

NICO C. KLEIN

Die Beratungsprotokollpflicht im System des europarechtlich determinierten Anlegerschutzes

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
21*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

21



Nico C. Klein

Die Beratungsprotokollpflicht im System des europarechtlich determinierten Anlegerschutzes

Mohr Siebeck

Nico C. Klein: geboren 1985; Studium der Rechtswissenschaft in Konstanz; Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Handels-, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht der Universität Konstanz (Prof. Dr. Jens Koch); Postgraduiertenstudium an der Columbia University in New York City (LL.M.); seit 2013 Rechtsreferendar am OLG Karlsruhe; 2015 Promotion an der Universität Bonn.

ISBN 978-3-16-153983-1 / eISBN 978-3-16-158821-1 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

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

© 2015 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

*Meinen Eltern
und Mirabela*

Vorwort

Die Arbeit ist in den Jahren 2010 bis 2014 entstanden, einer Phase, in der ein bereits zuvor konstatierte kapitalmarktrechtlicher „Regelungswahn“ (*Assmann*) durch ein „hyperaktives Gesetzgebungsgespann in Deutschland und Europa“ (*J. Koch*) sogar noch potenziert wurde. Der „Regulierungstsunami“ (*Mülbert*) hat dabei vor allem das Wertpapierhandelsgesetz zu einer „Dauerbaustelle“ werden lassen, wobei wiederum eine „Literaturlawine“ folgte (*Hopt*). Die bei genauem Blick recht breit angelegte Untersuchung wurde an diese Entwicklungen stetig angepasst, ergänzt und aktualisiert. Die Arbeit wurde im Sommersemester 2014 von der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn als Dissertation angenommen und befindet sich auf dem Stand von Mai 2014.

Bedanken möchte ich mich in erster Linie bei meinem akademischen Lehrer, Herrn Professor Dr. Jens Koch, der die Arbeit betreut und umfassend gefördert hat. Ohne die wissenschaftliche Freiheit, die er mir dabei gewährte, hätte die Untersuchung nicht in dieser über den Tellerrand des spezifischen Themas hinausblickenden Weise angelegt werden können. Herrn Professor Dr. Daniel Zimmer danke ich für die Übernahme und zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Weiterhin gilt mein Dank Herrn Rechtsanwalt Dr. Thomas Eckhold für die Anregung des Themas sowie den Herausgebern für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe. Nicht zuletzt ist auch das Land Baden-Württemberg zu nennen, das die Arbeit im Rahmen seines Landesgraduiertenförderungsprogrammes großzügig gefördert hat.

Schließlich gilt mein ganz besonderer Dank meinen Eltern und Mirabela. Sie haben mich uneingeschränkt und unermüdlich unterstützt. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Konstanz, im Februar 2015

Nico C. Klein

Inhaltsübersicht

Kapitel 1: Einführung	1
I. Einleitung.....	1
II. Gang der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes	12
Kapitel 2: Regelungsumfeld der Aufzeichnungspflichten – Wertpapierdienstleistungsrechtlicher Regelungskanon.....	16
I. Regelungszweck der §§ 31 ff. WpHG.....	16
II. Organisationspflichten	19
III. Verhaltensregeln	36
IV. Transparenzvorschriften.....	68
V. Sonstige Regeln	71
VI. Überwachung durch die BaFin.....	79
Kapitel 3: System der Aufzeichnungspflichten	96
I. Ausgangspunkt	96
II. Aufzeichnungen im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen	102
III. Begründung einer Pflicht zur Aufzeichnung von Beratungsgesprächen?	116

IV. Zugriffsmöglichkeiten auf zu Aufsichtszwecken erstellte Dokumente	145
V. Zwischenfazit und rechtsvergleichende Hinweise	151

Kapitel 4: Einführung der Beratungsprotokollpflicht nach § 34 Abs. 2a, 2b WpHG

I. Ausgangspunkt	156
II. Anwendungsbereich der Protokollpflicht	172
III. Konkretisierung des Protokollinhalts durch § 14 Abs. 6 S. 1 WpDVerOV n.F.	205
IV. Formerfordernis	237
V. Protokollierungs- und Herausgabezeitpunkt	247
VI. Herausgabe und Aufbewahrung	250
VII. Sonderregelung um das Rücktrittsrecht	257
VIII. Zwischenfazit	284

Kapitel 5: Das Beratungsprotokoll in der Praxis

I. Untersuchungsprogramm und empirisches Fundament	288
II. Vermeidung eines Protokolls	292
III. Inhaltliche Aspekte	317
IV. Unterschrift des Kunden	332
V. Missbrauch des Rücktrittsrechts durch den Kunden	343
VI. Zwischenfazit	350

**Kapitel 6: Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen die Pflichten
nach § 34 Abs. 2a, 2b WpHG 353**

- I. Instrumente der BaFin sowie der Verbraucherverbände..... 353*
- II. Auswirkungen auf die Wirksamkeit des Anlageberatungsvertrages
bzw. etwaiger Geschäftsabschlüsse 373*
- III. Schadensersatzansprüche 378*
- IV. Prozessuale Beweiserleichterungen 398*
- V. Zwischenfazit..... 431*

**Kapitel 7: Die Beratungsprotokollpflicht vor dem
Hintergrund europäischer Harmonisierungsbestrebungen..... 433**

- I. Ausgangspunkt 433*
- II. Das Harmonisierungskonzept der MiFID und
ihrer Durchführungsbestimmungen 439*
- III. Bewertung der Beratungsprotokollpflicht vor dem Hintergrund
der gemeinschaftsrechtlich vorgegebenen Dokumentationspflichten 486*
- IV. Zwischenfazit..... 524*

Kapitel 8: Abschließende Bewertung und Ausblick 527

- I. Bewertung der Beratungsprotokollpflicht im Kontext
weiterer Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes 527*
- II. Ausblick auf die MiFID II..... 545*

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	VII
Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Kapitel 1: Einführung	1
I. <i>Einleitung</i>	1
II. <i>Gang der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes</i>	12
Kapitel 2: Regelungsumfeld der Aufzeichnungspflichten – Wertpapierdienstleistungsrechtlicher Regelungskanon.....	16
I. <i>Regelungszweck der §§ 31 ff. WpHG</i>	16
II. <i>Organisationspflichten</i>	19
1. Vorgaben zum Unternehmensaufbau.....	19
2. Steuerung von Interessenkonflikten, inklusive Vertriebsvorgaben	23
3. Einsatz vertraglich gebundener Vermittler und Auslagerung von Geschäftsbereichen	26
4. Bearbeitung von Kundenaufträgen	27
5. Grundsätze zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen	29
6. Getrennte Vermögensverwahrung	33
7. Sondervorgaben für algorithmischen Handel.....	35

<i>III. Verhaltensregeln</i>	36
1. Allgemeiner Verhaltensstandard bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen	36
2. Kundenkategorisierung	38
3. Informationspflicht	41
a) Basisinformationen und allgemeine Anforderungen an die Informationserteilung	41
b) Produktinformationsblatt	44
4. Geeignetheitsprüfung, Angemessenheitsprüfung und reine Auftragsausführung	53
5. Offenlegung unvermeidbarer Interessenkonflikte und Umgang mit Zuwendungen	59
6. Erbringung von Wertpapier(neben)dienstleistungen über einen anderen Wertpapierdienstleister	65
7. Ausführung von Kundenaufträgen durch systematische Internalisierer	67
<i>IV. Transparenzvorschriften</i>	68
1. Vor- und Nachhandelstransparenz	68
2. Offenlegung limitierter Kundenaufträge	70
<i>V. Sonstige Regeln</i>	71
1. Betrieb eines multilateralen Handelssystems	71
2. Analyse von Finanzinstrumenten	73
3. Ausnahmen von den Wohlverhaltensregeln bei Geschäften zwischen unmittelbaren Marktteilnehmern	75
4. Verjährung von Ersatzansprüchen	75
<i>VI. Überwachung durch die BaFin</i>	79
1. Inlandssachverhalte	79
a) Kompetenzen der BaFin allgemein	79
b) Mitarbeiter- und Beschwerderegister	82
2. Überwachung mit internationalem Bezug	91
 Kapitel 3: System der Aufzeichnungspflichten	 96
<i>I. Ausgangspunkt</i>	96
1. Einordnung der nachfolgenden Untersuchung	96
2. Begriffsdefinition	96

3. Potenzielle Bedeutung der Aufzeichnungspflichten	97
4. Strukturelle Pflichtenkomponenten	100
5. Abgrenzung der untersuchten Aufzeichnungspflichten	101
 <i>II. Aufzeichnungen im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen</i>	102
1. Das WpHG bis zum FRUG	102
2. Das WpHG seit dem FRUG	105
a) Aufzeichnungspflichten nach § 34 Abs. 1 WpHG	105
b) Konkretisierung durch § 14 WpDVerOV	108
c) Aufzeichnungspflichten nach § 34 Abs. 2 WpHG	111
d) Verzeichnis der Mindestaufzeichnungen	112
e) Aufbewahrung	113
3. Zivilrechtliche Rechenlegungspflicht	114
 <i>III. Begründung einer Pflicht zur Aufzeichnung von Beratungsgesprächen?</i>	116
1. Ziel der weiteren Untersuchung	116
2. Herleitung aus § 34 Abs. 1 WpHG in der Fassung vor dem FRUG	118
3. Herleitung aus der Wohlverhaltens-Richtlinie	120
4. Herleitung aus § 34 Abs. 1 WpHG i.V.m. § 14 Abs. 6 WpDVerOV in der Fassung vor dem SchVGNG	125
5. Herleitung aus § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	130
6. Herleitung aus dem Beratungsvertrag i.V.m. verallgemeinerungsfähigen Grundsätzen	132
a) Vertragliche Pflicht zur „schriftlichen“ Beratung	132
b) Vertragliche Nebenpflicht zur Beweissicherung	137
7. Resümee für die Rechtsentwicklung bis zum 31. Dezember 2009, fortgeltend im Falle der Anlageberatung gegenüber professionellen Kunden	145
 <i>IV. Zugriffsmöglichkeiten auf zu Aufsichtszwecken erstellte Dokumente</i>	145
1. Materiell-rechtliche Zugriffsmöglichkeiten	146
2. Prozessuale Zugriffsmöglichkeiten	148
3. Zugriff auf Behördenakten nach dem Informationsfreiheitsgesetz	150
4. Resümee	151

V. Zwischenfazit und rechtsvergleichende Hinweise	151
---	-----

Kapitel 4: Einführung der Beratungsprotokollpflicht nach § 34 Abs. 2a, 2b WpHG	156
---	-----

I. Ausgangspunkt	156
------------------------	-----

1. Regelungsziele	156
2. Überblick über die Neuregelung	160
3. Qualifikation der einzelnen Aspekte	162
4. Auslegungskompetenz der BaFin?	169

II. Anwendungsbereich der Protokollpflicht	172
--	-----

1. Wertpapierdienstleistungsunternehmen	172
a) Grundfall	172
b) Beteiligung „Dritter“	176
c) Internationaler Anwendungsbereich	177
2. Privatkunde	184
a) Grundfall	184
b) Beteiligung „Dritter“	189
3. Anlageberatung	194
a) Anzuwendendes Begriffsverständnis	194
b) Konsequenzen für die Protokollpflicht im Einzelnen	195
4. Beratungsprotokollpflicht für Finanzanlagenvermittler i.S.d. § 34f GewO	202

III. Konkretisierung des Protokollinhalts durch § 14 Abs. 6 S. 1 WpDVerOV n.F.	205
--	-----

1. Regelungskonzept	205
2. Einzelne Inhalte	207
a) Anlass der Anlageberatung (Nr. 1)	207
b) Dauer des Beratungsgesprächs (Nr. 2)	209
c) Informationen über die persönliche Situation des Kunden (Nr. 3 Teil 1)	211
d) Informationen über die beratungsgegenständlichen Finanzinstrumente (Nr. 3 Teil 2)	218
e) Wesentliche Kundenanliegen und deren Gewichtung (Nr. 4) ..	224
f) Empfehlungen und genannte wesentliche Gründe (Nr. 5)	227
3. Vollständigkeitserfordernis	233

<i>IV. Formerfordernis</i>	237
1. Grundfall	237
2. Konsequenzen für die Nutzung anderer dauerhafter Datenträger als Papier	242
<i>V. Protokollierungs- und Herausgabezeitpunkt</i>	247
<i>VI. Herausgabe und Aufbewahrung</i>	250
<i>VII. Sonderregelung um das Rücktrittsrecht</i>	257
1. Regelungsgegenstand	257
a) Inhaltlicher Überblick	257
b) Entstehungsgeschichte	258
c) Qualifikation des Rücktrittsrechts	260
d) Verhältnis zum Widerrufsrecht beim Fernabsatz von Finanzdienstleistungen – zugleich zum Verhältnis von Anleger- und Verbraucherschutz	264
2. Rücktrittsvoraussetzungen	266
a) Einräumung eines Rücktrittsrechts in speziellen Konstellationen fernkommunikativer Beratung	266
b) Relevantes Protokolldefizit	270
c) Einheitliche Ausübung bei mehreren Geschäftsabschlüssen ...	274
d) Ausübungsfrist	278
3. Modalitäten der Rückabwicklung	279
<i>VIII. Zwischenfazit</i>	284
 Kapitel 5: Das Beratungsprotokoll in der Praxis	288
<i>I. Untersuchungsprogramm und empirisches Fundament</i>	288
<i>II. Vermeidung eines Protokolls</i>	292
1. Vermeidungstendenzen in der Praxis	292
2. Hochstufung eines Privatkunden	295
a) Eignung zur Vermeidung der Protokollpflicht	295
b) Voraussetzungen einer Hochstufung	297
3. Verzicht des Kunden	302
4. Verweigerung bei „bloßen Interessenten“	309
5. Verweigerung bei Folgekontakten	312

6. Verweigerung der Herausgabe einer Kundenausfertigung	315
7. Exkurs: Protokollpflicht bei verbotenen Empfehlungen	316
<i>III. Inhaltliche Aspekte</i>	<i>317</i>
1. Standardisierung und ihre Grenzen	317
a) Gesetzgeberische Wertung.....	317
b) Standardisierungsbemühungen in der Praxis und Kritik.....	319
c) Zulässigkeitsgrenzen	323
2. Abweichung vom ermittelten Kundenprofil	325
3. Sonstige inhaltliche Aspekte	327
4. Schlussfolgerung: Prüfungsnotwendigkeit	329
<i>IV. Unterschrift des Kunden.....</i>	<i>332</i>
1. Fakultative Unterschrift des Kunden als Empfangsbestätigung	332
2. Bestätigung der Vollständigkeit und Richtigkeit des Protokolls ...	337
<i>V. Missbrauch des Rücktrittsrechts durch den Kunden</i>	<i>343</i>
1. Praktische Bedenken und Kritik	343
2. Strategien zur Eingrenzung der Risiken bei fernkommunikativer Beratung	346
<i>VI. Zwischenfazit.....</i>	<i>350</i>
 Kapitel 6: Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen die Pflichten nach § 34 Abs. 2a, 2b WpHG	 353
<i>I. Instrumente der BaFin sowie der Verbraucherverbände.....</i>	<i>353</i>
1. Unterlassungsanspruch der Verbraucherverbände	353
2. Aufsichtsrechtliche Instrumente der BaFin.....	354
3. Verhängung von Bußgeldern durch die BaFin.....	361
a) Ordnungswidrigkeitentatbestände.....	361
b) Umgang mit unvollständigen Protokollen.....	366
c) Bestimmung der tauglichen Täter auf dogmatisch sauberem Wege	368
d) Bisherige „Sanktionskraft“ der BaFin.....	371

<i>II. Auswirkungen auf die Wirksamkeit des Anlageberatungsvertrages bzw. etwaiger Geschäftsabschlüsse</i>	<i>373</i>
<i>III. Schadensersatzansprüche</i>	<i>378</i>
1. Vertragliche Haftung des Wertpapierdienstleistungs- unternehmens	378
2. Deliktische Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens bzw. eines Mitarbeiters – zugleich zu allgemeinen dogmatischen Stolpersteinen im Rahmen der zugrunde liegenden Diskussion	380
a) Organisationsverschulden im Hinblick auf Verstöße gegen Schutzgesetze als entscheidender Gesichtspunkt	380
b) Qualifikation als Schutzgesetz	386
3. Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens aus gesetzlichem Schuldverhältnis (§§ 280 Abs. 1 und 3, 281 Abs. 1 und 2 BGB i.V.m. § 34 Abs. 2b WpHG)	394
4. Bestimmung des ersatzfähigen Schadens	396
<i>IV. Prozessuale Beweiserleichterungen</i>	<i>398</i>
1. Grundsätzliche „Beweislastverteilung“ bei Anlegeransprüchen wegen Falschberatung	398
a) Konzentration der Problemstellung und Ausführungen zur haftungsbegründenden Kausalität	398
b) Nachweis einer Pflichtverletzung	405
2. Beweisführung mittels des Beratungsprotokolls	408
3. Beweiserleichterungen im Falle von Verstößen gegen die Beratungsprotokollpflicht	416
a) Beweisvereitelungsgrundsätze und deren Anwendung auf die Beratungsprotokollpflicht	416
aa) Ausgangspunkt	416
bb) Nichtaushändigung und unentschuldigte Nichtvorlage des Protokolls im Prozess bzw. arglistige Vernichtung des Protokolls	420
cc) Nichtanfertigung des Protokolls	421
dd) Unvollständiges Protokoll	423
ee) Unrichtiges oder unschlüssiges Protokoll	426
ff) Sonstige Fehler	427
b) Zur Achillesferse des Ganzen, insbesondere der Beweislast im Hinblick auf inhaltliche Protokolldefizite	430

V. Zwischenfazit.....	431
-----------------------	-----

Kapitel 7: Die Beratungsprotokollpflicht vor dem Hintergrund europäischer Harmonisierungsbestrebungen..... 433

I. Ausgangspunkt	433
1. Problemaufriss	433
2. Untersuchungsprogramm	434
3. Terminologische Grundlagen	434
a) Mindeststandard	434
b) Maximalharmonisierung	437
c) Vollharmonisierung	438
II. Das Harmonisierungskonzept der MiFID und ihrer Durchführungsbestimmungen	439
1. Vollharmonisierende versus maximalharmonisierende aufsichtsrechtliche Vorgaben	439
a) Streitstand.....	439
b) Stellungnahme	442
aa) Erfordernis einer eingehenden autonomen Auslegung der europäischen Vorgaben	442
bb) Rückschlüsse aus der Reichweite der Kompetenzgrundlage	446
cc) Konkrete Anhaltspunkte für die Bestimmung des Harmonisierungskonzepts der MiFID.....	454
dd) Abweichendes Harmonisierungskonzept der DRL und der DVO?	456
ee) Resümee.....	458
2. Ausnahmen von dem Statut eines Höchststandards	460
3. Auswirkungen des aufsichtsrechtlichen Pflichtenstandards auf das Zivilrecht	462
a) Lehre von der Doppelnatur der §§ 31 ff. WpHG	462
b) Unmittelbare Geltung kraft Vollharmonisierung auch des zivilrechtlichen Komplexes	464
c) Weiche Ausstrahlungswirkung	468
d) Europarechtlich induzierte Ausstrahlung eines Mindeststandards	471
e) Ausstrahlung einer Regelungshöchstgrenze	476
4. Resümee	485

<i>III. Bewertung der Beratungsprotokollpflicht vor dem Hintergrund der gemeinschaftsrechtlich vorgegebenen Dokumentationspflichten</i>	486
1. Grundsätzlich abschließender Charakter der aufsichtsrechtlichen Dokumentationsvorgaben	486
2. Definition des Gestaltungsspielraums des nationalen Gesetzgebers	488
a) Verbandsrechtliche Verortung der „Konkretisierungs-kompetenz“	488
aa) Mangelhafte Qualität der europäischen Vorgaben	488
bb) „Subsidiäre Konkretisierungskompetenz“ des EuGH	493
cc) Mitgliedstaatliche Präzisierung und ihre Grenzen	495
b) Zivilrechtliche Regelungskompetenz des nationalen Gesetzgebers	498
3. Anwendung der Thesen auf die Beratungsprotokollpflicht	503
a) Prämisse der Anwendung	503
b) Inhaltliche Ausgestaltung der Protokollpflicht	504
c) Formale Ausgestaltung	506
d) Herausgabepflicht und -anspruch	508
e) Herausgabezeitpunkt	510
f) Bestimmungen um das Rücktrittsrecht	512
4. Konsequenzen etwaiger Verstöße gegen gemeinschaftsrechtliche Vorgaben	515
a) Richtlinienkonforme Rechtsfortbildung versus unmittelbare vertikale Richtlinienwirkung	515
b) Auswirkung auf die Beratungsprotokollpflicht im Ganzen?	520
c) Faktische Vollharmonisierung	520
d) Staatshaftungsansprüche	523
<i>IV. Zwischenfazit</i>	524
 Kapitel 8: Abschließende Bewertung und Ausblick	527
<i>I. Bewertung der Beratungsprotokollpflicht im Kontext weiterer Maßnahmen zur Verbesserung des Anlegerschutzes</i>	527
1. Chance auf eine mittelbare Verbesserung der Beratungsqualität durch Ausbau des aufsichtsrechtlichen Kontrollinstrumentariums und Effektuierung des private enforcements	527
2. Zusätzliche positive Gesichtspunkte der Beratungsprotokollpflicht	531

3. Berücksichtigung der Kosten der Beratungsprotokollpflicht	535
4. Veränderung des Dienstleistungsangebots zum Nachteil der Anleger?	539
<i>II. Ausblick auf die MiFID II</i>	545
1. Harmonisierungskonzept.....	545
a) Maximal- versus Vollharmonisierung	545
b) Verhältnis von Aufsichts- und Zivilrecht	547
c) Umgang mit Drittstaaten.....	548
2. Überblick zu den wesentlichen substanziellen Neuerungen.....	550
3. Besonderer Blick auf die Dokumentationspflichten	555
a) Einführung einer Beratungsprotokollpflicht?	555
b) Technische Aufzeichnung fernkommunikativer Gespräche.....	557
Literaturverzeichnis.....	559
Sachregister.....	605

Abkürzungsverzeichnis

2., 3. bzw. 4. FFG	zweites, drittes bzw. viertes Finanzmarktförderungsgesetz
A&W	Arzt & Wirtschaft (Zeitschrift)
a.A.	andere Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.D.	außer Dienst
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGG	Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AIFM-UmsG	AIFM-Umsetzungsgesetz
AJP/PJA	Aktuelle Juristische Praxis/Pratique juridique actuelle (Zeitschrift)
Alt.	Alternative
Anh	Anhang
Anm.	Anmerkung
AnsFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
ArbR	Arbeitsrecht
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BA	Bankenaufsicht
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BankPraktiker	Bank Praktiker (Zeitschrift)
BankR	Bankrecht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BCG	Boston Consulting Group
Bd.	Band
BdB	Bundesverband deutscher Banken
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck-Rechtsprechungsservice
BFHE	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs

BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
bm	Bank und Markt – Zeitschrift für Retailbanking
BMELV	Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
BörsG	Börsengesetz
BR	Bundesrat
BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
Brooklyn J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law (Zeitschrift)
BSI	Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen
Bsp.	Beispiel
BT	Besonderer Teil; Bundestag
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVR	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
BW	Baden-Württemberg
BWGV	Baden-Württembergischer Genossenschaftsverband
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Cap. Mkts. L.J.	Capital Markets Law Journal (Zeitschrift)
CCP	central counterparty
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CDS	Credit-Default-Swaps
CESR	The Committee of European Securities Regulators
COBS	Conduct of Business Sourcebook der FSA
Columbia J. Eur. L.	Columbia Journal of European Law (Zeitschrift)
Columbia J. Eur. L. F.	Columbia Journal of European Law Online Edition (Online-Zeitschrift)
CRM	Customer-Relationship-Management
d.h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAV	Deutscher Anwaltverein
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
dems., dens., ders., dies.	demselben, denselben, derselbe, dieselbe(n)
DepotG	Depotgesetz
DG Market	Generaldirektion Binnenmarkt und Dienstleistungen der Europäischen Kommission

Die Bank	Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis
DIHK	Deutscher Industrie- und Handelskammertag
DJT	Deutscher Juristentag
DK	Deutsche Kreditwirtschaft
DRL	Richtlinie zur Durchführung der MiFID
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz
DVB1	Deutsches Verwaltungsblatt
DVO	Verordnung zur Durchführung der MiFID
EBA	European Banking Authority
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EG	(Vertrag zur Gründung der) Europäische(n) Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
Einf.	Einführung
Einl.	Einleitung
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-VO	Verordnung zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
et al.	et alii, et aliae, et alia
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union; Vertrag über die Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EU-GRCharta	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
EU-LeerVkaG	EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
f., ff.	folgende
FG.	Festgabe, Freundesgabe
FinAnV	Finanzanalyseverordnung
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FinDAGKostV	Verordnung über die Erhebung von Gebühren und die Umlegung von Kosten nach dem Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FinVermV	Finanzanlagenvermittlungsverordnung
Fn.	Fußnote
FOM Hochschule	Hochschule für Oekonomie und Management
Fordham Int'l L.J.	Fordham International Law Journal
Frankfurt a.M.	Frankfurt am Main
FRUG	Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
FS.	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSAP	Financial Services Action Plan
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse

GA	Goldammer's Archiv für Strafrecht (Zeitschrift)
gem.	gemäß
GesR	Gesellschaftsrecht
GewO	Gewerbeordnung
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
Global Mkts. L. J.	Global Markets Law Journal
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht
GRUR Int	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht Internationaler Teil (Zeitschrift)
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
h.A.	herrschende Ansicht
h.L.	herrschende Literaturmeinung
h.M.	herrschende Meinung
Harv. Int'l L.J.	Harvard International Law Journal (Zeitschrift)
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg., hrsg.	Herausgeber, herausgegeben
HS.	Halbsatz
i.d.R.	in der Regel
i.S.d.	im Sinne des
i.S.e.	im Sinne eines, einer
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
iff	Institut für Finanzdienstleistungen
IFG	Informationsfreiheitsgesetz
IFGGebV	Informationsgebührenverordnung
IHK	Industrie und Handelskammer
IMD	Insurance Mediation Directive
insb.	insbesondere
Int'l & Comp. L.Q.	International and Comparative Law Quarterly (Zeitschrift)
InvG	Investmentgesetz
IPR	Internationales Privatrecht
ISD	Investment Services Directive
ISO	Internationale Organisation für Normung
IT	Informationstechnik
IVA	Institut für Vermögensaufbau
IWF	Internationaler Währungsfonds
J. Consumer Policy	Journal of Consumer Policy (Zeitschrift)
JA	Juristische Arbeitsblätter (Zeitschrift)
JURA	Juristische Ausbildung (Zeitschrift)
jurisPR-BGHZivilR	juris PraxisReport BGH Zivilrecht
jurisPR-BKR	juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
jurisPR-InsR	juris PraxisReport Insolvenzrecht
jurisPR-VersR	juris PraxisReport Versicherungsrecht
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	Juristen Zeitung (Zeitschrift)
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch

KarlsruherKomm	Karlsruher Kommentar
KG	Kammergericht
KIID	Key Investor Information Document
KölnKomm	Kölner Kommentar
Kom	Kommission der Europäischen Gemeinschaften
KWG	Kreditwesengesetz
Kz.	Kennzahl
Lfg.	Lieferung
LG	Landgericht
lit.	litera
LK	Leipziger Kommentar
M&A	Mergers & Acquisitions
m.E.	meines Erachtens
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MaComp	siehe „Rundschreiben MaComp“
MaRisk	siehe „Rundschreiben MaRisk“
MdB	Mitglied des Deutschen Bundestages
MdEP	Mitglied des Europäischen Parlaments
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht (Zeitschrift)
Memo	Memorandum
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID II-E	Entwurf der Europäischen Kommission zur MiFID II
MiFID-E	Entwurf der MiFID
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
MiFIR-E	Entwurf der Europäischen Kommission zur MiFIR
min.	mindestens
Mio.	Million
MMR	MultiMedia und Recht (Zeitschrift)
MTF	Multilateral Trading Facilities
MünchAnwHdb	Münchener Anwaltshandbuch
MünchKomm	Münchener Kommentar
NJ	Neue Justiz (Zeitschrift)
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report
Northwestern J. Int'l L. & Bus.	Northwestern Journal of International Law & Business (Zeitschrift)
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.Ä.	oder Ähnliches
ÖBA	(Österreichisches) BankArchiv (Zeitschrift)
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OLG	Oberlandesgericht
OTC	over the counter
OTF	Organised Trading Facility
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
PC	Personal Computer

PDF	Portable Document Format
PIB	Produktinformationsblatt
PRIPs	Packaged Retail Investor Products
r+s	Recht und Schaden (Zeitschrift)
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RegBegr	Gesetzesbegründung der Bundesregierung
RegE	Regierungsentwurf
RGRK	Reichsgerichtsräte-Kommentar
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RL	Richtlinie(n)
Rn.	Randnummer(n); Randzeichen; Randziffer(n)
Rom I	Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht
Rom II	Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
Rundschreiben MaComp	Rundschreiben der BaFin zu den Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
Rundschreiben MaRisk	Rundschreiben der BaFin zu den Mindestanforderungen an das Risikomanagement
S.	Seite; Satz
s.o.	siehe oben
s.u.	siehe unten
Schriftltg.	Schriftleitung
SchVG	Schuldverschreibungsgesetz
SchVGNG	Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung
SdK	Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SigG	Signaturgesetz
Slg.	Amtliche Sammlung der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs und des Gerichts Erster Instanz
sog.	sogenannt
SpStr.	Spiegelstrich
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
StBerG	Steuerberatungsgesetz
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
SVBW	Sparkassenverband Baden-Württemberg
SYMP.	Symposium
TA-Luft	Technische Anleitung zur Reinhaltung der Luft
u.a.	unter anderem
u.B.	unter Berufung
U.S.	United States (of America)
u.U.	unter Umständen

UKlaG	Unterlassungsklagengesetz
Unterabs.	Unterabsatz
Urt. v.	Urteil vom
v.	von
VA	Versicherungsaufsicht
VDI nachrichten	Wochenzeitung des Vereins Deutscher Ingenieure
ver.di	Vereinte Dienstleistungsgewerkschaft
Verf.	Verfasser
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz
VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
VO	Verordnung
VÖB	Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands
Vor	Vorbemerkung(en)
VuR	Verbraucher und Recht (Zeitschrift)
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VwVG	Verwaltungsvollstreckungsgesetz
VZ	Verbraucherzentrale
vzbv	Verbraucherzentrale Bundesverband
WA	Wertpapieraufsicht
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpDPV	Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHGMAAnzV	WpHG-Mitarbeiteranzeigerverordnung
WpHmV	Wertpapierhandel-Meldeverordnung
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb (Zeitschrift)
z.B.	zum Beispiel
ZAP	Zeitschrift für die Anwaltspraxis
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZGS	Zeitschrift für Vertragsgestaltung, Schuld- und Haftungsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZKA	Zentraler Kreditausschuss
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
ZVG	Zwangsversteigerungsgesetz
zzgl.	zuzüglich

Kapitel 1

Einführung

I. Einleitung

Die Erfahrungen, die im Zuge der „Finanzmarktkrise“ gesammelt wurden, insbesondere im Zusammenhang mit durch Lehman-Zertifikate „geschädigten“ Kleinanlegern, haben eine publikumswirksame Diskussion um die Qualität der Anlageberatung im Massengeschäft des *Retail Bankings*¹ entfacht und angetrieben.² Im Kern geht es an vielen Stellen um den der Dienstleistung einer Anlageberatung immanenten Konflikt zwischen der Verpflichtung der Wertpapierdienstleister auf das Kundeninteresse und ihrem eigenen Gewinninteresse.³ Besonders deutlich wird dieser Interessenkonflikt, wenn man sich vor Augen führt, dass das gängige Modell der Anlageberatung über mehr oder weniger versteckte „Provisionen“ oder sonstige Zuwendungen finanziert wird.⁴ Doch auch das Gegenmodell der Honorarberatung kann aus verschiedenen Gründen nicht als „Allheilmittel“ verstanden werden, wie an anderer Stelle bereits ausführlich erörtert worden ist.⁵ Wohl deshalb haben der euro-

¹ Das Massengeschäft des *Retail Bankings* gehört neben dem Geschäft mit wohlhabenden Privatkunden (sog. *Private Banking* bzw. *Private Wealth Management*) zum Privatkundengeschäft der (nicht spezialisierten) Banken; vgl. Renz/Hense/Jäger/Sartowski, II 1 Rn. 8 ff.

² N. Klein, WM 2011, 2117; vgl. auch die Beobachtungen von: Kümpel/Wittig/Seyfried, Rn. 3.256; H. Beck, in FS. Schneider, S. 89 f.; V. Lang/Kühne, WM 2009, 1301.

³ N. Klein, WM 2011, 2117; vgl. weiterhin nur: Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31d WpHG Rn. 7; dens., BKR 2012, 485, 486; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 31d Rn. 1; Habersack, Bankrechtstag 2010, zit. nach Anders/Rothenhöfer, WM 2010, 1429.

⁴ Für ein Verbot der provisionsfinanzierten Beratung: Billen (damals vzbv), zit. nach Drost/T. Schmitt, Handelsblatt (online) vom 19. Januar 2012; Giegold (MdEP), zit. nach markt intern, Symposium; Mohn (vzbv), zit. nach Drost, Handelsblatt vom 14. Mai 2012, S. 39; dies., zit. nach Reiche, manager magazin (online) vom 25. September 2012; Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, 465, 475, 478 und 481; Reiter, zit. nach L. Günther/Zenefels, ZBB 2011, 230, 234; ders./Methner, WM 2013, 2053, 2054 ff.; K. M. Schmidt (Vorstand Quirin Bank), in K. Fleischer, Trends im Private Banking, S. 123 ff.; vgl. auch: Spindler, in FS. Säcker, S. 483 und 485 (denkbare Lösung, allerdings zu früh für radikale Abkehr); Reifner, VuR 2011, 83, 84 ff.

⁵ Ausführlich N. Klein, WM 2011, 2117 ff.; vgl. weiterhin: Renz/Hense/Rozok, II 6 Rn. 12; H. Beck, in FS. Schneider, S. 108; dens., in Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankrechtstag 2010, S. 83; Assmann, ZIP 2009, 2125, 2134 ff. (anders wohl noch ders., ZBB 2008, 21, 24 sowie ders., ÖBA 2007, 40, 49); R. Baum, Handelsblatt vom 20./21./22.

päische Regelungsgeber und ihm folgend der deutsche Gesetzgeber die provisionsfinanzierte Beratung im Ausgangspunkt unter bestimmten Voraussetzungen bewusst zugelassen und diese Haltung, die dem Kunden die Wahl zwischen provisionsfinanzierter Beratung und Honorarberatung überlässt, nach langer Diskussion kürzlich beide – in umgekehrter Reihenfolge – bestätigt.⁶

Gleichwohl sah und sieht der deutsche Gesetzgeber die einst intendierte Lösung im Umgang mit Interessenkonflikten, die vor allem auf (leider nicht durchweg effektive) Transparenz setzte, als nicht mehr allein ausreichend an. Die Praxis hat denn gezeigt, dass strenge Vertriebsvorgaben⁷ vieler Institute und das regelmäßig mangelnde Interesse der Kunden in Finanzfragen die Berater nicht selten dazu veranlasst haben, die gegebenen Informationsasymmetrien im *Retail Banking* dazu zu nutzen, die Produktauswahl nicht im Kundeninteresse vorzunehmen, sondern provisionsträchtige Produkte zu empfehlen.⁸ Die Tatsache einer im *Retail Banking* oft anzufindenden mangel-

April 2012, S. 46; G. Baur, jurisPR-BKR 4/2013 Anm. 1; Buck-Heeb, ZHR 177 (2013), 310, 342; Einfeld (Comdirect), zit. nach Rezmer, Handelsblatt vom 4. Mai 2012, S. 44; Ferber (MdEP), zit. nach Berschens, Handelsblatt vom 22. März 2012, S. 34; ders., zit. nach Berschens, Handelsblatt vom 27. November 2013, S. 32; Gansel/Gängel, NJ 2010, 312, 320; Hackethal, zit. nach Rezmer, Handelsblatt vom 21. September 2011, S. 41; ders., zit. nach Rezmer, Handelsblatt vom 4. Mai 2012, S. 44; Herresthal, ZBB 2009, 348, 359; dens., WM 2014, 773; Hille (Vorstand DZ Bank), zit. nach Narat, Handelsblatt (online) vom 15. Juni 2009; M. Ilg, bm 5/2011, 13, 16; Kremer, zit. nach markt intern, Symposium; Loidl/Burgin, RdF 2012, 232, 237 f.; Oehler/Kohlert/Jungermann, Qualität der Finanzberatung, S. 4 und 7 f.; Schwintowski, VuR 2010, 41 f.; Veil/Lerch, WM 2012, 1605, 1609 f.; Voigt, BB 2011, 451, 452 f.; Walter, zit. nach S. Kaiser, Spiegel Online vom 4. April 2012; Zeller, DB 2011 Nr. 47 S. M1; vgl. auch: M. Böhm, BKR 2009, 221, 230; DIHK, Positionspapier, S. 11; Grigoleit, ZHR 177 (2013), 264, 297; Koller, ZBB 2011, 361, 373; Kuhlen/Tiefensee, VuR 2012, 17, 20 ff.; Löff/Hahne, WM 2012, 1512, 1514 und 1520 (weisen auf erhebliche umsatzsteuerliche Zusatzbelastungen hin); Tiffe, VuR 2010, 161, 162.

⁶ Zur europäischen Seite vgl. noch Kapitel 8 II 2. Zur deutschen Seite vgl. das Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente (Honoraranlageberatungsgesetz) vom 15. Juli 2013 (BGBl. I S. 2390) und hierzu RegBegr, BT-Drucks. 17/12295, S. 1; näher zu den ab dem 1. August 2014 geltenden Anforderungen (Transparenz und für Honoraranlageberater: umfassende Marktanalyse, Zuwendungsverbot, Verbot von Festpreisgeschäften, organisatorische Unabhängigkeit, Registrierung): KölnKomm WpHG/Möllers, 2. Aufl., §§ 36c, 36d Rn. 36 ff.; Balzer, Bankrechtstag 2013, zit. nach Breilmann/K. Fuchs, WM 2013, 1437, 1443 f.; G. Baur, jurisPR-BKR 4/2013 Anm. 1; Herresthal, WM 2014, 773, 779 ff.; Kuhlen/Tiefensee, VuR 2013, 49, 50 f.; Mächler/Trafkowski, ZBB 2013, 101, 106 ff. Für die Zukunft sollte darüber nachgedacht werden, die Emittenten zu verpflichten, sog. Nettotarife anzubieten, wodurch Fehlanreize vermieden werden könnten, die bei der Honorarberatung durch Provisionsdurchleitungen entstehen können; vgl. hierzu: KölnKomm WpHG/Möllers, 2. Aufl., §§ 36c, 36d Rn. 13; Kuhlen/Tiefensee, VuR 2012, 17, 18 und 20 f.; Veil/Lerch, WM 2012, 1605, 1609 f.

⁷ Vgl. hierzu noch Kapitel 2 II 2.

⁸ So bereits N. Klein, WM 2011, 2117.

haften Anlageberatungsqualität lässt sich nicht beschönigen, auch wenn dies von Seiten der Lobby der Finanzdienstleister verständlicherweise zum Teil versucht wird. Die Flut an Kritik ist erdrückend. Sie wird übereinstimmend vorgetragen von Seiten der Politik,⁹ der Wirtschaftspresse¹⁰ und der Rechtswissenschaft,¹¹ substanziell untermauert nicht nur durch Erfahrungen der Verbraucherschutzverbände,¹² sondern auch durch zahlreiche Tests und Studien¹³ sowie Einblicke, die ehemalige Brancheninsider gewährt haben.¹⁴

⁹ Vgl. RegBegr zum AnsFuG, BT-Drucks. 17/3628, S. 1; Stellungnahme des Bundesrates zum SchVGNG, BT-Drucks. 16/12814, S. 34; Entschließungsantrag der Bundestagsfraktion der SPD, BT-Drucks. 17/2136, S. 1; *Aigner* (Bundesministerin für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz a.D.), zit. nach *Fabricius/Seibel*, Die Welt (online) vom 20. Dezember 2009; *dies.*, zit. nach *Völklein/Wilhelm*, Süddeutsche.de vom 17. Mai 2010; *Benneter* (SPD), BT-Plenarprotokoll 16/231, S. 26226 f.; *Billen* (Staatssekretär BMJ), zit. nach *Drost/Kersting*, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar 2014, S. 61; *Dyckmans* (FDP), BT-Plenarprotokoll 16/231, S. 26228; *Hartenbach* (Staatssekretär BMJ), BT-Plenarprotokoll 16/222, S. 24489; *Koschyk* (CDU/CSU), in *Koschyk/Leible/K. Schäfer*, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 29; *Merk* (Staatsministerin Bayern), BR-Plenarprotokoll 857, S. 152 und BR-Plenarprotokoll 860, S. 314; *Schweickert* (FDP), zit. nach *Drost*, Handelsblatt vom 21. Juli 2010, S. 35; *Stolz* (Ministerin BW a.D.), BR-Plenarprotokoll 857, S. 171; *Wanderwitz* (CDU/CSU), Plenarprotokoll 16/222, S. 24483; *Zypries* (Bundesministerin der Justiz a.D.), zit. nach *Lorenz*, WM 2009, 431.

¹⁰ Statt vieler: *W. Müller*, FOCUS-Money (online) vom 29. April 2008; *Müller-Dofel/Schönwitz/L. Vogel*, EURO 11/2010, S. 47 ff.; *Rezmer/Schnell*, Handelsblatt Investor 1/2012, S. 6.

¹¹ Vgl. KölnKomm WpHG/Möllers, 2. Aufl., § 31 Rn. 7; *dens./Wenninger*, NJW 2011, 1697, 1697 f. und 1702; *dens./Poppele*, ZGR 2013, 437, 472; *Veldhoff*, S. 114; *Köndgen*, in *FS. Hopt*, S. 2113, 2125, 2135 und 2141 (Fokus auf strukturierten Produkten); *Sethe*, in *Koschyk/Leible/K. Schäfer*, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 140, 148 und 152 f.; *dens.*, AcP 212 (2012), 80, 141 ff. und 149; *M. Weber*, in *Koschyk/Leible/K. Schäfer*, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 157 ff.; *dens.*, zit. nach *L. Günther/Zenefels*, ZBB 2011, 230, 233; *Assmann*, ZBB 2008, 21, 23 f. (Fokus auf Zuwendungen als „Quelle eigensüchtigen Verhaltens“); *Buhl/M. Kaiser*, ZBB 2008, 43, 44 m.w.N.; *Dieckmann*, WM 2011, 1153; *Gansel/Gängel*, NJ 2010, 312, 318; *Gerlach*, VuR 2011, 134, 140 (Fokus auf unnötigen Depotumschichtungen); *N. Klein*, WM 2011, 2117; *Koller*, ZBB 2011, 361 ff.; *Leuering/Zetzsche*, NJW 2009, 2856, 2861; *Loidl/Burgin*, RdF 2012, 232; *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65, 67 f.; *Metz*, VuR 2010, 241 f.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 191 ff.; *Podewils*, ZBB 2011, 169; *van Randenborgh*, ZRP 2010, 76 ff.; *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053; *Rößler/Yoo*, BKR 2011, 377; *Schwintowski*, BKR 2009, 217 ff. (u.B. auf eine empirische Studie der Humboldt-Universität); *Strohmeyer*, ZBB 2009, 197, 201; *Tiffe*, VuR 2009, 161, 162; *Voß*, BB 2010, 3099, 3101.

¹² Statt vieler: *Nauhauser* (VZ BW), zit. nach *Rezmer*, Handelsblatt vom 29./30. April 2011, S. 34; *ders.*, zit. nach *Atzler/Drost/Leitel/de la Motte/Schultz*, Handelsblatt vom 6. November 2013, S. 28; unter Berufung auf Verbraucherschützer auch: *Kunz*, Handelsblatt vom 20. September 2010, S. 38; *Rezmer*, Handelsblatt vom 21. September 2011, S. 40 f.

¹³ Vgl. etwa: *Habschick/Evers*, Anforderungen an Finanzvermittler, S. 9 ff.; *Institut für Vermögensaufbau (IVA)*, Qualitätsatlas Retailbanking 2012, S. 7; *Kohlert*, S. 295 ff. und 363 ff.; *Oehler/Kohlert*, 32 J. Consumer Policy 91 f. m.w.N. (2009); *dies.*, in *Brost/Neske/*

Der deutsche Gesetzgeber versucht nun seit einigen Jahren in schwindelerregendem Rhythmus, den Anlegerschutz nachhaltig zu verbessern.¹⁵ Obgleich sich viele der Wertpapierdienstleister diese Entwicklung selbst zuzuschreiben haben und sie rechtspolitisch jedenfalls im Ansatz nicht zu beanstanden sein dürfte, sind die Belastungen für die Wertpapierdienstleister beträchtlich, nicht zuletzt wohl auch aufgrund des stückelnden und teilweise unkoordiniert wirkenden Vorgehens des Gesetzgebers.¹⁶ Zum einen ist höchst fraglich, ob der Gesetzgeber einen ausgefeilten Gesamtplan verfolgt, dem eine übergeordnete Abwägung vorausging, so dass von einem Maßnahmenpaket mit zugrunde liegenden sorgfältig ausgemessenen und austarierten Zielparametern auszugehen wäre.¹⁷ Zum anderen lässt sich zumindest mit Sicherheit konstatieren, dass die Schlagzahl des Gesetzgebers die Branche nicht zur Ruhe kommen lässt, was bei anhaltender Tendenz das Dienstleistungsangebot im *Retail Banking* tatsächlich beeinträchtigen könnte, wie bereits mehrfach vorausgesagt bzw. angedroht wurde.¹⁸ Früher oder später wird der Gesetzgeber innehalten müssen,¹⁹ um abzuwarten, ob sich die von ihm ergriffenen Maßnahmen mittel- bis langfristig als wirksam erweisen oder ob das System, das jedenfalls im Grundsatz zu Recht primär auf Information, Transparenz und das –

Wrabetz, Vertriebssteuerung in der Finanzdienstleistungsindustrie, S. 91 ff.; *dies./Jungermann*, Qualität der Finanzberatung, S. 3 ff.; *Stiftung Warentest*, Finanztest 1/2010, S. 22 ff.; *dies.*, Finanztest 8/2010, S. 25 ff.; vgl. auch: *Atzler*, Handelsblatt vom 16. Juli 2013, S. 30 (u.B. auf Studie im Auftrag des Handelsblatts); *Drost*, Handelsblatt vom 3. Mai 2011, S. 32; *Fürderer* (IVA), zit. nach *Rezmer*, Handelsblatt vom 4. Mai 2012, S. 44.

¹⁴ Unter Berufung auf Brancheninsider: *Bernau*, FAZ (online) vom 2. Juli 2011; *Detering*, Handelsblatt vom 21. September 2011, S. 41; *Drost/Demircan*, Handelsblatt vom 28. September 2011, S. 34; *Panster*, Handelsblatt vom 2. November 2011, S. 36; *Prange/T. Schmitt*, Handelsblatt vom 12./13. August 2011, S. 60 f.; *Rezmer*, Handelsblatt vom 21. September 2011, S. 40 f.; *Seibel*, Welt am Sonntag (online) vom 22. Februar 2009; vgl. auch: *Drost/P. Köhler/T. Bauer*, Handelsblatt vom 26. April 2012, S. 32 f. (u.B. auf Anlegeranwälte); *Häring/Rezmer*, Handelsblatt vom 18. Januar 2011, S. 38 (u.B. auf die Bundesbank); *K. M. Schmidt* (Vorstand Quirin Bank), in K. Fleischer, Trends im Private Banking, S. 120 ff.; *Schmidt-Syaßen* (BSI Ombudsfrau für geschlossene Fonds), zit. nach *Reichel*, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar, S. 55.

¹⁵ Vgl. stellvertretend *J. Koch*, BKR 2012, 485 („hyperaktives Gesetzgebungsgespann in Deutschland und Europa“); vgl. außerdem etwa die Worte, mit denen die 6. Auflage des Assmann/Schneider, Kommentar zum WpHG, 2012, beworben wird: „14 Gesetze in den letzten drei Jahren, 15 neue und 54 geänderte WpHG-Vorschriften“.

¹⁶ Vgl. auch *J. Koch*, BKR 2012, 485; noch kritischer: *Sethe*, in Koschyk/Leible/K. Schäfer, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 152 („konzeptionslos und inkonsistent“); *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 343 („Konzeptlosigkeit“).

¹⁷ Vgl. auch: *H. Beck*, in FS. Schneider, S. 90 mit Fn. 5; *Dunkel* (Präsident VÖB), Handelsblatt Journal 12/2013, S. 11.

¹⁸ Vgl. im Zusammenhang mit der Beratungsprotokollpflicht noch Kapitel 8 I 4 Fn. 69.

¹⁹ *Dunkel* (Präsident VÖB), Handelsblatt Journal 12/2013, S. 11 fordert etwa ein dreijähriges „Regulierungsmoratorium“; vgl. auch *C. Schröder*, ZBB 2010, 280, 287 f.

durch den Eignungstest wesentlich ergänzte²⁰ – Prinzip der Eigenverantwortlichkeit ausgerichtet ist²¹ und damit im Übrigen den europäischen Vorgaben entspricht, solcher „Korrekturen“ bedarf wie weitreichender, genereller Einschränkungen der für Privatkunden verfügbaren Anlageproduktarten. Vorgesprochen wird insofern etwa ein Verbot strukturierter Produkte.²²

Die Bedeutung entsprechender paternalistischer Maßnahmen, die sich in bevormundender Weise an eine breite Masse von Kunden richten würden und diesen mehr oder weniger pauschal untersagen würden, Finanzinstrumente einer bestimmten Gruppe ihrem jeweils individuellen Portfolio beizumischen, auch wenn – wie aufgrund des Empfehlungsverbots bei der Anlageberatung gesetzlich gerade vorgeschrieben – tatsächlich Eignung sowie eine bewusste

²⁰ Dies wird oft übersehen; so zutreffend *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 262 f.

²¹ Dazu, dass die Notwendigkeit und Brauchbarkeit des allgemeinen Informationsmodells mangels tauglicher Alternativen zumindest nicht grundsätzlich in Frage gestellt werden kann: *Lenenbach*, Rn. 11.58 m.w.N.; *Klöhn*, in H. Fleischer/Zimmer, Beitrag der Verhaltensökonomie zum Handels- und Wirtschaftsrecht, S. 98 (Verhaltensökonomie wolle Theorie rationaler Erwartungen nicht ersetzen, sondern lediglich um eine Perspektive ergänzen; außerdem junge Disziplin, die von Juristen erst noch dogmatisch geerdet und auf Verwertbarkeit überprüft werden müsse); *Spindler*, in FS. Säcker, S. 480 f. m.w.N. und 485 (stark von den gewählten Rahmenbedingungen seiner Experimente abhängig und liefere jedenfalls für sich keine Antwort, wie Irrationalitäten überwunden werden können); *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 184; *dens.*, zit. nach *Röder*, ZHR 177 (2013), 344, 345.

²² So wohl *Köndgen*, in FS. Hopt, S. 2134 ff. sowie *ders.*, BKR 2011, 283, 285 f. (so weit Privatkunden nicht die Schwelle eines bestimmten Vermögens bzw. bestimmter freier Mittel erreichen); *Billen* (Staatssekretär BMJ), zit. nach *Drost/Kersting*, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar 2014, S. 60 (Verbot komplexer Zertifikate); *Hussla*, Handelsblatt vom 22. Juli 2013, S. 26 (Verbot der unter die AIFM-Richtlinie fallenden Produkte); *Mohn* (vzbv), zit. nach *Drost/Kersting*, Handelsblatt vom 21. Januar 2014, S. 8 (Verbot von Graumarktprodukten und Zertifikaten); *van Randenborgh*, ZRP 2010, 76, 78 ff. (Verbot von Zertifikaten und jeglicher Hebelprodukte); *Rotter*, ZRP 2011, 27 f. (Verbot strukturierter Produkte); aus Anlass der viel kritisierten *CMS Spread Ladder Swap*-Entscheidung zumindest für begrenzte Verbote, die auf Kenntnisse und Erfahrungen Rücksicht nehmen sollen, *J. Koch*, BKR 2012, 485, 491 ff. (mit Vorschlag zu den maßgeblichen Gestaltungsfaktoren). Zum Teil wird auch verlangt, dass die BaFin Finanzprodukte inhaltlich prüft, genehmigt und zertifiziert (sog. Produkt-TÜV): *M. Weber*, in Koschyk/Leible/K. Schäfer, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 178; *Kälberer*, Handelsblatt vom 27. Januar 2014, S. 26; *Schwintowski*, zit. nach *Drost/Detering*, Handelsblatt vom 26. Juni 2012, S. 30; indes überzeugend abgelehnt vom *DIHK*, Positionspapier, S. 8 f. (Produkte hierfür mitunter nicht hinreichend vergleichbar; nur Momentaufnahme; trügerische Sicherheit; Frage nach Amtshaftungsansprüchen wäre neu aufzurollen; BaFin schließlich überhaupt nicht in der Lage zu flächendeckender inhaltlicher Produktprüfung); vgl. auch: *Gewiese*, S. 119; *Flosbach*, zit. nach *Rauch/L. Günther/Zenefels*, in Koschyk/Leible/K. Schäfer, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 242; *Schmidt-Kessel*, zit. nach *Rauch/L. Günther/Zenefels*, in Koschyk/Leible/K. Schäfer, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 242; *Spindler*, in FS. Säcker, S. 482; *V. Lang/Kühne*, WM 2009, 1301, 1307; *Sell* (BaFin), zit. nach BaFinJournal 10/11, S. 4.

und privatautonom-eigenverantwortliche Anlageentscheidung²³ vorliegen sollten, sind allerdings nicht zu unterschätzen.²⁴ Dabei geht es um die – bei aller berechtigter Kritik am *financial product engineering* – mitunter auch zu sehenden positiven Ausflüsse der Innovationskraft der „Finanzindustrie“ und letztlich um nicht weniger als das prominente rechtspolitische Ziel, den individuellen privaten Vermögensaufbau bestmöglich zu fördern, unter anderem vor dem Hintergrund der immer wichtiger werdenden privaten Altersvorsorge.

Als ganz schlichte Beispiele können Index-Zertifikate (die synthetische Alternative zu Index-ETFs) oder *Basket*-Zertifikate angeführt werden, die für den oft nicht ausreichend berücksichtigten Aspekt der Diversifikation und gleichzeitig – aufgrund passiven Managements – für eine geringe Kostenbelastung stehen.²⁵ Weiterhin existieren heutzutage beispielsweise verschiedenste Zertifikattypen, die je nach den individuellen, situationsabhängigen Bedürfnissen des Anlegers passgenau gewählt werden können. Ein interessierter „Privatkunde“, womöglich ein Unternehmen, könnte sich etwa nach effektiver Aufklärung dazu entschließen, nach einer bereits länger anhaltenden Hausse in sog. (*Rolling*-)*Discount*-Zertifikate (quasi mit eingebautem Risikopuffer, aber gedeckelten Gewinnmöglichkeiten) zu investieren oder gar sein gesamtes Portfolio durch bestimmte Hebelzertifikate gegen einen plötzlichen Kurseinbruch abzusichern, wenn er denn die Funktion der Zertifikate, die Risiken (u.a. Emittentenrisiko, kein Einlagensicherungsfonds, gegebenenfalls eine *knock-out*-Schwelle) und die Kosten (quasi die „Versicherungsprä-

²³ Zum Eigenverantwortlichkeitsprinzip bzw. dem Leitbild des mündigen Bürgers/Anlegers bzw. dem sog. „*sacred right of everyone to make a fool of oneself*“ vgl. nur: BGHZ 147, 343 = NJW 2002, 62, 63 = WM 2001, 1758 = ZIP 2001, 1580; A. Fuchs, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 66 ff.; Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/*Grundmann*, BankR Rn. VI207; Schwark/Zimmer/v. Hein, § 33a WpHG Rn. 55; Hopt, S. 422 f.; dens., in Hadding/Hopt/Schimansky, Bankrechtstag 1992, S. 26; dens., WM 2009, 1873, 1879; V. Lang, § 10 Rn. 19 m.w.N.; Wieneke, S. 155 f.; H. Beck, in FS. Schneider, S. 96 f., 100 f. und 108 f.; dens., in Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankrechtstag 2010, S. 70 und 85; Buck-Heeb, ZHR 176 (2012), 66, 75 und 94 f.; Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, 631; vgl. auch: Schwark/Zimmer/Rothenhöfer, § 31 WpHG Rn. 35 und 305; Gewiese, S. 23 ff.; Loss, ZHR 129 (1967), 197, 208; Schwintowski, VuR 1997, 83, 85; Wagner, NZG 2011, 609, 613.

²⁴ Vgl. auch noch Kapitel 2 III 3 lit. b mit Fn. 174 sowie Kapitel 8 I 2; kritisch zu (generellen) Produktverboten auch: Teuber, Rn. 3; ders., BankPraktiker 2009, 65, 67 f.; Veldhoff, S. 368; H. Beck, in FS. Schneider, S. 96 f. und 100 f.; Klöhn, in H. Fleischer/Zimmer, Beitrag der Verhaltensökonomie zum Handels- und Wirtschaftsrecht, S. 99; Buck-Heeb, ZHR 177 (2013), 310, 342; Clouth, ZHR 177 (2013), 212, 220 f. und 262 f.; Grigolet, ZHR 177 (2013), 264, 302 ff.; Hopt, Bankrechtstag 2012, zit. nach Walz/Leffers, WM 2012, 1457, 1562; Mülbert, ZHR 176 (2012), 369, 376 f.; ders., ZHR 177 (2013), 160, 207; Tiffe, VuR 2014, 81, 82; vgl. auch C. Schröder, ZBB 2010, 280, 288 (spricht sich für eine aufrichtig gemeinte Selbstregulierung aus).

²⁵ Vgl. hierzu nur N. Klein, 20 Trusts & Trustees 692, 700 f. (2014) m.w.N.

mie“) versteht. Als weiteres Beispiel könnte etwa ein junger Privatkunde, der an Altersvorsorge interessiert ist, mit einem beschränkten Teil seines anzulegenden Vermögens sehr wohl auch bewusst aktiv mit strukturierten Produkten wie Hebelzertifikaten renditeorientiert „spekulieren“, wenn er die Funktion und Risiken der gewählten Finanzinstrumente versteht und eine entsprechende eigenverantwortliche Entscheidung getroffen hat.

Da Chance und Risiko bekanntermaßen in notwendiger, wenn auch nicht streng linearer Korrelation stehen und Investments außerdem immer im Zusammenhang mit dem Gesamtportfolio gesehen werden müssen,²⁶ kann nicht ohne Weiteres davon die Rede sein, bestimmte Finanzprodukte würden generell unangemessene Risiken für Privatkunden enthalten; zumindest – darin dürfte manches Mal der wunde Punkt liegen – soweit ein konkretes Finanzinstrument keine offensichtlich übervorteilende, womöglich sogar sittenwidrige Kostenbelastung mit sich bringt.²⁷ Schnellschüsse galt es im Hinblick auf pauschalierende Produktverbote also zu vermeiden. Deshalb kann das gesetzgeberische Vorgehen nicht generell beanstandet werden, wenn zunächst versucht wird, eine die Möglichkeiten der Anleger einschränkende, pauschalierende Bevormundung zu vermeiden und stattdessen darauf zu setzen, Information und Transparenz möglichst zu effektuieren sowie daneben dienstleistungsqualitätsverbessernde Maßnahmen zu bemühen. Wohin die weitere rechtspolitische Diskussion führen wird, ist offen, da dies – objektiv betrachtet – wesentlich von den mittel- bis langfristigen rechtspraktischen Erfahrungen mit den gesetzlichen Neuerungen abhängt. Zahlreiche dieser gesetzlichen Neuerungen sind jedoch noch sehr frisch und es benötigt Zeit, die praktische Umsetzung in die richtigen Bahnen zu lenken. Die Würfel sind noch nicht gefallen.

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich nun vorwiegend mit der Verschärfung der Dokumentationspflichten. Wertpapierdienstleistungsunternehmen werden durch § 34 WpHG verschiedene Aufzeichnungspflichten auferlegt, unter ihnen die vom deutschen Gesetzgeber aus eigenem Antrieb eingeführte Pflicht, Anlageberatungsgespräche mit Privatkunden seit dem 1. Januar 2010 zu protokollieren (§ 34 Abs. 2a WpHG). Die Dokumentationspflichten sind in den Kontext der aufsichtsrechtlichen Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten einzuordnen, die im sechsten Abschnitt des WpHG

²⁶ Einführend zur auf Markowitz zurückgehenden *Modern Portfolio Theory*: N. Klein, 20 *Trusts & Trustees* 692, 693 f. (2014) m.w.N.; weiterhin etwa: H. Fleischer/Schmolke, ZHR 173 (2009), 649, 653 ff. m.w.N.; Mülbart, ZHR 177 (2013), 160, 167 f. m.w.N.

²⁷ Für eine Fokussierung auf unverhältnismäßige Kostenbelastungen auch Grigoleit, ZHR 177 (2013), 264, 305; vgl. außerdem J. Koch, BKR 2012, 485, 491 f. (nennt eine besonders unausgewogene Chance-Risiko-Struktur als einen der Gestaltungsfaktoren für mögliche Verbote).

festgeschrieben sind (§§ 31 ff. WpHG).²⁸ Die Pflichten des sechsten Abschnitts des WpHG wurden in Umsetzung der *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID)²⁹ und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (DRL)³⁰ durch das zum 1. November 2007 in Kraft getretene Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG)³¹ grundlegend überarbeitet und neu gefasst.³² Die Dokumentation soll der BaFin ermöglichen, zu prüfen, ob die im sechsten Abschnitt des WpHG geregelten Pflichten eingehalten wurden (vgl. § 34 Abs. 1 WpHG). Bei der Beratungsprotokollpflicht handelt es sich nunmehr um einen Versuch des deutschen Gesetzgebers, die Kontrollmöglichkeit der BaFin spürbar zu verbessern.³³ Zugleich soll eine zivilrechtliche Beweissicherung gewährleistet werden, wodurch nach gesetzlicher Intention Falschberatungen in Schadensersatzprozessen erleichtert nachgewiesen werden können sollen.³⁴

Dieser Schritt ist, wie bereits angedeutet wurde, als Reaktion auf die Erfahrungen aus der „Finanzmarktkrise“ zu verstehen,³⁵ obgleich fehlerhafte

²⁸ Zur Entstehungsgeschichte: A. Fuchs, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 2 ff.; Rothenhöfer, S. 49 ff.

²⁹ RL 2004/39/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RL 2000/12/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates und zur Aufhebung der RL 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145/1 vom 30. April 2004.

³⁰ RL 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der RL 2004/39/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EU Nr. L 241/26 vom 2. September 2006.

³¹ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330).

³² Balzer, ZBB 2007, 333, 334; vgl. außerdem Spindler/Kasten, AG 2006, 785, 791 („Das Rad des Wertpapierhandels wird durch die MiFID nicht neu erfunden, aber es bekommt etliche neue Speichen.“); zum Teil wird die MiFID auch als „Grundgesetz für den Kapitalmarkt“ oder als „kapitalmarktrechtliche Verfassung“ bezeichnet; so etwa: Agerer/L. Knop/Weiß, Finanz Betrieb 2007, 757; Hopt, WM 2009, 1873, 1874; Spindler/Kasten, WM 2006, 1749.

³³ Vgl. RegBegr zum SchVGNG, BT-Drucks. 16/12814, S. 27.

³⁴ Vgl. RegBegr zum SchVGNG, BT-Drucks. 16/12814, S. 2, 14 und 28.

³⁵ Vgl. nur: Stellungnahme des Bundesrates zum SchVGNG, BT-Drucks. 16/12814, S. 34 sowie Gegenäußerung der Bundesregierung, S. 37; Pressemitteilung des BMJ vom 18. Februar 2009, Kabinett beschließt neue Regeln zur Stärkung des Anlegerschutzes, abrufbar unter http://www.gesmat.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/16_wp/schuldverschreibungsg/pmbmj090218.pdf (letzter Zugriff am 16. Juni 2014); Benneter (SPD), BT-Plenarprotokoll 16/231, S. 26227; Dyckmans (FDP), BT-Plenarprotokoll 16/222, S. 24485; dies., BT-Plenarprotokoll 16/231, S. 26228; Hartenbach (Staatssekretär BMJ), BT-Plenarprotokoll 16/222, S. 24489; Stolz (Ministerin BW a.D.), BR-Plenarprotokoll 857, S. 171; vgl. weiterhin: Schwark/Zimmer/Fett, § 34 WpHG Rn. 7; KölnKomm WpHG/Möllers, 2. Aufl., § 34 Rn. 26; Renz/Hense/Anschütz, II 8 Rn. 68; Teuber/F. M. Bauer,

Anlageberatung unmittelbar nichts mit den Ursachen dieser Krise zu tun hatte. Insofern bekämpft die Verstärkung des Anlegerschutzes also auch nicht die Ursachen der „Finanzmarktkrise“.³⁶ Als solche spielten komplexe Risiken eine Rolle, die aus folgender, stilistisch hier bewusst entsprechend dargestellter Melange entstanden: der in der Hausse bis zum Jahre 2007 in den USA weit verbreiteten Vergabe von durch Hypotheken besicherten *Subprime*-Krediten oder – noch schlimmer – NINJA-Krediten („*no income, no job, no assets*“), ihrer Bündelung, Verbriefung und teils endlosen Weiterverbriefung (sog. *slicing and dicing*, resultierend in einem stetigen Fluss neuer *Mortgage*- bzw. *Asset Backed Securities*), dem intransparenten OTC-Handel dieser strukturierten, die einstigen Kreditrisiken abwälzenden Produkte, dem Engagement „im Schatten“ der Bankbilanzen stehender, aber mit Liquiditätsgarantien ausgestatteter Zweckgesellschaften einiger Banken (sog. *conduits*),³⁷ der in der Summe viel zu hohen Absicherung von Ausfallrisiken durch einzelne „*monoliner*“ (insbesondere AIG) mittels *Credit Default Swaps* sowie vor allem aus den insgesamt aufgehäuften und global verwobenen, auch mit computergestützten quantitativen Modellen nicht berechenbaren oder sonst überschaubaren und von den (im Übrigen finanzierungsbedingt einem Interessenkonflikt unterliegenden) Rating-Agenturen, auf deren Urteil man sich allseits (unter anderem angesichts lockender Boni gerne) übermäßig verließ, dementsprechend ebenfalls unterschätzten Klumpen- und Ansteckungsrisiken.³⁸ Da die Risikofaktoren gerade selbst von vielen hochqualifizierten Fachleuten weitgehend falsch eingeschätzt wurden, ist die Situation bereits im Ausgangspunkt nicht mit den Missständen bei der mitunter interessengeleiteten

Rn. 173 f.; Renz/Hense/Brinkmann, II 4 Rn. 28; Renz/Hense/Kindermann/Brenner, I 10 Rn. 38; Compliance/Pölking, Rn. 1475 f.; Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang, 4. Aufl., Rn. 2744; Kumpel/Wittig/Seyfried, Rn. 3.256; Schwintowski, § 16 Rn. 33; Teuber, Rn. 15; Philipp, S. 181; Veldhoff, S. 327 f.; H. Beck, in FS. Schneider, S. 101; dens., in Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankrechtstag 2010, S. 83; G. Baur, jurisPR-BKR 3/2009 Anm. 4; Gansel/Gängel, VuR 2010, 127, 132; V. Lang/Kühne, WM 2009, 1301; Leuring/Zetzsche, NJW 2009, 2856, 2858 und 2861; Märker/Hillesheim, ZRP 2009, 65, 69; Podewils, DStR 2009, 1914; Rosenblum, DB 2012, 1105, 1105; Strohmeier, ZBB 2009, 197, 199; vzbv, Untersuchung, S. 3.

³⁶ Vgl. H. Beck, in FS. Schneider, S. 91 f.; Sethe, in Koschyk/Leible/K. Schäfer, Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, S. 140 f.; DIHK, Positionspapier, S. 1; vgl. auch Sethe, ZBB 2010, 265, 267.

³⁷ Vgl. speziell hierzu Engert, ZBB 2012, 383 f.

³⁸ Vgl. zum Ganzen etwa: Claussen, in FS. Schneider, S. 247 ff.; dens., BB 2009, 999 ff.; vgl. auch: H. Beck, in FS. Schneider, S. 91; Hellwig, in FS. Maier-Reimer, S. 204 ff.; E. Koch, in FS. Möschel, S. 1194; Blaurock, JZ 2012, 226, 227 f.; H. Fleischer/Schmolke, ZHR 173 (2009), 649, 650 f.; Heun, JZ 2010, 53, 54 ff.; Liebscher/N. Ott, NZG 2010, 841, 842; Möschel, ZRP 2009, 129, 130; Mülbert, JZ 2010, 834, 835 (berichtet von der Diskussion am 68. DJT); Rudolph, ZGR 2010, 1, 2 ff.; C. Schröder, ZBB 2010, 280, 288; Spindler, AG 2010, 601, 602 f.; Zeitler, WM 2012, 673 ff.

Beratung im *Retail Banking* vergleichbar. Hier geht es um die Frage, inwieweit Informationsasymmetrien und verbreitete irrationale Apathie der Kleinanleger in Finanzangelegenheiten entgegen gesetzlichen Vorgaben zum eigenen Vorteil der beratenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen ausgenützt werden.

In der einschneidenden Krise wurden jedoch Risiken, die zuvor aufgrund lockender Renditen vielfach verdrängt wurden, schlagartig plastisch: Es wurde wieder in das Gedächtnis gerufen, dass selbst eine vom Anleger als sicher erwartete und vom Berater womöglich entsprechend angepriesene Geldanlage zu herben Verlusten des Kapitalanlegers führen kann, unter Umständen bis hin zum Totalverlust.³⁹ Wie die *Verbraucherzentrale Nordrhein-Westfalen (VZ NRW)* zutreffend formuliert, ist eine Fehlinvestition nicht nur ärgerlich, sondern kann viel Geld kosten und (Lebens-)Ziele (bzw. die Altersvorsorge) gefährden.⁴⁰ Deshalb sind Anleger, wenn sie schmerzliche Verluste erlitten haben, oft geneigt, die Schuld bei ihrem Berater zu suchen. Dieser verständliche Reflex beruht zwar nicht immer und womöglich auch nicht in der deutlich überwiegenden Zahl der Fälle auf tragfähigen Argumenten bzw. Tatsachen, sondern mitunter auf der sog. *hindsight bias*,⁴¹ aufgrund der Erfahrungen aus der Vergangenheit, z.B. mit dem Vertrieb von Lehman-Zertifikaten an manchen ausdrücklich nach einer mündelsicheren Anlage suchenden Rentner, lässt sich jedoch konstatieren, dass die Beratungsqualität in der Tat nicht selten mangelhaft war.⁴²

³⁹ VZ NRW, Checkliste Beratungsgespräch; vgl. auch: G. Baur, jurisPR-BKR 3/2009 Anm. 4; V. Lang/Kühne, WM 2009, 1301.

⁴⁰ VZ NRW, Checkliste Beratungsgespräch.

⁴¹ Vgl. auch zur Spielneigung vieler Anleger bzw. zu Gier und dem Ausblenden von Risiken angesichts winkender hoher Rendite: H. Beck, in FS. Schneider, S. 109; Koller, in FS. U. Huber, S. 829 f. m.w.N.; dens., ZBB 2007, 197, 198; Billen (Staatssekretär im BMJ), zit. nach Drost/Kersting, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar 2014, S. 61; Bognanni/Brächer, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar 2014, S. 52; Leuering/Zetzsche, NJW 2009, 2856, 2861; Merk (Staatsministerin Bayern), BR-Plenarprotokoll 857, S. 152; Schäuble, (Bundesfinanzminister), zit. nach Afhüppe/Drost/Kersting, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar 2014, S. 59; Schmidt-Syßen (BSI Ombudsfrau für geschlossene Fonds), zit. nach Reichel, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar 2014, S. 55; vgl. auch E. König (Präsidentin der BaFin), zit. nach Osman, Handelsblatt vom 31. Januar bis 2. Februar 2014, S. 59. Für eine übersichtliche Auflistung verschiedener anderer irrationaler Verhaltensmuster und Einflussfaktoren vgl. Kohlert, S. 37 f.; vgl. auch: Teuber/Johanning, Rn. 728; Klöhn, ZIP 2010, 1005, 1008 f.; Mülbart, ZHR 177 (2013), 160, 170 f. Irrationale Verhaltenstendenzen der Anleger stellen den Wertpapierdienstleistern allerdings keinen Freifahrtsschein aus, dieses Verhalten ungeachtet ihrer Verpflichtung auf das Kundeninteresse und gesetzlich festgeschriebener Wohlverhaltensregeln zu ihren eigenen Gunsten auszunutzen, ganz besonders nicht im Falle einer Anlageberatung, die gerade dazu dienen sollte, Irrationalitäten im Kundeninteresse entgegenzuwirken.

⁴² Vgl. nur Dyckmans (FDP), BT-Plenarprotokoll 16/222, S. 24485 sowie dies., BT-Plenarprotokoll 16/231, S. 26228; vgl. außerdem allgemein bereits die Nachweise in

Sollte es tatsächlich zu einer nicht ordnungsgemäßen Beratung gekommen sein, bedeutet dies allerdings nicht zwingend, dass ein Schadensersatzprozess Früchte tragen wird. Vielmehr verhindern erfahrungsgemäß oftmals Beweisschwierigkeiten eine erfolgreiche Prozessführung in Falschberatungsprozessen.⁴³ Aufgabe des Staats ist indes, für eine funktionierende Rechtsordnung zu sorgen, die es nicht aufgrund symptomatischer Beweisschwierigkeiten in der Regel aussichtslos erscheinen lässt, bestehende Ansprüche durchzusetzen.⁴⁴ Vor diesem Hintergrund ist die gesetzgeberische Intention verständlich, mit der Beratungsprotokollpflicht nicht nur die Aufsichtsmöglichkeiten der BaFin zu verbessern, sondern gleichzeitig ein zivilrechtliches Beweismittel für die Anleger zu schaffen.⁴⁵ Dies war wohl auch deshalb ein Anliegen des Gesetzgebers, weil die „Finanzmarktkrise“ eindrucksvoll gezeigt hat, wie wichtig das Vertrauen der Investoren für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist;⁴⁶ das gilt für die hier betroffene Summe der Kleinanleger ebenso wie an anderer Stelle für Großinvestoren und den Inter-Banken-Handel. Übergeordnetes Ziel des Gesetzgebers für den Bereich des *Retail Bankings* war und ist es, im Hinblick auf die Förderung der privaten Altersvorsorge sowie die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes die Beratungsqualität zu verbessern und das Anlegervertrauen wieder zu stärken.⁴⁷

Im Umgang mit dem Beratungsprotokoll, das in das durch sechs aufsichtsrechtliche „Regelungsebenen“ überlagerte Feld des Wertpapierdienstleistungsrechts eingegliedert werden muss (1. MiFID, 2. DVO und DRL, 3. Empfehlungen des CESR bzw. der ESMA, 4. WpHG, 5. WpDVerOV, 6. Rundschreiben der BaFin),⁴⁸ stellen sich nun neben europarechtlichen Bedenken

Fn. 14. *Strohmeyer*, Stellungnahme zum SchVGNG, S. 3 spricht sogar von praktischen Erfahrungen, die auf eine min. 50 %-ige Fehlberatungsquote bei Lehman-Zertifikaten schließen ließen.

⁴³ Vgl. Stellungnahme des Bundesrates zum SchVGNG, BT-Drucks. 16/12814, S. 34; vgl. weiterhin: *Dyckmans* (FDP), BT-Plenarprotokoll 16/231, S. 26228; *Schwarck/Zimmer/Rothenhöfer*, § 31 WpHG Rn. 291a; *dens.*, S. 168 ff.; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Hannö-ver*, § 110 Rn. 111; *Philipp*, S. 115 und 123; *Veldhoff*, S. 310, 312 ff. und 316; *Brinckmann*, BKR 2010, 45, 49; *DIHK*, Positionspapier, S. 4; *Drost*, Handelsblatt vom 8. März 2012, S. 35; *dens.*, Handelsblatt vom 13. März 2012, S. 33; *Jordans/Mucke*, BKR 2006, 166; *Köndgen*, ZBB 2009, 160; *Nieding* (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz [DSW]), zit. nach *Johann*, FOCUS (online) vom 5. Oktober 2009; *Reiter/Methner*, WM 2013, 2053; *Strohmeyer*, Stellungnahme zum SchVGNG, S. 4; vgl. außerdem noch Kapitel 3 I 3.

⁴⁴ Vgl. nur: BVerfGE 52, 131 = NJW 1979, 1925 f.; *Hirte*, S. 465 f. m.w.N.

⁴⁵ Zu den Regelungszielen der Beratungsprotokollpflicht vgl. noch Kapitel 4 I 1.

⁴⁶ Vgl. dazu noch Kapitel 2 I.

⁴⁷ Vgl. noch Kapitel 8 I 1.

⁴⁸ Kritisch aufgrund der Komplexität des Regelungsgeflechts etwa *Möllers*, in *Gsell/Herresthal*, Vollharmonisierung im Privatrecht, S. 253 sowie *ders.*, ZEuP 2008, 480, 504; vgl. auch *Riesenhuber/Kalss*, Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 13.

und allgemeinen dogmatischen Grundsatzfragen des Wertpapierhandelsrechts unzählige juristische Detailfragen, die es zu klären gilt. Angesichts empirisch belegbarer Defizite in der praktischen Anwendung der Protokollpflicht durch die Wertpapierdienstleister ist dies umso dringender. Das inzwischen recht umfassende, wenn auch nicht immer besonders tiefgehende, Schrifttum zum Beratungsprotokoll gibt zu diesen Aufgabestellungen oftmals keine oder nur oberflächliche Antworten. Etwaige Äußerungen müssen mühsam gedeutet werden, um überhaupt einen Meinungsstand oder zumindest Tendenzen herausarbeiten zu können. Auch soweit detaillierteres rechtswissenschaftliches Material zum Beratungsprotokoll mittlerweile existiert, vereinfacht sich die Arbeit nicht wesentlich; denn das gesetzgeberische Konzept einer aufsichts- und zivilrechtlichen Mischregelung, die in den systematischen Kontext der §§ 31 ff. WpHG eingefügt werden soll, scheint an einigen Stellen zunächst inkonsistent. Folge ist, dass zu den einzelnen Fragen Stimmen existieren, die sich nur schwer in scharf abgrenzbare Lager einordnen lassen, da sie, je nach dem, an welchem Rädchen andernorts gedreht wird, stringenter Weise (eigentlich) zu den verschiedensten Detailergebnissen gelangen müssen.

Verstärkt wird dieser Umstand dadurch, dass die Auslegung der einzelnen Aspekte der Protokollpflicht oftmals stark von Sinn und Zweck der Norm abhängt. Die teilweise nicht vollständig durchdachten Äußerungen in der Regierungsbegründung haben dabei dazu geführt, dass nicht immer ohne Weiteres klar ist, worin die für die Auslegung der einzelnen Aspekte maßgeblichen Zwecke des Beratungsprotokolls genau liegen. Die beiden Grundanliegen (Kontroll- und Beweissicherungsfunktion) stehen zwar fest; doch beziehen sie sich, wie bereits angesprochen, einmal auf das Aufsichtsrecht und einmal auf das Zivilrecht, was die Auslegung an mancher Stelle erschwert. Darüber hinaus ist vor allem unklar, ob dem Protokoll auch ein Informationszweck zukommt. Mit dieser Entscheidung steht und fällt so manches Ergebnis. Hier gilt es demnach, konsistent zu argumentieren und das gefundene Ergebnis sodann stringent in allen davon abhängigen Folgefragen zu verteidigen. Leider ist das im ausführlicheren Teil des Schrifttums nicht immer der Fall, was daran liegen mag, dass die weitreichende Bedeutung einer präzisen Herausarbeitung der Protokollzwecke bislang kaum erkannt wurde.

II. Gang der Untersuchung und Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes

Da sich um die europarechtlich determinierten §§ 31 ff. WpHG ein in vielen Punkten bislang nicht abschließend geklärter Fragenkomplex rankt, wird die Beratungsprotokollpflicht, um sie zugleich in diesen Fragenkomplex in überzeugender Weise einordnen zu können, im Verlaufe der Arbeit als roter Fa-

den für die Erörterung zahlreicher allgemeiner Grundlagenfragen genutzt werden. Zunächst aber ist die Beratungsprotokollpflicht gründlich auf ihren Mehrwert hin zu untersuchen. Dem hierfür notwendigen Vorverständnis dienen Kapitel 2 und 3. Kapitel 2 befasst sich mit dem aufsichtsrechtlichen Regelungsumfeld bzw. Substrat der Aufzeichnungspflichten, wobei auch die aus nationalem Antrieb geschaffenen gesetzlichen Neuerungen der letzten Jahre berücksichtigt werden. Kapitel 3 bietet eine Einführung zum bisherigen und dementsprechend für Altfälle sowie außerdem weiterhin für professionelle Kunden geltenden System der Aufzeichnungspflichten und der Zugriffsmöglichkeiten der Kunden auf von den Wertpapierdienstleistern erstellte Dokumentation.

Kapitel 4 widmet sich sodann einer eingehenden Betrachtung der Bestimmungen um das Beratungsprotokoll nach § 34 Abs. 2a, 2b WpHG. Es werden die nach gesetzlicher Ausgestaltung vorgesehenen Protokollzwecke genau bestimmt und ein methodisch schlüssiges Konzept entwickelt werden, um anschließend unzählige Auslegungsfragen hinsichtlich der unterschiedlich zu qualifizierenden Regelungsgegenstände durch sorgfältige und methodengerechte Interpretation lösen zu können. Abgesehen von den präzise zu erörternden Vorgaben zu den Protokollinhalten, wird der Anwendungsbereich der Protokollpflicht genau abgesteckt werden. Neben einigen anderen interessanten Aspekten geht es hier unter anderem um den internationalen Anwendungsbereich der Protokollpflicht und um die im Zuge der Regulierung des Vertriebs von Graumarktprodukten zwischenzeitlich geschaffene gesetzliche Ausdehnung des Begriffs der Finanzinstrumente bzw. den nun existierenden aufsichtsrechtlichen Parallelbereich für sog. Finanzanlagenvermittler. Besonderes Augenmerk erfahren bei der Untersuchung der Protokollpflicht außerdem die oftmals lediglich vom gewünschten Ergebnis her betrachtete Formfrage sowie die Sonderregelung um das Rücktrittsrecht, die mit zahlreichen Spannungen einhergeht und für die Praxis von großer Bedeutung ist.

Im Zuge der inhaltlichen Erörterung der Beratungsprotokollpflicht können rechtspraktische Erfahrungen zur bisherigen Übung der Protokollierung von Beratungsgesprächen durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht außer Betracht bleiben, weshalb sich Kapitel 5 mit diesem Komplex beschäftigen wird. Unter anderem geht es dabei um empirisch belegbare Tendenzen, eine Protokollierung zu vermeiden oder den Schutzzweck des Protokolls in sein Gegenteil zu verkehren. In verschiedener Hinsicht werden hier die Grenzen zulässiger Gestaltung aufzuzeigen sein und es muss die Frage geklärt werden, inwiefern diese Grenzen nicht nur in der Theorie, sondern auch in der Praxis, wirksam verteidigt werden können. Auf der anderen Seite der praktischen Betrachtung sollen aber auch die für die Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit der Sonderregelung um das Rücktrittsrecht einhergehenden besonderen Risiken nicht verschwiegen werden. Von Interesse wird

insbesondere die Frage sein, mit welchen Strategien sich die möglicherweise unbilligen Risiken minimieren lassen.

Weiterhin wird in Kapitel 6 geklärt werden, welche Folgen Verstöße gegen die Bestimmungen der § 34 Abs. 2a, 2b WpHG nach sich ziehen. In einem ersten Schritt wird hier die Frage behandelt werden, inwiefern aufsichts- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Instrumente geeignet sind, für eine ordentliche Protokollierung in der Praxis zu sorgen. Relevant ist dabei vor allem, die Reichweite der Missstandsaufsicht abzustecken und dabei nicht zuletzt gesetzliche Neuerungen zu berücksichtigen, im Hinblick auf das wertpapierhandelsrechtliche Ordnungswidrigkeitenrecht den Kreis der tauglichen Täter und somit der potenziellen Bußgeldadressaten dogmatisch sauber auszuleuchten sowie die effektive Sanktionskraft der BaFin einmal näher zu betrachten. Anschließend wird in einem zweiten Schritt ein Blick auf die Frage geworfen werden, ob Verstöße gegen die Bestimmungen der § 34 Abs. 2a, 2b WpHG zur Unwirksamkeit des Anlageberatungsvertrags oder etwaiger Ausführungsgeschäfte führen können. In einem dritten Schritt wird sodann die Seite des *private enforcements* der Beratungsprotokollpflicht betrachtet werden, wobei die vorliegende Arbeit unter anderem einen fundierten Beitrag zur Schutzgesetzdogmatik leisten soll sowie auf die Frage eingehen wird, wie mit einer möglichen Beweisvereitelung umzugehen ist. Für letzten Aspekt ist vorab die grundsätzliche Beweislastverteilung in Schadensersatzprozessen aufgrund einer potenziellen vertraglichen Haftung für Falschberatung näher darzustellen, um daraufhin die Auswirkungen eines vorhandenen Beratungsprotokolls auf die Beweisführung zu erörtern und schließlich auf die Folgen verschiedentlich denkbarer Beweisvereitelungen durch Verstöße gegen § 34 Abs. 2a, 2b WpHG näher einzugehen.

Ferner wird in Kapitel 7, das neben Kapiteln 4 bis 6 den zweiten Schwerpunkt der Arbeit ausmacht, das Verhältnis von europäischen Vorgaben und nationalem Recht sowie von Aufsichtsrecht und Zivilrecht einer sorgfältigen Analyse unterzogen. Dieser komplexe Themenbereich wird im rechtswissenschaftlichen Schrifttum – mit wenigen Ausnahmen – nur oberflächlich behandelt und vom BGH bislang ohne nähere Begründung praktisch gänzlich ignoriert. Die Beratungsprotokollpflicht eignet sich, um das notwendigerweise fein differenzierende Ergebnis der zunächst allgemein angelegten, grundlegenden Untersuchung dieses Fragenkomplexes sodann in Anwendung zu illustrieren. Als Untersuchungspunkte seien hier nur die folgenden genannt: Vollharmonisierung versus Maximalharmonisierung; unmittelbare Einbeziehung des Zivilrechts aus nationalem Antrieb bzw. aus europarechtlicher Notwendigkeit; weiche Ausstrahlungswirkung; harter *spillover* eines Mindeststandards; harter *spillover* einer Regelungshöchstgrenze in den erfassten Regelungsbereichen; Möglichkeit privatautonomer Gestaltungen; und Folgen etwaiger Verstöße gegen die europäischen Vorgaben.

Um die Arbeit schließlich abzurunden, werden im Zuge der Gesamtbewertung in Kapitel 8 einige der ökonomischen Analyse des Rechts zuzuordnende Gedanken dazu eingewoben werden, ob und inwiefern der mit der Beratungsprotokollpflicht intendierte effektive Anlegerschutz im *Retail Banking* der Kosteneffizienz in nicht tragbarer Weise zuwider läuft. Dabei wird auch darauf eingegangen werden, inwieweit zu befürchten steht, dass das Dienstleistungsangebot zulasten der Privatkunden über kurz oder lang erheblich eingeschränkt werden wird. Möglicherweise lassen sich der zu erwartenden Gesamtentwicklung aber auch positive Aspekte für Anbieter und Kunden abgewinnen. Bei dieser Analyse wird unter anderem ein zumindest kurzer Blick auf das sich langsam wandelnde Selbstverständnis der Dienstleister im *Retail Banking* und der hierfür maßgeblichen Faktoren aufschlussreich sein. Zusätzlich zu der Gesamtbewertung wird ein vorsichtiger Ausblick auf die zum Zeitpunkt des Abschlusses der vorliegenden Arbeit noch nicht in endgültiger Fassung beschlossene MiFID II gegeben werden, die im Jahre 2017 in Kraft treten soll. Hinzuweisen ist bei alledem darauf, dass, soweit in dieser Arbeit ökonomische oder rechtspolitische Aussagen getroffen werden, diese durchweg als Denkansätze zu verstehen sind, die nicht im Zentrum der Untersuchung stehen und keinen Anspruch darauf erheben, abschließend zu sein. Der klare Fokus dieser Arbeit liegt auf einer gründlichen rechtlichen Analyse des Fragenkomplexes.

Kapitel 2

Regelungsumfeld der Aufzeichnungspflichten – Wertpapierdienstleistungsrechtlicher Regelungskanon

I. Regelungszweck der §§ 31 ff. WpHG

Mit den Vorgaben der MiFID und ihrer Durchführungsbestimmungen, die den deutschen Regeln für den Wertpapierdienstleistungsbereich maßgeblich zugrunde liegen, sollten harmonisierte Anforderungen an Handelsplattformen und Wertpapierdienstleister geschaffen werden, die die Integration der Wertpapier(dienstleistungs)märkte vorantreiben und dabei deren Funktionsfähigkeit gewährleisten.¹ Doch was bedeutet Funktionsschutz genau? Er zielt typischerweise auf zugängliche, stabile, zuverlässige, faire und transparente Märkte (institutionelle Funktionsfähigkeit), die effizient arbeiten (operationale Funktionsfähigkeit) und insofern ihre Hauptaufgabe erfüllen, potenzielle Kapitalgeber mit nachfragenden Kapitalnehmern möglichst optimal zusammenzuführen (allokative Funktionsfähigkeit).² Der Funktionsschutz dient unter anderem dem Vertrauen des Anlegerpublikums, wobei dieses Vertrauen – wie die Finanzmarktkrise zuletzt erneut eindrucksvoll bewiesen hat – umgekehrt wiederum eine Grundvoraussetzung funktionierender Kapitalmärkte darstellt.³ Hieraus resultiert, dass Marktfunktionsschutz und Anlegerschutz in

¹ Vgl. nur Erwägungsgründe 2 und 44 der MiFID; ebenso bereits die Begründung der Kommission vom 19. November 2002, Kom (2002) 625, ABl. EU Nr. C 71E/62 vom 25. März 2003, S. 66.

² Vgl. hierzu etwa vor dem Hintergrund der MiFID: Begründung der Kommission vom 19. November 2002, Kom (2002) 625, ABl. EU Nr. C 71E/62 vom 25. März 2003, S. 66; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785; vor dem Hintergrund der §§ 31 ff. WpHG: *A. Fuchs*, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 52 m.w.N.; *Assmann/Schneider/Koller*, 5. Aufl., § 31 Rn. 1; *Forschner*, S. 87; *Schwintowski*, VuR 1997, 83, 84; allgemein zum Kapitalmarktrecht: *Kümpel*, Rn. 8.400; *ders./Hammen/Ekkenga/Veil*, Lfg. 2/2006, Kz. 65 Rn. 7 ff.; *Kümpel/Wittig/Oulds*, Rn. 14.143 ff.; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Seiler/Kniehase*, Vor § 104 Rn. 86 ff.; *Benicke*, S. 75 ff.; *Bliesener*, S. 43 ff.; *Brandt*, S. 42 ff.; *Grundmann*, Rn. 633; *Rothenhöfer*, S. 40 ff.; *Thieme*, S. 37; *Hellgardt*, in H. Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, S. 403 ff.; *Schwark*, in FS. Stimpel, S. 1091; *Kübler*, ZHR 145 (1981), 204, 205 f.

³ Vgl. *A. Fuchs*, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 54; *Schwark*, vor §§ 31 ff. WpHG Rn. 4; *dens.*, in FS. Stimpel, S. 1092; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Bruski*, 3. Aufl., Vor § 104 Rn. 85; *Kümpel*, Rn. 8.390 und 16.508 f.; *dens./Hammen/Ekkenga/Veil*, Lfg. 2/2006, Kz. 65

einer untrennbaren Wechselwirkung stehen.⁴ Da ein nachhaltiges Anlegervertrauen aber gerade auch erfordert, dass sich die Anleger in angemessener Weise individuell geschützt fühlen,⁵ ist neben dem überindividuell-funktionalen Anlegerschutz, der letztlich einen wesentlichen Aspekt des Funktionsschutzes selbst ausmacht, zugleich der individuelle Anlegerschutz zu bedenken.⁶ Bereits deshalb ist, ungeachtet der Steuerungsfunktion der denkbaren, hiermit aber noch nicht bejahten Möglichkeit eines *private enforcements* der Regeln,⁷ davon auszugehen, dass Marktfunktionsschutz und Individualanlegerschutz in gewisser Weise miteinander korrelieren.⁸

Rn. 10; *Lenenbach*, Rn. 13.6; *Kümpel/Wittig/Oulds*, Rn. 14.141; *Faßbender*, S. 12 f.; *Forschner*, S. 88; *Philipp*, S. 40, 97 und 143; *Rothenhöfer*, S. 41 f. und 172; *C. Vogel*, S. 154; *H. Beck*, in *Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig*, Bankrechtstag 2010, S. 67; *Caspari*, in *SYMP. Schwark*, S. 8 f.; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 159; *Kübler*, ZHR 145 (1981), 204, 205 f.; *V. Lang/Kühne*, WM 2009, 1301, 1308; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 439; *Zimmermann*, GPR 2008, 38, 39; wohl etwas schwächer: *Schwintowski/F. A. Schäfer*, § 18 Rn. 8; *Mülbert*, JZ 2010, 834, 842; speziell zur Finanzmarktkrise vgl. nur *Schmitz* (Präsident des BdB), *Lehren aus der Finanzmarktkrise* („Im Kern ist die Finanzmarktkrise eine Vertrauenskrise.“); ähnlich *DIHK*, Positionspapier, S. 1 und 7.

⁴ Vgl. *MünchKomm HGB/Ekkenga*, Effektengeschäft Rn. 74, 257 und 283; *Schimansky/Bunte/Lwowski/Bruski*, 3. Aufl., Vor § 104 Rn. 85; *Kümpel*, Rn. 8.388 und 16.510; *dens./Hammen/Ekkenga/Veil*, Lfg. 2/2006, Kz. 65 Rn. 10; *Lenenbach*, Rn. 13.6; *Kümpel/Wittig/Oulds*, Rn. 14.141; *Lange*, S. 273 f. und 300; *Thieme*, S. 36 f.; *Habersack*, in *Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig*, Bankrechtstag 2010, S. 5; *Hellgardt*, in *H. Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth*, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, S. 397 f.; *Rothenhöfer*, in *H. Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth*, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, S. 59; *Dieckmann*, AcP 213 (2013), 1, 10 f.; *Zimmermann*, GPR 2008, 38, 39.

⁵ Vgl. *A. Fuchs*, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 80; *Staud*, S. 53; *Kübler*, ZHR 145 (1981), 204, 205; vgl. auch *KölnKomm WpHG/Möllers*, 2. Aufl., § 34 Rn. 139.

⁶ Zu den Elementen des Begriffs des Anlegerschutzes vgl. nur: *Kümpel*, Rn. 8.419; *Kümpel/Wittig/Oulds*, Rn. 14.141 und 14.170; *Gewiese*, S. 27 ff.; *Höhns*, S. 54 f.; *Leisch*, S. 23 f.; *H. Beck*, in *Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig*, Bankrechtstag 2010, S. 67; oftmals muss aus dem Zusammenhang geschlossen werden, welche Bedeutung gemeint ist.

⁷ Zur Steuerungsfunktion eines *private enforcements* vgl.: *A. Fuchs*, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 62 m.w.N.; *KölnKomm WpHG/Möllers*, 2. Aufl., § 31 Rn. 4 ff.; *dens.*, in *FS. Hopt*, S. 2251 f. und 2259 ff.; *dens.*, AcP 208 (2008), 1, 24 f.; *F. A. Schäfer/Sethe/V. Lang*, § 4 Rn. 275; *Bliesener*, S. 154 f.; *Hellgardt*, S. 177 ff.; *dens.*, AG 2012, 154, 167; *Hopt*, S. 511 f.; *Philipp*, S. 98; *Rothenhöfer*, S. 65 f., 173 und 330 f.; *dens.*, in *H. Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth*, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, S. 61; *Steinhauer*, S. 216 ff.; *Habersack*, in *Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig*, Bankrechtstag 2010, S. 5; *Schmidt-Aßmann*, in *Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann*, Öffentliches Recht und Privatrecht als wechselseitige Auffangordnungen, S. 11 f.; *Schwark*, in *FS. Stimpel*, S. 1092; *Veil*, in *FS. Hopt*, S. 2650; *Dieckmann*, AcP 213 (2013), 1, 7; *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 785; *Herresthal*, WM 2014, 773, 776; *Köndgen*, JZ 2012, 260, 261; vgl. auch noch Kapitel 7 II 3 lit. d a.E.

⁸ Zur Korrelation grundlegend: *Hopt*, S. 51 f. und 336 f.; *ders.*, ZHR 159 (1995), 135, 159; vgl. weiterhin: *MünchKomm HGB/Ekkenga*, Effektengeschäft Rn. 74; *dens.*, ZIP 2004, 781, 785; *A. Fuchs*, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 54 und 80; *Assmann/Schneider/Koller*,

Was nun die Zielkonzeption der MiFID anbelangt, so ist diese nicht nur in Richtung der Integration der Märkte sowie des Funktionsschutzes gestrickt, sondern gerade auch dem eigenständigen, gleichwertigen Ziel des (individuellen) Anlegerschutzes verschrieben.⁹ Die europäischen Vorgaben sind von den Mitgliedstaaten effektiv in nationales Recht umzusetzen (Grundsatz des *effet utile*).¹⁰ Aus deutscher Sicht sind insofern vor allem die §§ 31 ff. WpHG zu nennen. Dabei wird vom ganz überwiegenden Teil des Schrifttums jedenfalls den aufsichtsrechtlichen Wohlverhaltensregeln, die konkrete, einzelfallbezogene Verhaltenspflichten in der inneren Beziehung zwischen einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen und einem Kunden betreffen, nicht nur überindividuell-funktionaler Anlegerschutz zugesprochen, sondern grundsätzlich auch ein individualschützender Charakter.¹¹ Dieser Befund

6. Aufl., § 31 Rn. 3; KölnKomm WpHG/Möllers, 2. Aufl., § 34 Rn. 139; Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 42 f.; *dens.*, Rn. 5.20; F. A. Schäfer/Sethe/V. Lang, § 4 Rn. 272; *dens.*, S. 5; Brandt, S. 177 f.; Grundmann, Rn. 634; Hellgardt, S. 177 ff.; *dens.*, in H. Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, S. 397 f.; Langenbucher/Klöhn, § 6 Rn. 13; F. Pfeiffer, S. 134 f.; Philipp, S. 96 ff.; Rothenhöfer, S. 30, 51, 172 f. und 225; Staud, S. 52 f.; Stünkel, S. 75; H. Beck, in FS. Schneider, S. 93 f.; *dens.*, in Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankrechtstag 2010, S. 67; Gsell/Herresthal, in Vollharmonisierung im Privatrecht, S. 11; Merkt, in FS. Hopt, S. 2225; Clouth, ZHR 177 (2013), 212 f.; Kübler, ZHR 145 (1981), 204, 205 f.; Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, 440; a.A. Lange, S. 273 f.; zurückhaltend auch: KölnKomm WpHG/Hirte/Heinrich, 2. Aufl., Einl. Rn. 12; Schimansky/Bunte/Lwowski/Bruski, 3. Aufl., Vor § 104 Rn. 85; Mülbert, ZHR 177 (2013), 160, 173 ff. Rückblickend zur Entwicklung des individualrechtlichen und des institutionellen Anlegerschutzes K. Schmidt, in FS. Hopt, S. 2489 ff.

⁹ Vgl. die Begründung der Kommission vom 19. November 2002, Kom (2002) 625, ABl. EU Nr. C 71E/62 vom 25. März 2003, S. 66 und 80 ff.; vgl. auch Erwägungsgrund 44 der MiFID sowie die besondere Hervorhebung des Anlegerschutzes in Erwägungsgrund 31; stellvertretend für das Schrifttum vgl.: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Grundmann, BankR Rn. VI195 f.; *dens.*, Rn. 632; *dens.*, WM 2012, 1745, 1755; KölnKomm WpHG/Möllers, 2. Aufl., § 34 Rn. 134; Lenenbach, Rn. 5.20 und 11.96; F. A. Schäfer/Sethe/V. Lang, § 4 Rn. 272; Kümpel/Wittig/Seyfried, Rn. 3.86; Philipp, S. 41; Keßler/Micklitz/Reich/Purnhagen/Verbruggen, S. 213; Thieme, S. 314 und 500; Rothenhöfer, in H. Baum/Fleckner/Hellgardt/M. Roth, Perspektiven des Wirtschaftsrechts, S. 63; v. Bonin/Glos, WM 2013, 1201; Hirschberg, AG 2006, 398; Meixner, ZAP 2007 (Fach 8), 1283 f.; Spindler/Kasten, WM 2006, 1749; *dies.*, WM 2007, 1245, 1248. Obgleich teilweise verkürzt von einer doppelten Zwecksetzung die Rede ist (Funktions- und Anlegerschutz), handelt es sich in der Sache freilich um drei Hauptregelungszwecke (siehe im Text); vgl. zum maßgeblichen Integrationszweck insb. noch Kapitel 7 II 1 lit. b.

¹⁰ Zum *effet utile*-Grundsatz: Callies/Ruffert/Kahl, Art. 4 EUV Rn. 54; Grabitz/Hilf/Pernice/F. C. Mayer, Lfg. 20, 2002, Art. 220 EGV Rn. 46; Schwarze, EU-Kommentar, Art. 220 EGV Rn. 29; *ders.*, Europäisches Wirtschaftsrecht, Rn. 491; Gebauer/Wiedmann, Kapitel 4 Rn. 7; Seyr, S. 94 ff.; Herresthal, in Gsell/Herresthal, Vollharmonisierung im Privatrecht, S. 137 ff. m.w.N.; Jarass, S. 15 f.; Potacs, EuR 2009, 465 ff. m.w.N.

¹¹ Stellvertretend: A. Fuchs, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 51 und 53; Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Grundmann, BankR Rn. VI195 f.; Assmann/Schneider/Koller, 6. Aufl., Vor § 31

muss aber freilich für jede Pflicht einzeln verifiziert werden. Wird einer aufsichtsrechtlichen Pflichtenbeschreibung innerhalb der §§ 31 ff. WpHG schließlich ein individualschützendes Element zuerkannt, ist damit außerdem noch nichts darüber ausgesagt, ob ihre Rechtsnatur aus europarechtlichen Gründen respektive aus rein nationalem Antrieb zugleich zivilrechtlich zu qualifizieren ist bzw. ob und gegebenenfalls welche zivilrechtlichen Wirkungen aus den §§ 31 ff. WpHG genau resultieren.¹²

II. Organisationspflichten

1. Vorgaben zum Unternehmensaufbau

Einen Teil der Organisationspflichten der Wertpapierdienstleister machen die Vorgaben zum Unternehmensaufbau aus. Detaillierte unternehmensbezogene Organisationsvorgaben würden indes verhindern, dass innovative Organisationszuschnitte im Wettbewerb um Effizienz erzielt werden können.¹³ Aus diesem Grund beschränkt sich das WpHG darauf, Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu verpflichten, unternehmensbezogene Organisationsstrukturen zu schaffen, die angemessen sind. Die Begriffe „angemessen“ oder „Angemessenheit“ sind in § 33 WpHG, §§ 12 f. WpDVerOV, § 25a Abs. 1 und 2

Rn. 7; *Schwark/Zimmer*, Vor §§ 31 ff. WpHG Rn. 14; *MünchKomm BGB/Wagner*, § 823 Rn. 386; *Albrecht/Karahan/Lenenbach*, § 41 Rn. 26 und 42 f.; *dens.*, Rn. 4.33 und 13.7; *Veldhoff*, S. 129; *Canzler/Hammermaier*, AG 2014, 57, 61; *Dieckmann*, AcP 213 (2013), 1, 11 und 28; *Meixner*, ZAP 2007 (Fach 8), S. 1283, 1284; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 448; *Podewils/Reisich*, NJW 2009, 116, 120; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785; *Weichert/Wenninger*, WM 2007, 627, 635; vgl. außerdem noch die Nachweise zu denjenigen Stimmen, die den Wohlverhaltensregeln schließlich Schutznormqualität zuschreiben, in Kapitel 6 III 2 lit. b Fn. 171; zur Rechtslage vor dem FRUG vgl. die Nachweise bei *A. Fuchs*, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 80 mit Fn. 197; mit ausführlicher Begründung auch *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 158 ff.; weiterhin etwa: *F. A. Schäfer*, Vor § 31 WpHG Rn. 9; *Schwark*, vor §§ 31 ff. WpHG Rn. 9; *Derleder/Knops/Bamberger*, § 44 Rn. 54 (spricht auch § 33 WpHG a.F. Individualschutz zu); *Derleder/Knops/Bamberger/Frisch*, § 46 Rn. 2; *Kümpel/Hammen/Ekkenga/Veil*, Lfg. 2/2006, Kz. 65 Rn. 303; *Vortmann/Döhmel*, Prospekthaftung und Anlageberatung, § 4 Rn. 17; *Einsele*, § 8 Rn. 40 f.; *Kümpel*, Rn. 16.506 ff.; *ders./Veil*, 2. Teil Rn. 8 f.; *Balzer*, S. 156 f.; *ders.*, ZBB 1997, 261 f.; *Brandt*, S. 177 f.; *V. Lang*, § 6 Rn. 20; *Leisch*, S. 27 ff.; *Sethe*, S. 761 f.; *Staud*, S. 114; *Horn*, ZBB 1997, 139, 149.; *Zingel*, BKR 2007, 173, 178; wohl auch *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 33; im Grundsatz auch *Rothenhöfer*, S. 51 f.; ablehnend etwa: *Assies/Beule/Heise/Strube*, Kapitel 7 Rn. 133; *Bliesener*, S. 51 (zur a.F.); *Faßbender*, S. 12 f. (zur a.F.); *Forschner*, S. 89 ff. und 148; *Lange*, S. 273 f. (zur a.F.); *Klanten*, in FS. Schwark, S. 488.

¹² Zur Frage nach einer vertragsrechtlichen Wirkung der Wohlverhaltensregeln der §§ 31 ff. WpHG vgl. noch ausführlich Kapitel 7 II 3; zur Frage nach einer Qualifikation als Schutzgesetze vgl. noch Kapitel 6 III 2 lit. b.

¹³ *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/Grundmann*, BankR Rn. VI294.

KWG sowie § 25b KWG insgesamt 27-mal zu finden. So haben Wertpapierdienstleistungsunternehmen etwa angemessene Grundsätze aufzustellen, Mittel vorzuhalten und Verfahren einzurichten, um sicherzustellen, dass den Verpflichtungen des WpHG nachgekommen wird (§ 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG).¹⁴ Unter anderem muss hinreichend qualifiziertes und geschultes Personal in ausreichendem Umfang eingesetzt und für ein funktionierendes Informationsmanagement gesorgt werden.¹⁵ Vor allem aber ist eine dauerhafte, unabhängige und effektive Compliance-Funktion einzurichten (§ 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG a.E.).¹⁶ Das Unternehmen hat bei seinen Vorkehrungen Art, Umfang, Komplexität und Risikogehalt seiner Geschäfte sowie Art und Spektrum der von ihm angebotenen Wertpapierdienstleistungen zu berücksichtigen (§ 33 Abs. 1 S. 3 WpHG; sog. Flexibilisierungsklausel).¹⁷ Wei-

¹⁴ Näher Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 9 ff. Nach Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33 Rn. 3 gehe es hierbei nicht nur um die Einhaltung derjenigen Pflichten, die sich unmittelbar aus dem WpHG ergeben, sondern vielmehr auch um die Einhaltung der vertraglichen Vereinbarungen mit den Kunden; dies ergebe der Umweg über die allgemeine Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.

¹⁵ A. Fuchs, § 33 Rn. 46 ff.; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33 Rn. 2; vgl. auch: F. A. Schäfer, § 33 Rn. 4 ff. (zur a.F.); Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 516 ff.; dens., Rn. 5.472 ff.

¹⁶ Eingehend zur inzwischen einhellig als wichtig anerkannten Compliance-Funktion etwa: Renz/Hense/Bretschneider, I 1; Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 44 Rn. 876 ff.; ders., Rn. 13.552 ff.; Kümpel/Wittig/Rothenhöfer, Rn. 3.301 ff.; Compliance/H. Schäfer, B II-XI; Albrecht/Karahan/Lenenbach/Stierle, § 32; vgl. auch: Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 14 ff.; Schimansky/Bunte/Lwowski/D. Eisele/Faust, § 109 Rn. 125 ff.; Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/Held, 3. Aufl., Rn. 1644 ff.; Röhl, BB 2008, 398 ff.; Schlicht, BKR 2006, 469 ff.; Veil, WM 2008, 1093 ff.; speziell zum Compliance-Beauftragten etwa: Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 21 ff.; Albrecht/Karahan/Lenenbach/Stierle, § 32 Rn. 46 ff.; Lösler, WM 2008, 1098 ff.; zur Auslegung der Vorgaben durch die BaFin vgl. das Rundschreiben 4/2010 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (MaComp) in der aktuellen Fassung vom 7. Januar 2014, abrufbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1004_wa_macomp.html (letzter Zugriff am 16. Juni 2014); vgl. auch die Leitlinien der European Securities and Markets Authority (ESMA), Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID-Anforderungen an die Compliance-Funktion vom 25. Juni 2012, ESMA/2012/388, abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-388_de.pdf (letzter Zugriff am 16. Juni 2014); vgl. zum Rundschreiben MaComp: Renz/Hense/Zingel/Foshag, I 8; Birnbaum/Küttemeier, WM 2011, 293 ff.; Engelhart, ZIP 2010, 1832 ff.; Lösler, WM 2010, 1917 ff.; Niermann, ZBB 2010, 400 ff.; H. Schäfer, BKR 2011, 45 ff.; dens., BKR 2011, 187 ff.; auf die verschiedenen Neufassungen des Rundschreibens wird an gegebener Stelle dieser Arbeit hingewiesen werden; zur Frage nach einer Bindungswirkung des Rundschreibens vgl. noch Kapitel 4 I 4; zu den Leitlinien der ESMA vgl. etwa Lucius, ÖBA 2013, 168 ff.; allgemein zum modernen Verständnis von Compliance Lösler, in SYMP. Schwark, S. 23 ff.

¹⁷ Vgl. RegBegr zum FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 71.

terhin sind nach § 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG angemessene Vorkehrungen zu treffen, die kontinuierliche und regelmäßige Wertpapierdienstleistungen auch bei einer Störung der Systeme ermöglichen.¹⁸ Nr. 4 verpflichtet ferner zu einem intakten Beschwerdemanagement, inklusive entsprechender Dokumentation.¹⁹ Aufgrund der Nr. 5 ist schließlich der Geschäftsleitung und dem Aufsichtsorgan mindestens einmal jährlich ein Compliance-Bericht vorzulegen.²⁰

Ergänzend zu den Vorgaben des WpHG ist auch den unternehmensbezogenen Organisationspflichten nach § 25a Abs. 1 KWG zu entsprechen (§ 33 Abs. 1 S. 1 WpHG). Insofern sind insbesondere die Installation eines angemessenen und effektiven Risikomanagements (einschließlich einer internen Revision), eines Finanzcontrollings sowie eines Sicherungssystems gegen Geldwäsche und betrügerische Handlungen zulasten des Instituts zu nennen.²¹ Außerdem muss für eine vollständige Dokumentation der Geschäftstätigkeit gesorgt werden, die eine lückenlose Überwachung durch die BaFin zu tragen vermag (§ 25a Abs. 1 S. 6 Nr. 2 KWG).²²

Wie bereits angesprochen, haben die Wertpapierdienstleistungsunternehmen dafür zu sorgen, dass ihre organisatorischen Maßnahmen angemessen und wirksam sind; die getroffenen Vorkehrungen sind dahingehend laufend zu kontrollieren und in regelmäßigen Abständen zu bewerten (§ 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 WpHG). Nähere Bestimmungen zu den organisatorischen Anforderungen enthält die vom Bundesministerium der Finanzen erlassene Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) in § 12, der auf die Ermächtigung in § 33 Abs. 4 WpHG zurückzuführen ist. Durch das Anlegererschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG)²³

¹⁸ Vgl. Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 13; R. Fischer/Klanten/Gebauer, Rn. 11.190; Buck-Heeb, Rn. 536.

¹⁹ Näher: BaFinJournal 10/12, S. 4 ff.; KölnKomm WpHG/Meyer/Paetzel/Will, 2. Aufl., § 33 Rn. 195 ff.; Renz/Hense/Korinth, II 7; H. Schäfer, WM 2012, 1157, 1158 ff.

²⁰ Näher: Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 32 f.; Renz/Hense/Welsch/Dost, I 3.

²¹ Näher: Boos/R. Fischer/Schulte-Mattler/Braun, § 25a KWG Rn. 74 ff. und 473 ff.; Weber-Rey, AG 2008, 345, 350 ff.; zur Auslegung durch die BaFin vgl. das Rundschreiben 10/2012 (BA) zu den Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) vom 14. Dezember 2012, abrufbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rundschreiben/dl_rs1210_marisk_pdf_ba.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (letzter Zugriff am 16. Juni 2014); zur Rechtsnatur der Rundschreiben vgl. noch Kapitel 4 I 4; zum Verhältnis von der Compliance-Funktion und Risikomanagement, interner Revision sowie Rechtsabteilung vgl. Renz/Hense/Röh, III 1; zu den europäischen Vorgaben vgl. Spindler/Kasten, AG 2006, 785 ff.

²² Eingehend Boos/R. Fischer/Schulte-Mattler/Braun, § 25a KWG Rn. 519 ff.

²³ Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts vom 5. April 2011 (BGBl. I S. 538).

wurde § 12 WpDVerOV inzwischen weiter verschärft, wozu die Regierungsbegründung²⁴ erläuterte:

Absatz 1 Satz 2 verpflichtet Wertpapierdienstleistungsunternehmen, klare Zuständigkeiten für die Compliance-Funktion zu schaffen. Der neue Absatz 2a konkretisiert die dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen zukommende Handlungspflicht, festgestellte Defizite im Anleger- und im Eigeninteresse in angemessener Zeit abzustellen. Über Versäumnisse hierbei muss der Compliance-Beauftragte die letztverantwortliche Geschäftsleitung umgehend und nicht erst im Rahmen des regelmäßigen wenigstens jährlichen Berichts in Kenntnis setzen. Durch die Ergänzung von § 12 Absatz 3 wird sichergestellt, dass Kundeninteressen bei konkreter Gefahr gewahrt bleiben müssen und können. Eine konkrete Gefahr besteht, wenn bei ungehindertem Geschehensablauf des Einzelfalles in überschaubarer Zukunft mit einer Beeinträchtigung der Kundeninteressen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit gerechnet werden kann.

Um schließlich auf die Frage zurückzukommen, ob die Regeln ein auch individualschützendes Element aufweisen, ist zu konstatieren, dass dies bei Organisationspflichten grundsätzlich nicht der Fall ist.²⁵ Insbesondere für die den Unternehmensaufbau betreffenden Organisationsregeln dürfte dies offensichtlich sein. Doch auch die im Weiteren noch zu erläuternden Organisationsregeln, die mit einer kundennahen Tätigkeit zusammenhängen, etwa die Regeln über die organisatorische Steuerung von Interessenkonflikten, stellen allein dem individuellen Näheverhältnis zweier Parteien vorgelagerte Anforderungen dar und sind nicht auf den Einzelfall gerichtet. Die unmittelbare Beziehung zwischen dem Wertpapierdienstleister und einem Kunden ist nicht betroffen. Die Organisationspflichten sollen die grundlegenden Voraussetzungen für die Einhaltung der Wohlverhaltensregeln schaffen und bilden insofern einen vorgelagerten Schutz.²⁶ Ein wesentliches Anliegen der MiFID ist es darüber hinaus, unter anderem durch harmonisierte Organisationsvorgaben Wertpapierdienstleistern gleichberechtigten Zugang zu den Märkten der Gemeinschaft zu ermöglichen.²⁷ Der Befund des ausbleibenden Individualschutzes wird durch die systematische Stellung der Organisationsregeln innerhalb der MiFID gestützt; der zugrunde liegende Art. 13 MiFID ist nicht in Titel II Kapitel II Abschnitt 2 („Bestimmungen zum Anlegerschutz“) zu

²⁴ RegBegr zum AnsFuG, BT-Drucks. 17/3628, S. 30.

²⁵ Stellvertretend: *A. Fuchs*, § 33 Rn. 6 und vor §§ 31 bis 37a Rn. 83 ff. m.w.N.; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., Vor § 31 Rn. 6 m.w.N.

²⁶ Vgl. *A. Fuchs*, § 33 Rn. 1 und 3 f.; vgl. auch bereits Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 106. Die Organisationsanforderungen des § 25a Abs. 1 WpHG gelten für alle Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, also unabhängig von der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen; das KWG soll das Kreditwesen schützen, daher vor allem Solvenz und Bestand der Institute gewährleisten; vgl. Boos/R. Fischer/Schulte-Mattler, KWG Einf. Rn. 61 ff.; vgl. auch § 25a Abs. 1 S. 1 KWG („betriebswirtschaftlichen Notwendigkeiten“).

²⁷ Vgl. nur Erwägungsgrund 24 der MiFID sowie Erwägungsgründe 3 und 10 der DRL; explizit auch Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33 Rn. 1.

finden, sondern in Kapitel I („Zulassungsbedingungen und –verfahren“). Ein abweichendes Ergebnis, d.h. ein ausmachbares auch individualschützendes Element der auf Art. 13 MiFID zurückgehenden Bestimmungen, kann ausnahmsweise nur dann gelten, wenn einer Bestimmung eine konkrete Verhaltensanweisung mit besonderer Nähe zum einzelnen Kunden zu entnehmen ist.²⁸

2. Steuerung von Interessenkonflikten, inklusive Vertriebsvorgaben

Gemäß § 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 WpHG sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen weiterhin so zu organisieren, dass Interessenkonflikte zwischen ihnen bzw. ihren Mitarbeitern und Kunden sowie zwischen ihren Kunden untereinander durch angemessene Maßnahmen erkannt werden und eine Beeinträchtigung der Kundeninteressen vermieden wird.²⁹ Auch Interessenkonflikte, die sich innerhalb einer Unternehmensgruppe abzeichnen, sind erfasst (vgl. § 13 Abs. 2 S. 2 und 3 WpDVerOV).³⁰ In einem ersten Schritt müssen Konfliktherde mittels einer Analyse der Geschäftsbeziehungen aufgedeckt werden (vgl. § 13 Abs. 1 WpDVerOV). Sodann sind angemessene Grundsätze für die Bewältigung von Konflikten festzulegen, die sich an der Größe und Organisation sowie Art, Umfang und Komplexität der Geschäftstätigkeit orientieren (vgl. § 13 Abs. 2 WpDVerOV; sog. *Conflict of Interest Policy*). Diese Grundsätze müssen unter anderem gewährleisten, dass potenziell konfliktbehaftete Tätigkeiten von den betroffenen Mitarbeitern personell sowie sachlich, informationell und finanziell³¹ unabhängig ausgeführt werden (vgl. § 13 Abs. 3 WpDVerOV). Vor allem sind voneinander unabhängige Vertraulichkeitsbereiche durch sog. *Chinese walls* zu schaffen.³² Besonders scharfe

²⁸ Ähnlich A. Fuchs, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 83.

²⁹ Zu den divergierenden Interessen ausführlich Brandt, S. 214 ff.; vgl. auch: KölnKomm WpHG/Möllers, 1. Aufl., § 31 Rn. 108 ff.; F. A. Schäfer, § 31 WpHG Rn. 14 f.; Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 276 ff.

³⁰ Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 36; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33 Rn. 7.

³¹ Dabei geht es in § 13 Abs. 3 S. 2 Nr. 2 WpDVerOV um die Unabhängigkeit der Vergütung der Mitarbeiter vom Arbeitseinkommen anderer Mitarbeiter; näher etwa Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 45. Problematisch sind jedoch gerade Interessenkonflikte aufgrund von Absatzprovisionen o.Ä.; vgl. in diesem Zusammenhang auch die Ausführungen im Text zum in der Praxis herrschenden strengen Vertriebsdruck.

³² Damit soll u.a. verhindert werden, dass sich Insiderinformationen bereichsübergreifend ausbreiten; näher: Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 39 ff.; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33 Rn. 11 ff.; KölnKomm WpHG/Meyer/Paetzel, 1. Aufl., § 33 Rn. 69 ff. (zur a.F.); Spindler, S. 227 f. (zur a.F.); Buck-Heeb, in FS. Hopt, S. 1649 ff.; übersichtlich zum Interessenkonfliktmanagement allgemein A. Fuchs, § 33 Rn. 96 ff.; grafisch dargestellt von Röhl, BB 2008, 398, 401; vgl. auch: Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 289 ff.; Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/Loy, 3. Aufl., Rn. 1757 ff.

Anforderungen werden in diesem Zusammenhang ab dem 1. August 2014 gemäß § 33 Abs. 3a WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten, die Honorarberatung und provisionsfinanzierte Beratung nebeneinander betreiben möchten.³³ Nur diejenigen, die diese Anforderungen erfüllen oder aber ausschließlich Honorarberatung erbringen möchten, werden sich gemäß § 36c WpHG in ein von der BaFin auf ihrer Internetseite öffentlich geführtes Honorar-Anlageberaterregister eintragen lassen können und dürfen sodann die gemäß § 36d WpHG geschützte Bezeichnung „Honorar-Anlageberater“ führen sowie entsprechend tätig werden.³⁴

Zum Interessenkonfliktmanagement gehört ferner der Bereich der Vertriebsvorgaben. Als sich die Erkenntnis durchgesetzt hatte, dass in der Praxis weit verbreitet enormer und nicht selten unrealistischer Vertriebsdruck herrscht,³⁵ wurde mit dem AnsFuG hierzu in § 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 3a WpHG eine klarstellende Regelung geschaffen. Danach müssen im Rahmen der Vorkehrungen nach § 33 Abs. 2 S. 2 Nr. 3 WpHG Grundsätze oder Ziele, die den Umsatz, das Volumen oder den Ertrag der im Rahmen der Anlageberatung empfohlenen Geschäfte unmittelbar oder mittelbar betreffen (Vertriebsvorga-

³³ Vgl. näher bereits die Nachweise in Kapitel 1 I Fn. 6.

³⁴ Vgl. Honoraranlageberatungsgesetz, BGBl. I S. 2391; näher hierzu KölnKomm WpHG/Möllers, 2. Aufl., §§ 36c, 36d Rn. 26 ff.; Herresthal, WM 2014, 773, 782 f.

³⁵ Zum Vertriebsdruck vgl. nur: Veldhoff, S. 130 Fn. 587; Aigner (Bundesministerin für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz a.D.), zit. nach Völklein/Wilhelm, Süddeutsche.de vom 17. Mai 2010; Bernau, FAZ (online) vom 2. Juli 2011 (Interview mit einem anonymen Brancheninsider, der von strengen und stetig steigenden Vertriebsvorgaben sowie von Freitagsgesprächen mit Ärger, Wutausbrüchen und Tränen spricht; es sei gar nicht soviel Anlagevermögen vorhanden, wie es die Vertriebsvorgaben voraussetzten); Breisig/S. König/Rehling/Ebeling, S. 295 f.; Detering, Handelsblatt vom 21. September 2011, S. 41 (u.B. auf Brancheninsider und verschiedene Studien, die ergeben hätten, dass fast die Hälfte aller Berater die Vertriebsvorgaben für schwer erreichbar oder unrealistisch und für belastend halten); Habschick/Evers, Anforderungen an Finanzvermittler, S. 14 und 118; Leuring/Zetzsche, NJW 2009, 2856, 2861 (Filialleiter würden von Auswertungs- und Vertriebszentralen ferngesteuert); Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, 475; Mächler, WM 2012, 974; Müller-Christmann, DB 2011, 749, 752; Osman, Handelsblatt vom 2. November 2011, S. 36 (u.B. auf die Dienstleistungsgewerkschaft ver.di, die immer wieder die „krankmachende Vertriebssteuerung“ angeprangert habe); Rezmer/Schnell, Handelsblatt Investor 1/2012, S. 6 f. (der Vertriebsdruck sei in den vergangenen Jahren enorm gewachsen; objektive Beratung sei von den Banken nicht gewünscht und könne den Job kosten; u.B. auf eine Umfrage von ver.di); Rosenblum, DB 2012, 1105, 1109; K. M. Schmidt, zit. nach L. Günther/Zenefels, ZBB 2011, 230, 233 f.; vgl. auch: Rößler/Yoo, BKR 2011, 377, 379 (Vertriebsvorgaben könnten den „ohnehin fragilen Ausgleich zwischen Kundeninteressen und kommerziellen Unternehmenszielen“ gefährden); Sethe, AcP 212 (2012), 80, 149 (Treuepflicht häufig nicht im Mittelpunkt des Kundengesprächs, sondern die am Absatzinteresse orientierten Vertriebsvorgaben). Vgl. außerdem zur Kritik an manchen Strukturen der Mitarbeitervergütung etwa: Assmann/Schneider/Koller, 6. Aufl., § 31 Rn. 26; Philipp, S. 52.

ben), derart ausgestaltet, umgesetzt und überwacht werden, dass Kundeninteressen nicht beeinträchtigt werden.³⁶ Gemäß § 14 Abs. 3a WpDVerOV sind die Vertriebsvorgaben sowie die zur Umsetzung oder Überwachung getroffenen Maßnahmen, die Erfüllung der Vertriebsvorgaben und die Kriterien zur Überprüfung der Vereinbarkeit der Vertriebsvorgaben mit den Kundeninteressen sowie die Ergebnisse dieser Überprüfung aufzuzeichnen. In der Regierungrsbegründung³⁷ wird die neue Nr. 3a des § 33 Abs. 2 S. 2 WpHG ausführlich wie folgt begründet:

Gerade im Massengeschäft entsteht ein Spannungsfeld zwischen den Kundeninteressen, als Kernanliegen der Anlageberatung, und den Unternehmensinteressen der Gewinnerzielung und -maximierung. In der Praxis hängen solche Vorgaben sowohl vom Umsatz als auch dem Volumen oder den vom Unternehmen mit dem Vertrieb erzielten Ertrag ab. Sie treten auch – je nach Struktur und Größe des Unternehmens – in verschiedensten Formen zu Tage, beispielsweise direkt, als Vorgaben für einzelne Mitarbeiter oder Abteilungen, Absatzvorgaben für Zweigstellen, Niederlassungen oder sonstige betriebliche Organisationseinheiten oder auch mittelbar aufgrund von Zielvereinbarungen mit Mitarbeitern, Anreiz- und Bonussystemen oder in der Verteilung von Zuwendungen im Sinne von § 31d des Wertpapierhandelsgesetzes. Erfasst von dieser neuen Vorschrift werden sämtliche Erscheinungsformen, in denen Vertriebsvorgaben in verschiedenen Organisationsebenen oder -einheiten eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens auftreten können. Beispielsweise kann die Ausgestaltung in der Gestalt einer Vertriebsvorgabe seitens des Vorstandes erfolgen, jedoch auch heruntergebrochen als abgeleitete Vorgabe für eine Organisationseinheit, wie z. B. Geschäftsbereiche oder eine einzelne Filiale, umgesetzt werden. Entsprechend der jeweiligen Erscheinungsform können Kundeninteressen in unterschiedlicher Art beeinträchtigt werden. Umso wichtiger ist es im Rahmen einer Anlageberatung, dass solche Vertriebsvorgaben, die in erster Linie den Geschäftsinteressen der Unternehmen und nicht der Wahrnehmung von Kundenanliegen dienen, auf ihre Wechselwirkung mit den Kundeninteressen hin überprüft werden. Die neue Nr. 3a stellt dies klar und verpflichtet die Wertpapierdienstleistungsunternehmen, sicherzustellen, dass Kundeninteressen durch die Vertriebsvorgaben und -interessen des Unternehmens nicht gefährdet werden dürfen.

Einen weiteren Bereich des organisatorischen Interessenkonfliktmanagements betrifft schließlich § 33b WpHG. Gemäß § 33b Abs. 3 WpHG müssen Wertpapierdienstleister angemessene Mittel und Verfahren einsetzen, um zu verhindern, dass Mitarbeiter i.S.d. § 33b Abs. 1 WpHG Insiderinformationen für eigene Geschäfte i.S.d. § 33b Abs. 2 WpHG ausnutzen oder vertrauliche

³⁶ Hierzu näher: Assmann/Schneider/Koller, 6. Aufl., § 33 Rn. 78 ff.; KölnKomm WpHG/Meyer/Paetzel/Will, 2. Aufl., § 33 Rn. 190 ff. Im Zusammenhang mit Vertriebsvorgaben und Vergütungssystemen ist auch auf die Leitlinien der European Securities and Markets Authority (ESMA) zu Vergütungsgrundsätzen und -verfahren vom 3. Juni 2013, ESMA/2013/606, abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/de/system/files/esma_2013_00580000_de_cor.pdf (letzter Zugriff am 16. Juni 2014), zu verweisen, die von der BaFin am 7. Januar 2014 mit der vierten Neufassung ihres Rundschreibens 4/2010 (WA) (MaComp) (Fundstelle zur aktuellen Fassung in Kapitel 2 II 1 Fn. 16) in Modul BT 8 berücksichtigt wurden.

³⁷ RegBegr zum AnsFuG, BT-Drucks. 17/3638, S. 22.

Informationen über Kunden oder deren Geschäfte vorschriftswidrig preisgeben; Ausnahmen enthält Abs. 7. Mitarbeiter müssen entsprechend instruiert und alle Mitarbeitergeschäfte müssen festgestellt sowie dokumentiert werden (§ 33b Abs. 4 WpHG). Sonderregeln bestehen für Unternehmen, die Finanzanalysen erstellen, erstellen lassen oder weitergeben (§ 33b Abs. 5 und 6 WpHG).³⁸

3. Einsatz vertraglich gebundener Vermittler und Auslagerung von Geschäftsbereichen

Vertraglich gebundene Vermittler i.S.d § 2 Abs. 10 S. 1 KWG, die als Wertpapierdienstleistung nur die Abschlussvermittlung, die Anlagevermittlung, das Platzieren von Finanzinstrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung oder die Anlageberatung erbringen, gelten nicht als Wertpapierdienstleistungsunternehmen und benötigen keine Geschäftserlaubnis nach § 32 KWG; ihre Leistung wird aber dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen zugerechnet, für dessen Rechnung und unter dessen Haftung (sog. Haftungsdach) sie tätig werden (§ 2a Abs. 2 WpHG).³⁹ Dieses Institut muss sicherstellen, dass die gebundenen Vermittler zuverlässig und fachlich geeignet sind, dass die gebundenen Vermittler die gesetzlichen Vorgaben bei den Dienstleistungen beachten und dass die gebundenen Vermittler die Kunden rechtzeitig über ihren Status informieren (§ 33 Abs. 1 S. 1 WpHG i.V.m. § 25e S. 1 KWG). Die hierfür erforderlichen Nachweise muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen mindestens bis zum Ablauf von fünf Jahren nach dem Ende des Status des vertraglich gebundenen Vermittlers aufbewahren (§ 25e S. 2 KWG). Weiterhin müssen die Vergütungssysteme für vertraglich gebundene Vermittler derart ausgestaltet werden, dass diese den berechtigten Interessen der Kunden an einer ordnungsgemäßen und angemessenen Erbringung von Finanzdienstleistungen nicht entgegenstehen (S. 4).

Vom Einsatz vertraglich gebundener Vermittler ist die Situation zu unterscheiden, in der bestimmte Geschäftsbereiche auf andere Wertpapierdienstleistungsunternehmen als Subunternehmer ausgelagert werden (sog. *outsourcing*).⁴⁰ Handelt es sich dabei um für Wertpapierdienstleistungen wesentliche

³⁸ Zum Vorstehenden im Einzelnen: Schwark/Zimmer/Fett, § 33b WpHG Rn. 12 ff.; A. Fuchs/Zimmermann, § 33b Rn. 21 ff. und 45 ff.; R. Fischer/Klanten/Gebauer, Rn. 11.194 ff.; Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/Held, 3. Aufl., Rn. 1700 ff.; Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 377 ff.; Renz/Hense/Rolshoven, II 26; kritisch zur neuen Regelung Röhl, BB 2008, 398, 407 f.

³⁹ Näher zum Haftungsdach: Artzt/Kemter, BKR 2011, 476 f.; L. Knop, BKR 2011, 89 ff. Zur in bestimmten Konstellationen von der Rspr. vorgenommenen Zurechnung von Fehlverhalten auch selbständiger Vermittler vgl. Oelkers/Wendt, BKR 2014, 89 ff.

⁴⁰ Näher zum Outsourcing: Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 51 ff.; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33 Rn. 21 f.; Artzt/Kemter, BKR 2011, 476, 478; speziell zu § 25a Abs. 2 KWG a.F., der mittlerweile in den Absätzen 1 bis 3 des § 25b KWG zu su-

Geschäftsbereiche⁴¹, muss der auslagernde Wertpapierdienstleister dafür sorgen, dass die Geschäfte und Dienstleistungen ordnungsgemäß durchgeführt werden und die Geschäftsorganisation nicht beeinträchtigt wird; insbesondere ist ein angemessenes und wirksames Risikomanagement durch das die ausgelagerten Aktivitäten und Prozesse einbeziehende Institut nötig (§ 33 Abs. 2 S. 1 WpHG i.V.m. § 25b Abs. 1 KWG). Ein striktes Auslagerungsverbot besteht nur für die Leitungsfunktionen der Geschäftsführung (vgl. § 25b Abs. 2 S. 1 KWG).⁴² Das auslagernde Institut bleibt für die Einhaltung der von ihm zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen verantwortlich (§ 25b Abs. 2 S. 2 KWG). Schon deshalb haben die Verträge mit dem Subunternehmen ausreichende Weisungs-, Kontroll- und Kündigungsrechte zu enthalten (vgl. § 25b Abs. 3 S. 3 KWG). Die Prüfungs- und Kontrollrechte der BaFin sowie die Rechte der Prüfer des Unternehmens dürfen nicht gemindert werden (§ 25b Abs. 3 S. 1 und 2 KWG).⁴³ Durch die Auslagerung dürfen sich außerdem weder die Rechtsverhältnisse des Unternehmens zu seinen Kunden, seine diesen gegenüber obliegenden Pflichten nach §§ 31 ff. WpHG noch die Voraussetzungen, unter denen die Betriebserlaubnis nach § 32 KWG erteilt wurde, verändern (§ 33 Abs. 2 S. 2 und 3 WpHG). Keine Rolle spielt bei alledem, ob die Bereiche von Beginn an oder erst später ausgelagert werden und ob das einbeziehende Unternehmen ein konzerneigenes oder ein drittes ist.⁴⁴

4. Bearbeitung von Kundenaufträgen

§ 31c Abs. 1 WpHG enthält Vorgaben über die organisatorischen Vorkehrungen, die Wertpapierdienstleister treffen müssen, um eine faire und zuverlässige Auftragsbearbeitung zu gewährleisten.⁴⁵ Eine individualschützende Bearbeitungspflicht für den Einzelfall lässt sich hieraus ausweislich des klaren Wortlauts („geeignete Vorkehrungen treffen, um [...]“ bzw. teilweise ergän-

chen ist: *T. H. Fischer/Petri/Steidle*, WM 2007, 2313, 2315 ff.; *Hahn/Wild*, EuZW 2006, 107, 110 f.; *Hanten/Görke*, BKR 2007, 489 ff.; *Kaetzler/Weirauch*, BKR 2008, 265 ff.; vgl. auch *Klanten*, in FS. Schwark, S. 491 ff.; zu den europäischen Vorgaben vgl. *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 787 f.

⁴¹ Zu diesem Merkmal näher *A. Fuchs*, § 33 Rn. 153 ff. sowie Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 53.

⁴² Vgl. Schwark/Zimmer/Fett, § 33 WpHG Rn. 54; Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/Welp, 3. Aufl., Rn. 1977; *Kaetzler/Weirauch*, BKR 2008, 265, 268.

⁴³ Für die Auslagerung der Finanzportfolioverwaltung für Privatkunden in einen Drittstaat besteht eine Spezialregelung: Das Subunternehmen muss im Drittstaat zugelassen und von einer mit der BaFin hinreichend kooperierenden Behörde beaufsichtigt werden (§ 33 Abs. 3 WpHG).

⁴⁴ Vgl. *Campbell*, ZBB 2008, 148, 153 f.

⁴⁵ Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31c WpHG Rn. 1.

zend „sicherzustellen, dass [...]“ nicht unmittelbar herleiten.⁴⁶ Dem steht auch nicht der zugrunde liegende Art. 22 Abs. 1 MiFID entgegen, der gerade von „Verfahren und Systeme[n]“ spricht.⁴⁷ Seiner Verortung im Abschnitt über die „Bestimmungen zum Anlegerschutz“ wird die Tatsache gerecht, dass aus den konkreten Vorgaben der Organisationspflicht aufgrund der besonderen Nähe zum einzelnen Kunden nähere Anforderungen für die allgemeine Verhaltenspflicht der Interessenwahrung hergeleitet werden können. Im deutschen Recht ergibt sich das individualschützende Element dementsprechend aus der Normenkette: § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG i.V.m. § 31c Abs. 1 WpHG.⁴⁸

Nach § 31c Abs. 1 Nr. 1 WpHG sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen dazu verpflichtet, geeignete Vorkehrungen zu treffen, um Kundenaufträge im Verhältnis zu anderen Kundenaufträgen oder eigenen Handelsinteressen unverzüglich und redlich auszuführen oder an Dritte weiterzuleiten. Redlichkeit setzt voraus, dass eine willkürliche Ungleichbehandlung ausgeschlossen wird.⁴⁹ Es ist außerdem dafür zu sorgen, dass vergleichbare Kundenaufträge⁵⁰ – vorbehaltlich dies verbietender Marktbedingungen oder anderweitiger Kundeninteressen – entsprechend dem Prioritätsprinzip bearbeitet werden

⁴⁶ Aus systematischen Gründen aber für eine solche *A. Fuchs*, § 31c Rn. 2 ff.; vgl. auch: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/*Grundmann*, BankR Rn. VI281; Albrecht/Karahan/*Lenenbach*, § 41 Rn. 286 und 341; hingegen mit ausführlicher Begründung überzeugend abgelehnt von Schwark/Zimmer/*J. Koch*, § 31c WpHG Rn. 1 ff. und 33.

⁴⁷ Einen ambivalenten Eindruck hinterlassen dagegen Art. 47–49 DRL, die etwa von „sicherstellen“ oder „Grundsätzen der Auftragszuweisung“ sprechen, aber auch von den auf den Einzelfall zugeschnittenen Worten „ausführen“, „informieren“ oder „zuweist“. Die Vorgaben der DRL sind einerseits vor dem Hintergrund der organisatorischen Vorgaben in Art. 22 Abs. 1 MiFID zu sehen, andererseits jedoch nicht in Kapitel II der DRL („Organisatorische Anforderungen“) verortet, sondern in Kapitel III („Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen“). Es spricht also einiges dafür, in den Vorgaben auch eine verhaltensregelnde Komponente zu sehen; vgl. dazu sogleich näher im Text.

⁴⁸ Schwark/Zimmer/*J. Koch*, § 31c WpHG Rn. 4 (Ausstrahlungswirkung); ebenso z.B. im Zusammenhang mit dem Verbot des *Frontrunnings* RegBegr zum FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 69 (§ 31 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. § 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG); vgl. weiterhin: *A. Fuchs*, § 31c Rn. 1; Albrecht/Karahan/*Lenenbach*, § 41 Rn. 334; Kümpel/Wittig/*Seyfried*, Rn. 3.187; vgl. außerdem *Busch*, 7 Cap. Mkts. L.J. 386, 389 (2012); zu den europäischen Vorgaben vgl. *T. Roth/Loff*, WM 2007, 1249, 1255; zu § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG allgemein noch Kapitel 2 III 1.

⁴⁹ Näher Schwark/Zimmer/*J. Koch*, § 31c WpHG Rn. 7 f.; vgl. weiterhin: *A. Fuchs*, § 31c Rn. 7 f.; MünchKomm HGB/*Ekkenga*, Effektengeschäft Rn. 517; *V. Lang*, § 8 Rn. 21; vgl. außerdem Kümpel/Hammen/*Ekkenga/Schuster/Rudolf*, Lfg. 3/2001, Kz. 240, S. 16 f. Als Anwendungsbeispiel wird verbreitet das Problem der Zuteilung überzeichneter Wertpapiere im Zuge einer Neuemission genannt.

⁵⁰ Vergleichbarkeit setzt eine potenzielle wechselseitige Kursbeeinflussung voraus; vgl. Schwark/Zimmer/*J. Koch*, § 31c WpHG Rn. 10.

(Nr. 2).⁵¹ Es muss sichergestellt werden, dass Kundengelder und Kundenfinanzinstrumente korrekt verbucht werden (Nr. 3). Für den Fall der Zusammenlegung verschiedener Kundenaufträge oder der Zusammenlegung mit Eigengeschäften sind geeignete Vorkehrungen zu treffen, um die Interessen aller Beteiligten zu wahren (Nr. 4);⁵² nähere Einzelheiten enthalten § 10 Abs. 1 und 2 WpDVerOV⁵³, die vor allem vorschreiben, Grundsätze zur Auftragszuteilung niederzulegen.⁵⁴ Außerdem ist organisatorisch zu gewährleisten, dass betroffene Kunden über die Zusammenlegung sowie damit einhergehende Risiken informiert werden,⁵⁵ Privatkunden zudem unverzüglich über alle bei der Auftragsausführung auftretenden wesentlichen Probleme, soweit sie bekannt sind (Nr. 6).⁵⁶ Schließlich ist sicherzustellen, dass Informationen im Zusammenhang mit noch nicht ausgeführten Aufträgen nicht missbraucht werden (Nr. 5);⁵⁷ die bedeutendsten Missbrauchsszenarien bilden dabei das Vorlaufen (bekannt als *frontrunning*), das Mitlaufen und das Gegenlaufen.⁵⁸

5. Grundsätze zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen

§ 33a Abs. 1 WpHG verpflichtet Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu angemessenen Vorkehrungen, um das bestmögliche Ergebnis für ihre Kunden im Rahmen der Finanzkommission, des Eigenhandels⁵⁹ und der Abschluss-

⁵¹ Im Verhältnis von Kundenaufträgen zu Eigengeschäften sollte es aufgrund der nach § 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 WpHG einzurichtenden Vertraulichkeitsbereiche zu keiner Interessenkollision kommen (vgl. Kapitel 2 II 2); ergänzend ist aufgrund der Redlichkeitsanordnung in § 31c Abs. 1 Nr. 1 WpHG der Prioritätsgrundsatz vorzusehen; so Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31c WpHG Rn. 16 f.; vgl. weiterhin: Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 31c Rn. 2; KölnKomm WpHG/Möllers, 1. Aufl., § 31 Rn. 119 f. (zu § 31 WpHG a.F.).

⁵² Aus solchen Sammelaufträgen (legaldefiniert in § 10 Abs. 1 WpDVerOV) können sich vorteilhafte Synergieeffekte ergeben; vgl. nur Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31c WpHG Rn. 19.

⁵³ Erlassen aufgrund von § 31c Abs. 3 WpHG.

⁵⁴ Im Einzelnen Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31c WpHG Rn. 20 ff. und 24.

⁵⁵ Etwa über das Risiko verzögerter oder nur teilweise möglicher Ausführung; vgl. Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31c WpHG Rn. 39. Eine Benachteiligung der betroffenen Kunden darf jedoch allenfalls unwahrscheinlich sein (§ 10 Abs. 1 Nr. 1 WpDVerOV); vgl. hierzu Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 346.

⁵⁶ Erfasst sind Probleme bei jeder Auftragsausführung, nicht nur bei Sammelaufträgen; näher zum Ganzen: Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31c WpHG Rn. 41 f.; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 31c Rn. 7.

⁵⁷ Vgl. für Mitarbeitergeschäfte auch § 33b WpHG sowie hierzu bereits Kapitel 2 II 2.

⁵⁸ Die Norm ist jedoch nicht auf missbräuchliche Eigengeschäfte beschränkt; ausführlich zu § 31c Abs. 1 Nr. 5 WpHG: A. Fuchs, § 31c Rn. 14 ff.; Schwark/Zimmer/J. Koch, § 31c WpHG Rn. 25 ff.

⁵⁹ Wesensbedingt ist in diesem Punkt jedoch auf europäischer Ebene zu erwägen, die Regelung *de lege ferenda* zu modifizieren; vgl. kritisch auch: A. Fuchs/Zimmermann, § 33a Rn. 31; Zingel, BKR 2007, 173, 177 f.; anders wohl Kümpel/Wittig/Starke,

vermittlung (§ 2 Abs. 3 S. 1 Nr. 1–3 WpHG) zu erzielen. Insbesondere müssen Grundsätze für die Auftragsausführung festgesetzt sowie mindestens jährlich überprüft und gegebenenfalls angepasst werden (§ 33a Abs. 1 Nr. 1 WpHG).⁶⁰ Alle relevanten Kriterien für eine bestmögliche Ausführung – wie z.B. Wahrscheinlichkeit der Ausführung auf einem bestimmten Wege, Geschwindigkeit und Kosten – sind zu berücksichtigen und zu gewichten (nicht abschließende Aufzählung in Abs. 2); bei Privatkunden ist maßgeblicher Orientierungspunkt das Gesamtentgelt der Auftragsausführung (Abs. 3). Die aufgestellten Grundsätze müssen die ausschlaggebenden Faktoren für die Auswahl eines Ausführungsplatzes enthalten und mindestens diejenigen Plattformen benennen, die gleichbleibend die bestmöglichen Ergebnisse erzielen lassen (Abs. 5 S. 1).

Weiterhin ist organisatorisch sicherzustellen, dass alle Kundenaufträge nach dieser sog. *Best Execution Policy* ausgeführt werden (§ 33a Abs. 1 Nr. 2 WpHG).⁶¹ Der Wertpapierdienstleister muss in der Lage sein, die dementsprechende Ausführung auf Anfrage des Kunden darzulegen (Abs. 7). Vor der erstmaligen Erbringung von Wertpapierdienstleistungen muss jeder Kunde über die Ausführungsgrundsätze informiert werden und diesen zustimmen (Abs. 6 Nr. 1). Wesentliche Änderungen der Ausführungsgrundsätze sind den Kunden unverzüglich mitzuteilen, jedoch nach herrschender Auffassung nicht zustimmungspflichtig (vgl. Abs. 6 Nr. 3).⁶² Eine spezielle Einwilligung ist für die Ausführung außerhalb organisierter Märkte und MTF nötig (Abs. 5 S. 2). Nähere Bestimmungen über die Ausführungsgrundsätze, die Kundeninforma-

Rn. 17.203 f. Nach Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 576 ff. sowie *dems.*, Rn. 5.536 ff. soll § 33a Abs. 1 WpHG bei einem Festpreisgeschäft sogar bereits *de lege lata* nur dann greifen, wenn der Preis nicht festgelegt, sondern vom Ausführungsgeschäft abhängig gemacht worden ist oder sich nach einem noch zu errechnenden Marktpreis richten soll; inwiefern es sich dann überhaupt noch um ein Festpreisgeschäft handelt, ist allerdings fraglich; eine wie auch immer geartete teleologische Korrektur der Norm scheidet angesichts des klaren gesetzgeberischen Willens (RegBegr zum FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 72), der Erwägungsgrund 69 der DRL Rechnung trägt, jedenfalls aus.

⁶⁰ Im Einzelnen: Schwark/Zimmer/v. Hein, § 33a WpHG Rn. 23 ff.; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33a Rn. 5 ff.; A. Fuchs/Zimmermann, § 33a Rn. 14 ff.; Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/F. M. Bauer, 3. Aufl., Rn. 1412 ff.; Dierkes, ZBB 2008, 11, 12 ff.; Zingel, BKR 2007, 173, 174 ff.; zur Handhabung in der Praxis vgl. die empirische Analyse von Gomber/Pujol/Wranik, ZBB 2009, 72 ff.

⁶¹ Schwark/Zimmer/v. Hein, § 33a WpHG Rn. 5; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33a Rn. 10; A. Fuchs/Zimmermann, § 33a Rn. 35; Kümpel/Wittig/Seyfried, Rn. 3.200; Duve/Keller, BB 2006, 2477, 2481.

⁶² So: Schwark/Zimmer/v. Hein, § 33a WpHG Rn. 64 f. (für das Zivilrecht enthalten die Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte eine dynamische Verweisung); Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 33a Rn. 14; A. Fuchs/Zimmermann, § 33a Rn. 43; Lenenbach, Rn. 5.205; Zingel, BKR 2007, 173, 177; a.A. Dierkes, ZBB 2008, 11, 12.

tion sowie die Überprüfung der Vorkehrungen enthält der auf § 33a Abs. 9 WpHG zurückzuführende § 11 WpDVerOV.

Werden Ausführungsaufträge an Dritte weitergeleitet oder Entscheidungen im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung⁶³ nicht selbst ausgeführt, gelten die Regelungen mit folgender Maßgabe entsprechend (Abs. 8)⁶⁴: Es sind Grundsätze der Auftragsweiterleitung aufzustellen, die sich am bestmöglichen Ergebnis entsprechend § 33a Abs. 2 und 3 WpHG zu orientieren haben (vgl. Nr. 1); insbesondere muss eine sorgfältige Auswahl der Drittunternehmen sichergestellt werden.⁶⁵ Für jede Gruppe von Finanzinstrumenten muss sich aus den Grundsätzen ergeben, welches Unternehmen zu beauftragen ist; die Auswahl hat zu gewährleisten, dass der Wertpapierdienstleister seine Pflichten aus § 33a Abs. 8 WpHG erfüllen kann (vgl. Nr. 2). Die Wirksamkeit der Maßnahmen ist zu überwachen (vgl. Nr. 3).

Insgesamt soll § 33a WpHG die Marktliquidität zu den europaweit effizientesten Handelsplätzen lenken und dient damit einem funktionierenden Wettbewerb zwischen den Handelsplattformen, der letztlich auch den Endanlegern zugutekommt.⁶⁶ § 33a WpHG begründet einen organisatorischen Unterbau an Pflichten, der nach den in Kapitel 2 II 1 beschriebenen Grundsätzen keinen unmittelbaren Individualschutz verbürgt; anders zu sehen ist dies nur für die im Ergebnis auf den einzelnen Kunden gerichteten Hinweis-, Informations- und gegebenenfalls Zustimmungspflichten.⁶⁷ Dafür spricht auch die systematische Stellung innerhalb der §§ 31 ff. WpHG. Jedoch besteht für die

⁶³ Zum Begriff der Finanzportfolioverwaltung und der Abgrenzung zu anderen Wertpapierdienstleistungen ausführlich *Schwintowski*, § 15 Rn. 1 ff., 5 ff. und 16 ff.; vgl. auch: *KölnKomm WpHG/Möllers*, 2. Aufl., § 31 Rn. 335 ff.; *Benicke*, S. 16 ff.; *Sethe*, S. 15 ff.; *Busch*, 7 Cap. Mkts. L.J. 386, 388 (2012).

⁶⁴ Vgl. dazu insgesamt *RegBegr* zum FRUG, BT-Drucks. 16/4028, S. 73 f. Nach verbreiteter Auffassung soll eine eigene Ausführung im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung dagegen unmittelbar an § 33a WpHG zu messen sein; vgl. *Schwark/Zimmer/v. Hein*, § 33a WpHG Rn. 22; *Assmann/Schneider/Koller*, 5. Aufl., § 33a Rn. 4; *Zingel*, BKR 2007, 173, 174; begründet wird dies mit der Anordnung in Art. 45 Abs. 7 DRL sowie einem Umkehrschluss zu § 33a Abs. 8 WpHG.

⁶⁵ Näher zum Ganzen: *Schwark/Zimmer/v. Hein*, § 33a WpHG Rn. 68 ff.; *Assmann/Schneider/Koller*, 5. Aufl., § 33a Rn. 16; *Lenenbach*, Rn. 5.222; *Agerer/L. Knop/Weiß*, *Finanz Betrieb* 2007, 757 ff.

⁶⁶ *A. Fuchs*, § 31 Rn. 41; *KölnKomm WpHG/Möllers*, 1. Aufl., § 31 Rn. 92; *A. Fuchs/Zimmermann*, § 33a Rn. 3 m.w.N.; *Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/F. M. Bauer*, 3. Aufl., Rn. 1385 f.; *Albrecht/Karahan/Lenenbach*, § 41 Rn. 198 ff.; *ders.*, Rn. 5.201 f.

⁶⁷ Ebenso: *A. Fuchs/Zimmermann*, § 33a Rn. 13; vgl. auch *A. Fuchs*, § 33 Rn. 6 und vor §§ 31 bis 37a Rn. 83; tendenziell außerdem: *Schwark/Zimmer*, Vor §§ 31 ff. WpHG Rn. 8; *Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/F. M. Bauer*, 3. Aufl., Rn. 1378; Individualschutz dagegen wohl generell und unmittelbar aus § 33a WpHG bejahend: *Buck-Heeb*, Rn. 525; *Meixner*, ZAP 2007 (Fach 8), 1283, 1289; *Zingel*, BKR 2007, 173, 178; unklar: *Schwark/Zimmer/v. Hein*, § 33a WpHG Rn. 1 ff.; *Assmann/Schneider/Koller*, 5. Aufl., § 33a Rn. 1.

einzelne Auftragsausführung mit der Interessenwahrungspflicht des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG eine individualschützende allgemeine Verhaltensregel, auf die § 33a WpHG aufgrund seiner besonderen Nähe zum einzelnen Kundenverhältnis ausstrahlt.⁶⁸ Damit ist auch der Tatsache Rechnung getragen, dass sich der zugrunde liegende Art. 21 MiFID im Abschnitt „Bestimmungen zum Anlegererschutz“ wiederfindet.⁶⁹ Es ist also nicht nur organisatorisch sicherzustellen, dass Aufträge nach den festgelegten Ausführungsgrundsätzen ausgeführt werden. Über den Umweg des § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG muss sich vielmehr jede einzelne Auftragsausführung an der *Best Execution Policy* messen lassen, was sich im Ergebnis auch an der Rechenschaftspflicht nach § 33a Abs. 7 WpHG zeigt. Eine Pflicht, in jedem Einzelfall tatsächlich das bestmögliche Ergebnis zu erzielen, besteht damit gleichwohl nicht.⁷⁰ Schließlich ist zu vermerken, dass anderweitige Kundenweisungen einer Ausführung gemäß der *Best Execution Policy* vorgehen (vgl. § 33a Abs. 4 WpHG);⁷¹ Privatkunden sind hierauf ausdrücklich hinzuweisen (§ 33a Abs. 6 Nr. 2 WpHG).⁷²

⁶⁸ Vgl. Renz/Hense/Petruzzelli, II 5 Rn. 50; Lenenbach, Rn. 5.196; Kümpel/Wittig/Seyfried, Rn. 3.196; vgl. zu der Ausstrahlung auf § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG allgemein auch bereits Kapitel 2 II 4; zu § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG an sich vgl. noch Kapitel 2 III 1.

⁶⁹ Vgl. auch Art. 21 Abs. 6 MiFID: „für die Anleger erforderlichen Schutz“; zu den europäischen Vorgaben näher Spindler/Kasten, WM 2006, 1797, 1802.

⁷⁰ Schwark/Zimmer/v. Hein, § 33a WpHG Rn. 23; A. Fuchs/Zimmermann, § 33a Rn. 14 m.w.N.; Ellenberger/H. Schäfer/Clouth/V. Lang/F. M. Bauer, 3. Aufl., Rn. 1378; Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 197; ders., Rn. 5.199; Kümpel/Wittig/Seyfried, Rn. 3.200; Holzborn/Israel, NJW 2008, 791, 794; Meixner, ZAP 2007 (Fach 8), 1283, 1288; Zingel, BKR 2007, 173, 174; zu den europäischen Vorgaben vgl.: Begründung der Kommission zum MiFID-E vom 19. November 2002, Kom (2002) 625, ABl. EU Nr. C 71E/62 vom 25. März 2003, S. 83 (damals noch Art. 19 MiFID-E); anders wohl, wenngleich kritisch, Hirschberg, AG 2006, 398, 403.

⁷¹ Darin liegt ausweislich des Wortlauts „gilt die Pflicht [...] als erfüllt“ kein Verzicht, sondern eine Fiktion; vgl. nur: Schwark/Zimmer/v. Hein, § 33a WpHG Rn. 53; Kümpel/Wittig/Seyfried, Rn. 3.201; Holzborn/Israel, NJW 2008, 791, 794. Diese rechtfertigt sich mit der Annahme, dass der einzelne Kunde mit der privatautonomen Gestaltung des Ausführungsauftrags – insbesondere der Wahl des Ausführungsplatzes – ein bestmögliches Ergebnis anstreben wird; diese Zielsetzung läuft mit den überindividuellen Interessen gleich, die hinter § 33a WpHG stehen; vgl. aber zum Missbrauchspotenzial: Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 218 ff.; dens., Rn. 5.216 ff.

⁷² § 33a Abs. 6 Nr. 2 WpHG lässt sich entnehmen, dass § 33a Abs. 4 WpHG sprachlich ungenau gefasst ist; denn es besteht keine Pflicht zur Erzielung des bestmöglichen Ergebnisses, sondern lediglich zur Auftragsausführung entsprechend der *Best Execution Policy*; vgl. die Nachweise in Fn. 70.

6. Getrennte Vermögensverwahrung

Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die über keine Erlaubnis für das Einlagengeschäft verfügen und damit nicht den dementsprechenden Vorschriften des KWG unterliegen, müssen Kundengelder⁷³, die sie im Zusammenhang mit Wertpapier(neben)dienstleistungen entgegennehmen, unverzüglich getrennt von Unternehmens- oder anderen Kundengeldern auf offenen Treuhandkonten bei einem sorgfältig und gewissenhaft ausgewählten Einlagenkreditinstitut deponieren (vgl. § 34a Abs. 1 S. 1 und 4 WpHG; § 14a Abs. 1 S. 1 WpDVerOV).⁷⁴ Kunden können jedoch individualvertraglich anderweitige Weisungen erteilen, wenn sie über den Schutzzweck der Norm aufgeklärt wurden (S. 2).⁷⁵ Sie können auch der Verwahrung bei einem qualifizierten Geldmarktfonds zustimmen (S. 3). Die Kunden sind über Kreditinstitut, Kontonummer und etwaige Einlagensicherungsmaßnahmen zu unterrichten (S. 5). Den Vorschriften zum Umgang mit Kundengeldern entsprechende Bestimmungen gelten für entgegengenommene Wertpapiere, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen keine Erlaubnis hat, Depotgeschäfte nach dem DepotG zu betreiben (§ 34a Abs. 2 WpHG). Hier ist jedoch keine Möglichkeit anderweitiger Kundenweisungen vorgesehen. Finanzinstrumente von Kunden dürfen Wertpapierdienstleister für eigene Rechnung oder die eines Dritten nur mit vorheriger ausdrücklicher Zustimmung des Kunden und unter genau festgelegten Bedingungen nutzen; dies gilt sowohl für Wertpapierdienstleister, die Finanzinstrumente nach Abs. 2 einlagern müssen, als auch solche, die diese nach dem DepotG selbst verwahren dürfen (vgl. § 34a Abs. 4 WpHG). Mindestens einmal jährlich ist dem Kunden eine Aufstellung über die verwahrten Gelder und Finanzmarktinstrumente zukommen zu lassen (§ 34a Abs. 3 WpHG; konkretisiert in § 9a WpDVerOV). Nähere Bestimmungen über die Pflichten nach Abs. 1, 2 und 4 enthält § 14a WpDVerOV.⁷⁶

Fraglich ist, ob § 34a WpHG als Organisations- oder Verhaltensregel einzustufen ist. Die Norm bezweckt unmittelbar, Kundengelder vor Veruntreuung, Insolvenz und Drittgläubigerzugriff zu schützen und betrifft nach ihrem Wortlaut direkt die Beziehung zum einzelnen Kunden; folglich wird ihr ver-

⁷³ Zwischen Kundenklassen wird hierbei nicht differenziert; vgl. nur Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 34a Rn. 2.

⁷⁴ Näher zu den Anforderungen an die Verwahrung: Schwark/Zimmer/Fett, § 34a WpHG Rn. 9 ff.; A. Fuchs, § 34a Rn. 9 ff.; Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 556 ff.

⁷⁵ Näher Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 562 ff.; zum Schutzzweck sogleich auch noch im Text.

⁷⁶ Dieser geht wie § 9a WpDVerOV auf die Ermächtigung in § 34a Abs. 5 WpHG zurück.

breitet Individualschutz zugesprochen.⁷⁷ Ein Indiz hierfür könnte auch die Möglichkeit des Kunden sein, unter den Voraussetzungen von § 34a Abs. 1 S. 2 bzw. Abs. 4 WpHG auf den Schutz zu verzichten und die privatrechtlichen Verträge, die den Umgang mit Kundengeldern unmittelbar berühren, entsprechend anders auszugestalten.⁷⁸ § 34a WpHG erscheint mithin als individualschützende Bearbeitungspflicht. Dem kann jedoch entgegengehalten werden, dass der zugrunde liegende Art. 13 Abs. 7 und 8 MiFID nicht bei den „Bestimmungen zum Anlegerschutz“ steht, sondern bei den organisatorischen Anforderungen.⁷⁹ Auch der Wortlaut des Art. 13 Abs. 7 und 8 MiFID („geeignete Vorkehrungen“) sowie des Art. 16 DRL (insbesondere Abs. 1 lit. f: „angemessene organisatorische Vorkehrungen“) spricht für eine Organisationsregel.

Allerdings hinterlässt Art. 13 Abs. 8 MiFID insofern einen ambivalenten Eindruck, als zugleich ausdrücklich von „die Rechte der Kunden zu schützen“ die Rede ist. Damit mag zwar zunächst ein überindividueller Schutz angesprochen sein;⁸⁰ aufgrund der besonderen Nähe des zu regelnden Sachverhalts zum einzelnen Kunden(vermögen) ergibt sich jedoch spätestens in Verbindung mit der allgemeinen Interessenwahrungspflicht des Art. 19 Abs. 1 MiFID zusätzlich eine individualschützende Komponente.⁸¹ Diese Komponente bildet sodann den nötigen Rahmen für die Einzelfallvorgaben der Art. 16 bis 20 DRL. Im Ergebnis ist § 34a WpHG richtlinienkonform sowohl eine organisatorische Komponente als auch eine einzelfallbezogene Bearbeitungspflicht zu entnehmen.⁸² Ein Umweg über den § 31 Abs. 1 Nr. 1

⁷⁷ A. Fuchs, § 34a Rn. 1 und vor §§ 31 bis 37a Rn. 85; Assmann/Schneider/Koller, 5. Aufl., § 34a Rn. 1 m.w.N.; Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 546 ff.; ders., Rn. 5.510 f.; Kumpan/Hellgardt, DB 2006, 1714, 1720; Meixner, ZAP 2007 (Fach 8), 1283, 1289; zur a.F.: KölnKomm WpHG/Möllers, 1. Aufl., § 34a Rn. 4; Schwark, § 34a WpHG Rn. 1 (wenngleich er trotz angenommener individualschützender Zielrichtung eine Schutznormqualität ablehnte; zur Qualifikation eines Schutzgesetzes i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB vgl. noch Kapitel 6 III 2 lit. b); gegen eine individualschützende Komponente Buck-Heeb, Rn. 543; nicht ganz klar BGHZ 186, 58 = NJW 2010, 3651, 3652 f. = WM 2010, 1393 = ZIP 2010, 1433 (jedenfalls ein Schutzgesetz ablehnend).

⁷⁸ Zum Verzicht auf den Schutz aufsichtsrechtlicher Normen vgl. aber noch ausführlich Kapitel 5 II 3; ein auch individualschützender Charakter genügt für eine Verzichtsmöglichkeit grundsätzlich nicht; es bestehen lediglich enge Ausnahmen.

⁷⁹ Vgl. zur systematischen Stellung des Art. 13 MiFID bereits Kapitel 2 II 1.

⁸⁰ Der vermittelte Vertrauensgewinn dient der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes; vgl. nur: Albrecht/Karahan/Lenenbach, § 41 Rn. 548; dens., Rn. 5.511; vgl. auch Schwark/Zimmer/Fett, § 34a WpHG Rn. 2.

⁸¹ Die Worte „Bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und[...] Nebendienstleistungen“ (Art. 19 Abs. 1 MiFID; vgl. auch § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) sind vor dem Hintergrund des Ziels des Anlegerschutzes weit zu verstehen.

⁸² Zur doppelten Bedeutung der Norm vgl. im Ergebnis auch A. Fuchs, Vor §§ 31 bis 37a Rn. 85 (Organisationsregel) sowie § 34a Rn. 1 (Verhaltensregel); ausdrücklich außer-