Gewinn-)Marge, Handelsspanne oder zumindest die Kalkulationsgrundlage (auch) nicht gegenüber ihren Kunden offenzulegen haben.⁴¹ Bei der Forderung nach Transparenz der Vergütung der Anlageberatung wird im Ergebnis jedoch nicht ungerechtfertigt „mit zweierlei Maß“ zulasten der Finanzbranche durch das Bank- und Kapitalmarktrecht gemessen,⁴² da die Beratung vor Abschluss des Kaufvertrags über ein Nicht-Anlagepro-

es effizienter, professionellen Rat hinzuzuziehen und entsprechend zu vergüten, anstatt dass sich jeder Einzelne in die Finanzmaterien einarbeite.

39 *Rehberg*, WM 2005, 1011 ff., der diesen Ansatz des Anlegerschutzes kritisiert, bei dem der Anleger schwerpunktmäßig über die Merkmale der Anlageprodukte aufgeklärt wird, deren Erwerb er in Betracht zieht, um ihm eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung auf informierter Grundlage zu ermöglichen; vgl. ebenfalls *Uffmann*, JZ 2015, 282.

40 Dies fordert bereits *Rehberg*, WM 2005, 1011, 1016, der die Effektivität dieses Ansatzes damit begründet, dass die Rahmenbedingungen der Anlageberatung auch für einen durchschnittlichen Kunden verständlich seien.

41 Siehe zu dieser Argumentation *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053, 2055; *Schelling*, Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, 2013, S. 29 ff.; *Buck-Heeb*, WM 2012, 625, 629 f.; *Buck-Heeb*, BKR 2010, 1, 3 f.; *Rößler*, NJW 2008, 554, 556.

42 In diese Richtung aber *Bausch*, NJW 2012, 354 im Hinblick auf die Begründung einer vertraglichen Offenlegungspflicht von Vergütungsbestandteilen; vgl. ebenfalls *Günther*, WM 2012, 2267, 2269.

dukt sowohl aus inhaltlichen Gründen als insbesondere auch aus rechtsdogmatischen Gesichtspunkten anders zu behandeln ist als die Anlageberatung zu Kapitalanlagen.⁴³ Branchenübergreifende Gemeinsamkeiten von Beratungs- und Vertriebssituationen bestehen in inhaltlicher Hinsicht lediglich insofern, als dass fehlende Transparenz bezüglich der Eigenschaften und Kosten und die dadurch bedingte mangelnde Vergleichbarkeit von Produkten und Dienstleistungen bestehen können, die aus Kundensicht gerade eine fachkundige Beratung erforderlich machen.⁴⁴ Neben der damit bereits angedeuteten generellen Schutzbedürftigkeit auch des Anlageberatungskunden, an der die gesetzliche Regulierung der Anlageberatung anknüpft, ist maßgeblicher Legitimierungsgrund für die Herstellung von Transparenz bei der Anlageberatung im Allgemeinen und deren Vergütungsstrukturen im Besonderen hingegen deren spezielle rechtsdogmatische Grundlage in Form der (umstrittenen) Annahme eines eigenständigen Beratungsvertrags, der insbesondere die in der Beratung vorliegende Interessenstruktur berücksichtigt.⁴⁵ Die Beratung als solche wird als Interes-

43 Siehe hierzu *Buck-Heeb*, BKR 2010, 1, 3 f.; *Buck-Heeb*, WM 2012, 625, 630; *Koller*, ZBB 2007, 197; *Weller*, ZBB 2011, 191, 196 ff.; *Weck*, BKR 2014, 374, 376; *Winter*, WM 2014, 1606 f.; *Loritz*, WM 2000, 1831 f., der hingegen im Hinblick auf die Vergütung durch Provisionen nicht zwischen der Beratung und dem Vertrieb von Gütern verschiedener Branchen unterscheidet. Zum Vergleich der Beratungs- und Verkaufssituationen von Handelswaren und Finanz(anlage)produkten siehe *Gallandi*, VuR 2002, 198, 200; *Geßner*, BKR 2010, 89, 95 f.; *Köndgen*, JZ 2012, 260, 262.

44 Vgl. *Taubert*, Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten, 2009, S. 3; siehe zu diesen Aspekten bei der Beratung und dem Vertrieb von Investmentfonds *Sethe*, Festschrift Nobbe, 2009, S. 769, 774, 782 f. *Loritz*, WM 2000, 1831 führt hiervon abweichend an, dass sich der Kunde generell allein überlegen wird, ob ein zu zahlender Endpreis marktgerecht erscheint und für ihn akzeptabel ist. *Schelling*, Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, 2013, S. 30 nimmt wiederum allgemein die Vergleichbarkeit der für Wirtschaftsgüter zu zahlenden Endpreise an, und schließt daraus auf ein in der Regel nicht vorliegendes Interesse des Käufers bezüglich der Provisionen oder (Gewinn-)Margen des Verkäufers.

45 Vgl. *Uffmann*, JZ 2015, 282, 285. Das Vorliegen eines eigenständigen Anlageberatungsvertrags ist insbesondere zur Begründung eigener, über die Begründung einer (vor-)vertraglichen Haftung hinausgehender Pflichten erforderlich; siehe *Buck-Heeb*, BKR 2010, 1, 4; *Buck-Heeb*, WM 2012, 625, 630. Zur an diesem erfolgenden Anknüpfung von Offenlegungs- und Transparenzpflichten in der Beratung siehe *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053, 2055; *Spindler*, WM 2009, 1821, 1822; *Träber*, AG 2010, R. 344.

senwahrungsverhältnis angesehen, bei dem die eigenen (wirtschaftlichen) Interessen des Beraters den fremden Interessen des Beratenen untergeordnet sind.⁴⁶ Als „Korrelat zur eingeräumten, gesteigerten Einwirkung auf Fremdinteressen“ wird eine Interessenwahrungspflicht des Beraters gegenüber dem Kunden begründet, aufgrund derer sich letzterer dem Berater überhaupt erst anvertraut und die zur Einordnung als Interessenwahrungsvertrag führt.⁴⁷ Dadurch ist der Anlageberater verpflichtet, die Interessen des beratenen Kunden zu wahren, Interessenkollisionen zu vermeiden und über schwerwiegende Interessenkonflikte aufzuklären.⁴⁸ Der Berater wird ebenfalls dazu verpflichtet, den Kunden über alle Umstände zu informieren, die für das Anlagegeschäft von Bedeutung sind,⁴⁹ wozu u.a. in Abhängigkeit von deren Höhe die mit der Anlage verbundenen Kosten gezahlt werden.⁵⁰ Die generelle Gewinnerzielungsabsicht begründet nach

46 *Martinek*, in: Staudinger, BGB, Vorbem. zu §§ 662 ff. Rn. 26 ff., § 645 B7 f.; *Buck-Heeb*, WM 2012, 625, 629 m.w.N.; *Weller*, ZBB 2011, 191, 192, 197 f.; *Nikolaus/d'Oleire*, WM 2007, 2129, 2130; *Ellenberger*, WM 2001, Sonderbeil. Nr. 1, S. 3, 5; vgl. auch *Klöhn*, ZIP 2011, 762; *Sethe*, Festschrift Nobbe, 2009, S. 769, 781; *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 84 ff.; *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053, 2055.

47 *Hopt*, ZGR 2004, 1, 6, 18 ff., der die entgeltliche Geschäftsbesorgung nach § 675 Abs. 1 BGB als „Grundform des Interessenwahrungsvertrags“ bezeichnet; siehe ebenfalls *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 244. *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 84 sieht allgemein das Auftragsrecht als Grundform der Interessenwahrungsverträge an und differenziert in einem zweiten Schritt zwischen dem unentgeltlichen Auftrag und der entgeltlichen Geschäftsbesorgung.

48 Vgl. *Bracht*, in: Schwintowski, Bankrecht, § 18 Rn. 41; *Forschner*, Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht, 2013, S. 107 f.; *Winter*, WM 2014, 1606, 1607; *Habersack*, WM 2010, 1245, 1253; *Hopt*, ZGR 2004, 1, 18 ff.; *Sethe*, Festschrift Nobbe, 2009, S. 769, 781, 782 f.; *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 86, 87 f.; *Weller*, ZBB 2011, 191, 192, 197 f.; *Spindler*, WM 2009, 1821, 1822. *Heinsius*, ZHR 145 (1981), 177, 193 sieht es zum Schutz des Kunden als erforderlich an, dass der Wertpapierdienstleister den Abschluss eines Beratungsvertrags unter Hinweis auf das Vorliegen eines unlösbaren Interessenkonflikts abzulehnen hat.

49 *Ellenberger*, WM 2001, Sonderbeil. Nr. 1, S. 4.

50 Der Bezugspunkt der Vergleichbarkeit der Beratungs- und Vertriebssituationen von Konsumgütern und Kapitalanlagen ist daher in der Hinsicht zu korrigieren, dass es bei deren Transparenz nicht um die Offenlegung des konkreten Verdienstes des Beraters oder Verkäufers oder des Werts des Vertragsgegenstands geht, sondern lediglich die separaten Kostenbestandteile und daraus resultierenden Interessenlagen für den Kunden erkennbar und nachvollziehbar werden. Ebenso wenig wird eine allgemeine Offenlegungspflicht gefordert, die auch sonst im Wirtschaftsleben von dem Vertreter einer Ware nicht erwartet wird; vgl. *Rößler*, NJW 2008, 554, 556 m.w.N.

Ansicht des BGH wegen ihrer Offensichtlichkeit keine Verpflichtung zur Aufklärung über Beratungs- und Vertriebsvergütungen; vielmehr müssen „besondere Umstände“ hinzutreten. Wann über die Vergütungsbestandteile der Anlageberatung aufzuklären ist, wird von der Rechtsprechung des BGH für verschiedene Fallgruppen entschieden, die zwischen unterschiedlichen Vergütungsformen und -gestaltungen, dem beratenden Wertpapierdienstleister sowie der Ausführungsart des Anlagegeschäfts differenzieren.

Der Kaufvertrag ist hingegen kein Interessenwahrungsvertrag, sondern ein Austauschvertrag, der von einem Interessengegensatz der Vertragsparteien bestimmt wird und nicht zur Wahrung der Kundeninteressen verpflichtet.⁵¹ Die Verfolgung der jeweiligen (Gewinn-)Interessen der Vertragsparteien lässt der Gesetzgeber in den vom allgemeinen Zivilrecht vorgegebenen Schranken der Privatautonomie zu.⁵² Sofern mit dem Kauf eine (diesem meist vorausgehende) Beratung verbunden ist, entstehen aus dem Kaufvertrag grundsätzlich lediglich Beratungspflichten als unselbständige Nebenleistungspflichten.⁵³ Ein davon unabhängiger Beratungsvertrag mit eigenständigen Pflichten, wie im Falle der Anlageberatung zu Kapitalanlagen, wurde bisher nur in einzelnen Ausnahmefällen angenommen.⁵⁴

51 *Weller*, ZBB 2011, 191, 192, 196 f. m.w.N. zur Einteilung der Verträge anhand der jeweiligen Interessenstruktur; *Schuhmacher*, Provisionen im Finanzinstrumentenvertrieb durch Kreditinstitute, 2011, S. 32; *Buck-Heeb*, WM 2012, 625, 629 m.w.N; siehe allgemein zur Unterscheidung von Interessenwahrungs- und Austauschverträgen *Martinek*, in: Staudinger, BGB, Vorbem. zu §§ 662 ff. Rn. 23 ff.; vgl. auch *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 399, 401. Zur Differenzierung zwischen sog. Interessenwahrungsverträgen, Austauschverträgen und Kooperationsverträgen siehe *Leisch*, Informationspflichten nach § 31 WpHG, 2004, S. 113 ff. m.w.N.

52 Vgl. *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053, 2055; *Schuhmacher*, Provisionen im Finanzinstrumentenvertrieb durch Kreditinstitute, 2011, S. 32.

53 *Grüneberg*, in: Palandt, § 311 Rn. 16; siehe zu den Voraussetzungen eines selbständigen und des unselbständigen Beratungsvertrags im Zusammenhang mit Kaufverträgen BGH v. 23.7.1997 - VIII ZR 238/96, NJW 1997, 3227; BGH v. 13.7.1983 - VIII ZR 112/82, NJW 1983, 2697.

54 Vgl. *Buck-Heeb*, BKR 2010, 1, 4; *Buck-Heeb*, WM 2012, 625, 629, 631; siehe allgemein zur Annahme eines selbständigen Beratungsvertrags im Kaufrecht BGH v. 23.7.1997 - VIII ZR 238/96, NJW 1997, 3227; BGH v. 23.6.1999 - VIII ZR 84-98, NJW 1999, 3192. Das Bestehen eines selbständigen Beratungsvertrags wird vom BGH insbesondere im Zusammenhang mit Kaufverträgen über Immobilien angenommen, sofern der Verkäufer dem Käufer im Rahmen der Vertragsverhandlungen einen ausdrücklichen Rat erteilt; siehe hierzu BGH v. 27.11.1998 - V ZR 344/97, NJW 1999, 638, 639; BGH v. 6.4.2001 - V ZR 402/99, NJW 2001,

B. Gang der Untersuchung

Um die Erforderlichkeit und die Reichweite von transparenten Vergütungsstrukturen bei der Anlageberatung zu Kapitalanlagen aus der Sicht des Kunden zu bestimmen, wird in Teil 2 zunächst auf die an der Beratung unmittelbar und mittelbar Beteiligten eingegangen und es werden die Vergütungsformen der Beratung und deren Einfluss auf die jeweiligen Interessen der Beteiligten erörtert und gegenübergestellt. Auf dieser Grundlage wird die Schutzbedürftigkeit des Beratungskunden im Zusammenhang mit den verschiedenen Arten der Beratungsvergütung herausgearbeitet.

Anhand der dadurch erkennbaren Regelungsbedürftigkeit werden in Teil 3 die gesetzlichen Vorgaben für die Beratertypen des WpHG und der GewO mit Bezug zur Vergütung der Anlageberatungs- und Vertriebstätigkeit dargestellt und auf das Vorliegen des vom BGH ab dem 1.8.2014 angenommenen, das Kapitalanlagerecht prägenden, nahezu flächendeckend verwirklichten Transparenzgebots in Bezug auf Zuwendungen Dritter in inhaltlicher und zeitlicher Hinsicht untersucht. Dabei ist auch auf die mit den Vorgaben der MiFID II verbundenen Änderungen des Pflichteninhalts im Zusammenhang mit der Vergütung der Anlageberatung des bisher nur „nahezu flächendeckenden“ Transparenzgebots in Bezug auf Zuwendungen Dritter einzugehen.

Über die gesetzlich normierten vergütungsbezogenen Pflichten hinaus wird in Teil 4 der aus der Vergütungstransparenz resultierende Anleger-schutz betrachtet. Für dessen Effektivität wird die Notwendigkeit eines neben dem von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie den jeweils zuständigen Gewerbebehörden verfolgten überindividuellen Anlegerschutz bestehenden Schutzes des individuellen Anlegers bzw. Beratungskunden herausgestellt. Dieser Individualschutz setzt das Bestehen eindeutiger vertraglicher Pflichten sowohl in allgemeiner Hinsicht als auch bezüglich der Aufklärung über die Beratungsvergütung voraus, deren Einhaltung der Beratungskunde erwarten kann und bei deren Verletzung ihm die daraus resultierenden Schäden zu ersetzen sind. Deren

2021 f.; BGH v. 14.3.2003 - V ZR 308/02, NJW 2003, 1811, 1812 f.; BGH v. 31.10.2003 - V ZR 423/02, BGHZ 156, 371 = NJW 2004, 64, 65; BGH v. 8.10.2004 - V ZR 18/04, NJW 2005, 820, 821 f.; LG Berlin v. 5.3.2013 - 31 O 556/11, BKR 2013, 514, Rn. 40 ff.; kritisch zur Annahme eines selbständigen allgemeinen Beratungsvertrags im Vorwege eines Kaufvertragsschlusses *Schaub*, AcP 202 (2002), 757, 787 ff.

Vorliegen wird anhand der bisherigen umfangreichen Rechtsprechung untersucht. Bei der Ausgestaltung der vertraglichen Pflichten berücksichtigt der BGH in der Entscheidung vom 3.6.2014 erstmalig überhaupt die gesetzlich normierten kundenbezogenen Pflichten der §§ 31 ff. WpHG. Deren nunmehr vom BGH und dem überwiegenden Teil der Lehre angenommenen mittelbaren Einwirkung auf die Pflichten des Anlageberatungsvertrags soll die bisher nur vereinzelt vertretene Einordnung der gesetzlich normierten Pflichten als ausschließlich privatrechtlich gegenübergestellt werden.

Teil 2: Anlageberatung zu Kapitalanlagen und ihre Vergütung

Wie bereits angedeutet, sind weder die Erbringung einer Beratungsleistung noch die Vergütung eines Vertriebs Erfolgs von Seiten Dritter kapitalmarktrechtliche Alleinstellungsmerkmale. Es bestehen jedoch bestimmte Besonderheiten, welche die Anlageberatung zu Kapitalanlagen von der Beratung in anderen Branchen abgrenzen. Dadurch lässt sich neben den bereits angeführten rechtsdogmatischen Aspekten das Erfordernis spezieller Rechte und Pflichten der Beteiligten begründen, die insbesondere auch den rechtlichen Umgang mit der Vergütung der Anlageberatung im Verhältnis zum Kunden betreffen.

A. Begriff der Anlageberatung

I. Allgemeine Begriffsbestimmung

Die Anlageberatung lässt sich in die drei Phasen der Kundenexploration zur Ermittlung der für dessen Anlageentscheidung wesentlichen Tatsachen, die durch den Berater erfolgende Aufklärung und Beratung bezüglich der zweckdienlichen Informationen sowie die abschließende Anlageempfehlung einteilen,⁵⁵ die in der Praxis regelmäßig ineinander übergehen.⁵⁶ Die Besonderheiten der Anlageberatung bestehen somit darin, dass der Berater sowohl für eine ausreichende Aufklärung und Beratung über verschiedene Faktoren zu sorgen hat, als auch auf der Grundlage der mit

55 Zur präzisen Differenzierung und Abgrenzung der Begrifflichkeiten Unterrichtung, Aufklärung, Auskunft, Beratung und Empfehlung siehe *Hadding*, Festschrift Schimansky, 1999, S. 67, 74 f.; vgl. ebenfalls *V. Lang*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, 2003, S. 27 ff.; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 222 f.

56 *Oehler/Kohlert/Jungermann*, Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern, S. 8 f.; siehe ebenfalls *Kohlert*, Anlageberatung und Qualität - ein Widerspruch?, 2009, S. 60; *Jaeger/Weinmann*, Die Bank 3/2011, 42. Sofern eine weitere sog. Kontrollphase angenommen wird, ergibt sich dementsprechend ein „Vier-Phasen-Modell“, vgl. *V. Lang*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, 2003, S. 35 f. *Gansel/Gängel*, NJ 2010, 312, 314 sehen die Abgabe einer Empfehlung hingegen nicht als zwingend erforderlich an.

dem Kunden zu erörternden Entscheidungsmöglichkeiten eine konkrete individuelle Anlageempfehlung abgibt, die mit den Kundeninteressen übereinstimmt.⁵⁷

II. Gesetzliche Definition im WpHG

Der Begriff der Anlageberatung wird in § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 9 WpHG sowie übereinstimmend in § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1a KWG gesetzlich definiert.⁵⁸ Ebenso wie bei der allgemeinen Begriffsbestimmung ist auch bei der gesetzlichen Definition der Anlageberatung die Abgabe einer persönlichen Empfehlung durch den Berater deren entscheidendes Merkmal.⁵⁹ Eine solche Empfehlung ist dann gegeben, wenn dem Anleger über die bloße Informationserteilung hinaus ein bestimmter in seinem Interesse liegender Handlungsvorschlag gegeben wird, bei dem der Berater mitteilt, wie er in der Situation selbst handeln würde.⁶⁰ Dieser kann den Kauf, den Verkauf, die Zeichnung, den Tausch, den Rückkauf, das Halten⁶¹ oder die Übernahme einer Anlage sowie die Ausübung bzw. Nichtausübung bestimmter

57 *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 110 Rn. 26; *Hadding*, Festschrift Schimansky, 1999, S. 67, 77 f.; *Herresthal*, WM 2014, 773, 774.

58 Zu den einzelnen Voraussetzungen siehe die ausführlichen Erläuterungen in Nr. 1-5 des Gemeinsamen Informationsblatts der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung, Stand: Juli 2013, (BaFin-Informationsblatt Anlageberatung) abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Merkblatt/dl_mb_110513_anlageberatung_neu.html.

59 Vgl. *Teuber*, BKR 2006, 429, 430. Die Abgabe einer persönlichen Empfehlung ist ebenfalls das entscheidende Abgrenzungskriterium zu der bloßen Anlagevermittlung gemäß § 2 Abs. 3 Nr. 4 WpHG bzw. § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 1 KWG, bei der auf der Grundlage nur eingeschränkter Informationspflichten lediglich die Vermittlung von Geschäften über die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten erfolgt, sodass die Rolle des Vermittlers eher der eines Verkäufers entspricht; siehe zur Abgrenzung zwischen Anlageberatung und -vermittlung *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 110 Rn. 25 f.

60 *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG, § 2 Rn. 94; *Veil*, ZBB 2008, 34, 35 f.; *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 86, 93, 98; siehe ebenfalls Nr. 2 BaFin-Informationsblatt Anlageberatung (Fn. 58).

61 Gegen die Qualifizierung der Empfehlung zum Halten eines Finanzinstruments als eine Empfehlung zur Vornahme eines Geschäfts und dadurch als Anlageberatung i.S.v. § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 9 WpHG hingegen *Mülbert*, WM 2007, 1149, 1156.

Rechte zum Inhalt haben.⁶² Ob der Kunde der Empfehlung letztendlich folgt, ist unerheblich.⁶³ Die Voraussetzung der persönlichen⁶⁴ Empfehlung, die auf einer Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers beruhen oder zumindest als für den Anleger geeignet dargestellt werden muss, erfordert die vorherige Angabe der persönlichen Umstände des Anlegers und deren individuelle Berücksichtigung durch den empfehlenden Berater.⁶⁵ Die gesetzliche Definition der Anlageberatung engt den Begriff der Anlageberatung insofern ein, als dass sie lediglich persönliche Empfehlungen in Bezug auf Finanzinstrumente gemäß § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 1-8 KWG bzw. § 2 Abs. 2b WpHG umfasst und sich demnach nicht auf alle Anlageformen und Empfehlungen⁶⁶ bezieht.⁶⁷

III. Gesetzliche Definition in der MiFID/MiFID II

Der europäische Gesetzgeber definiert den Begriff der Anlageberatung in Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MiFID⁶⁸ und ebenda unverändert in der Neufassung der MiFID II⁶⁹ als die Abgabe persönlicher Empfehlungen an einen Kunden

62 Begr. RegE FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 56; Siehe auch die Aufzählungen in Art. 52 S. 2 MiFID-DRL sowie Nr. 2 BaFin-Informationsblatt Anlageberatung (Fn. 58); vgl. ebenfalls *Hannöver*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 110 Rn. 51.

63 *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG, § 2 Rn. 94.

64 Daher handelt es sich lediglich um eine allgemeine Beratung, wenn Hinweise oder Anlagetipps nicht individuell erfolgen, sondern ausschließlich über allgemeine Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben werden; siehe *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, § 2 Rn. 114; *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 2 Rn. 114 ff.; vgl. ebenfalls Nr. 5 BaFin-Informationsblatt Anlageberatung (Fn. 58).

65 Vgl. *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG, § 2 Rn. 95.

66 *König*, Die Bank 7/2011, 50, 51 führt an, dass z.B. im Falle der allgemeinen Empfehlung der Erhöhung der Aktienquote keine Anlageberatung nach der gesetzlichen Definition im WpHG und im KWG vorliegt.

67 Zur weiteren Einschränkung durch den Normadressatenkreis des WpHG auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.v. § 2 Abs. 4 WpHG siehe Seite 128.

68 Auf der Grundlage des Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Anhang I Abschnitt A Nr. 5 MiFID wurde die Anlageberatung nach § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 9 WpHG ebenfalls als Wertpapierdienstleistung eingestuft.

69 Siehe ebenfalls die begriffliche Konkretisierung einzelner Merkmale in Art. 9 Delegierte VO (EU) 2017/565 (Fn. 450).

entweder auf dessen Aufforderung oder auf Initiative der Wertpapierfirma mit Bezug auf ein oder mehrere Geschäfte mit Finanzinstrumenten. Diesen in der MiFID verwendeten Begriff der Anlageberatung konkretisierte der EuGH unter Bezugnahme auf die nähere Bestimmung in Art. 52 MiFID-DRL in der Entscheidung vom 30.5.2013 dahingehend, dass „es für die Frage, ob eine Wertpapierdienstleistung eine Anlageberatung darstellt, nicht auf das Wesen des Finanzinstruments, auf das sie sich bezieht, ankommt, sondern auf die Art und Weise, wie dieses Finanzinstrument dem Kunden oder potenziellen Kunden angeboten wird“.70 Eine solche verhaltensbezogene Auslegung des Begriffs der Anlageberatung nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 4 MiFID entspricht im Wesentlichen der Auslegung von § 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 9 WpHG.⁷¹

IV. Unabhängigkeit vom anschließenden Ausführungsgeschäft

Neben der Anlageberatung bieten Wertpapierdienstleister grundsätzlich auch die Ausführung des Anlagegeschäfts an, bei der gesonderte Pflichten gegenüber dem Anleger einzuhalten sind.⁷² Die Dienstleistung der Anlageberatung ist von diesem anschließenden Erwerb der Kapitalanlage, der bei Wertpapieren von Kreditinstituten gemäß Nr. 1 Abs. 1 der einheitlich verwendeten Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte (SoBedWp) entweder in Form eines Kommissionsgeschäfts⁷³ (Nr. 1 Abs. 2, Nr. 3–9 SoBedWp) oder Festpreisgeschäfts⁷⁴ (Nr. 1 Abs. 3 SoBedWp) erfolgt,⁷⁵

70 EuGH v. 30.5.2013 - C-604/11, (Genil 48 SL u.a./Bankinter SA u.a.), NZG 2013, 786, 789, Rn. 53.

71 *Lieder*, LMK 2013, 349404; vgl. ebenfalls *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 2 Rn. 117.

72 Vgl. *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 110 Rn. 29.

73 Zum Kommissionsgeschäft siehe *Bunte*, AGB-Banken, Nr. 8 Rn. 44 ff.

74 Zum Begriff des Festpreisgeschäfts siehe *Bunte*, AGB-Banken, Nr. 8 Rn. 56 ff.; *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 104 Rn. 4 ff., 91 ff.

75 Gemäß Nr. 2 S. 1 SoBedWP werden Wertpapiergeschäfte nach den gemäß § 33a Abs. 1 WpHG aufzustellenden Ausführungsgrundsätzen ausgeführt, die gemäß Nr. 2 S. 2 SoBedWP Bestandteil der Sonderbedingungen sind; siehe hierzu *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2014, § 8 Rn. 6; *Hannöver/Walz*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 110 Rn. 29; siehe zur Abgrenzung der