

Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht

84

Herausgegeben vom  
Max-Planck-Institut für ausländisches  
und internationales Privatrecht

Direktoren:

Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt und Reinhard Zimmermann





Christoph Benicke

Wertpapier-  
vermögensverwaltung

Mohr Siebeck

CHRISTOPH BENICKE, geboren 1962, 1983–1989 Studium der Rechtswissenschaften in Heidelberg, Genf, München; 1994 Promotion; 1994–2002 Wissenschaftlicher Assistent am Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht der Universität Heidelberg; 1998/1999 Forschungsaufenthalt an der University of California in Berkeley; seit 2003 Professor für Bürgerliches Recht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Justus-Liebig-Universität Gießen.

Gedruckt mit Unterstützung der Deutschen Forschungsgemeinschaft in Bonn

ISBN 3-16-148991-8

ISBN-13 978-3-16-148991-4 / eISBN 978-3-16-160336-5 unveränderte eBook-Ausgabe 2022

ISSN 0340-6709 (Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht)

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

© 2006 Mohr Siebeck Tübingen.

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 Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Bembo-Antiqua gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Für Olga,  
Maria-Victoria und Tomas



## Vorwort

Die Arbeit ist die überarbeitete Fassung meiner Habilitationsschrift, die von der Juristischen Fakultät der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg im Sommersemester 2002 angenommen wurde. Andere Verpflichtungen verhinderten eine sofortige Veröffentlichung. Dies machte umfangreiche Nacharbeiten notwendig. Die Arbeit wurde im wesentlichen auf den Stand Juli 2005 gebracht. Da die Rechtsentwicklung auf diesem Gebiet in rasendem Tempo voranschreitet, mußten bei der Aktualisierung Abstriche gemacht werden, um eine Veröffentlichung nicht noch weiter hinauszuzögern. Verzichtet werden mußte insbesondere auf eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Neuregelung der Wohlverhaltenspflichten in der „Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFID), weil sich die Durchführungsvorschriften hierzu erst im Entstehungsprozeß befinden. Auch einzelne Spezialfragen, wie etwa die, unter welchen Voraussetzungen die Anbieter von kollektiven Formen der Vermögensverwaltung das Finanzkommissionsgeschäft bzw. das Investmentgeschäft betreiben, müssen gesonderten Veröffentlichungen vorbehalten bleiben.

Die Arbeit ist entstanden während meiner Assistentenzeit am Heidelberger Institut für ausländisches und internationales Privat- und Wirtschaftsrecht und während eines 16-monatigen Forschungsaufenthalts an der University of California in Berkeley. Bei der Entstehung der Arbeit habe ich vielfältige Unterstützung erfahren, ohne die ich die Arbeit nicht hätte fertig stellen können und für die ich großen Dank empfinde. An erster Stelle ist Prof. Dr. Herbert Kronke zu nennen, von dem die Anregung zu dem Thema stammte und der die Arbeit betreute. Ich hatte das Glück, in ihm einen Mentor zu finden, der mich in jeder Hinsicht unterstützte, mir aber auch völlige Freiheit bei der Bearbeitung des Themas gab. Prof. Dr. Hans-Peter Müller-Graff danke ich für ein Zweitgutachten, das sich mit der Arbeit inhaltlich eingehend auseinandersetzt.

Prof. Dr. Erik Jayme, meinem Doktorvater, will ich dafür danken, daß er bei mir das Interesse an Rechtsvergleichung geweckt hat und mich von Studienbeginn an immer wieder entscheidend förderte. Großen Dank schulde ich auch allen Kollegen und Kolleginnen am Heidelberger Institut für die fruchtbare Zusammenarbeit und die vielen interessanten Gespräche. Besonders erwähnen möchte ich Herrn RA Jens Haubold und Herrn RA Dr. Christian Ulrich Wolf, die beide die Arbeit inhaltlich Korrektur gelesen ha-

ben. Danken will ich insbesondere auch Professor Buxbaum für die Einladung nach Berkeley und die vielen Anregungen, die ich dort erfahren habe. Prof. Dr. Dr. Grundmann gebührt mein Dank für die kritische Durchsicht eines Entwurfs der Arbeit.

Meinen Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen in Gießen danke ich für ihre engagierte Unterstützung bei der Korrektur und Aktualisierung der Arbeit für die Drucklegung. Mein Dank gilt auch der Deutschen Forschungsgemeinschaft, die meinen Forschungsaufenthalt in Berkeley finanzierte und für die Veröffentlichung einen großzügigen Zuschuß leistete. Schließlich gebührt mein Dank den Direktoren des Max-Planck-Instituts in Hamburg, den Professoren Dres. Basedow, Hopt und Zimmermann, für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe „Beiträge zum ausländischen und internationalen Privatrecht“.

Mehr als Dank schulde ich meiner Frau und unseren beiden Kindern für ihren stetigen Rückhalt während der langen Entstehungszeit.

Gießen, im Februar 2006

Christoph Benicke

# Inhaltsübersicht

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Vorwort .....               | VII   |
| Abkürzungsverzeichnis ..... | XLIII |

|   |    |
|---|----|
| § 1 Einleitung .....                                | 1  |
| § 2 Begriff der Wertpapiervermögensverwaltung ..... | 16 |

## Erster Teil Grundlagen

### 1. Abschnitt Rechtstatsächliche Grundlagen

|   |    |
|---|----|
| § 3 Rechtstatsachen der Vermögensverwaltung .....         | 41 |
| § 4 Kapitalmarkt als Umfeld der Vermögensverwaltung ..... | 71 |

### 2. Abschnitt Ökonomische Grundlagen

|   |     |
|---|-----|
| § 5 Funktionen der Vermögensverwaltung bei der Kapitalanlage ...                | 99  |
| § 6 Spezialisierungsvorteile der Vermögensverwaltung .....                      | 130 |
| § 7 Ökonomische Analyse des Verhältnisses<br>zwischen Verwalter und Kunde ..... | 141 |

### 3. Abschnitt Vermögensverwaltung als schuldrechtlicher Vertrag

|   |     |
|---|-----|
| § 8 Inhalt der Verwaltungspflicht .....                                     | 170 |
| § 9 Vermögensverwaltungsvertrag als Dienstvertrag<br>oder Werkvertrag ..... | 176 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
| § 10 | Vermögensverwaltungsvertrag als Geschäftsbesorgungsvertrag .                        | 192 |
| § 11 | Vermögensverwaltung als Dauerschuldverhältnis<br>und Langzeitvertrag . . . . .      | 215 |
| § 12 | Relationalvertrag . . . . .   | 234 |
| § 13 | Besondere rechtliche Formen der Fremdverwaltung<br>von Wertpapiervermögen . . . . . | 243 |

#### 4. Abschnitt

##### Aufsichtsrechtliche Regelung der Vermögensverwaltung

|      |  |     |
|------|--|-----|
| § 14 | Europarechtliche Vorgaben,<br>insbesondere Wertpapierdienstleistungsrichtlinie . . . . . | 253 |
| § 15 | Bedarf für Regulierung der Vermögensverwaltung . . . . .                                 | 273 |
| § 16 | Regulierung der Vermögensverwaltung in Deutschland . . . . .                             | 291 |
| § 17 | Insbesondere: Wohlverhaltensregeln . . . . .   | 331 |

#### 5. Abschnitt

##### Zusammenführung

|      |   |     |
|------|---|-----|
| § 18 | Gegenstand und Regelungsziele von Kapitalmarktrecht . . . . . | 380 |
| § 19 | Interessenwahrungspflicht und Interessenkonflikt . . . . .    | 425 |
| § 20 | Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Schuldrecht . . . . .  | 457 |

#### Zweiter Teil

##### Einzelfragen

|      |  |     |
|------|--|-----|
| § 21 | Informationspflichten . . . . .  | 519 |
| § 22 | Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten . . . . .                          | 597 |
| § 23 | Interessenkonflikte aufgrund von Eigenhandel:<br>Vorlaufen und Scalping . . . . .  | 630 |
| § 24 | Spesenreiterei (churning) . . . . .  | 690 |
| § 25 | Interessenkonflikte zwischen verschiedenen<br>Vermögensverwaltungskunden . . . . . | 717 |
| § 26 | Vermögensverwaltung und Insiderhandelsverbot . . . . .                             | 730 |

|      |   |      |
|------|---|------|
| § 27 | Verwaltungspflicht: Pflichten des Verwalters<br>beim Investitionsprozeß . . . . . | 762  |
| § 28 | Haftung . . . . .   | 801  |
| § 29 | Ausübung von Aktienstimmrechten . . . . .   | 893  |
| § 30 | Entgelt . . . . .   | 920  |
| § 31 | Beendigung des Vertragsverhältnisses . . . . .                                    | 954  |
|      | Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse . . . . .                             | 979  |
|      | Literaturverzeichnis . . . . .  | 991  |
|      | Sachregister . . . . .  | 1041 |



# Inhaltsverzeichnis

|  |       |
|--|-------|
| Vorwort .....  | VII   |
| Abkürzungsverzeichnis .....  | XLIII |
| § 1 Einleitung .....   | 1     |
| I. Anlaß und Ziel der Arbeit .....                                     | 1     |
| II. Methodisches .....   | 4     |
| 1. Rechtstatsachen .....   | 4     |
| 2. Rechtsvergleichung .....  | 4     |
| 3. Ökonomische Analyse des Rechts .....                                | 6     |
| III. Gegenstand der Arbeit und Gang der Darstellung .....              | 10    |
| § 2 Begriff der Wertpapiervermögensverwaltung .....                    | 16    |
| I. Einleitung .....  | 16    |
| II. Kriterien für die begriffliche Abgrenzung .....                    | 16    |
| III. Wertpapiere .....   | 18    |
| 1. Wertpapiervermögensverwaltung als eigener phänomenologischer Typ .. | 18    |
| 2. Aufsichtsrechtliche Regelung .....                                  | 19    |
| 3. Sachlicher Grund .....  | 20    |
| a) Charakteristika der Wertpapiere .....                               | 20    |
| b) Unterschied zur Immobilienverwaltung .....                          | 21    |
| c) Unterschied zur Verwaltung unternehmerischer Beteiligungen .....    | 22    |
| d) Unterschied zu nicht fungiblen und handelbaren Anlagetiteln .....   | 23    |
| 4. Geldmarktinstrumente und Derivate .....                             | 23    |
| 5. Verhältnis zum Anwendungsbereich des WpHG .....                     | 24    |
| IV. Inhalt der Verwaltungspflicht .....                                | 26    |
| 1. Zweck der Verwaltung .....  | 26    |
| 2. Abgrenzung zu anderen wertpapierbezogenen Dienstleistungen .....    | 27    |
| a) Anlageberatung .....  | 27    |
| aa) Befugnis zur Anlageentscheidung .....                              | 28    |
| bb) Dauer .....  | 28    |
| cc) Gemeinsamkeiten und Übergänge .....                                | 29    |
| b) Depotvertrag .....  | 31    |
| V. Individuelle und kollektive Verwaltung .....                        | 33    |
| VI. Verwaltung für Privatkunden oder institutionelle Investoren .....  | 35    |

Erster Teil  
Grundlagen

## 1. Abschnitt

## Rechtstatsächliche Grundlagen

|      |  |    |
|------|--|----|
| § 3  | Rechtstatsachen der Vermögensverwaltung .....                | 41 |
| I.   | Einführung .....   | 41 |
| II.  | Geschichtliche Skizze .....                                  | 42 |
| III. | Angebotene Dienstleistungen .....                            | 44 |
| 1.   | Einleitung .....   | 44 |
| 2.   | Ausrichtung auf die Anlageziele .....                        | 45 |
| a)   | Verwaltung nach Anlagerichtlinien .....                      | 45 |
| b)   | Ausrichtung durch den Verwalter .....                        | 46 |
| c)   | Verwaltung nach bestimmter Anlagepolitik .....               | 47 |
| 3.   | Standardisierungen bei der Durchführung der Verwaltung ..... | 47 |
| 4.   | Einzelne Gestaltungen .....                                  | 48 |
| 5.   | Mindestanlagesummen .....                                    | 49 |
| 6.   | Kollektive Formen .....                                      | 50 |
| 7.   | Umfassende Vermögensbetreuung .....                          | 51 |
| 8.   | Vollmachts- und Treuhandverwaltung .....                     | 52 |
| IV.  | Anbieter .....   | 54 |
| 1.   | Allgemein .....  | 54 |
| 2.   | Kreditinstitute .....  | 54 |
| 3.   | Bankunabhängige Vermögensverwalter .....                     | 56 |
| V.   | Kunden und Marktpotential .....                              | 57 |
| 1.   | Kunden .....   | 57 |
| 2.   | Marktpotential .....   | 58 |
| a)   | Höhe des Geldvermögens .....                                 | 59 |
| b)   | Vorzüge der Effektenanlage .....                             | 61 |
| c)   | Vertrauensbildung .....                                      | 61 |
| VI.  | Wettbewerbssituation .....                                   | 62 |
| VII. | Typischer Inhalt der Vertragsformulare .....                 | 66 |
| 1.   | Allgemein .....  | 66 |
| 2.   | Wesentlicher Inhalt .....                                    | 66 |
| a)   | Erfasste Vermögenswerte .....                                | 66 |
| b)   | Verwaltungspflicht .....                                     | 66 |
| c)   | Anlagerichtlinien .....                                      | 67 |

|   |           |
|---|-----------|
| d) Bevollmächtigung .....   | 68        |
| e) Benachrichtigungspflichten .....                                   | 68        |
| f) Haftungsregelung .....   | 68        |
| g) Entgeltregelung .....  | 69        |
| h) Beendigung .....   | 69        |
| i) Bezug auf AGB-Banken .....   | 70        |
| <b>§ 4 Kapitalmarkt als Umfeld der Vermögensverwaltung .....</b>      | <b>71</b> |
| I. Einführung .....   | 71        |
| II. Begriff des Kapitalmarkts .....                                   | 71        |
| 1. Kapitalmarkt und Geldmarkt .....                                   | 72        |
| 2. Kapitalmarktsegmente .....   | 73        |
| 3. Zusammenfassung .....  | 74        |
| III. Funktionen des Kapitalmarkts .....                               | 75        |
| 1. Marktfunktion .....  | 75        |
| 2. Allokationsfunktion .....  | 76        |
| 3. Operationale und institutionelle Funktionsfähigkeit .....          | 76        |
| 4. Transformationsleistungen des Kapitalmarkts .....                  | 77        |
| 5. Informationsverarbeitung, Publizität und Preisbildung .....        | 79        |
| IV. Gegenmodell: Allokation und Transformation durch Banken ....      | 80        |
| V. Insbesondere: Corporate Governance .....                           | 83        |
| 1. Einleitung .....   | 83        |
| 2. Erfordernis der Kontrolle der Unternehmensleitung .....            | 83        |
| 3. Kontrollmechanismen .....  | 85        |
| a) Preismechanismus .....   | 85        |
| b) Markt für Unternehmenskontrolle .....                              | 85        |
| c) Aktienoptionen .....   | 86        |
| VI. Relativität der Kapitalmarktfunktionen .....                      | 86        |
| VII. Faktoren, die die Entwicklung des Kapitalmarkts beeinflussen ... | 90        |
| 1. Globalisierung .....   | 90        |
| 2. Europäische Integration .....                                      | 93        |
| 3. Institutionalisierung .....  | 95        |

## 2. Abschnitt

## Ökonomische Grundlagen

|  |     |
|--|-----|
| § 5 Funktionen der Vermögensverwaltung<br>bei der Kapitalanlage .....    | 99  |
| I. Einführung .....  | 99  |
| II. Anlagestrategien .....   | 100 |
| 1. Diversifikation .....   | 100 |
| a) Naive Diversifikation .....   | 100 |
| b) Diversifikation nach der Portfolio-Theorie .....                      | 101 |
| c) Diversifikation und Indexierung .....                                 | 102 |
| 2. Aktive und passive Anlagestrategien .....                             | 103 |
| a) Aktive Anlagestrategien .....   | 103 |
| aa) Fundamentalanalyse .....   | 103 |
| bb) Technische Analyse .....   | 105 |
| b) Passive Strategie .....   | 106 |
| aa) Indexierung .....  | 107 |
| bb) Zusammensetzung nach Risikomerkmalen .....                           | 107 |
| 3. Informationseffizienz des Kapitalmarkts .....                         | 108 |
| a) Schwache Informationseffizienz .....                                  | 108 |
| b) Mittelstrenge und strenge Informationseffizienz .....                 | 111 |
| c) Informationseffizienz und aktive Anlagestrategien .....               | 113 |
| d) Gründe für aktive Anlagestrategien .....                              | 115 |
| e) Bessere Fähigkeiten der Informationsbewertung .....                   | 116 |
| 4. Aktive Anlagestrategien und Diversifikation .....                     | 117 |
| 5. Asset Allocation .....  | 118 |
| a) Empirische und theoretische Grundlagen .....                          | 118 |
| b) Aktive und passive Elemente .....                                     | 120 |
| III. Folgen für die Vermögensverwaltung .....                            | 121 |
| 1. Bewertung der einzelnen Anlage im Portefeuille-Zusammenhang ...       | 121 |
| 2. Diversifikation und Ausrichtung auf die Präferenzen des Anlegers ...  | 122 |
| 3. Trennung der Teilportefeuilles von der Ausrichtung auf Präferenzen .. | 125 |
| IV. Erfolgsmessung (Performance-Messung) .....                           | 127 |
| V. Zusammenfassung .....   | 129 |
| § 6 Spezialisierungsvorteile der Vermögensverwaltung .....               | 130 |
| I. Einführung .....  | 130 |
| II. Gründe für Fremdverwaltung .....                                     | 130 |
| 1. Traditionelle Ansicht .....   | 130 |
| 2. Vermögensverwaltung als spezialisierte Arbeitsteilung .....           | 131 |

|   |     |
|---|-----|
| III. Vorteile einer professionellen Vermögensverwaltung .....                   | 132 |
| 1. Funktion als Marktintermediär .....  | 133 |
| 2. Intermediationsfunktionen der Vermögensverwaltung .....                      | 134 |
| a) Informationsverarbeitung .....   | 134 |
| b) Optimierung der Portfeuillestruktur .....                                    | 136 |
| c) Vorteile bei den Kosten für Wertpapiertransaktionen .....                    | 137 |
| 3. Trennung von Eigentum und Kontrolle an Kapital .....                         | 138 |
| <br>  |     |
| § 7 Ökonomische Analyse des Verhältnisses<br>zwischen Verwalter und Kunde ..... | 141 |
| <br>  |     |
| I. Einleitung .....   | 141 |
| II. Herkömmliche Beschreibung der Anlegerrisiken .....                          | 142 |
| III. Wirtschaftswissenschaftlicher Hintergrund .....                            | 143 |
| IV. Informationsasymmetrie bei Vertragsschluß:<br>Qualitätsunsicherheit .....   | 146 |
| 1. Akerlofs „Market for Lemons“ .....   | 146 |
| 2. Qualitätsunsicherheit bei der Vermögensverwaltung .....                      | 148 |
| 3. Mittel zur Bewältigung der Qualitätsunsicherheit .....                       | 151 |
| a) Untersuchung .....   | 151 |
| b) Signalisieren .....  | 152 |
| c) Reputation .....   | 153 |
| d) Gesetzliche Mindeststandards/Zugangskontrolle .....                          | 154 |
| e) Selbstorganisation eines Berufsstandes .....                                 | 154 |
| <br>  |     |
| V. Informationsasymmetrie und Prinzipal-Agenten-Theorie .....                   | 155 |
| 1. Prinzipal-Agenten-Problematik .....  | 155 |
| 2. Prinzipal-Agenten-Problematik bei der Vermögensverwaltung .....              | 157 |
| 3. Mittel zur Verminderung der Prinzipal-Agenten-Problematik .....              | 159 |
| a) Anreize .....  | 159 |
| b) Verminderung der Informationsasymmetrie .....                                | 161 |
| c) Reputation .....   | 161 |
| e) Selbstbindung .....  | 162 |
| f) Überwachung .....  | 162 |
| <br>  |     |
| VI. Unvollständige Verträge und vertragsspezifische Investitionen ...           | 163 |
| 1. Problematik des Raubüberfalls (hold up) .....                                | 163 |
| 2. Vertragsspezifische Investitionen bei der Vermögensverwaltung? .....         | 163 |
| <br>  |     |
| VII. Interesse an der Verminderung der Informationsasymmetrie ....              | 165 |
| 1. Interesse der besser informierten Partei .....                               | 165 |
| 2. Verminderung der Informationsasymmetrie als Optimierungsaufgabe .            | 166 |

## 3. Abschnitt

## Vermögensverwaltung als schuldrechtlicher Vertrag

|      |  |     |
|------|--|-----|
| § 8  | Inhalt der Verwaltungspflicht .....  | 170 |
| I.   | Elemente des Verwaltungsprozesses .....                                    | 170 |
| II.  | Veränderte Ausrichtung des Investitionsprozesses .....                     | 170 |
| 1.   | Anlageentscheidung im Einzelfall .....                                     | 170 |
| 2.   | Optimale Umsetzung einer Anlagepolitik .....                               | 171 |
| 3.   | Risikomanagement .....   | 172 |
| III. | Bedeutung der Bestimmung der Anlageziele<br>und der Anlagepolitik .....    | 172 |
| IV.  | Gestaltungstypen hinsichtlich der Ausrichtung<br>auf die Anlageziele ..... | 172 |
| 1.   | Verwalter bestimmt Anlagepolitik im Kundeninteresse .....                  | 173 |
| 2.   | Beratung zur Festlegung von Anlagerichtlinien .....                        | 173 |
| 3.   | Feststehende Anlagepolitik des Verwalters .....                            | 173 |
| V.   | Charakteristika des Verwaltungsprozesses .....                             | 174 |
| 1.   | Laufende Wiederholung .....  | 174 |
| 2.   | Entscheidungsspielraum .....   | 174 |
| 3.   | Aufgabenerfüllung .....  | 175 |
| § 9  | Vermögensverwaltungsvertrag als Dienstvertrag<br>oder Werkvertrag .....    | 176 |
| I.   | Einführung .....   | 176 |
| II.  | Abgrenzung Dienstvertrag zu Werkvertrag .....                              | 177 |
| 1.   | Allgemein .....  | 177 |
| 2.   | Typologische Einordnung .....  | 179 |
| 3.   | Einordnung nach der Gefahrtragungsregelung .....                           | 181 |
| 4.   | Abgrenzung nach der Leistungspflicht .....                                 | 182 |
| 5.   | Versprechen einer Mindestrendite .....                                     | 183 |
| 6.   | Pflicht zur ordnungsgemäßen Erfüllung einer Aufgabe .....                  | 184 |
| a)   | Allgemein .....  | 184 |
| b)   | Arztvertrag und Rechtsanwaltsvertrag .....                                 | 185 |
| c)   | Übernahme einer Aufgabe .....  | 186 |
| 7.   | Einordnung nach dem Rechtsfolgenprogramm .....                             | 187 |
| III. | Zusammenfassung .....  | 190 |

|  |     |
|--|-----|
| § 10 Vermögensverwaltungsvertrag als Geschäftsbesorgungsvertrag .....                          | 192 |
| I. Einführung .....  | 192 |
| II. Rechtshistorische Gründe für die Regelung im BGB .....                                     | 193 |
| III. Begriff der Geschäftsbesorgung .....  | 195 |
| IV. Geschäftsbesorgung als Allgemeines Schuldrecht<br>oder als eigener Rechtsstrukturtyp ..... | 197 |
| 1. Einleitung .....  | 197 |
| 2. Herkömmliche Ansicht .....  | 198 |
| 3. Geschäftsbesorgung als eigener Rechtsstrukturtyp .....                                      | 200 |
| 4. Geschäftsbesorgung als Allgemeines Schuldrecht .....  | 201 |
| 5. Stellungnahme .....   | 202 |
| a) Kritik an der herrschenden Ansicht .....  | 202 |
| b) Interessenwahrungspflicht als Folge der Offenheit<br>des Leistungsprogramms .....           | 203 |
| c) Geschäftsbesorgung als eigener Rechtsstrukturtyp<br>oder als ubiquitäres Element .....      | 206 |
| aa) Fragestellung .....  | 206 |
| bb) Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Ansichten .....                                       | 206 |
| cc) Gründe für ein engeres Begriffsverständnis .....   | 208 |
| V. Erklärung des Rechtsfolgenprogramms aus der<br>Prinzipal-Agenten-Theorie .....              | 209 |
| 1. Geschäftsbesorgung als Prinzipal-Agenten-Beziehung .....                                    | 209 |
| 2. Rechtsfolgenprogramm .....  | 210 |
| a) Beendigung des Vertrages .....  | 210 |
| b) Geschäftsherrenansprüche .....  | 211 |
| aa) Weisungsrecht .....  | 211 |
| bb) Herausgabeansprüche .....  | 212 |
| cc) Auskunft- und Rechenschaftspflicht .....   | 212 |
| c) Geschäftsführeransprüche .....  | 213 |
| VI. Zusammenfassung .....  | 213 |
| § 11 Vermögensverwaltung als Dauerschuldverhältnis<br>und Langzeitvertrag .....                | 215 |
| I. Einleitung .....  | 215 |
| 1. Die Bedeutung des Zeitelements im Vermögensverwaltungsverhältnis .                          | 215 |
| 2. Dauerschuldverhältnis und Langzeitvertrag .....   | 216 |
| II. Regelungsprobleme aufgrund des Zeitmoments .....   | 218 |
| 1. Einleitung .....  | 218 |
| 2. Beschränkung der Anfechtungs- und Nichtigkeitsgründe .....                                  | 219 |

|  |         |
|--|---------|
| 3. Besondere Treuepflichten .....  | 222     |
| 4. Leistungsstörungen bei in Vollzug gesetzten Dauerschuldverhältnissen                  | 223     |
| a) Fixcharakter .....  | 223     |
| b) Ausschluß des Rücktritts .....  | 224     |
| 5. Wirkung auf Dritte .....  | 226     |
| 6. Unvollständigkeit des Vertrages und Notwendigkeit<br>der Vertragsanpassung .....      | 226     |
| 7. Kündigung von Dauerschuldverhältnissen .....  | 228     |
| a) Funktion der Kündigung .....  | 228     |
| b) Bestands- und Auflösungsinteressen .....  | 229     |
| c) Ordentliche Kündigung .....   | 230     |
| d) Außerordentliche Kündigung .....  | 232     |
| III. Zusammenfassung .....   | 232     |
| <br>§ 12 Relationalvertrag .....   | <br>234 |
| I. Macneils Theorie des Relationalvertrages .....  | 234     |
| II. Rezeption und Wirkung der Ansichten Macneils .....                                   | 237     |
| 1. Vereinigte Staaten .....  | 237     |
| 2. Deutschland .....   | 237     |
| III. Grenzen des Ansatzes .....  | 239     |
| 1. Relationalvertrag kein Vertragstypus .....  | 239     |
| 2. Beschreibender Charakter .....  | 240     |
| IV. Zusammenfassung .....  | 242     |
| <br>§ 13 Besondere rechtliche Formen der Fremdverwaltung<br>von Wertpapiervermögen ..... | <br>243 |
| I. Einleitung .....  | 243     |
| II. Vermögensverwaltung und Treuhand .....   | 244     |
| III. Verwaltung des Kindesvermögens durch Vormund .....                                  | 246     |
| IV. Effektenvermögensverwaltung bei Testamentsvollstreckung ....                         | 247     |
| 1. Delegation der Wertpapiervermögensverwaltung .....                                    | 248     |
| 2. Maßgebliche Interessen für die Ausrichtung der Vermögensanlage ....                   | 251     |

## 4. Abschnitt

## Aufsichtsrechtliche Regelung der Vermögensverwaltung

|      |  |     |
|------|--|-----|
| § 14 | Europarechtliche Vorgaben,<br>insbesondere Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ..... | 253 |
|      | I. Einleitung .....  | 253 |
|      | II. WpDIRI und Binnenmarktkonzept .....  | 254 |
|      | 1. Europäischer Paß für Wertpapierdienstleistungen .....                             | 254 |
|      | 2. Kapitalmarktintegration .....   | 256 |
|      | 3. Internationale Zuständigkeit und Regulierungsarbitrage .....                      | 260 |
|      | III. Entstehung der WpDIRI und wesentliche Streitpunkte .....                        | 262 |
|      | IV. Anwendungsbereich der WpDIRI .....   | 267 |
|      | 1. Persönlicher Anwendungsbereich .....  | 267 |
|      | 2. Erfaßte Finanzinstrumente .....   | 267 |
|      | 3. Erfaßte Dienstleistungen:<br>Kerndienstleistungen und Nebendienstleistungen ..... | 268 |
|      | 4. Erfaßte Art von Vermögensverwaltung .....   | 271 |
| § 15 | Bedarf für Regulierung der Vermögensverwaltung .....                                 | 273 |
|      | I. Einleitung .....  | 273 |
|      | II. Rechtsvergleichender Befund .....  | 274 |
|      | III. Regulierungsgründe im Bankenbereich .....                                       | 275 |
|      | 1. Traditionelle Begründung .....  | 276 |
|      | 2. Bankenregulierung zur Vermeidung von moral hazard .....                           | 277 |
|      | IV. Regulierungsgründe bei der Vermögensverwaltung .....                             | 277 |
|      | V. Kosten-Nutzen-Vergleich .....   | 279 |
|      | 1. Zulassungspflicht und Solvenzaufsicht .....                                       | 279 |
|      | a) Vor- und Nachteile von staatlicher Aufsicht .....                                 | 279 |
|      | b) Andere Mechanismen .....  | 280 |
|      | c) Bewertung .....   | 281 |
|      | 2. Wohlverhaltenspflichten .....   | 283 |
|      | a) Wirkung .....   | 283 |
|      | b) Vor- und Nachteile .....  | 284 |
|      | VI. Vermögensverwaltung und Anlageberatung .....                                     | 286 |

|      |  |     |
|------|--|-----|
| § 16 | Regulierung der Vermögensverwaltung in Deutschland . . . .                           | 291 |
| I.   | Vor Umsetzung der WpDIR1 . . . . .   | 291 |
| II.  | Umsetzung der WpDIR1 im Überblick . . . . .  | 293 |
| III. | Begriff der Vermögensverwaltung in KWG und WpHG . . . . .                            | 296 |
| 1.   | Vermögensgegenstände . . . . .   | 296 |
| 2.   | Entscheidungsspielraum . . . . .   | 297 |
| a)   | Inhalt . . . . .   | 297 |
| b)   | Indexnachbildung . . . . .   | 298 |
| c)   | Fondsgestützte Vermögensverwaltung . . . . .   | 299 |
| 3.   | Kollektive Verwaltung . . . . .  | 301 |
| a)   | Fallgestaltungen . . . . .   | 301 |
| b)   | Wertpapierdienstleistungsrichtlinie . . . . .  | 302 |
| c)   | Regulierungsbedarf . . . . .   | 303 |
| d)   | Auslegung und Analogieverbot . . . . .   | 304 |
| 4.   | Anwendbarkeit des WpHG auf Kapitalanlagegesellschaften . . . . .                     | 306 |
| a)   | Wertpapierdienstleistung . . . . .   | 306 |
| b)   | Finanzportfolioverwaltung . . . . .  | 307 |
| c)   | Individuelle Vermögensverwaltung durch Kapitalanlagegesellschaft . . . . .           | 308 |
| 5.   | Ausnahme für Freiberufler . . . . .  | 308 |
| IV.  | Vermögensverwaltung und Einlagengeschäft . . . . .                                   | 310 |
| V.   | Zulassung zur Vermögensverwaltung . . . . .  | 313 |
| 1.   | Umsetzung der Zulassungspflicht . . . . .  | 313 |
| 2.   | Zuständige Stellen . . . . .   | 315 |
| a)   | Staatliche Stellen oder Selbstverwaltungsstellen . . . . .                           | 315 |
| b)   | Organisation der Aufsicht . . . . .  | 318 |
| aa)  | Getrennte oder einheitliche Aufsicht über Finanzmarktakteure . . . . .               | 318 |
| bb)  | Institutionelle oder funktionale Zuständigkeitsverteilung . . . . .                  | 320 |
| 3.   | Zulassungsvoraussetzungen und deren Überwachung . . . . .                            | 322 |
| a)   | Kapitalausstattung . . . . .   | 322 |
| aa)  | Anfangskapital . . . . .   | 323 |
| bb)  | Variables Mindestkapital . . . . .   | 327 |
| b)   | Juristische Person oder Einzelkaufmann . . . . .                                     | 327 |
| c)   | Anforderungen an Geschäftsführung und Inhaber qualifizierter Beteiligungen . . . . . | 328 |
| d)   | Geschäftsplan . . . . .  | 329 |
| e)   | Laufende Überwachung . . . . .   | 329 |
| § 17 | Insbesondere: Wohlverhaltensregeln . . . . .   | 331 |
| I.   | Einleitung . . . . .   | 331 |
| II.  | Begriff . . . . .  | 331 |

|  |     |
|--|-----|
| III. Herkunft der Wohlverhaltensregeln .....                       | 332 |
| 1. Zivilrechtliche und aufsichtsrechtliche Ebene .....             | 332 |
| 2. USA .....   | 333 |
| 3. Großbritannien .....  | 338 |
| IV. Europarechtliche Vorgabe der Wohlverhaltensregeln .....        | 341 |
| 1. Entstehungsgeschichte .....                                     | 342 |
| a) Europäische Empfehlungen zu Wohlverhaltenspflichten, 1977 ..... | 342 |
| b) Diskussion über die Aufnahme von Wohlverhaltensregeln .....     | 342 |
| c) Richtlinienkonforme Auslegung .....                             | 344 |
| 2. Gastlandkontrolle oder Herkunftslandkontrolle .....             | 345 |
| a) Gastlandkontrolle nach der WpDIR1 .....                         | 345 |
| b) Gründe für die Gastlandkontrolle .....                          | 346 |
| c) Gründe gegen die Gastlandkontrolle .....                        | 347 |
| d) Aussichten: MiFID .....   | 348 |
| V. Inhalt und Struktur der Wohlverhaltenspflichten nach WpHG ..    | 350 |
| 1. Regelungstechnik .....  | 350 |
| a) Allgemeine Grundsätze und Detailregelungen .....                | 350 |
| b) Konkretisierende Richtlinien der Aufsichtsbehörde .....         | 351 |
| c) Kompetenz zum Erlaß von Richtlinien .....                       | 354 |
| 2. Pflicht zu sorgfältigem und gewissenhaftem Verhalten,           |     |
| § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG .....                                       | 355 |
| a) Vorgabe der WpDIR1 .....  | 355 |
| b) Integrität des Marktes .....                                    | 356 |
| 3. Interessenkonflikte, § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG .....               | 358 |
| 4. Informationspflicht, § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG .....               | 359 |
| 5. Erkundigungspflicht, § 31 Abs. 2 Nr. 1 WpHG .....               | 360 |
| 6. Organisationspflichten, § 33 Abs. 1 WpHG .....                  | 364 |
| 7. Aufzeichnungspflichten, § 34 WpHG .....                         | 365 |
| 8. Getrennte Vermögensverwaltung, § 34a WpHG .....                 | 366 |
| a) Allgemein .....   | 366 |
| b) Getrennte Verwahrung von Geld .....                             | 367 |
| c) Getrennte Verwahrung von Wertpapieren .....                     | 369 |
| d) Vollrechtstreuhand oder Ermächtigungstreuhand .....             | 370 |
| 9. § 32 WpHG .....   | 372 |
| a) § 32 Abs. 1 Nr. 1 WpHG .....                                    | 373 |
| b) § 32 Abs. 1 Nr. 2 WpHG .....                                    | 373 |
| c) § 32 Abs. 1 Nr. 3 WpHG .....                                    | 374 |
| d) § 32 Abs. 3 WpHG .....  | 375 |
| VI. Durchsetzung der Wohlverhaltenspflichten .....                 | 377 |

## 5. Abschnitt

## Zusammenführung

|  |     |
|--|-----|
| § 18 Gegenstand und Regelungsziele von Kapitalmarktrecht . . . .             | 380 |
| I. Einleitung . . . . .  | 380 |
| II. Gegenstand und Regelungsziele . . . . .                                  | 381 |
| 1. Regelungsziele . . . . .  | 381 |
| 2. Gegenstand . . . . .  | 384 |
| III. Regelungsbereiche und -konzepte . . . . .                               | 386 |
| 1. Publizitätspflichten . . . . .  | 387 |
| 2. Regulierung der Marktintermediäre . . . . .                               | 389 |
| 3. Anlegerschutz durch Gesellschaftsrecht . . . . .                          | 391 |
| IV. Funktionenschutz . . . . .   | 393 |
| 1. Allgemein . . . . .   | 393 |
| 2. Bedeutung effizienter Allokation . . . . .                                | 394 |
| 3. Regulierungsgrund Marktversagen . . . . .                                 | 395 |
| V. Anlegerschutz als Regelungsziel . . . . .                                 | 398 |
| 1. Meinungsstand zum Verhältnis Funktionenschutz und Anlegerschutz . . . . . | 398 |
| 2. Schutzbedarf des Anlegers . . . . .                                       | 399 |
| a) Anlegerrisiken . . . . .  | 399 |
| b) Schutzbedarf aufgrund von Informationsasymmetrien . . . . .               | 400 |
| 3. Leitbilder des Anlegerschutzes . . . . .                                  | 402 |
| a) Anleger als Verbraucher . . . . .   | 403 |
| b) Verbraucherschutzleitbilder . . . . .                                     | 404 |
| aa) Konsumentensouveränität . . . . .  | 404 |
| bb) Produzentensouveränität . . . . .  | 405 |
| cc) Konsumfreiheit . . . . .   | 405 |
| c) Anlegerschutz nach dem Leitbild der Konsumfreiheit . . . . .              | 408 |
| aa) Regelungsbedarf wegen Marktversagens . . . . .                           | 409 |
| bb) Menschenbild . . . . .   | 409 |
| cc) Sozial motivierter Anlegerschutz . . . . .                               | 411 |
| 4. Zusammenfassung . . . . .   | 414 |
| VI. Anlegerschutz im geltenden Recht . . . . .                               | 415 |
| 1. Rangverhältnis Funktionenschutz und Anlegerschutz . . . . .               | 415 |
| a) Europa . . . . .  | 415 |
| b) Deutschland . . . . .   | 417 |
| 2. Menschenbild des Gesetzgebers . . . . .                                   | 419 |
| a) Europa . . . . .  | 419 |
| b) Deutschland . . . . .   | 421 |

|   |     |
|---|-----|
| VII. Zusammenfassende Stellungnahme .....   | 422 |
| 1. Menschenbild .....   | 422 |
| 2. Anlegerschutz .....  | 423 |
| 3. Optimierung kapitalmarktrechtlicher Regulierung .....                                    | 424 |
| § 19 Interessenwahrungspflicht und Interessenkonflikt .....                                 | 425 |
| I. Interessenwahrungspflicht bei der Vermögensverwaltung .....                              | 425 |
| 1. Einleitung .....   | 425 |
| 2. Meinungsstand .....  | 426 |
| a) Vermögensverwaltung .....  | 426 |
| b) Interessenwahrungspflicht bei der Geschäftsbesorgung .....                               | 427 |
| 3. Allgemeine Interessenwahrungspflicht und Treuepflicht .....                              | 428 |
| 4. Pflicht zur sorgfältigen Durchführung .....  | 429 |
| 5. Treuepflicht .....   | 431 |
| a) Inhalt und Grund .....   | 431 |
| b) Verhältnis zur allgemeinen Sorgfaltspflicht .....  | 432 |
| c) Voraussetzungen der Treuepflicht .....   | 433 |
| d) Treuhandkonzept Grundmanns .....   | 434 |
| 6. Anwendung auf die Vermögensverwaltung .....  | 437 |
| II. Störung des Vertragsmechanismus durch Interessen-<br>asymmetrie? .....                  | 438 |
| 1. These von der Interessenasymmetrie .....   | 438 |
| 2. Stellungnahme .....  | 440 |
| a) Interessenasymmetrie als Grund für Regelungen<br>zugunsten des Geschäftsbesorgers? ..... | 440 |
| b) Interessengegensatz bei Interessenwahrungsverträgen .....                                | 441 |
| c) Informationsasymmetrie und Interessenwahrung .....                                       | 442 |
| III. Interessenwahrung und Interessenkonflikte .....  | 443 |
| 1. Regelungsebenen bei Interessenkonflikten .....   | 443 |
| a) Bestimmung der Rangordnung .....   | 444 |
| b) Präventive Maßnahmen .....   | 445 |
| c) Zusammenfassung .....  | 447 |
| 2. Konzepte zur Regelung von Interessenkonflikten .....                                     | 447 |
| a) Herkömmliche Behandlung von Interessenkonflikten<br>im deutschen Recht .....             | 448 |
| b) Angloamerikanisches Recht .....  | 452 |
| aa) Bestehen einer fiduciary relation .....   | 453 |
| bb) Pflichten des fiduciary im Hinblick auf Interessenkonflikte .....                       | 453 |

|  |     |
|--|-----|
| § 20 Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Schuldrecht .....                          | 457 |
| I. Rechtsnatur von §§ 31 f. WpHG .....   | 457 |
| 1. Meinungsstand .....   | 457 |
| a) §§ 31 f. WpHG als Öffentliches Recht .....  | 457 |
| b) (Auch) Privatrechtliche Qualifikation .....   | 458 |
| 2. Abgrenzung von Öffentlichem Recht und Privatrecht .....                             | 459 |
| 3. Möglichkeit von Doppelnormen .....  | 461 |
| 4. Gesetzgeberische Vorgaben .....   | 463 |
| a) Vorgaben der WpDIR1 .....   | 463 |
| b) Nationale Gesetzgebung .....  | 464 |
| 5. Zusammenfassung .....   | 467 |
| II. Vor- und Nachteile der verschiedenen Konstruktionen .....                          | 467 |
| 1. Einleitung .....  | 467 |
| 2. Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB .....  | 467 |
| a) Voraussetzungen .....   | 468 |
| b) Sachwidrige Ergebnisse bei Verjährung .....   | 471 |
| c) Funktion der zivilrechtlichen Haftung .....   | 472 |
| 3. Ausstrahlungswirkung oder Doppelnorm .....  | 473 |
| a) Einleitung .....  | 473 |
| b) Ausstrahlungswirkung .....  | 474 |
| aa) Dogmatische Konstruktion .....   | 474 |
| bb) Nachteile .....  | 475 |
| c) Berufliche Verhaltensstandards .....  | 475 |
| d) Bewältigung des zivilrechtlichen und aufsichtsrechtlichen<br>Regelungsbedarfs ..... | 478 |
| aa) Zwecke der Aufsicht und der zivilrechtlichen Haftung .....                         | 478 |
| (1) Erfordernis der Unterschiedlichkeit .....  | 479 |
| (2) Erfordernis des Gleichlaufs .....  | 480 |
| bb) Bewältigung des Spannungsverhältnisses .....                                       | 481 |
| (1) Unterschiedliche Anforderungen .....   | 482 |
| (2) Gleichlauf .....   | 482 |
| (3) Zusammenfassung .....  | 486 |
| 4. Verkehrspflichten im Rahmen von § 826 BGB .....                                     | 486 |
| III. Anwendung von § 31 WpHG .....   | 487 |
| 1. § 31 WpHG als Generalklausel .....  | 487 |
| 2. Funktion von Generalklauseln .....  | 489 |
| a) Allgemein .....   | 489 |
| b) Funktion der Generalklausel bei § 31 WpHG .....                                     | 490 |
| 3. Maßstäbe für die Konkretisierung .....  | 492 |
| a) Allgemein .....   | 492 |
| b) § 31 WpHG .....   | 494 |
| 4. Ausblick: MiFID .....   | 495 |

|  |     |
|--|-----|
| 5. Verhaltenspflichten und privatautonome Gestaltungsmöglichkeiten . . .                               | 495 |
| a) Zwingende Natur von § 31 WpHG . . . . .   | 495 |
| b) Bedeutung der Parteivereinbarung . . . . .  | 496 |
| c) Einfluß der Pflichten auf Produktgestaltung . . . . .   | 497 |
| 6. Exkurs: Zulässigkeit des beratungslosen Wertpapiergeschäfts . . . . .                               | 499 |
| a) Meinungsstand . . . . .   | 499 |
| aa) Unzulässigkeit des beratungslosen Wertpapiergeschäfts . . . . .                                    | 499 |
| bb) Ausschluß der Informationspflicht . . . . .  | 501 |
| (1) Richtlinie der BaFin zu §§ 31, 32 WpHG . . . . .   | 501 |
| (2) Rechtsprechung und Literatur . . . . .   | 502 |
| b) Stellungnahme und Bewertung . . . . .   | 503 |
| aa) Informationsbedarf des Anlegers . . . . .  | 503 |
| bb) Vereinbarkeit differenzierter Standards<br>mit § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG . . . . .               | 504 |
| (1) Wortlaut . . . . .   | 504 |
| (2) Entstehungsgeschichte . . . . .  | 505 |
| (3) Folgerungen . . . . .  | 508 |
| cc) Informationspflichten beim Discount-Broking . . . . .  | 509 |
| dd) Vorteil des beratungslosen Wertpapiergeschäfts . . . . .   | 510 |
| ee) Pflicht zu wertpapierbezogener Information? . . . . .  | 510 |
| (1) Pflicht zur individuellen Information? . . . . .   | 510 |
| (2) Pflicht zur standardisierten Information? . . . . .  | 511 |
| (3) Information über Dienstleistungsangebot und Bedeutung<br>wertpapierbezogener Information . . . . . | 512 |
| (4) Pflichten bei Anlagevorschlägen . . . . .  | 513 |
| c) Zusammenfassung . . . . .   | 514 |
| d) Regelung in der MiFID . . . . .   | 514 |

## Zweiter Teil

### Einzelfragen

|   |     |
|---|-----|
| § 21 Informationspflichten . . . . .                            | 519 |
| I. Einführung . . . . .   | 519 |
| II. Grundlagen . . . . .  | 520 |
| 1. Begriffsklärung: Information, Aufklärung, Beratung . . . . . | 520 |
| a) Begriffsinhalt . . . . .                                     | 521 |
| aa) Meinungsstand . . . . .                                     | 521 |
| bb) Stellungnahme . . . . .                                     | 522 |
| b) Informationspflichten und Rechtsgrundlagen . . . . .         | 523 |
| aa) Fließender Übergang . . . . .                               | 523 |
| bb) Zuordnung zu bestimmten Rechtsgrundlagen? . . . . .         | 525 |
| cc) Auslegung von § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG . . . . .         | 528 |

|  |     |
|--|-----|
| 2. Vorvertragliche Informationspflichten in der Rechtswissenschaft . . . . .                               | 530 |
| a) Allgemein . . . . .   | 530 |
| b) Funktion von Informationspflichten . . . . .  | 532 |
| 3. Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Anlagegeschäften . . . . .                                      | 532 |
| a) Rechtsprechung des Reichsgerichts . . . . .   | 533 |
| b) Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs . . . . .   | 536 |
| c) Kritik und Vorschläge der Literatur . . . . .   | 539 |
| d) Stellungnahme . . . . .   | 543 |
| aa) Vertrag oder cic . . . . .   | 543 |
| bb) Funktion der Aufklärungs- und Beratungspflichten . . . . .   | 545 |
| 4. Ökonomische Analyse von Informationspflichten . . . . .   | 547 |
| a) Traditioneller Ansatz . . . . .   | 547 |
| b) Unterschiede nach Gegenstand der Informationspflicht . . . . .  | 549 |
| c) Informationspflicht über eigenen Leistungsgegenstand . . . . .  | 550 |
| d) Fazit . . . . .   | 552 |
| <br>   |     |
| III. Funktion und Bedeutung der Aufklärungs-<br>und Beratungspflichten über die Anlagepolitik . . . . .    | 553 |
| 1. Einführung . . . . .  | 553 |
| 2. Unterschiedliche Gestaltungen . . . . .   | 554 |
| 3. Exkurs: Funktionen und Rechtsnatur von Anlagerichtlinien . . . . .                                      | 556 |
| a) Funktionen . . . . .  | 557 |
| b) Rechtsnatur . . . . .   | 560 |
| c) Ausschluß des Weisungsrechts . . . . .  | 562 |
| 4. Informationsbedarf . . . . .  | 564 |
| a) Informationsbedarf bei Anlagerichtlinien . . . . .  | 564 |
| b) Informationsbedarf ohne Anlagerichtlinien des Kunden . . . . .  | 566 |
| c) Informationsbedarf bei feststehender Anlagepolitik . . . . .  | 568 |
| <br>   |     |
| IV. Rechtsgrundlage und Inhalt der Aufklärungs-<br>und Beratungspflichten über die Anlagepolitik . . . . . | 568 |
| 1. Meinungsstand in Rechtsprechung und Literatur . . . . .   | 569 |
| a) Rechtsprechung . . . . .  | 569 |
| b) Ablehnung einer Aufklärungs- und Beratungspflicht . . . . .   | 569 |
| c) Annahme einer Aufklärungs- und Beratungspflicht . . . . .   | 571 |
| d) Literatur . . . . .   | 572 |
| e) Rechtsgrundlage . . . . .   | 573 |
| f) Pflichteninhalt bei Festlegung einer Anlagerichtlinie . . . . .   | 573 |
| g) Informationspflichten ohne Anlagerichtlinien . . . . .  | 575 |
| h) Erkundigungspflichten . . . . .   | 575 |
| 2. Aufklärung und Beratung bei Anlagerichtlinien . . . . .   | 576 |
| a) Interessengegensatz und cic . . . . .   | 576 |
| b) Vertragliche Aufklärungs- und Beratungspflicht . . . . .  | 576 |
| c) Vertragliche Grundlage . . . . .  | 577 |

|   |            |
|---|------------|
| 3. Aufklärung und Beratung bei individueller Ausrichtung der Verwaltung .....                             | 580        |
| 4. Pflicht zur Vereinbarung von Anlagerichtlinien? .....  | 580        |
| 5. Aufklärung und Beratung bei Verwaltung ohne individuelle Ausrichtung .....                             | 581        |
| a) Gesetzliche Pflicht zur Beratung? .....  | 581        |
| b) Rechtsgrundlage einer erfolgten Beratung .....   | 584        |
| c) Unzulässigkeit eines freien Ermessens .....  | 585        |
| 6. Mindeststandard der Aufklärungs- und Beratungspflicht .....  | 585        |
| 7. Erkundigungspflicht .....  | 589        |
| <b>V. Information über die für die Bewertung der angebotenen Dienstleistung relevanten Umstände .....</b> | <b>591</b> |
| 1. Rechtslage in den USA .....  | 591        |
| 2. Bewertungskriterien nach der ökonomischen Theorie .....  | 593        |
| a) Kosten .....   | 593        |
| b) Produktivität der Information .....  | 593        |
| c) Vertrauensprämie .....   | 594        |
| d) Marktversagen .....  | 594        |
| 3. Notwendige Zurückhaltung bei der Statuierung von Informationspflichten .....                           | 595        |
| <b>§ 22 Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten .....</b>   | <b>597</b> |
| I. Einleitung .....   | 597        |
| II. Überblick: Interessenkonflikte bei der Vermögensverwaltung ...  | 598        |
| 1. Konflikt mit Eigeninteressen des Verwalters .....  | 598        |
| a) Direkte Veruntreuung .....   | 598        |
| b) Maß des eingesetzten Aufwands .....  | 599        |
| c) Konflikte mit Eigengeschäften des Verwalters .....   | 600        |
| d) Insbesondere: Zuordnung von Geschäftschancen .....   | 601        |
| 2. Konflikte mit den Interessen anderer Kunden .....  | 603        |
| a) Vermögensverwaltungskunden .....   | 603        |
| b) Kunden aus anderen Geschäftsbereichen .....  | 603        |
| III. Entstehungsgeschichte von § 31 Abs. 1 Nr. 2 und § 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG .....                         | 604        |
| 1. § 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG .....   | 604        |
| 2. § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG .....   | 605        |
| 3. Verhältnis .....   | 606        |
| 4. Konkretisierung durch Richtlinien der BaFin .....  | 607        |
| IV. Pflicht nach § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG .....   | 607        |
| 1. Regelungsinhalt .....  | 607        |
| 2. Pflicht zur institutionellen Trennung? .....   | 609        |

|  |     |
|--|-----|
| a) Wortlaut .....  | 609 |
| b) Wirkungen .....   | 610 |
| c) MiFID .....   | 612 |
| d) Zusammenfassung .....   | 613 |
| 3. Verhältnis zwischen Vermeiden und Behandlung<br>nach Recht und Billigkeit .....           | 613 |
| V. Gründe für die gesetzliche Regelung von Interessenkonflikten ..                           | 615 |
| 1. Interessenkonflikt und Effizienz .....  | 615 |
| 2. Verhältnis von Fairneß und Effizienz .....  | 616 |
| 3. Vorgaben für staatliche Regulierung von Interessenkonflikten .....                        | 618 |
| VI. Mechanismen zur Bewältigung von Interessenkonflikten .....                               | 618 |
| 1. Zulassungspflicht und laufende Überwachung .....  | 618 |
| 2. Verbot bestimmter Geschäfte .....   | 619 |
| 3. Offenlegung .....   | 620 |
| a) Großbritannien und USA .....  | 620 |
| b) Meinung in Deutschland .....  | 621 |
| c) Offenlegung in MiFID .....  | 623 |
| d) Wirkungsweise der Offenlegung .....   | 623 |
| e) Offenlegung von Interessenkonflikten bei der Vermögens-<br>verwaltung .....               | 624 |
| 4. Vertraulichkeitsbereiche und independence policy .....                                    | 624 |
| a) Errichtung von Vertraulichkeitsbereichen zur Behandlung<br>von Interessenkonflikten ..... | 624 |
| b) Independence policy .....   | 626 |
| 5. Priorität und Gleichbehandlung .....  | 627 |
| § 23 Interessenkonflikte aufgrund von Eigenhandel:   |     |
| Vorlaufen und Scalping .....   | 630 |
| I. Einleitung .....  | 630 |
| II. Vorlaufen und Scalping .....   | 631 |
| 1. Vorlaufen bei Effektenauftrag .....   | 631 |
| 2. Scalping bei Anlageempfehlungen .....   | 633 |
| 3. Scalping und Vorlaufen bei der Vermögensverwaltung .....                                  | 634 |
| III. Ökonomische Betrachtung des Vorlaufens und des Scalping .....                           | 635 |
| 1. Vor- und Nachteile beim Vorlaufen .....   | 635 |
| 2. Vor- und Nachteile beim Scalping .....  | 636 |
| a) Bei interessengerechter Empfehlung .....  | 636 |
| b) Interessenwidriges Verhalten .....  | 638 |
| c) Gefahr interessenwidrigen Verhaltens .....  | 638 |